



3/68

# Sparande, investeringar och kreditförmedling

Av Gunnar Eliasson

I nationalräkenskaperna definieras sparande och investeringar så att de vid uppmätning i efterhand för hela ekonomin och efter korrigering för kapitaltransaktioner över landets gränser skall överensstämma till sin storlek. För individuella subjekt (företag, hushåll m m) behöver denna överensstämmelse naturligtvis ej gälla för varje räkenskapsår. Det är kreditförmedlingens uppgift att kanalisera överskottssparmedel till olika användningsområden. Hur detta faktiskt sker och hur det bör ske är en fråga som länge varit under het debatt. I denna artikel skall jag ta upp vissa delar av detta frågekomplex i anslutning till en studie över företagets investeringsplanering, som jag nyss avslutat (Kreditmarknaden och Industrins Investeringar; Industriens Utredningsinstitut, Stockholm 1967).

## ● Kreditmarknadsreglering och räntebildning

Vid en helt fri räntebildning och full information om alla investeringsobjekt förutsätts av tradition att tillgängliga sparmedel i en ekonomi kommer att kanaliseras till de användningar där de förväntas ge bästa avkastning. Marknadsräntan kommer då att bestämmas vid den nivå som den siste (marginelle) investeraren är villig att betala. I teorin krävs för denna slutsats vissa ytterligare preciseringar av förutsättningarna. I praktiken kan man dock lugnt utgå ifrån att en sådan helt fri räntebildning ej existerar. Som en referensram eller "modell" för en bedömning av hur en effektiv kreditförmedling skulle fungera kan dock en dylik abstraktion vara användbar. Det gäller nämligen — också denna gång i teorin — att om de givna finansiella resurserna allokeras till sina mest räntabla användningar så kommer resultatet av investeringsverksamheten, d v s produktionen, att bli den största möjliga. Osäkerheten om framtiden, oklarheten om vilka tids-

perspektiv som skall anläggas på investeringsbesluten, projektens storlek och andra faktiska förhållanden komplicerar denna enkla modellvärld, när den appliceras på den ekonomiska verkligheten. Vi skall i fortsättningen diskutera fall där komplikationer av detta slag stör bilden på ett väsentligt sätt.

Ett första institutionellt hinder för en helt fri räntebildning är den ofullständiga *informationen* om existerande investeringsmöjligheter. Olika bedömningar om framtiden hos långivare och investerare är bl a ett resultat av en ofullständig informationsspridning, som dels tenderar att avgränsa kreditströmmarna till områden med gemensamt informationsunderlag för beslutsfattande, dels ökar osäkerheten i kreditförmedlingen överhuvudtaget. Osäker och ofullständig information är därför en faktor som t o m kan ställa vissa företag utan finansiella möjligheter att investera, trots att projekten i fråga vid bättre tillgång till underlag för beslutsfattande skulle ha framstått som relativt sett mycket räntabla. Det torde vara ganska klart att kreditmarknadens organisation spelar en stor roll för hur pass god informationsspridningen är.

Ett andra institutionellt hinder föreligger om statsmakterna medvetet reserverar vissa kreditkanaler för på förhand prioriterade ändamål. *Regleringsinslag* av denna typ karakteriserar de flesta av industriländernas kreditssystem. Detta framgår inte minst av den första rapporten från OECD's "Committee for Invisible Transactions" som nyligen publicerats under titeln "Capital Markets Study". Prioriteringen av bostadsfinansieringen i kombination med en från kreditmarknaden under långa perioder avskärmad industrisektor är ett exempel från vårt land på hur marknadsprisbildningen på kreditmarknaden medvetet försatts ur spel mellan olika ekonomiska sektorer. Om industrin är den sektor där enligt traditionella privatekonomiska kalkyler de mest räntabla

investeringsprojekten står att finna och om industrisparandet ej räcker till finansieringen av alla projekt så kommer där att råda en konstant otillfredsställd kreditefterfrågan, en "brist" om man så vill. Spegelbilden av denna "brist" är en *reserv* av investeringsprojekt som ideligen måste skjutas på framtiden på grund av otillräckliga finansiella resurser. Om avstängningen från externa sparanderesurser på den *organiserade* kreditmarknaden är fullständig kommer industrins eget sparande och investeringar att bli av samma storleksordning. Självfinansieringsgraden blir då hög. Vi kan under dylika förhållanden tala om ett isolerat kreditssystem. Den enda omfördelning av sparanderesurser som äger rum sker genom företagens inbördes upplåning på den sk grå kreditmarknaden. Vidstående tabell får illustrera industrins situation i detta avseende under de senaste tio åren.

