

Kreditmarknad, resurs- styrning och investeringar

7.1 Kreditmarknadens institutioner och funktioner

Marknader som fungerar signalerar med priser till företag och individer var de bästa köpen finns och hindrar under ideala förhållanden genom konkurrens producenterna att ta ut oskäligt höga priser. Marknader kan komma i olag genom olika slag av störningar (se kapitel 4),¹ som ger opålitlig prissignalering, och konkurrensen kan sättas ur spel av företagen själva eller genom olika slag av regleringar.

Kreditmarknaden sköter den viktiga funktionen att styra investeringsresurser dit där de ger bäst avkastning genom att skapa nya, större resurser för fortsatt tillväxt.

Den *officiella* svenska kreditmarknaden innehåller institutioner som affärsbanker, sparbanker och AP-fonder. Åtminstone tre saker måste man komma i håg när kreditsystemet diskuteras.

- Endast en mindre del av resursfördelningen styrs via den officiella kreditmarknaden.
- Kreditmarknadens betydelse som central resursförmedlare har gjort den till föremål för reglering och centralstyrning i flertalet industriländer.
- Den snabba tillväxten av ett internationellt kreditförmedlingssystem sedan slutet av 50-talet, som är helt okontrollerat av centrala offentliga organ, har sedan mitten av 60-talet avsevärt försvårat för statsmakten att reglera kreditförmedlingen via pris(ränte-)kontroller, något som var praxis under de första efterkrigsåren.

¹ Se även Axell [1979].

Tabell 7.1 *Industrins externa finansiering*
Procent

Typ av krediter	1966	1968	1970	1972	1974	1976
1. Lån på den organiserade kreditmarknaden	30	35	28	32	29	29
2. Lån på den grå, svenska kreditmarknaden	26	22	26	23	25	22
3. Rörelsegenererade krediter	(27)	(25)	(27)	23	23	21
4. Inomkoncernkrediter	9	9	9	9	9	11
5. Utländska krediter	8	9	10	13	14	17
Totalt (= 100 procent), miljarder kronor	40,6	44,2	66,3	83,6	112,3	157,8

Anm: Åren 1966, 1968 och 1970 har en mindre post "kortsiktiga skulder" adderats till rörelsegenererade krediter. Detta betyder att siffrorna inom parentes kan vara något överskattade.

Källa: Pågående studie inom IUI.

Tabellen visar för perioden 1966–76 industrisektorns kontakter med externa finansieringskällor enligt balansräkningarna och redovisar bruttoskulder, dvs på användningssidan ingår även de krediter företagen ger själva i samband med försäljning på olika marknader inklusive exportmarknaderna.

Som synes svarar den *organiserade kreditmarknaden* (banker, förlags- och obligationslån, försäkringsbolag, återlån från AP-fonden etc) för en ganska stabil andel på ca 30 %.

Den *grå marknaden*, som omfattar handelskrediter (dock ej hos koncernföretag) och lån från utomstående företag i övrigt, svarar för en nästan lika stor andel som den organiserade kreditmarknaden, nära 25 %, men har varierat mer; ett förhållande som särskilt 1970 kan illustrera en kompensatorisk effekt från kreditåtstramningen.

De *rörelsegenererade krediterna* omfattar pensionsskulder, lån från personalstiftelser etc samt skattekrediter, löneskulder m m och svarar för en inte obetydlig andel på drygt 20 %.

Inomkoncernkrediterna har en andel av ca 10 % som varit oförändrad under perioden.

Andelen *utländska krediter* (såväl handelskrediter som obligationslån och direkta lån) har ökat kraftigt under 70-talet; en ökning som till stor del förklarar varför övriga andelar sjunker.

Skillnaden mellan företagets totala balansomslutning (= totala tillgångar) och skulderna i tabellen dividerad med balansomslutningen utgör ett mått på soliditeten, dvs företagets långsiktiga likviditetsberedskap. Vi har dock ännu ej hunnit färdigställa en med denna tabell konsistent aktivsida på industrins balansräkning.

I figur 7.6 visas industrins självfinansieringsgrad. Den utvidgade självfinansieringsgraden utgör ett slags marginellt soliditetsmått (dvs andelen av årets finansiering som sker med eget sparande) som, om det förblir konstant länge, med tiden närmar sig balansräkningens soliditetsmått.

I själva verket är den institutionella kreditförmedlingen i Sverige en marknad som blivit *mer* marknadsmässig under de senaste 20 åren. Det finns t ex en hel del stöd för att vi på kreditmarknaden gått ifrån ett kvantitets(reglerings)system till en mer marknadsmässig fördelning av resurserna.¹ Ett karakteristiskt drag i denna utvecklingsprocess är den ökande internationaliseringen av kreditmarknaderna. Mycket tyder i själva verket på att avkastningen på industriinvesteringar bestäms internationellt och att den internationella räntebildningen blivit någon slags riksligare även för interna investeringsbeslut i de olika länderna inklusive Sverige.

En faktor som stör kreditförmedlingen internationellt och inom de olika länderna är inflationen. Det är sällan som den nominella räntan fullt ut följer med prisstegringarna under inflationstider. Långa inflationstider, som efterkrigstiden, tenderar att skapa en låneekonomi, där kapitalvinster i kombination med hög belåning ger upphov till överinvesteringar i vissa tillgångar, inte minst i hushållssektorn. Om dessa snedeffekter förstärks (som i Sverige) av rådande skattesystem kan ineffektiviteten i resursfördelningen på lång sikt bli betydande, till men för den ekonomiska tillväxten.

Vår prognos är att den reala räntan kommer att gå upp under den framtidsperiod vi betraktar, delvis som en följd av att den internationella likviditeten sjunker och inflationstakten avtar, delvis som en följd av Sveriges växande utlandsskuld. Vi skall i detta kapitel diskutera vad detta kan innebära bl a för investeringar och tillväxt i den svenska ekonomin och för den interna balansen i kreditflödena under de närmaste 5 à 10 åren. Vi väljer referensfallet från föregående kapitel som utgångspunkt för jämförelserna men vill samtidigt poängtera att det inte är fråga om en prognos.

7.2 Lönsamhetskrav, sparandebrist och resursfördelning i en tillväxtprocess

Att lönsamhet och tillväxt på något sätt hänger samman har länge accepterats som något självklart. Det har dock varit svårt att direkt statistiskt kunna påvisa ett samband mellan dessa variabler, bl a därför att tillgång till statistiska data över företags livshistorier ej funnits förrän helt nyligen. Tidsseriedata över makrostatistik (branscher) tenderar att sudda ut de viktiga differenserna mellan "över"- och "under"- normala vinster å ena sidan och

¹ Eriksson & Södersten [1979].

över- och under-normala tillväxttal å den andra. Enklare samband mellan variationer i bruttovinster (marginaler) eller kassaflöden å ena sidan och investeringar å den andra har dock kunnat observeras i flera studier.¹

Om det är den faktiska lönsamheten, de lönsamhetskrav som ställs i företagen, tillgången till finansiering, kapacitetsutnyttjandegraden eller någon lämplig kombination av dessa faktorer som förklarar investeringarnas tidsmönster, avslöjas dock inte med så enkla metoder. Tvärsnittsstudier å andra sidan fångar företagen mitt i olika ojämviktsförlopp och vanligtvis registreras därmed inga statistiska samband alls.

Avkastningskravet i ett företag kan uppfattas som den tillväxt av det egna kapitalets värde som företaget önskar eller syftar till. Varje investering skapar en ränta som kan investeras på nytt och ge en ny ränta osv. Om denna ränta hela tiden hålls konstant växer det totalt arbetande kapitalet i samma takt som räntan minus vad som delas ut till aktieägarna. Men att önska en viss förräntning eller ställa krav på eller planera för en viss förräntning är praktiskt taget alltid något annat än att verkställa samma förräntning. Detta gäller på alla beslutsnivåer. I princip har kravet på kapitalets förräntning ingenting att göra med om ekonomin styrs av centralplanerare eller av marknadens prissignaler.²

I praktiken kan man däremot visa att olika institutionella arrangemang för att sätta och iaktta förräntningskrav givit olika resultat. Företagsledningens kompetens mäts t ex med förmågan att hålla en hög kapitalavkastning. Varje krav på statsmakterna (som ibland framförs av näringslivet) att höja lönsamheten i näringslivet blir därför i viss mening en desavouering av företagsledningarnas egen kompetens.

Därmed är vi inne på den svåra frågan huruvida förmågan att förränta en resurs (t ex kapitalet) så att den växer maximalt är samma sak som att resultatet av resursens användning (produktionen) växer maximalt. Självfallet är det inte så enkelt. Andra faktorer än kapital används i produktionen och marknads- och prisstrukturerna kan se mycket olika ut. Det för för långt att försöka reda ut detta problemkomplex här. Det finns inte heller ännu någon bra ekonomisk teori, som förmår hålla samman alla de mekanismer som

¹ Se t ex Tinbergen [1939]; Meyer & Kuh [1957]; Eliasson [1967] samt Jansson, Nordström & Ysander [1979].

² Som illustration kan nämnas att ekonomer i centralplanerade ekonomier ofta markerar ett utomordentligt stort intresse för ekonomins produktivitetstillväxt. Det är lätt att visa att om faktor- och produktpriser sätts centralt i en ekonomi (eller i ett företag) blir en strävan att höja produktiviteten identisk med en strävan att höja vinstmarginalen. Se t ex Eliasson [1976a] s 246.

ingår i en uttömmande förklaring. Vi nöjer oss därför med att konstatera att en jämförelse av liknande (matchande) svenska och engelska företag visar att de engelska företagen uppvisat sämre prestanda vad gäller produktivitet och tillväxt än de svenska medan deras lönsamhet varit högre.¹

Ordet *lönsamhetskrav* har i en marknadsekonomi egentligen en vidare innebörd än den ovan diskuterade som knyter an till dem som kontrollerar kapitalresurserna (aktie-, kapital- och kreditmarknader). Företagen sätter sina interna krav på grundval av sin egen kompetens och erfarenhet. Tendensen är att göra dem realistiska och genomförbara för det egna företaget.² Kreditmarknadens uppgift däremot är att standardisera det pris vid vilket resurserna görs tillgängliga (lånas ut) för investeringar.³ Ett lönsamhetskrav ställs alltså i så måtto att resurser inte finns annat än till ett visst pris (en ränta), som normalt beror på var och till vad de skall användas. En liknande resurstilldelningsfunktion utövas i praktiken på alla nivåer inom ett decentraliserat företag genom att tilldelaren anger ett pris (ett förräntningskrav) för att resursen skall bli åtkomlig. Ett helt analogt resonemang kan föras för varje organisation. Marknadens funktion blir alltså att sortera bort icke räntabla verksamheter. Om priset på krediter regleras och sätts under marknadsräntan eller om resurser tvångsregleras till eller subventioneras för vissa ändamål, sätts denna marknadens sorteringsuppgift ur funktion.

7.3 Finns en sparandebrist?

En typ av argument som ofta framförts, och som speglades i diskussionen kring 1975 års långtidsutredning, är att det inte spelar någon roll var sparandet uppstår, bara det blir så stort att det räcker till industrins investeringar. Man talar till exempel i kapitalmarknadsutredningen om en *brist* på sparande utan att reda ut vad spararna kräver i ersättning för sin insats och vad låntagarna vill erbjuda. Kan man skatta bort hushållens sparande och låta företagen låna tillbaka resurserna via AP-fonden utan att företagens investeringar påverkas? Hur skiljer sig investeringseffekterna mellan det fall då en femte AP-fond bildas för att låna ut till företagen och finansieras via en ny arbetsgivaravgift

¹ Se Pratten [1976].

² Denna egenskap dokumenteras i Eliasson [1976a].

³ Den mikro-till-makro modell inom institutet som vid flera tillfällen använts som illustration har helt och hållet byggts upp kring dessa principer.

(eller över den offentliga budgeten via någon annan höjning av beskattningen) och det fall då företagen via höjda vinster tillåts internfinansiera ökade investeringar eller det fall då hushållen får ta del av samma resurs via högre löner och genom t ex ett skattesubventionerat sparsystem¹ stimuleras att tillfälligt ställa dessa resurser till företagens förfogande. Vad gör det för skillnad om företagen får resurser via nyemissioner eller via lån? Spelar detta någon roll för företagens investeringar så länge de får disponera samma belopp?

Traditionellt har svenska långtidsutredningar närmat sig detta problem från rakt motsatt håll. Man har *målsatt* en viss *tillväxt* i ekonomin. Man har räknat fram de *investeringskrav* som denna tillväxt skapar. Därefter har möjligen *finansieringsbehovet* räknats fram. Någon ordentlig återkoppling mellan det lönsamhetsantagande som ligger i denna finansieringskalkyl, finansieringskostnaden och investeringarnas storlek har ännu ej genomförts.² Skälet är enkelt. Vi vet för litet och detta lämnar fältet öppet för fria antaganden.