50-talets senare hälft kännetecknades av en för industriföretagen i det närmaste helt avstängd *organiserad* kreditmarknad. Sammanlagda nettoupplåningen under hela 5-årsperioden 1956—1960 uppgick endast till något över 1,5 miljarder kronor, eller i medeltal per år 9 procent av kreditmarknadens omslutning. Med omslutning menar vi då kreditmarknadens totala nettoutlåning. Under nästa period inträffade en markerad förskjutning av industrins finansieringsmönster. Kreditmarknadsandelen steg till 15 procent eller drygt 5,5 miljarder kronor. Större delen av upplåningen var av långfristig typ. Orsaken härtill var framför allt dessa års ekonomisk-politiska lättnader i kapitalmarknadskontrollen. Självfinansieringsgraden inom industrin sjönk mellan de två perioderna från 113 procent till 89 procent. Det är härvid viktigt att komma ihåg att industrisparandet mellan de båda perioderna i det närmaste steg i direkt proportion till omsättningen. Endast en mindre sänkning i kvoten mellan sparande och omsättning kunde no-

### Industrins finansiering 1956—1965

Finansiering	1956—60	1961—1965
Industrins nettoupplåning på den organiserade kreditmarknaden, mkr	1 640	5 600
därav långfristigt <sup>1)</sup>	1 440	3 890
Industriupplåningens procentuella andel av den organiserade kreditmarknadens omslutning, procent	9	15
Industrisparandet i procent av investeringarna (självfinansieringsgraden)	113	89
<sup>1)</sup> Obligations- och förlagslån, aktiefinansiering samt lån hos försäkringsbolagen.		

teras. Sänkningen kunde därför till väsentlig del förklaras av en mycket kraftig ökning av självfinansieringsgradens nämnare, d v s *investeringarna*. Denna utveckling skulle ha varit än mer markerad om periodgränserna i stället satts mellan åren 1957 och 1958. Perioden 1958—1962 kan nämligen karakteriseras som efterkrigstidens utpräglade *investeringskonjunktur*. En mycket intressant fråga är om denna lyftning av investeringsnivån över huvudtaget kunnat komma till stånd, vore det ej för den parallella liberaliseringen av kapitalmarknadens reglering? En sänkning av självfinansieringsgraden, som åstadkommes genom en höjning av investeringarna, måste samtidigt ses som ett hälso-tecken från en industrisektor med optimistiska framtidsförväntningar.

Ett antagande av den innebörden att statmakternas regleringspolitik, speciellt på marknaderna för långa krediter, i kombination med expansiva ekonomiska förhållanden har fungerat som en *finansiell restriktion* på industriföretagens expansionstakt har legat till grund för den IUI-studie, som jag just avslutat. Nästa avsnitt har ägnats åt en kort redogörelse för vissa av undersökningens resultat. Därefter följer en mer ingående diskussion av de antaganden om imperfektioner

i kreditmarknadens funktionssätt som undersökningen bygger på. Bl a skall antagandenas "giltighet" i dagens konjunktursituation undersökas. För det tredje skall vi diskutera effektiviteten i den resursomfördelning som sker via den organiserade kreditmarknaden och ställa frågan vad som kan inträffa om dessa imperfektioner undanröjes och marknadsprisbildningen får bestämma sparanderesursernas fördelning. Vad händer t ex om landets gränser öppnas och kreditförmedlingen blir fri internationellt?

#### ● Förväntningar och investeringsplaner

Företagens förväntningar om den framtida efterfrågan har i IUI-studien förutsatts spela en viktig roll som en faktor bakom investeringsbesluten. Vid de *reglerade* räntesatser, som registrerats på den organiserade kreditmarknaden har det förutsatts att det alltid finns en *reserv* av räntabla investeringsprojekt hos åtminstone några företag i den grupp som studerats. Emissionskontrollen på obligations- och förlagslån har vidare gjort det rimligt att under den studerade perioden 1950—1963 utgå ifrån att företagen vid sin inrapportering på hösten av planerade inves-

teringar för nästa år ej med tillfredsställande säkerhet kunnat räkna med möjligheten att kunna finansiera någon del av dessa på obligationsmarknaden. Över möjligheterna till finansiering med egna sparmedel bör dock företagen erfarenhetsmässigt ha en relativt god kontroll. Förväntningarna om försäljningsvolym och priser nästa år bör här vara avgörande. Till detta kommer att en ökad försäljning också kräver investeringar i rörelsekapital (handelskreditgivning, kassa och lager m m). Vi har utgått ifrån att rörelsekapitalets uppbyggnad är en nödvändig finansiering för att den löpande produktionen och försäljningen skall kunna klaras och därför *prioriteras* före investeringar och expansion på längre sikt. Vidare har det antagits att rörelsekapitalets *önskade* storlek står i en bestämd proportion till produktionens och omsättningens nivå.