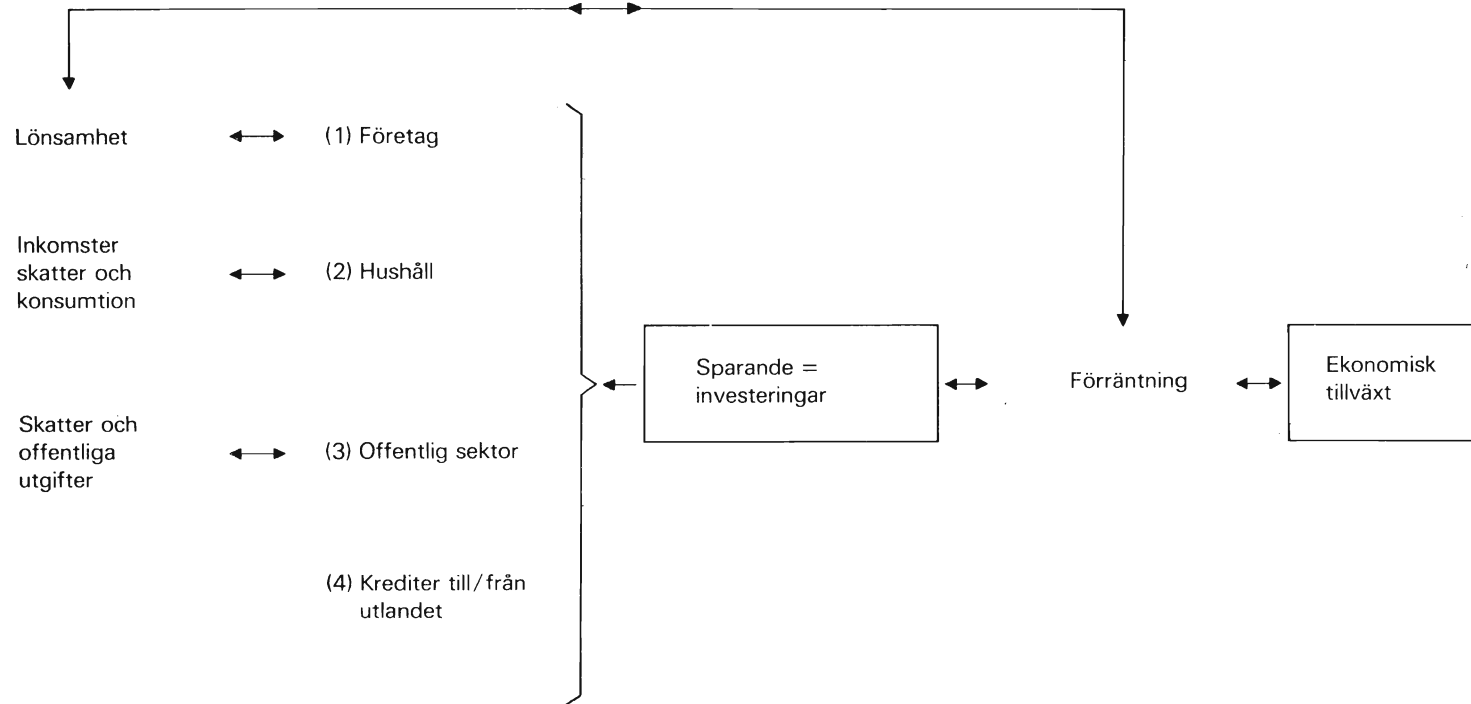
Centralt för svensk ekonomisk tillväxt under 80-talet är hur resurserna skall kunna styras bort från problemföretagen mot tillväxtföretagen med räntabla investeringsprojekt och hur hushållen skall finna det mer förenligt med sina intressen att ställa sitt sparande till industrins förfogande än att låsa det i inflationssäkra objekt som sommarstugor etc. Från allokeringssynpunkt handlar detta problem i grunden om hur räntan sätts i samhället. Sparbristen – om man skall använda ett sådant begrepp – uttrycker alltså i första hand hur lönsamheten i industrin passas ihop med realersättningen (efter skatt) för sparandet, inklusive det institutionella sparandet. Problemet gäller vilken *realränta* som skall etableras i det svenska kreditssystemet, hur denna ränta kommer till uttryck på den organiserade kreditmarknaden och i vilken utsträckning detta pris skiljer sig mellan å ena sidan de individer och institutioner som sparar och å andra sidan de företag som investerar.

Figur 7.1 visar längst till vänster hur och var sparandet uppstår. Det totala sparandet motsvarar sedan alltid i efterhand de totala investeringarna i samhället (till höger). Så har nationalräkenskapssystemet byggts upp. Totalt disponibla resurser kan delas upp på konsumtion och investeringar (= spa-

¹ Se den diskussion kring ett alternativt skattesystem som förs i kapitel 9 om den offentliga sektorn.

² Vissa försök gjordes i utredningen om Finansiella långtidsperspektiv (se Kragh [1967] s 193–259) och fortsattes i *IUI:s långtidsbedömning 1976. Bilagor* (se Eriksson & Lindörn [1977]) samt i viss mån den senaste *Långtidsutredningen 1978* (SOU 1978:78).

Figur 7:1 *Principskiss över sparande och investeringsflöden*



randet). Investeringarna bestämmer ökningen i totalt tillgängliga resurser. Nyckelordet är här investeringarnas förräntning. Hur stor denna ökning blir beror av hur mycket den totala produktionen ökat. Detta beror i sin tur bl a på hur mycket kapitalet ökat. Sedan övriga faktorer (t ex arbetskraften) fått sin del av ökningen, har vi ett mått på kapitalets förräntning.

Vi kan därför (övre delen av figuren) vända på orsakskedjan. De totala investeringarna blir så stora som investerarna bedömer vara ekonomiskt meningsfullt, dvs vad de tror om investeringarnas förräntning. Denna förväntade förräntning innefattar även hänsyn till vad det kostar att anskaffa finansiering (sparande). Sparandet blir därmed i efterhand exakt vad investeringarna blev. Vad förräntningen och därmed resurstillväxten sedan blir ex post beror helt på hur kompetenta investerarna var i sitt handlande. Resurserna kan ha hamnat i den offentliga sektorn, bostadsbyggandet, industrin eller i sommarstugor. I en planerad ekonomi beror det på hur resurserna delas ut.¹ I en marknadsekonomi beror det på vem som väntar sig kunna förränta resurserna bäst.

Företagen sparar själva. Lönsamheten bestämmer hur mycket. Företagens vinster beskattas, delas ut till aktieägarna eller lånas in i det institutionaliserade kreditsystemet eller ut på en mer marknadsmässig grå kreditmarknad (finansiella investeringar) eller plöjes direkt tillbaka i form av investeringar i företagen (realinvestering). Kalkyler som bestämmer valet mellan utdelning, finansiella investeringar och realinvesteringar påverkas starkt av det existerande skattesystemet, till förmån för realinvesteringen direkt i det egna företaget, snarare än indirekt i andra företag via kreditmarknadens förmedling.

De resurser som individen skapar genom arbete skattas till stor del bort till den offentliga sektorn. En växande del kommer tillbaka som transfereringar och delas upp på sparande och konsumtion (se kapitel 9). Sparandet kanaliseras normalt in i det institutionella kreditsystemet *trots* en kalkyl som efter hänsyn till inflation och skatter för hushållet vanligtvis ger en negativ förräntning.

¹ Under 50-talet visade sig t ex en oväntad, ökad tilldelning av reglerade och billiga obligationslån höja investeringarna i industrin. Detta berodde på att lönsamheten då var god jämfört med låneräntan på den institutionaliserade kreditmarknaden. En "brist" på finansiella resurser existerade vid den reglerade låga räntan. Se Eriksson & Södersten[1979] eller Eliasson[1967] samt jämför figurerna 7.2 och 7.3 nedan.

Tabell 7.2A *Den svenska sparbalansen 1955–1985*
Andel av BNP, %. BNP i löpande priser

	1955/59	1960/64	1965/69	1970/74	1977 ^a	1980 ^a	1985
	Referensfallet						
1. Näringslivet totalt	9,9	9,5	8,8	8,6	1,1	6,9	8,4
2. Hushållen exkl bostäder ^b	4,3	4,6	2,6	3,2	6,8	5,8	4,2(5,0)
3. Bostäder	2,8	2,6	2,4	2,3	2,5	2,5	2,2
4. Offentlig sektor inkl socialförsäkringssystemet	5,0	8,2	10,6	9,3	6,3	3,6	5,1(4,3)
5. Utlandet	0,3	-0,2	0,5	-0,2	3,4	2,3	0,4
Totalt	22,3	24,7	24,9	23,2	20,1	21,1	20,3

^a Från IUI:s LB-modell (approximativt).

^b Förutsätter för 1985 en sparkvot på 7,5 % i referensfallet (från 10,2 % 1977) och på 9 % i referensfallet med sparstimulans.

Tabell 7.2B *Investeringarnas fördelning 1955–1985*

	1955/59	1960/64	1965/69	1970/74	1977 ^a	1980 ^a	1985
	Referensfallet						
1. Näringslivet	12,4	13,6	11,9	11,9	11,4	11,8	11,3
2. Hushållen	0	0	0	0	0	0	0
3. Bostäder	5,7	6,1	6,7	5,9	4,1	4,8	5,0
4. Offentlig sektor	4,2	5,0	6,3	5,4	4,6	4,5	4,0
Totalt	22,3	24,7	24,9	23,2	20,1	21,1	20,3

^a Från IUI:s LB-modell (approximativt).

Källa: Kragh [1967], samt Kapitalmarknadsutredningen [1978].

Den *offentliga sektorn* investerar en del av skattemedlen själv. Den kan spara själv genom budgetöverskott som ställs till det institutionella kredit-systemets förfogande eller tvärtom. Varje realkalkyl över olika sektorer investeringar återspeglas i det motsvarande (finansiella) flödet av sparmedel i figur 7.1, men det rör sig i denna matris fortfarande bara om bokföring, som svarar på frågan *vad* har hänt, inte *hur* det har hänt. Om debet och kredit ej överensstämmer, har sparanderesurser antingen tillförts från omvärlden eller lånats ut. Bytesbalans och kapitalbalans ger besked härom.

Den finansiella totalanalysen av den svenska ekonomin i referensfallet pekar på att ett positivt finansiellt sparande så småningom uppstår gentemot utlandet (tabell 7.2) samtidigt som den totala sparkvoten (och därmed även investeringskvoten) höjs något i förhållande till 1977 men endast till en nivå drygt 10 % under medelvärdet för efterkrigstiden. Observera härvid höjningen under högkonjunkturåret 1980. Mot slutet av perioden kan vi kanske börja betala igen våra lån utomlands. Mot bakgrunden av det realränteantagande vi gör för 80-talet i kombination med det långsiktiga tillväxtantagandet (se nedan) blir detta en tämligen rationell svensk policyinriktning. Observera återigen att utlandsposten fortfarande ligger högt under högkonjunkturåret 1980.¹

Den konsoliderade offentliga sektorn fortsätter att minska sitt bruttosparande och kommer 1985 i referensfallet på en nivå strax över den som gällde före ATP-systemets införande. Samtidigt har sparkvoten antagits gå ned i hushållssektorn givet existerande skattesystem och den ekonomiska utveckling som ligger i referensfallet. Som påpekats i föregående kapitel har budgetbalans 1985 i referensfallet krävt en mindre höjning av den totala skattekvoten mellan 1978 och 1985 även vid den relativt stramt hållna offentliga sektorexpansionen. I den mycket enkla variation på referensfallet med skattemässig sparstimulans för hushållen som genomförts har denna bild kastats om. Hushållen antas öka sitt sparande på den offentliga sektorns bekostnad, vars finansiella sparande minskar i motsvarande mån. Detta kräver dock för att bli realistiskt ett antagande om en förändring av vårt skattesystem av den typ som diskuteras i kapitel 9 (om den offentliga sektorn) så att nettosparandet i hushållen helt eller delvis befrias från skatt.²

För näringslivets del fortsätter utvecklingen från 1977 mot ett kraftigt ökat sparande som fortfarande ligger under 1960-talets andel av BNP. I detta sammanhang bör man dock komma ihåg att referensfallet med sänkt tillväxt i förhållande till efterkrigstiden också innebär en krympande investeringsandel. Observera återigen att investeringskvoten ligger något högre under högkonjunkturåret 1980 än under slutåret 1985. Det är också denna höjda investeringskvot som håller uppe utlandsupplåningen detta år. För denna sektor är det särskilt industrin som är intressant. Industrin analyseras speciellt nedan.

¹ Se Lindström [1979].

² Denna enkla kalkyl är inte mycket mer än ett antagande. Den stora frågan kvarstår hur hushållens nettosparande beror av den reala förräntning efter skatt som sparande i det institutionaliserade kreditsystemet erhåller. Behovet av en ny och ordentligt upplagd sparundersökning är uppenbart.

7.4 Finns en internationell standard för svenska förräntningskrav?

Det brukar ofta hävdas att den svenska räntan i dag de facto är marknadsmässigt satt i världsekonomin och att de svenska företagens räntabilitetskrav styrs av räntan och förräntningsmöjligheterna i omvärlden.¹ Detta skulle också kunna uttryckas som att finansiella resurser här hemma inte kommer att finnas tillgängliga i de volymer som efterfrågas, om de inte ersätts med en internationellt marknadsmässig förräntning. Om företagen t ex inte tror sig kunna förränta sina resurser upp till denna nivå (detta krav) så lånar man inte, eller får inte låna, varvid investeringen sorteras bort. Denna marknadsprocess kan givetvis sättas ur spel av regleringar och subventioner som "håller nere" låneräntan under den internationella – av regionala skäl, av sysselsättnings-skäl, av välfärds-, miljö- eller andra skäl. Hur rimligt är detta sätt att se på resursfördelningen i den svenska ekonomin?