Mot denna bakgrund kan en *kapitalbudget* härledas, vars storlek beror av nästa års förväntade omsättning samt som säkra betraktade kreditmöjligheter. Om de investeringsplaner, som inrapporterats är baserade på denna kapitalbudget, kommer skillnaden mellan faktiska och planerade investeringar att bero dels av hur väl omsättningsförväntningarna slagit in, dels av icke förväntade möjligheter att låna på den organiserade kreditmarknaden.

Undersökningens resultat pekar också på att kraftiga upprevideringar i *maskininvesteringsplanerna* inträffat de år någon branschgrupp fått tillfälle att emittera obligations- eller förlagslån. Denna iakttagelse gäller ej enbart de av en lätt emissionspolitik kännetecknade åren 1961—1963 utan även vissa år och vissa branscher under 50-talet.

Upplåningen hos affärsbankerna visade sig däremot ej ha något förklaringsvärde för industrins maskininvesteringar. Man kan tänka sig åtminstone två olika förklaringar härtill. Den ena är att möjligheterna att erhålla affärsbankskrediter för investeringsän-

damål i de fall sådana krediter är aktuella är av så pass säker natur att de investeringsprojekt som är beroende härav både inrapporteras i planerna och kan verkställas. Ingen skillnad mellan planer och utfall kommer då att registreras. Den andra och alternativa tolkningen är att affärsbankskrediterna till övervägande del är av typen kortfristiga rörelsekrediter och därför inte spelar någon direkt roll för investeringarnas finansiering.

Ett annat resultat som ansluter sig till detta är att vi ej kunnat finna klara tecken som tyder på att företagen sökt kompensera en kreditåtstramning på den organiserade kreditmarknaden med en ökad inbördes kreditgivning utöver det transaktionsbehov som följde från omsättningen. Normalt ökade omsättningen och följaktligen även handelskreditgivningen kraftigt under en högkonjunktur oavsett kreditpolitiken. Undersökningens resultat pekar således på en viss *koppling* mellan finansieringsform och finansieringsanvändning. Långfristiga krediter och egna sparmedel påverkar investeringarna. Kortfristiga krediter hos affärsbankerna eller hos andra företag av typen handelskrediter däremot följer rörelsekapitalets och omsättningens utveckling. Man kan om man så vill tala om detta resultat som ett stöd för existensen av en aversion mot kortfristig finansiering av investeringarna, en "sektorisering" av krediternas användning, således mellan olika grader av långfristighet.

Dessa resultat har, om de återspeglar verkligheten, stor betydelse för en bedömning av effektiviteten hos den generella penningpolitik som under stora delar av undersökningsperioden via affärsbankssystemet riktats mot industriföretagen. Vi har ej kunnat observera tecken som talar för att åtstramningar i affärsbankernas kreditgivning skall ha någon omedelbar effekt på just *industrins* investeringar. Detta hindrar naturligtvis inte att effekterna inträffar någon annanstans. Ej heller synes ett kärvt låneläge

i någon större utsträckning ha kompenseras av en onormalt hög inbördes kreditgivning mellan företagen. Baksidan av sådan kanalisering av kreditströmmarna är att betydelsen för investeringsbesluten av små variationer i officiella och reglerade räntesatser över-skuggas av institutionella faktorer på kreditmarknaden. Som väntat fann vi ej heller nå-  
got som helst empiriskt stöd för hypotesen att ränteförändringarna under den studera-de perioden skall ha påverkat företagens tendens att revidera sina maskinplaner.

Det visade sig slutligen att produktions- och omsättningsförändringar genomgående samvarierade med planrevisionerna. Enligt den hypotes som diskuterats ovan talar detta resultat för såväl internfinansieringens som försäljningsutvecklingens betydelse som en faktor bakom investeringsbesluten — ett i och för sig inte särskilt förvånande resultat.