Det internationella "ränteberoende" vi diskuterar när svensk ekonomi på flera vägar. En direkt effekt kommer via företagens jämförelser av direktinvesteringarnas avkastning i olika länder inklusive Sverige. De reala och finansiella flöden som påverkas är dock små i förhållande till den inhemska ekonomin. För tydlighetens skull kunde man därför tillägga att ett svenskt företag i internationell konkurrens måste ställa ungefär samma förräntningskrav på sina investeringar som konkurrenterna gör för att överhuvudtaget kunna fortsätta att investera och växa på sikt i takt med konkurrenterna. De svenska företagens utlandsinvesteringar är omfattande men det rör sig praktiskt taget genomgående om delinvesteringar i internationella produktions- och leveranssystem där den svenska delen väger tungt och utlandsinvesteringarna till stora delar finansieras lokalt. Framförallt rör det sig ofta om en koncentration av avancerad och/eller storskalig produktion till Sverige med utlokalisering av produktion i senare och ofta mer lokalt marknadsanpassade led med en expanderande svensk export med ändrad sammansättning som följd.² Inslaget av investeringar av marknadsföringstyp är betydande. Lönsamhetsöverbäganden får därmed en något annorlunda karaktär än vad som är fallet vid sk portföljinvesteringar, som för övrigt är hårt reglerade enligt svensk valutastiftning.

¹ Se t ex Normann & Södersten [1978].

² Se Swedenborg [1979 b].

Bortsett från handelskrediternas betydelse, som vi återkommer till nedan, har förmodligen svenska företags ökade direkta upplåning på den internationella kreditmarknaden under senare år tvingat in den internationella räntenivån i de svenska företagens investeringskalkyler. Mera betydelsefulla är därför förmodligen kombinationer av de indirekta effekterna hemma via de inhemska investeringarnas anpassning å ena sidan och framför allt den svenska räntenivåns (finansieringskostnadens) anpassning till den internationella å den andra.

Alla dessa internationella integrationseffekter är förhållandevis nya och sammanhänger med produktionens snabba internationalisering i industriländerna och den parallella uppbyggnaden av ett internationellt och synnerligen marknadsmässigt kreditförmedlingssystem sedan 60-talets början. Länder med en omfattande utrikeshandel, som Sverige, och betydande öppna fordrings- och skuldförhållanden gentemot omvärlden kunde inte längre vidmakthålla inhemska, isolerade och reglerade kreditförmedlingssystem.¹

Valutarörelser, som en reaktion på ränteskillnader, tvingade fram den svenska ränteanpassningen till den internationella nivå som visas i figurerna 7.2 A och B. Det är den "bättre" anpassningen mellan sparandets ersättning och förräntning av investeringarna i industrin som indirekt speglar det ökade internationella "prisberoendet" vad gäller avkastningskraven. Detta förhållande illustreras även av den sk risk(ersättnings-)marginalen i samma figur som uttrycker skillnaden mellan effektiv avkastning på industriaktier och räntan på långa industriobligationer. Anpassningen har skett delvis genom sjunkande realinvesteringar, delvis genom de höjda räntorna. Det bör observeras att den internationella spridningen av prisrörelser (inflation), som är synnerligen effektiv, verksamt bidragit till att påverka den nominella svenska räntenivåns anpassning till den internationella.

7.5 En höjd svensk realränta 1985?

Tre omständigheter gör det sannolikt att den reala räntan på lånemedel kommer att gå upp under perioden 1977–85.

För det *första* är svensk ekonomis externa skuldsättning så pass hög och vår

¹ Detta komplex av frågor diskuterades ingående i Eliasson [1971].

externa balans (på flödessidan) så pass instabil att en högre inhemsk realränta kommer att bli nödvändig för att behålla balansen i vår externa tillgångs- och skuldposition.

För det *andra* har vi i samtliga fall räknat med en långsiktigt fallande internationell inflation som sannolik utveckling. Detta gäller även om prisökningstalen kommer att gå upp igen under de närmaste åren. Erfarenheter från de flesta kreditförmedlingssystem är att den nominella räntan anpassar sig till förändringar i inflationstakten först med en betydande eftersläpning och att realavkastningen ökar när inflationen minskar.

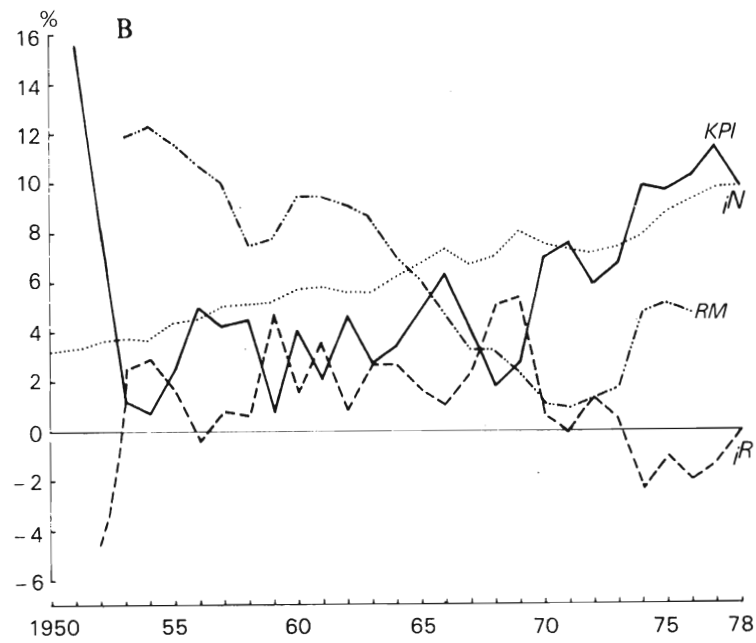
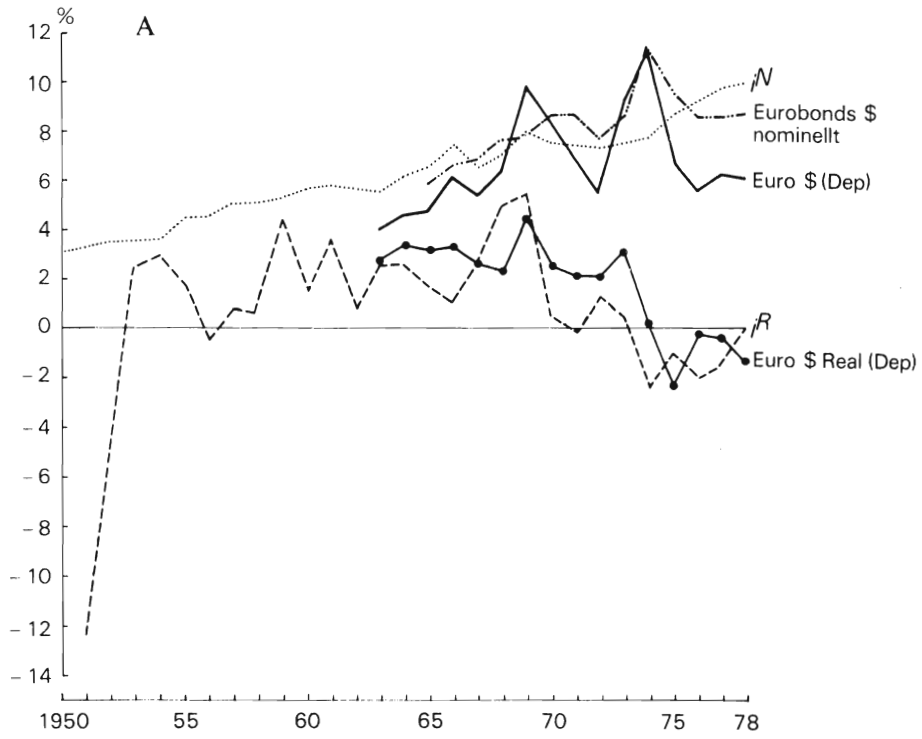
För det *tredje* har den internationella räntenivån under senare år nominellt hållits nere av stora kreditutbud från oljeländerna med överskottslikviditet, samtidigt som motsvarande underskott hos andra länder gjort dem benägna att hålla nere aktivitetsnivåerna. Läget i de viktiga oljeproducerande länderna i Mellersta östern är när detta skrivs mycket instabilt och bedömningarna om den framtida tillgången på olja och förväntade prishöjningar går vitt isär. Det är därför svårt att säga i vilken grad detta kommer att påverka överskottslikviditeten och därmed realräntan.

Det internationella kreditsystemets omslutning har vuxit starkt i nominella termer sedan OPEC kom till. Den ojämna fördelningen av export- och importbalanser mellan ländergrupperna i tabell 7.3 håller nu snabbt på att balanseras av. Även om betydande utlåning från OPEC-länderna till resten av världen kommer att fortgå länge, minskar utbudsökningarna vid de oljeprishöjningar vi räknar med framöver. Man har alltså anledning vänta sig att en trendmässig realränteanpassning uppåt i det internationella kreditsystemet även av detta skäl skall äga rum under vår "prognosperiod".

För Sveriges vidkommande kan denna bild kompletteras med följande kommentar. Förmågan att sänka vårt finansiella beroende av omvärlden enligt argument 1 ovan beror i hög grad på om vi kan få igång investeringarna och kapacitetstillväxten i lönsamma, internationellt konkurrenskraftiga industrier. Detta kräver förmodligen en lönsamhet i paritet med den på 1950- och 60-talen och minst i paritet med den i omvärldens industri. (Se figur 7.3 samt nedan.)

Baksidan av den högre investeringsverksamheten är att sparandet måste höjas dels internt i industrin genom högre avkastning, dels i andra sektorer genom högre förräntning på nominellt sparande. Balanserna på den reala och den finansiella sidan kan alltså inte fås att gå ihop utan en höjning av den inhemska reala räntan som också motsvarar en höjd räntabilitet på investerat kapital. Annars skulle troligen nyemissionerna, sett från efterfrågesidan,

Figur 7:2 Några svenska och utländska räntesatser 1950–1978



Dessa figurer visar några svenska och internationella räntesatser under efterkrigstiden, dels nominella, dels "reala", dvs korrigerade för inflation. Vad som förutom inflationen i respektive valuta påverkar skillnader i nominella räntesatser är förväntade förändringar i växelkurserna.

I figur 7.2A jämförs den internationella (Eurodollar deposit, 3 months prime) räntan med den för svenska industrilån reallt och nominellt (i^R resp i^N). Den nominella Eurodollarräntan har deflaterats med konsumentprisindex i USA. Det är inte helt tillfredsställande att jämföra den korta Eurodollarräntan med den relativt långa i^N . Därför har även den mer stabila "international bond Yields, \$-bonds 10-20 year loans to European Companies" lagts in från 1967. Det bör påpekas att det inte fanns någon internationell obligationsmarknad värd namnet tidigare.

RM i figur 7.2B står för ersättningen för risktagande i industrin¹ och mäts som den effektiva avkastningen på industriaktier minus den nominella räntan på industrilån (i^N). i^R är den reala räntan på industrilån, dvs i^N deflaterad med konsumentprisindex (KPI). Man kan diskutera vilket prisindex som skall användas i detta fall. För att inte krångla till figurer och tabeller har vi valt att genomgående använda KPI för att göra om nominella räntor till deras reala motsvarigheter.

behöva öka i en omfattning som ter sig orealistisk från utbudssidan. Av flera skäl har vi dessutom utgått ifrån att det är bättre för svensk ekonomisk tillväxt på sikt ju större del av investeringarna i industrin som undergår en marknadsränteprövning. Detta innebär såväl högre enskilt sparande som en större nyemissionsverksamhet. Vi har vid simulering på institutets dynamiserade version av sektormodellen med endogena investeringsfunktioner funnit att vid givna vinster sänks industriinvesteringarna med i medeltal 1/2 % per år vid en gradvis höjning av den reala låneräntan med 2 procentenheter under perioden 1977-85.

Vi kalkylerar med att den *real* låneräntan kommer att gå upp med 3 à 4 % under perioden 1977-85 från ett negativt tal på 1 à 2 % 1977 (se figur 7.2). Därmed uppstår frågan vilken lönsamhet som kommer att krävas i industrin för att de nödvändiga investeringarna vid den höjda lånekostnaden skall komma till stånd. Även kostnaden för internfinansiering via återinvestering av vinstmedel i form av sparande och via nyemissioner påverkas självfallet. Vi återkommer till denna för denna studie centrala fråga i avsnitt 7.7.

7.6 Extern balans och utlandsupplåning

Växande bytesbalansunderskott under 1970-talet har höjt den svenska skuldsättningen i utlandet kraftigt. Det statistiska underlaget är dock här mer bräckligt än man kanske väntat sig, varför storleken på den räntebärande nettoskulden varit föremål för en hel del diskussion. Från praktiskt taget

¹ Måttet har tagits fram i Eriksson & Södersten [1979].

Tabell 7.3. *Externa balanser (current account) för större länderområden.* Miljarder dollar och procent

	1960	1970	1973	1974	1975	1976	1977	1978
1. OECD	2,0	6,8	9,5	-27,5	0,25	-18,75	-27,5	-0,8
2. OPEC	-	-0,5	8,0	59,3	27,3	37,0	31,5	11,0
3. Icke oljeproducerande utvecklingsländer m m	-	-8,0	-7,0	-24,5	-38,5	-26,0	-24,0	-34,0
4. Övriga länder	-	2,8	3,3	9,8	-18,5	-12,8	-10,0	-10,8
5. OPEC's valuta-reserv ^a i % av alla länders valutareserver	-	5,3	8,0	21,4	24,9	25,4	23,7	-
6. Euro-currency-marknadens storlek ^b	-	85,8	216,6	256,6	296,0	352,3	424,6	-

^a Valuta + guld + "reserve position" i IMF.

^b "Bruttoinlåning" (i dollar och annan utländsk valuta) i 8 europeiska länder samt i Kanada och Japan.

Amn: Observera att balanserna under 1, 2, 3 och 4 inte summerar till noll på grund av brister i statistiken.

Källa: OECD, Economic Outlook, December 1978, Morgan Guaranty Trust, BIS, m m.

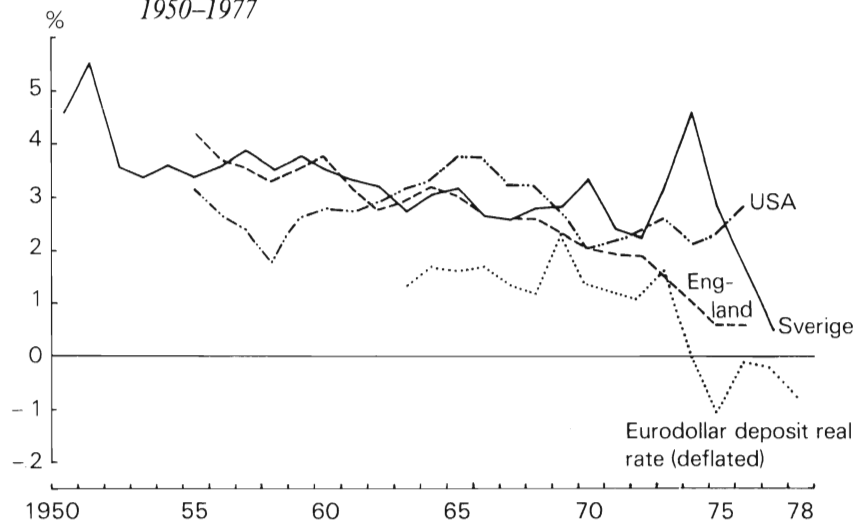
Tabellen visar hur OECD:s del i OPEC-överskottet på grund av lågkonjunkturen till stor del förts över på utvecklingsländerna. 1975 års lågkonjunktur i OECD-länderna var till stora delar självförvållad av ekonomisk politik. 1976, som inleddes med ett uppsving, gick underskottet delvis tillbaka till OECD, men huvudsakligen till de länder som fört en expansiv stabiliseringspolitik. För närvarande håller OECD:s totala underskott på att försvinna. Likaså pågår inom OECD en förändring av under- och överskottens fördelning på länder. USA har efter 1976 blivit underskottsland – på grund av sin snabbt växande import av olja och en jämfört med övriga OECD expansiv ekonomi. Japans överskott minskar. England har på grund av en växande egen oljeproduktion blivit överskottsland, likaså Italien, vars öde efter oljekrisen 1974 och 1975 diskuterades i helt annorlunda termer.

I tabellen ser man också hur OPEC:s andel av alla länders valutareserver går upp snabbt från och med 1973, efter den kraftiga höjningen av oljepriserna, till den höga nivån av nästan 25 %. 1977 års siffra motsvarades av drygt 60 miljarder dollar. OPEC:s totalt ackumulerade finansiella fordringar uppgick samtidigt till drygt 150 miljarder dollar. Den höga andelen av världens valutareserver har dock varit på väg nedåt sedan 1975 i takt med att OPEC-ländernas bytesbalansöverskott krympt. De parallella kraftiga förändringarna av det internationella utbudet av likviditet illustreras i tabellen av Eurodollarmarknadens tillväxt.

OPEC:s krympande överskott och det därav följande lägre internationella kreditutbudet framöver är ett av skälen till att vi räknar med en höjning av den reala internationella räntan. Bedömningarna av hur snabbt OPEC-överskotten (i bytesbalansen) minskar varierar dock mycket. Det hela beror mycket av hur OPEC lyckas anpassa oljepriserna till den allmänna prisutvecklingen och takten i efterfrågans ökning, som i sin tur beror av den ekonomiska tillväxten inom OECD-området. Bedömningsläget, bl a vad beträffar utbudet från Mellanöstern, är fortfarande osäkert på grund av den politiska instabiliteten. Vi har i det sk referensfallet räknat med prishöjningar på 25 % 1979 och därefter ökningarna ungefär i takt med den allmänna inflationen.

Referensfallet är optimistiskt på denna punkt och bygger på en långsiktigt sjunkande internationell inflation. Detta betyder en krympande men fortfarande positiv bytesbalans för OPEC en god bit in på 80-talet. Det bör dock tilläggas att många i internationella beslutssammanhang viktiga instanser i dag räknar med en mycket "otillfredsställande" utbudstillväxt på råolja under den närmaste 5-årsperioden med stor risk för förnyad internationell inflation i kombination med sänkt ekonomisk tillväxt.

Figur 7:3 *Realavkastningen i industrin i USA, England och Sverige 1950–1977*



Källa: Eliasson [1976b] samt revideringar, kompletteringar och uppdateringar i en pågående IUI-studie.

Figuren visar en statistiskt något djärv jämförelse mellan realavkastningen på *totalt arbetande kapital* i industrin i Sverige, USA och England. Från beräkningar inom OECD har index för tidsserier avseende realavkastningen (netto) mellan 1955 och 1976 i de tre länderna erhållits. Index för Sverige stämmer relativt väl med de nivåbestämningar av realavkastningen på totalt arbetande kapital i Sverige som vi haft tillgång till (se Eliasson [1976 b] s 171–194). Vinstmarginaldata från samma källa (baserade på nationalräkenskapsdata) för USA, England och Sverige har även avstämts mot OECD-materialet. Överensstämmelsen har visat sig så god att man kan anta att basmaterialet varit ungefär detsamma. Beräkningen av realavkastningen för Sverige i figuren är därför baserad på våra egna data.

För att översätta indexerna för USA och England till den svenska realräntenivån har vi utnyttjat en särskild beräkning (från Eliasson [1972] s 28), i vilken svenska och engelska lönsamhetsdata för åren 1959–65 räknats om till amerikanska normer vad gäller avskrivningsregler och kapitalvärdering. För dessa år erhöles därmed en nivåbestämning för de tre länderna som här justerats tillbaka till de definitioner vi genomgående använt oss av, nämligen en inflationskorrigerad, total kapitalstock i nämnaren med bruttovinsten minus kalkylmässiga avskrivningar på samma inflationsjusterade kapitalstock i täljaren. På denna nivå har sedan ovan nämnda indexar från OECD-material applicerats.

Det svenska realavkastningsmättet har i förhållande till ovan nämnda källa reviderats något för åren 1970–74 på grund av revisioner i det statistiska underlaget. Detta och förlängningen till 1978 på delvis preliminära data har utförts inom ramen för ett särskilt IUI-projekt.

Det är uppenbart att den svenska lönsamhetsutvecklingen varit relativt fördelaktig internationellt fram till 1975. Det är först därefter som nya mönster uppträder.

obefintlig nettoskuldsättning i slutet av 60-talet har skulderna (netto) växt till ca 6 % av BNP 1979 (eller drygt 20 miljarder kronor). På grund av vissa tillgångars placering utgör detta en räntebärande nettoskuld på 8 à 9 % av BNP. Nettoskulden fortsätter att växa i referensfallet till 14 à 15 % av BNP 1983 och stabiliseras sedan där.¹ En skuldsättning netto av denna storlek kräver betydande räntebetalningar (nästan 2 % av BNP 1985 mot ca 1 % 1978 och praktiskt taget ingenting vid mitten av 70-talet) och en betydande refinansiering av utestående lånestock. Detta kommer att kräva en relativt hög realräntnivå inom landet med en god marginal gentemot utlandet.

Referensfallet har dessutom styrts upp (förmodligen för optimistiskt) så att en snabb förbättring av bytesbalansen äger rum under vår "prognosperiod". Om inte detta kan åstadkommas – i flera av de mycket sannolika avvikelser från referensfallet som diskuteras saknas denna förbättring i bytesbalansen – blir kravet på högre inhemsk räntnivå för att möjliggöra refinansiering av utländska lån ännu större.

Läget är i själva verket sådant under hela prognosperioden att återbetalning av utlandslån via bytesbalansöverskott och en stram inhemsk efterfrågepolitik framstår som "lönsam" för Sverige. Till stor del skulle detta kunna åstadkommas genom att skattemässigt gynna hushållens sparande (i kombination med stram inhemsk efterfrågepolitik totalt) som möjliggör att utlandslånen bokföringsmässigt flyttas hem till Sverige.

Det skall i sammanhanget påpekas att svenskt näringsliv på varusidan är en betydande kapitalexportör via handelskrediterna, som tenderar att vara längre på export- än på importsidan.²

En omfattande diskussion har pågått under senare år om den politik som överskottsländer som t ex Västtyskland fört (jfr tabell 7.3). Industriländerna var före oljekrisen typiska överskottsländer som grupp. Om industriländerna får en utveckling med långsammare ekonomisk tillväxt (se kapitlen 2 och 3) och trendmässigt sjunkande real förräntning (se figur 7.3) samtidigt som avkastningen på industriinvesteringar ökar – kanske i första hand i de nya industriländerna (NIC) – bör de gamla industriländerna med relativt dåliga förräntningsmöjligheter vara kroniska överskottsländer (kapitalexportörer). Detta kan då ske antingen genom direkt kreditgivning eller genom de internationella företagens direktinvesteringar. Hur skall annars utvecklingsländerna kunna finansiera en snabbare ekonomisk expansion än de egna

¹ Se närmare Lindström [1979].

² Se vidare kalkyler i Lindström [1979].

sparanderesurserna medger? Det som skulle kunna motverka denna utveckling vore en ny teknologisk innovationsvåg som höjde förräntningsmöjligheterna i de gamla ländernas industri. Möjligheterna att göra meningsfulla prognoser på denna punkt är dock mycket begränsade.

7.7 Lönsamhet och investeringar – en enkel illustration

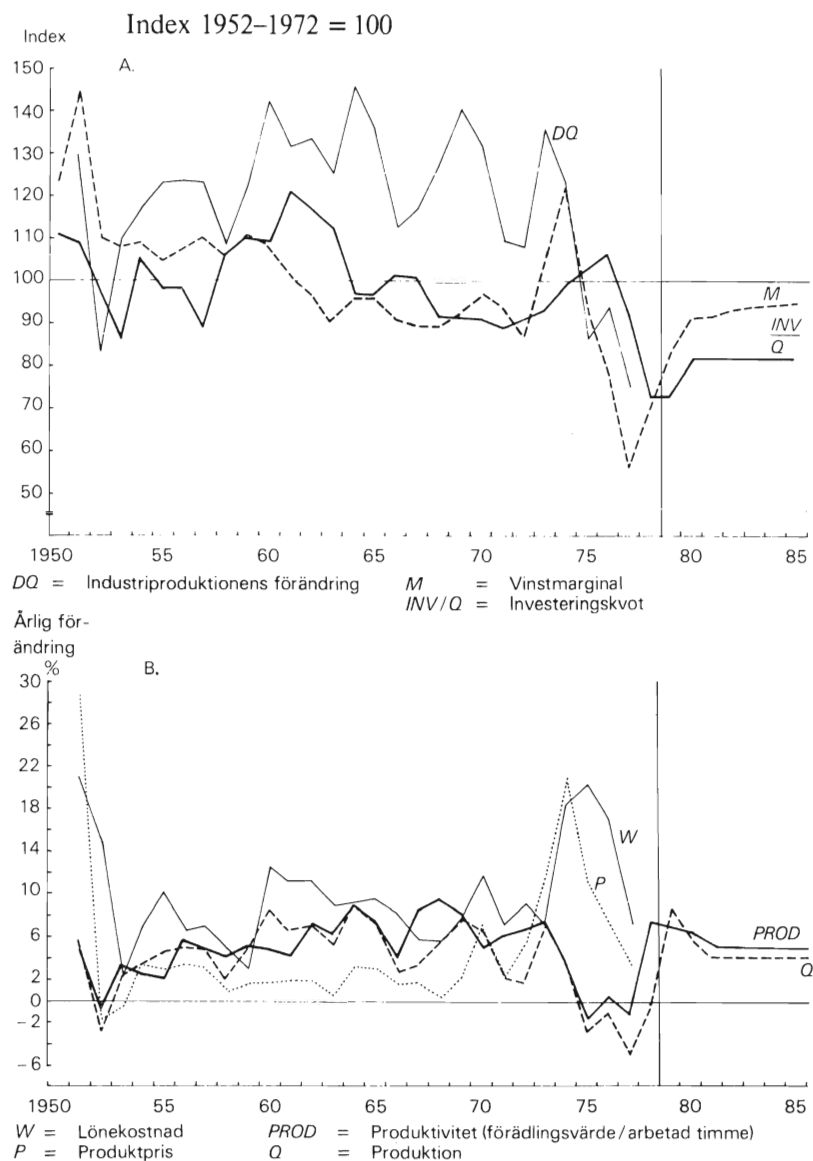
Orsakssambandet mellan lönsamhet och investeringar har poängterats flera gånger och det har bl a konstaterats att man i statistiska studier i flertalet länder kunnat finna goda samband mellan å ena sidan investeringarnas förändringar över tiden och å andra sidan interna kassaflöden (företagssparande) och viss typ av långsiktig upplåning.

Företagssparandet beror i sin tur av vinsterna. Om dessa görs om till lönsamhetsmått (kvoter), det för investerarna intressanta vinstmåttet, blir sambandet med investeringsverksamheten dock inte längre lika enkelt och entydigt. Det går dock med ganska enkla medel att illustrera hur dels vinster och investeringar, dels investeringar och tillväxt i olika branscher berott av varandra under en historisk period. Från kapitel 10 framgår att vinstmarginaler, investeringar och produktion i olika industrier följts åt över tiden även om betydande avvikelser kan noteras i vissa branscher, i några fall beroende på felinvesteringar.¹ Perioder med relativt långsam produktionstillväxt tenderar att med några års eftersläpning följa på perioder med relativt långsamt ökade investeringar.

I figur 7.4 visas samma sak för hela industrisektorn, dvs vinstmarginalen (M), investeringskvoten (INV/Q) och produktionstillväxten (DQ) 1950–78, samt vissa framskrivningar till 1985 för referensfallet. Indexeringen har gjorts för åskådlighetens skull i syfte att standardisera variablernas nivåer. Vi kan grovt säga att vinstmarginalernas utveckling över tiden någorlunda följer räntabiliteten, som för övrigt för den historiska perioden (grundad på samma data) redovisats i figur 7.3. Investeringskvoten anger investeringarnas

¹ Större delen av det material om industrins finansiering och lönsamhet som presenteras härrör från en särskild inom institutet pågående studie över bolagsskattens påverkan på industrins investeringar och finansiering. Materialet har sammanställts av Thomas Lindberg.

Figur 7.4 Lönsamhetens komponenter i svensk industri 1950–1985

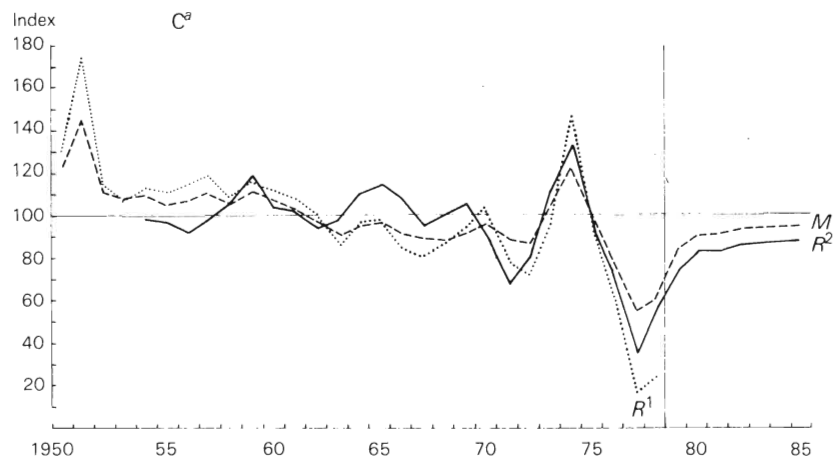


Dessa figurer 7.4 A–C visar lönsamhetens utveckling i *svensk industri* 1950–78 samt enligt referensfallet fram till 1985 – totalt och uppdelad i beståndsdelar.

I figur A illustreras hur *investeringskvoten* (i löpande priser) med en viss eftersläpning följer vinstmarginalens utveckling. Liknande analyser för olika branscher återfinns i kapitel 10.

Vinstmarginalens förändring kan enligt en enkel formel¹ brytas ned i förändringar i produktpriset, lönekostnaden och arbetsproduktiviteten. Dessa komponenters samvariation över tiden visas i figur B. Styckarbetskostnadens (unit labor cost) förändring, som utgör skillnaden mellan lönekostnadens och arbetsproduktivitets relativa förändring, tenderar på lång sikt att följa produktprisets utveckling. Den nedåtgående trenden i vinstmarginalen antyder att styckarbetskostnaden tenderar att växa något snabbare än förädlingsvärdepriset.

¹ Se Eliasson [1976 a] s 245.



^a Förutom vinstmarginalen (M) visas här två mått på realavkastningen (R) på totalt arbetande kapital i indexform. Det ena måttet (R¹) grundar sig på det mått på vinstmarginalen som anges för Sverige i figur 7.3. Det andra måttet (R²) är beräknat på samma definitioner men på en ny, reviderad statistik över lagrens utveckling samt på av SCB beräknade kapitalstockar. Eftersom den internationella jämförelsen inte kunde göras om på den nya statistiken ger vi bägge måtten. Det nya R-måttet återfinns dock genomgående i figur 7.5B.

På kortare sikt kan man urskilja en tendens till att produktpriserna förändras före kostnaderna, varför vinstmarginalen ökar kraftigt i uppsvingfasen. Om vinsterna går upp mycket snabbt kan rekyleffekten bli mycket häftig och leda till en långvarigt låg vinstmarginal, som t ex efter Koreakonjunkturen 1950–51 och efter oljekrisen. Det bör påpekas att det ej varit möjligt att helt rensa vinstmått från tillfälliga lagervinster. Det är möjligt att företagen mitt under de nämnda inflationsperioderna (när detta problem var som mest markerat) ej heller så väl lyckades skilja ut "operating profits" från kapitalvinster i lagerkontot och att detta bidrog till den överoptimism som förmodligen förklarar en betydande del av den efterföljande kostnadsexplosionen.

Dylika inflationsförlopp har simulerats på institutets mikro-makromodell. Ett genomgående resultat är att felställda förväntningar medför långvarig stagnation om inflationsvägen är häftig. Det finns därför anledning att varna för risken för starkt negativa följder av ett förnyat inflationsuppsving.

I figur C visas den reala avkastningen på totalt arbetande kapital i svensk industri jämfört med vinstmarginalen.¹ Som synes är parallelliteten i utvecklingen anmärkningsvärd, utom i tider av stark inflation. Vinstmarginalen utgör alltså en relativt god proxy för den reala lönsamhetens utveckling under icke extrema inflationsår och är både ett mer lättåtkomligt och ett mer tillförlitligt mått. Jämför på denna punkt företagets användning av lönsamhetskalkyler i noten på s 201. Det kan slutligen noteras att varken produktions- eller produktivitetstillväxten samvarierar särskilt väl med lönsamheten.

Vad gäller framtiden kan konstateras att vinstmarginalerna i referensfallet ej fullt ut går tillbaka till medelvärdet för hela efterkrigstiden. Den fortfarande låga investeringskvoten gör dock att den reala avkastningen stiger till en historiskt sett ganska hög nivå. Detta räcker dock inte för att (se figur 7.5B) hindra hävstångseffekten från att minska, eftersom de reala låneräntorna antas stiga ännu mera. I den totala kalkylen har vi alltså räknat in en fortsatt sänkning av investeringarnas tillväxt, dels på grund av den sänkta ekonomiska tillväxten (se figur B), dels på grund av den ökande relativa betydelsen av annan investeringsverksamhet som icke aktiveras i företagets balansräkning. Det är dock fortfarande tveksamt om den lönsamhet och den investeringsverksamhet som framkommer i referensfallet verkligen räcker ens för att bibehålla den jämfört med historien låga tillväxten i industriproduktionen på ca 4 %, som i referensfallet etableras kring mitten på 80-talet.

¹ Se not under figur C.

kapacitetseffekter om åtgångstalet för kapital (capital output ratio)¹ håller sig någorlunda konstant över tiden. Det intressanta med kvoteringen och indexeringen är att om kapitalåtgången går upp, går investeringskvoten upp och vinstmarginalerna måste då också öka för att hålla lönsamheten oförändrad. Förändringar i åtgångstalet för kapital komplicerar bilden när vi skall räkna om investeringskvoten till kapacitetstillväxt. Om t ex serierna för investeringskvoten och vinstmarginalerna båda går uppåt, betyder detta antingen att mer kapital gått åt för att klara en viss produktion varvid industrin måst höja vinstmarginalerna för att behålla lönsamheten eller att lönsamheten höjts via höjda marginaler och medfört ökade investeringar. Om kapitalkoefficienten är oförändrad bör då så småningom följa höjd kapacitetstillväxt. Går serierna åt olika håll, blir tolkningen besvärligare. Jämförbara vinstresultat hos konkurrenter i omvärlden kan exempelvis ha gått ned och medfört att man även i Sverige nöjer sig med lägre lönsamhet och vice versa. Subventioner via den offentliga budgeten, företagsskattesystemet eller kapitalmarknaden (lägre räntor) kan även ge denna effekt.²

7.8 Vad menar vi med en investering?

Den tekniska utvecklingen har i ökande grad bidragit till kapacitetens tillväxt under efterkrigstiden utöver vad tillskott i fysiskt kapital och arbetskraft bidragit med. Samtidigt har investeringarna under senare år fått en allt mer arbetskraftsbesparande inriktning, vilket innebär att de snarast påverkat produktiviteten.³ Detta väcker frågan vad en investering egentligen är. Hur betydelsefulla är de investeringar vi traditionellt registrerar i statistiken (dvs

¹ Dvs kvoten mellan kapitalstock och produktion. Det finns en enkel formel som binder samman realavkastningen (R) med vinstmarginalen (M), nämligen:

$$R = M \cdot \frac{S}{K} - \rho,$$

där S betecknar produktionen, K kapitalet och ρ den kalkylmässiga avskrivningsfaktorn. S/K betecknar därmed det omvända (inverterade) kapitalåtgångstalet. För en utförligare härledning se t ex Eliasson [1976 a] s 292. Vi har valt att arbeta med vinstmarginalen och investeringskvoten för att slippa föra in kapitalmått med därav följande trassliga definitionsproblem. Observera dock att vid en konstant kvot S/K , en konstant avskrivningsfaktor ρ , samma prisutveckling på kapitalvaror och andra produkter samt jämn tillväxt kommer investeringskvoten att förbli konstant. Sjunker investeringskvoten, allt annat lika, sjunker så småningom även produktions-tillväxten.

² Se vidare Eriksson & Södersten [1979].

³ Detta visas bl a i institutets nyligen avslutade samarbetsprojekt med IVA. Se Carlsson et al [1979].

maskiner och anläggningar) när det gäller att förklara företagens förmåga att konkurrera och deras kapacitet att växa? Utgifterna för *forskning och utveckling* (FoU) överstiger i vissa företag dem för anskaffning av produktionsutrustning. I medeltal gick i svensk industri (1975) 25 kronor FoU-kostnader på varje 100 kronor investerade i maskiner och anläggningar och andelen är på väg uppåt. I vissa industrier, som t ex elektromekanisk industri, investeras mer i FoU än i fysiskt kapital. Storföretagens *marknadsföringsinvesteringar* har aldrig kunnat uppskattas på ett meningsfullt sätt, men de är av allt att döma betydande och avgörande för att ett stabilt flöde av just de rätta produkterna når marknaden i rätt tid. Bägge dessa typer av investeringar driftskostnadsförs av tradition i såväl officiell statistik som företagens interna redovisning. I det moderna företaget får även uppbyggnad av lager, likviditet och andra finansiella tillgångar betraktas som "kapital", som håller hela företagsorganisationens flöden (produktion – lagerhållning – försäljning och finansiering) i gång i en jämn och hög takt. Till detta kommer även utbildning och kvalitet hos arbetskraften, som i allra högsta grad påverkas av investeringar såväl inom som utanför företagen.

Denna omdefiniering av begreppet investering ger i dag en mycket annorlunda bild av storföretaget än den gängse. En minskande andel av företagets verksamhet är produktion i bemärkelsen maskinell bearbetning. En uppfattning om denna utveckling ger tjänstemannalönernas andel av den totala lönesumman i svensk industri, som ökat från ca 25 % i början av 50-talet till drygt 35 % i mitten på 70-talet. Samma sak gäller företagens investeringar, som till en växande andel är av sk immateriell karaktär.

En växande andel av investeringskostnaden i företagen bokförs med andra ord som löpande driftskostnader men genererar långsiktiga vinster. Att bortse från dessa nya, svårämbara aspekter på det moderna industriföretagets, särskilt storföretagets, struktur och beteende ger förmodligen en mycket skev bild av modern industriell verksamhet.¹ Detta innebär också att

¹ Se Eliasson [1976a]. Från denna intervjustudie omfattande över 30 amerikanska och 30 europeiska företag kan bl a noteras att de amerikanska företag som intervjuats sorgfälligt undviker att använda sig av mätvärden på aggregerade kapitalstockar i det interna räkenskapsmaterial som kommer till användning vid viktiga beslut. Detta innebär bl a en stark tendens att arbeta med "justerade vinstmarginaler" i stället för räntabilitetsmått och skälet synes vara kapitalbegreppets oprecisa innebörd och principiella omätbarhet. Måttet är helt enkelt inte operationellt med de precisionskrav som företagsledningen ställer (op cit s 156 ff och s 298 ff). Man skulle t o m kunna säga att företagsledningarna sedan lång tid tillbaka, utan att veta om det, tagit klar ställning i den akademiska strid kring frågan, huruvida kapitalet existerar som ett meningsfullt begrepp som kan skilja sig från vinsten, som rasat sedan 50-talet mellan Cambridge, Mass. och Cambridge, England (op cit, s 299). Man bör kanske även tillägga att den akademiska striden verkar mynna ut i det ställningstagande som företagens ledning sedan lång tid tillbaka redan nått fram till erfarenhetsmässigt.

traditionella lönsamhetskalkyler och soliditetsberäkningar idag lätt blir mindre meningsfulla. Man kan t ex få till resultat att realavkastningen på den begränsade fysiska kapitalstocken ligger konstant i tiden samtidigt som den korrekt beräknade lönsamheten på en bredare kapitalbas sjunker.

7.9 Resursernas fördelning på rätt användningar

I början av detta kapitel hävdades att räntabilitet och tillväxt av värdet på företagets kapital till sist alltid tvingades att följas åt efter avdrag för den del av vinsterna som fördes över till andra sektorer. Kapitalvärdets tillväxt beror på investeringarna och vi har med enkla figurer kunnat peka på ett samband mellan investeringar och produktionstillväxt. Varför spelar nu räntabiliteten en särskild roll? Är det inte nog om det bara investeras tillräckligt mycket? Ett sätt att besvara den frågan är att reda ut vad som händer om ett företag investerar fel under en längre tid, dvs så att räntabiliteten sjunker (jfr figurerna 7.2 och 7.3). Om företaget fortsätter att driva verksamheten och investerar trots fallande räntabilitet, blir mindre och mindre av det totala produktionsvärdet över i form av vinster som kan plöjas tillbaka i företaget som investeringar. Även om företaget kunde producera lika många enheter som tidigare per investerad krona, räcker inte vinsterna till att förnya kapitalbeståndet i den takt som tidigare krävdes för att bibehålla tillväxten. Detta kan bero på att produkterna värderas lägre eller på att kostnaderna gått upp.

Låt oss anta att företaget ändå kan få fram finansieringsmedel. Det moderna industrisamhället bjuder på många möjligheter här. Om investeringen kommer till stånd blir kanske, och speciellt under högkonjunkturer, någon annan sektor lidande i form av lägre investeringar. Om denna sektor producerar eftertraktade varor på världsmarknaden och därför har en hög förräntning på sitt insatta kapital, blir det totalt producerade värdet *lägre* än om resurstilldelningen varit till det högräntabla företags fördel.¹ Ekonomin förlorar tillväxt om felallokeringar av detta slag äger rum i större utsträckning.

¹ Ett enkelt, extremt fall är när den producerade varan är värdelös och inte alls kan säljas. I ett korrekt bokföringssystem skall då produktionen åsättas värdet noll när den vägs samman med andra varor, även om en faktisk fysisk kvantitet har producerats. Orsaken är att ett kvantitetsindex har priserna som vikter. I vilken utsträckning och hur snabbt gradvisa förskjutningar i produkternas värdering slår igenom i produktionsmätningarna beror dock mycket på hur indexerna konstruerats. Detta är en hel vetenskap för sig.

Se vidare kapitel 10. Detta är inte enbart en fråga om investeringsresursernas fördelning inom industrisektorn. Om resurserna på grund av skattesystemets utformning och inflation via prisbildningen kanaliseras bort från företagen mot t ex byggnation av sommarstugor som står tomma större delen av året, påverkas den ekonomiska tillväxten negativt på sikt. Om en sådan fördelning av investeringsresurserna inte var avsikten har man via den ekonomiska politiken åstadkommit en felallokering som varit rationell för de individuella beslutsfattarna men ej för landet som helhet. För att uttrycka sig krasst: spararen (hushållet) har ej kunnat finna något bättre sätt än mestadels tomma sommarstugor att hålla sina sparmedels realvärden säkrade efter skatt. I första hand får man komma till rätta med inflationsproblemet som förstärkt denna typ av snedkanalisering av resurser under senare år. Den skiss till ett reformerat skattesystem som presenteras i kapitel 9 syftar bl a till att skapa ett traditionellt sparalternativ, som för individen även i inflationstider är konkurrenskraftigt med sommarstugor, konst och guldmynt och som på sikt länkar in resurserna på investeringar där den privatekonomiska och den samhällsekonomiska räntabiliteten stämmer bättre överens. Vår uppfattning är att ett felställt prissättningssystem här på sikt kan få kraftigt negativa konsekvenser för den ekonomiska tillväxten.

Av allt att döma innebär den relativprisförskjutning som hittills inträffat, och som vi kan förvänta framöver (se kapitel 10) att betydande felinvesteringar skett under efterkrigstiden, framförallt i den råvarunära industrin. Detta kapital har ur tillväxtsynpunkt förlorat delar av sitt ekonomiska värde. Dess bidrag till den framtida tillväxten är litet eller negativt eftersom det inte kan förränta sig. Knyts ytterligare resurser (t ex arbetskraft) dit med konstlade medel (subventioner) förstärks problemen i två avseenden. För det första förlorar samhället resursens (arbetskraftens) alternativproduktion i mer effektiv (lönsam) produktion. För det andra kan brist uppstå på dessa resurser därför att de är fastlåsta på fel ställen med inflationskonsekvenser som följd, om de efterfrågas starkt. Här är det sparandet i företagen som framför allt kommer i förgrunden och det företagsskattesystem som gör det ekonomiskt mycket orationellt för företagen att låta vinstresurserna fördelas om via kapitalmarknadernas (inkl aktiemarknadens) konkurrens- och informationsmekanismer. I stället hålls resurserna kvar i det egna företaget och driver ned avkastningskraven på nyinvesteringar där.¹ En till synes obetydlig skattefaktor kan därför oavsiktligt åstadkomma betydande, negativa allokerings effekter om företagen handlar rationellt.

¹ Se Normann & Södersten [1978] och Bröms [1974].

7.10 Lönsamhetskrav, inflation och tillförsel av riskkapital i industrin 1977–1985

Referensfallet i föregående kapitel – som *inte* skall betraktas som en prognos – förutsätter en relativt stram ekonomisk politik, som hejdar och dämpar inflationen under perioden och som tillåter en konsolidering inom industrin vid en lönsamhetsnivå som ligger aningen under medeltalet för 1952–72, dvs för hela efterkrigstiden exklusive den extrema inflationsperioden 1950–51 och oljekrisen.

Syftet med denna kalkyl har varit att definiera villkoren för att få den totala ekonomin i balans kring mitten av 80-talet på en någorlunda tillfredsställande och stabil tillväxttrend i BNP kring 2,5 %. Industrin och exporten är primus motor i denna process. Även vid en kraftig höjning av industrins lönsamhetstal under de närmaste åren kommer det av allt att döma att dröja innan de för denna ekonomiska tillväxt på sikt nödvändiga investeringarna kommer igång. Erfarenheterna de senaste krisåren kommer förmodligen att innebära att företagen i första hand vill förbättra sin soliditet och bilda sig en bättre och säkrare uppfattning om framtiden.¹ Detta sker förmodligen under en period av långsam tillväxt där behovet av kapacitetsutvidgningar inte kommer att vara särskilt markerat förrän en bit in på 80-talet. Vi kan här jämföra med utvecklingen efter Korea-boomen på 50-talet.

Under den relativt de senaste åren gynnsamma utveckling som förutsätts gälla i referensfallet kommer konsolideringen att vara avslutad några år in på 80-talet. Vid referensfallets tillväxt kommer dock inga direkta kapacitetsbrister att göra sig gällande förrän sent under prognosperioden, förutsatt att inte ett häftigt konjunkturuppsving med en investeringsboom kommer till stånd. En sådan investeringsboom ingår inte i referensfallets jämviktsanalys efter 1981. Den kan överhuvudtaget inte prognosticeras på ett meningsfullt sätt på detta tidsavstånd. Vi kan dock peka på näraliggande faktorer som gör en sådan utveckling mindre sannolik och som till och med kan äventyra referensfallets relativt långsamma tillväxt.

Risikfaktorer som kan dra ned tillväxten under referensfallet är (1) om inflationsförloppet under 1979–81 tillåts ta en häftig vändning och (2) om en genomgripande strukturell sanering av svensk industri inte tillåts äga rum, i första hand under det nu pågående konjunkturuppsvinget (se vidare kapitel 10).

¹ Se Eriksson & Södersten [1979].

Förutsättningarna 1 och 2 hänger i betydande utsträckning samman i så måtto att om *inte* långsiktigt olönsamma verksamheter i industrin avvecklas under konjunkturuppsvinget 1979–81 (bl a genom indragningar av subventioner) kommer utvecklingen att bli inflationistisk. Det bör poängteras att vår totalanalys inte pekar i riktning mot något sysselsättningsproblem (se kapitlen 1, 6 och 8) utan snarare på arbetskraftsbrist. Riskerna för en förnyad inflationsvåg är stora. Att hög och ojämn inflation är ogynnsam för effektiviteten i resursernas fördelning och därmed för den ekonomiska tillväxten har varit ett genomgående tema i denna skrift (se särskilt kapitel 4).¹

En viktig utgångspunkt för vårt resonemang här är antagandet att den reala räntan (före skattehänsyn) på den inhemska kreditmarknaden kommer att öka med 3 à 4 procentenheter under perioden, i första hand som ett genomslag av den internationella ränteutvecklingen (se figurerna 7.2 och 7.3).

Räntehöjningen krävs för att locka fram det nödvändiga totala sparandet. Å andra sidan verkar samma räntehöjning negativt på investeringarna. Investeringseffekten kan endast kompenseras via en höjd realavkastning på totalt arbetande kapital. Också från finansieringssynpunkt krävs förmodligen en höjd kapitalavkastning via ökade bruttovinstmarginaler för att få den nödvändiga investeringsexpansionen. Utan en vinstuppgång skulle företagen för sin finansiering bli beroende av ett kraftigt ökat inflöde av nytt ägarkapital via aktieemissioner. En sådan ökning av nyemissionerna är emellertid knappast möjlig vid frånvaro av en vinstuppgång som lockar sparandet till aktiemarknaden.

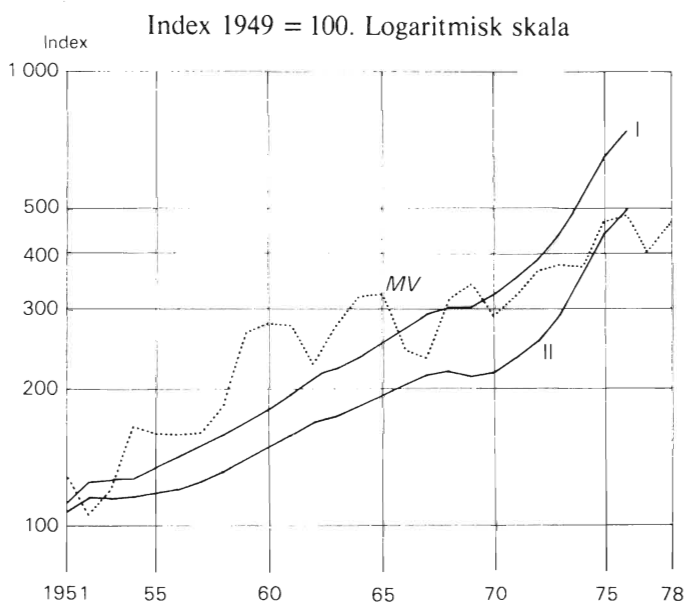
På grundval av dessa överväganden och referensalternativets antaganden i övrigt erhåller vi då den lönsamhets- och investeringsutveckling samt de finansieringsmönster som återges och kommenteras i figurerna 7.4, 7.5 och 7.6.

Denna reala och finansiella utveckling är förenlig med högre realränta (och kapitalkostnad) i kombination med sänkt inflation och högre realförräntning som referensalternativet förutsätter. Den s k leverage-effekten (skuldkvoten) minskar trots förbättrad realavkastning på totalt arbetande kapital. Detta kan ses som en gynnsam utveckling mot en mer effektiv och tillväxtbefrämjande allokering av resurserna. Från 1977 års bottenläge vad gäller industrins

¹ Det kan vara intressant att i detta sammanhang notera hur den reala värdetillväxten också på aktiemarknaden i olika länder varit negativt korrelerad med prisökningarna under långa perioder. Se Cagan & Lipsey [1978].

lönsamhet stiger alltså realavkastningen snabbt till 1980 (figur 7.5B), avsevärt snabbare än den höjning av den reala låneräntan vi räknar med. Under denna uppgång utgörs en mycket stor del av tillväxten i förädlingsvärdet av vinster (motsatsen gällde under vinstnedgången 1976/77. Se figur 7.4.) Avgörande för en balanserad utveckling under 80-talet är att en kraftig vinstuppgång inte leder till alltför starka lönestegringar på det sätt som inträffade 1973–76.

Figur 7.5A Substansvärde och marknadsvärde i svensk industri 1951–1978

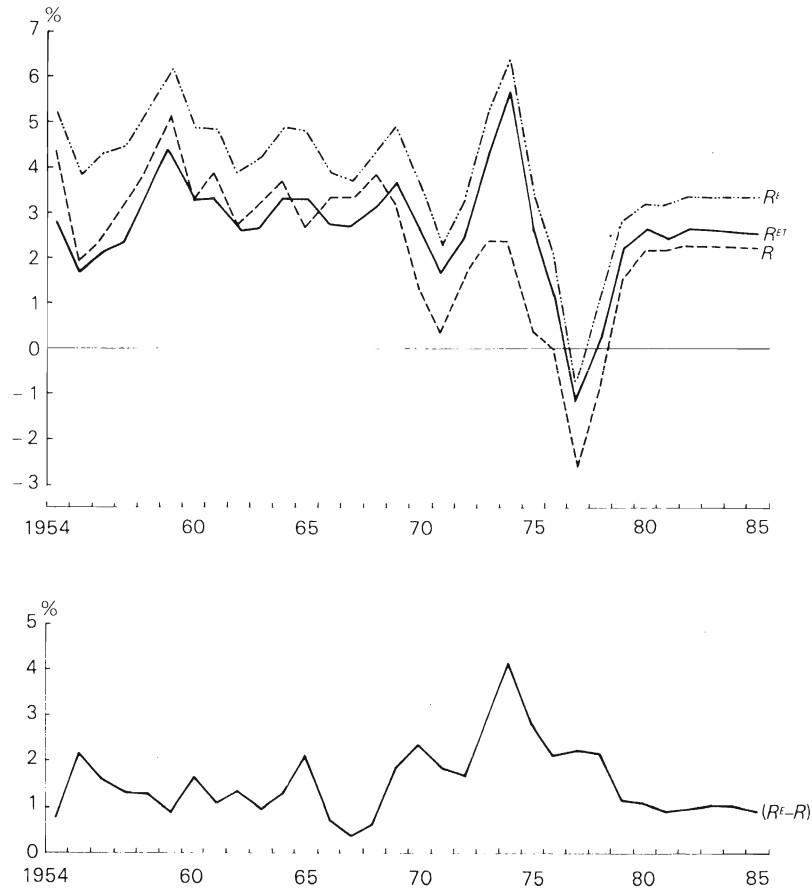


Källa: Eliasson [1976 b] s 171–194, samt uppdateringar inom IUI.

Figuren visar substansvärdet i svensk industri 1951–78 enligt tre olika beräkningsprinciper. *MV* utgörs av aktiekursindex sammanvägt så att det approximativt motsvarar den svenska industrins branschammansättning. I och II representerar substansvärdet under olika antaganden (2,7 % resp 10 % per år) om avskrivningstakten för det materiella kapitalet värderas till återanskaffningsvärde. I bägge fallen har substansvärdet beräknats som totalt kapital (vari ingår det materiella kapitalet värderat till återanskaffningsvärde) minus totala skulder. Kalkylen har gjorts före skatt.

Figuren visar att marknadsvärderingen av svensk industri ökade i något snabbare takt än substansvärderingen från 1951 fram till mitten av 1960-talet. Därefter har marknadsvärderingen ökat betydligt långsammare än substansvärdet. Marknadsvärderingen utgör nuvärdet av på börsen förväntade framtida vinster (efter skatt och riskhänsyn). Beräkningen av substansvärdet enligt återanskaffningsvärdeprincipen underförstår att kapitalet i framtiden kommer att ge minst så stor avkastning att det kan återskapa sig självt. Skillnaden i utvecklingstakt mellan substansvärdet och marknadsvärdet utgörs sålunda av avvikelser mellan återanskaffningsvärdets ökningstakt och marknadens förväntningar om den framtida vinstutvecklingen efter hänsyn till såväl skatter som risker. Den lägre ökningstakten hos marknadsvärdet efter 1965 jämfört med perioden innan antyder att marknadens värdering av den reala avkastningen började sjunka från mitten av 1960-talet. Skillnaden mellan marknadsvärderingens och substansvärdets ökningstakter antyder dessutom att substansvärdeberäkningen med inflationsjustering av tillgångarnas värde enligt marknadens uppfattning innebär en överskattning.

Figur 7.5B Lönsamheten i svensk industri 1954–1985



Figuren visar olika reala lönsamhetsmått för svensk industri:

R = realavkastningen på totalt arbetande kapital

R^E = realavkastningen på eget kapital (E)

R^{ET} = R^E efter skatt. Observera att nämnaren är lika i R^E och R^{ET} . Skillnaden är endast att i R^{ET} har faktiska skatter dragits från vinsten.¹

¹ Genom att subtrahera faktiska skattebetalningar jämför vi de skattekrediter som tas upp genom företagens "överavskrivningar" (inkl avsättningar till lagerreserver och investeringsfonder) med eget kapital. Skattekrediterna är följaktligen också inräknade i nämnaren i räntabilitetsmättet.

Skattekrediterna kan alternativt betraktas som räntefria lån, som sänker företagets genomsnittliga låneränta. Med denna tolkning blir nämnaren i räntabilitetsmättet mindre, eftersom eget kapital definieras exklusive skattekrediter. Samtidigt minskar täljaren då vinsten anges efter avdrag för en med den *nominella* skattesatsen beräknad skatt.

Sett över en längre tidsperiod bör dessa två tolkningar ge samma resultat för räntabiliteten efter skatt.

Den nedre figuren i 7.5 B visar skillnaden mellan R^E och R , den s k hävstångseffekten.¹

I samtliga dessa mått ingår av SCB beräknade kapitalstockar för maskiner och anläggningar i nämnaren. Skillnaden mellan det mått som används i figur 7.3 och dessa mått är dels att i det förra ingår från 1913 kumulerade investeringar i nämnaren, dels att i de här använda måtten kapitalvinster på lager som realiserats under respektive år deflaterats med konsumentprisindex. Ingen sådan deflatering har skett i figur 7.3.

Eget kapital (E) har beräknats som skillnaden mellan totala (återskaffningsvärderade) tillgångar minus skulder, dvs substansvärdet ("net worth"). Figur 7.5A visar ett index över det egna kapitalets utveckling enligt två olika avskrivningsantaganden.²

Enligt de mått som redovisas här har realräntan på total- och egenkapitalet i svensk industri varit praktiskt taget konstant från mitten av 1950-talet till mitten av 1970-talet. 70-talet inleddes med en markant nedgång i alla tre realräntemåtten, följt av 1973/74 års kraftiga vinststoppgång (till stora delar bestämd av lagervinster), följt av den kraftigaste lönsamhetsminskningen i svensk industri, åtminstone sedan 30-talet. 1977 var avkastningen på eget kapital negativ.

Figuren understryker de våldsamma svängningar i lönsamhetstalen som inträffat under 70-talet och att inflationen spelat en väsentlig roll för skillnaden mellan avkastningen på eget kapital och realräntan på lån (iR). Detta illustreras i den nedre figuren. Observera där att hävstångseffekten som vi mäter den på aggregerad nivå är starkt positiv även under förluståret 1977, därför att den reala låneräntan var ännu mer negativ än R .

Exakt hur skuldkvoten utvecklats under efterkrigstiden är inte helt klarlagt. Det beror på vilket räkenskapsystem man arbetar. Med utgångspunkt i finansräkenskapernas redovisning av industrins skulder och med SCB:s realkapitalstockar kan man beräkna att industrins skuldkvot var i stort sett oförändrad från mitten av 1950-talet till 1960-talets första år. Därefter steg skuldkvoten med ungefär en fjärdedel under loppet av 6–7 år för att under 1970-talet to m 1977 ånyo vara konstant. Särskilt under 1970-talet betingas denna utveckling självfallet av att realkapitalet (schablonmässigt) värderats upp genom inflationen.

Detta är helt korrekt i detta sammanhang, där vi syftar till att i efterhand mäta kapitalavkastningen. Om man däremot vill använda skuldkvoten som ett uttryck för företagets soliditet, dvs i praktiken deras långsiktiga likviditetsberedskap, blir frågan mer komplicerad. Vad som inflationsjusteras i balansräkningar är ju värderingen av lager, maskiner och fabriksbyggnader. Dessa kan inte alltid lätt likvideras till dessa värden, i synnerhet inte om företaget går dåligt. Därför tenderar företagen själva ofta att använda bokförda, nedskrivna värden, som ger lägre omslutning på balansräkningen och högre skuldkvoter. Frågan är dock vad denna typ av mått i sin tur har för mening. Överhuvudtaget bör en analys av företagets soliditet, i betydelsen förmåga att utstå finansiella risker, göras i första hand på företagsnivå, där hänsyn kan tas till företagets situation vid värderingen av dess tillgångar. I ett nedläggningsshotat företag bör värderingen av tillgångarna vara en helt annan än i ett företag med goda utsikter. Framför allt får hävstångseffektens storlek i figuren på detta makroplan inte användas till slutsatser av typen att industrin kan höja sin lönsamhet genom att låna mer. Vad svängningarna under 70-talet däremot antyder är storleken på den störning som inflationen kan åstadkomma i ett lands resursallokering. Detta beror dels på att låneräntan inte anpassar sig till inflationen, dels på att företagets redovisningssystem inte är konstruerade för att användas i en inflationistisk värld.

På samma grunder är aggregerade lönsamhetstal inte särskilt lämpade för att analysera industrins investeringsutveckling. Mellan företagen liksom mellan enheter inom ett företag är spridningen i lönsamhet ofta stor. Besluten gäller vad beträffar de flesta investeringar delar av en redan existerande anläggning. Den "marginella" förväntade lönsamheten på tillskottet kan vara avsevärt större än hela anläggningens nuvarande lönsamhet.³

Överlag visar referensfallet på makronivå en ganska låg lönsamhet under prognosperioden, som inte utan vidare kan antas komma att stimulera till en kraftig investeringsverksamhet, även

¹ Enligt formeln: $R^E = R + (R - iR) \times \frac{\text{Skulder}}{E}$, där iR står för den reala skuldräntan. Se figur 7.2.

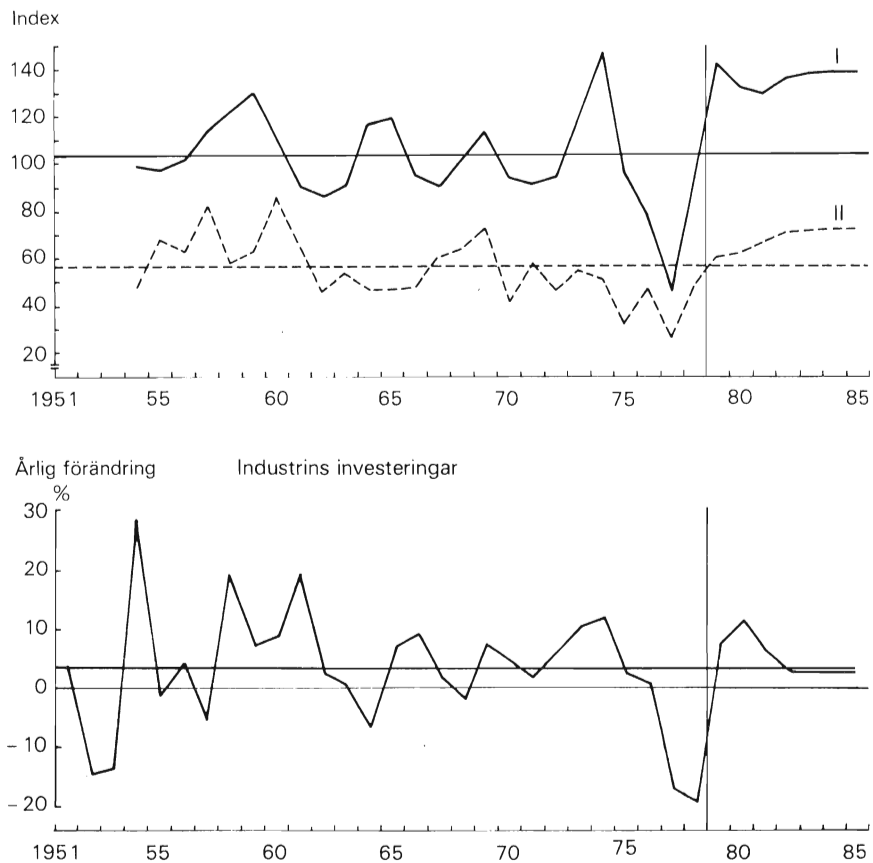
² Med samma kapitalmättningsmetod som i figur 7.3.

³ Se Eliasson [1976b] s 170–174, hur ett svenskt företag gör om ett avkastningskrav av typen R^E till ett kalkylräntekrav vid individuella maskinanskaffningsbeslut.

om de finansiella förutsättningarna kommer att vara för handen (se figur 7.6). Detta illustrerar den hypotes om framtiden som vi hela tiden betonat, nämligen att den framtida tillväxten inte är ett finansieringsproblem utan ett ex ante lönsamhetsproblem. De som fattar investeringsbesluten måste ha den stimulans och de förväntningar om framtida avkastningsmöjligheter som får dem att investera.

Vi bör här erinra oss att kapitalberäkningarna för perioden 1978–85 innehåller företagsenheter som enligt t ex kapitel 10 de facto är kommersiellt utslagna och i en analys som denna borde åsättas kapitalvärdet noll. Med andra ord borde avskrivningarna öka kraftigt åren 1976–78 som ett uttryck för utslagningen av kapital, varvid vinsterna under 1980-talet relateras till en lägre kapitalstock. Likaså döljer makroaggregatet på grund av den stora spridningen i lönsamhet de räntabla verksamheter som trots allt fortfarande finns, och som skall bära upp den framtida tillväxten. Denna figur illustrerar alltså svårigheten att på ett meningsfullt sätt mäta räntabiliteten. För att den tillväxt som referensfallet anger skall uppnås, bör dock realavkastningen på makroplanet enligt vår bedömning vara minst den som anges i denna figur.

Figur 7.6 *Industrins självfinansieringsgrad 1951–1985*



Figur 7.6 visar självfinansieringsgradens utveckling enligt två definitioner:

- I. Bruttosparandet i procent av investeringarna i maskiner och byggnader (det traditionella självfinansieringsmättet).
- II. Bruttosparandet i procent av investeringarna i maskiner och byggnader samt lager och övrigt omsättningskapital. (Det utvidgade självfinansieringsmättet. Se Kragh [1967] s 215 ff.)

Längst ned i figuren visas *industriinvesteringarnas förändring* i procent. Samtliga kurvor har dragits fram till 1985 enligt referensfallet. Horisontella linjer anger medelvärdet för respektive mått för perioden 1951–77.

Det utvidgade självfinansieringsmättet II anger definitionsmässigt den andel av årets totala finansieringsbehov som inte externfinansierats. Man skulle kunna säga att II är ett marginellt soliditetsmått (se Kjellman-Nordling [1972]).

I figuren sänks självfinansieringsgraden enligt definition II av en höjd investeringsverksamhet. En sjunkande självfinansieringsgrad kan alltså bero på såväl en växande investeringsverksamhet som på sjunkande vinstmarginaler. Stagnerande industrier med låga investeringar (som textilindustrin exempelvis under 50-talet) uppvisar traditionellt höga självfinansieringsgrader. Utvecklingen av självfinansieringsgraden enligt definition I under prognosperioden återspeglar den långsammare tillväxten och de icke särskilt expansiva investeringarna i referensfallet.

Det utvidgade självfinansieringsmättet har sedan början av 60-talet sjunkit trendmässigt (i motsats till I som fluktuerat kring en ganska stabil horisontell trend). Detta speglar den ökande andelen omsättningskapital av industrins totala finansieringsbehov under denna period. Ökningen under prognosperioden sammanhänger med den finansiella konsolidering inom industrin som referensfallet förutsätter.

Denna förutsätter i sin tur att lönsamheten (se figur 7.5B) inte blir så hög att en kraftig investeringsboom kommer igång som får självfinansieringsgraden att minska under 80-talet. En sådan investeringsboom skulle i så fall bygga på förväntningar om framtida lönsamhet och är praktiskt taget omöjlig att göra prognos på. Vad vi kan säga är att en bit in på 80-talet inga finansiella hinder för en sådan investeringsboom bör föreligga i referensalternativet, men att en sådan höjd investeringsverksamhet i industrin, utöver referensfallet, förmodligen ej skulle komma att skapa någon nämnvärt ökad tillväxt förrän efter 1985.

7.11 Tillväxtbefrämjande företagsbeskattning?

En viktig förutsättning för möjligheterna att uppnå en snabb ekonomisk tillväxt under 1980-talet är att sparanderesurserna inom företagssektorn kanaliseras till branscher och företag med de bästa – mest räntabla – investeringsprojekten. En komplicerande faktor då det gäller att uppnå en sådan effektivitet i resursfördelningen är, som påpekats, företagskattesystemets utformning.

Det framgår klart av institutets nyligen avslutade studie av bolagsbeskattningens verkningar¹ hur den svenska nettovinstbeskattningen resulterat i en markant differentiering i det effektiva skattetrycket till förmån för snabbt expanderande, historiskt högräntabla företag och till nackdel för stagnerande företag med dålig lönsamhet. Företag som expanderat snabbt och stadigt har kunnat skaffa sig betydande underlag för skattemässiga av- och nedskrivningar, som också kunnat utnyttjas för att hålla nere den effektiva skattebelastningen om ”vinstutrymmet” varit tillräckligt stort.

Det har i debatten hävdats att denna ”selektivitet” i vinstbeskattningen fungerat som ett viktigt komplement till fackföreningsrörelsens solidariska lönepolitik. Den solidariska lönepolitiken brukar förenklat beskrivas så att fackföreningsrörelsen vid avtalsförhandlingarna tvingar fram snabbare löne-kostnadsstegringar i låglönebranscher än i höglönebranscher. Företag och branscher med svag lönsamhet utsätts för lönekrav utöver betalningsförmågan vid krav på ”normal” kapitalavkastning, medan de mest framgångsrika delarna av näringslivet i förhållande till sin bärkraft kommer lindrigare undan.

Med denna uppläggning av lönepolitiken påskyndas strukturomvandlingen. De svagare enheterna i näringslivet slås ut, samtidigt som återhållsamheten gentemot de särskilt vinstgivande företagen innebär bättre expansionsmöjligheter, jämfört med vad som skulle vara fallet vid en mer ”bärkraftsorienterad” lönepolitik.

Just förekomsten av en ”expansiv marginal” inom företagssektorn, som kunnat absorbera den arbetskraft som stötts ut vid nedläggningarna har varit en viktig förutsättning för den solidariska lönepolitiken. Från denna synpunkt kan bolagsbeskattningen sägas ha fått en rationell utformning genom den kraftiga favoriseringen av de expansiva företagen.

¹ Se Normann & Södersten [1978].

Den selektivitet i bolagsbeskattningen som diskuterats här rymmer emellertid – som redan antytts i tidigare avsnitt – också komplikationer för den tillväxtpolitiska bedömningen. Möjligheterna att hålla nere den effektiva skattebelastningen genom olika slag av ”överavskrivningar” (inkl avsättningar till lagerreserver och investeringsfonder) har i verkligheten varit ojämnt fördelade mellan företag med olika räntabilitet och har utnyttjats främst av företag med hög avkastning på sin redan *existerande* kapitalstock. Den svenska bolagsbeskattningen har därmed i praktiken inneburit ett system för selektiva investeringssubventioner till företag som historiskt sett kunnat generera vinster. Särskilt investeringsfondssystemet bidrar här på grund av den ofta långa tidsrymden mellan fondavsättningar och fondernas utnyttjande för investeringar, samt den omständigheten att t ex nystartade företag inte alls kan utnyttja systemet. I tider av snabb strukturomvandling – eller med *behov* av snabb strukturomvandling (på grund av snabbt förändrade konkurrensförutsättningar mellan branscher och företag) – finns därför en uppenbar risk för en konserverande effekt på investeringsresursernas fördelning inom företagssektorn. Analysen i kapitel 10 pekar också på att detta i viss utsträckning verkar ha varit fallet under efterkrigstiden och kan komma att bli fallet i än högre grad framöver.

Dessa verkningar av det nuvarande systemet för företagsbeskattning förstärks av den påfallande ojämnheten i den sk dubbelbeskattning som drabbar bolagsvinsterna. Med dubbelbeskattning menar vi då inte bara den ofta omdebatterade omständigheten att en intjänad vinstkrona först blir föremål för bolagsskatt och sedan för personlig inkomstskatt, i den mån den utdelas, utan också det förhållandet att även den nedplöjda vinsten beskattas två gånger, dels hos bolaget, dels indirekt hos aktieägarna genom beskattning av aktiernas värdestegring.

För en aktieägare med 80 % marginalsatt innebär dubbelbeskattningen en sammanlagd skattebelastning för den *utdelade* vinsten på 91 % vid en bolagsskattesats på 55 %. För den del av vinsten som efter avdrag för nettovinstskatt plöjs ned i företaget för att finansiera investeringsverksamheten blir det totala skattetrycket genom kombinationen av nettovinstskatt och skatten på aktiernas värdestegring knappt 70 %.¹

¹ För en vinstkrona som disponeras för utdelning utgår först 55 öre i bolagsskatt. Återstoden, 45 öre, betalas till aktieägaren som erlägger 36 öre i skatt (80 % x 45 öre). Den sammanlagda skattebelastningen blir alltså 91 öre av vinstkronan före skatt.

För den nedplöjda vinsten utgår 55 öre i bolagsskatt. Till detta kommer skatten på aktiernas värdestegring som enligt gällande regler uppgår till 40 % av marginalsatten, dvs i detta fall 32 öre per krona värdestegring. Den sammanlagda skattebelastningen för den nedplöjda vinsten blir därmed $55 + 32 \times 0,45 = 69,4$ öre.

Den totala skattebelastningen för bolagsvinsterna varierar alltså kraftigt beroende på hur vinsterna disponeras av företagen.¹ Det är uppenbart att dessa skillnader i skattebelastning skapar ett starkt incitament för företagen att behålla vinstmedel för självfinansiering i en strävan att låta aktieägarnas avkastning utgå i form av värdestegring snarare än i form av löpande utdelning. En viktig aspekt på detta är att skillnaderna i skattebelastning mellan utdelad vinst och nedplöjd vinst innebär motsvarande skillnader i kostnaden för att som finansieringskälla utnyttja nyemitterat aktiekapital respektive innehållna (beskattade) vinstmedel. Vid en marginalskatt på 80 % är det i själva verket (i genomsnitt) drygt 3 gånger så dyrt att utnyttja direkta kapitaltillskott från aktieägarna som att använda innehållna vinstmedel för att finansiera investeringsverksamheten.²

För en tillväxtbefrämjande ekonomisk politik med inriktning på att uppnå ett effektivt utnyttjande av sparanderesurserna inom företagssektorn gäller det att eliminera eller reducera de effektivitetshämmande inlåsnings effekter av vinstbeskattningen som diskuterats här. Förändringar bör genomföras både vad gäller bolagens nettovinstbeskattning och den sk dubbelbeskattningens andra led, dvs aktieägarnas beskattning av utdelningsinkomster och värdestegringar. Den totalanalys som gjorts i denna långtidsbedömning pekar på att något slags reform på denna punkt skulle vara nödvändig för att uppnå den resursomfördelning som till och med referensalternativets blygsamma tillväxt kräver.

Som visats i den nämnda IUI-studien av bolagsbeskattningens verkningar var den effektiva belastningen med nettovinstskatt för industrins företag ca 20 % under första hälften av 1970-talet. Genom att kombinera olika inskränkningar i företagets möjligheter till skattefri konsolidering med sänkningar i den nominella vinstskattesatsen från den nuvarande nivån på ca 55 % bör det vara möjligt att bibehålla samma nivå för industrins effektiva skattetryck vid en väsentligt jämnare fördelning mellan företagen. Den inlåsnings av sparanderesurserna till de företag där de genererats, som följer av nuvarande system genom kombinationen av hög nominell skattesats och

¹ I exemplet ovan har vi bortsett från att i verkligheten en stor del av företagsvinsterna undgår den 55-procentiga vinstbeskattningen genom att disponeras för "överavskrivningar" i olika former.

² Kostnadsrelationen bestäms av kvoten mellan värdet av en nedplöjd vinstkrona efter skatt och värdet av en utdelad vinstkrona efter skatt.

I vårt fall blir detta $\frac{1-0,694}{1-0,91} = 3,4$.

För ett utförligare resonemang se Normann & Södersten [1978].

vidsträckta möjligheter att hålla nere den beskattningsbara vinsten, skulle därmed begränsas.

Den pågående diskussionen om möjligheterna att partiellt integrera bolagsskatten med den personliga inkomstbeskattningen har som en av sina utgångspunkter samma strävan att underlätta rörligheten för finansieringsresurserna inom företagssektorn och mellan företagssektorn och hushållssektorn. Olika tekniska lösningar av denna integration tillämpas utomlands i form av s k avräkningssystem och split-rate system för att reducera skattetrycket gentemot den utdelade bolagsvinsten. Den svenska varianten med ett speciellt utdelningsavdrag i samband med nyemission (Anell-avdrag) kommer sannolikt att göras mer förmånlig för företagen under de närmaste åren, att döma av ett liggande utredningsförslag.

En skatteomläggning i utdelningsvänlig riktning kan ske på många olika sätt, antingen genom införande av ett avräkningssystem eller genom förbättringar av den svenska modellen med utdelningsavdrag. I kapitel 9 diskuteras en övergång till ett progressivt utgiftsskattesystem som en lösning på detta och flera andra skatteproblem i den svenska ekonomin. Som en följd av sådana förändringar uppstår självfallet en fördelningspolitisk komplikation med förskjutningar i inkomst- och förmögenhetsfördelningen i riktning mot ökad ojämnhet.

I fallet med en progressiv utgiftsskatt kommer dock en fortsatt, kanske ökad, utjämning av konsumtionen att ske, särskilt om man ser till individens hela livscykel. Som vi sett gäller effektivitetsproblemet med sparanderesursernas fördelning emellertid i första hand frågan om *skillnaden* i skattetryck mellan den utdelade och den innehållna bolagsvinsten. Denna skillnad kan uppenbart utjämnas också genom att kombinera lättnader i beskattningen av utdelningar med skärpningar för den nedplöjda vinsten i form av t ex höjd realisationsvinstbeskattning. Åtgärder av detta slag kan utformas så att det totala skattetrycket gentemot bolagsvinsterna hålls oförändrat, vilket i sin tur bör innebära approximativ neutralitet i fråga om inkomstfördelningen.