#### ● Investeringsreserven

"The stock of investment opportunities" är ett begrepp som ofta dyker upp i amerikansk ekonomisk litteratur. Häri inbegrips projekt på lång eller kort sikt, som företaget eller fö-retagen i någon bemärkelse överväger att ge sig i kast med någon gång i framtiden. Van-ligtvis åligger det läsaren att intuitivt upp-fatta innebörden av detta begrepp. Som in-tuitivt förstås bör också begreppet stå i ett nära släktförhållande till den "investerings-reserv" vi tidigare talat om.

Bland de faktorer som bestämmer storle-ken av "stocken av investeringstillfällen" bör efterfråge- och vinstförväntningarna komma i främsta rummet. Allteftersom tiden går kommer naturligtvis karaktären hos dessa förväntningar att ändra sig, varför även stock-en av investeringstillfällen bör uppvisa en motsvarande variabilitet. Under högkon-junkturår med optimistiska förväntningar om framtiden är investeringstillfällena många. I extrema lågkonjunktursituationer

kan det hända att tillfällena nästan helt för-svinna. Man kan samtidigt tänka sig ett stort antal faktorer, som begränsar den takt varmed företagen hinner beta av sina inves-teringstillfällen, exempelvis en för liten ka-pacitet hos företagets organisation eller "management", en aversion mot det ökade risktagandet som normalt är förenat med en alltför häftig expansion, o s v.

Den "investeringsreserv" vi tidigare talat om kan intuitivt uppfattas som en delmängd av stocken av investeringstillfällen, nämligen den mängd projekt, som befinner sig på ett mycket långt framskridet planeringsstadium och för sitt omedelbara verkställande endast hindras av begränsade finansieringsmöjlige-ter av en viss *typ* och *kvalitet*. Den sista re-servationen är väsentlig. Räntabilitetskalky-len har nämligen förutsatts grundad på kost-naderna för långfristig finansiering på den organiserade kreditmarknaden till där rå-dande officiella räntesatser. En radikal om-läggning av kreditpolitiken på sådant sätt att räntenivån för industrilån tillåts stiga kraftigt kan därför avsevärt reducera inves-teringsreservens storlek. Vid en fullständigt fri räntebildning och fördelning av ekono-mins sparanderesurser kommer räntan auto-matiskt att anpassas till den nivå den siste (marginelle) investeraren är villig att betala. Under sådana förhållanden är investerings-reserven definitionsmässigt tom.

#### ● Investeringsbenägenheten i dag

Det kan vara intressant att ställa sig frågan hur det resonemang om tillgången på vissa krediter som förts ovan kan appliceras på företagens investeringsbeteende i dag. De redovisade resultaten har ju gällt perioden 1950—1963.

En misstanke som ligger nära till hands är att det under senare år mycket lättade emissionsklimatet gjort att företagen nume-ra med mycket större tillförsikt än tidigare

räknar med möjligheten av finansiering på obligationsmarknaden. En enkätundersökning som utfördes hösten 1966 av Industriförbundet visar också på att ett flertal större företag i sin finansiella planering för år 1967 kalkylerat med denna typ av lånemöjligheter. Om också investeringsplanerna bygger på samma tillförsikt har vi alltså inte längre samma anledning att vänta oss att omfattande emissioner, exempelvis de under 1967, skall ha resulterat i kraftiga upprevideringar i investeringsplanerna.

Några preliminära kalkyler, som utförts för hela industrin, antyder dock att sambanden består. Den teori som testats för åren 1950—1963 visade sig relativt väl förklara maskinplanernas revision åren 1964 och 1965. Av preliminära investeringsuppgifter att döma gäller samma förhållande år 1967. Dessa resultat skulle alltså kunna tydas som att möjligheterna att emittera obligations- och förlagslån vid planeringstillfället på hösten fortfarande betraktas som så pass osäkra att projekt, som är beroende härav, ej inrapporteras i investeringsplanerna för nästa år! År 1966 däremot stämmer teorin mindre bra överens med den statistiska verkligheten. Trots relativt stora emissioner var revisionen i maskinplanerna mycket liten.

Denna iakttagelse leder oss in på en intressant fråga med direkt relevans för den tidigare diskussionen om själva existensen av en investeringsreserv. För det första gäller att industriföretagen på hösten 1965 planerade en kraftig investeringsökning för 1966. Konjunkturförsämringen kring årsskiftet bör dock ha inneburit ett plötsligt omslag i framtidsförväntningarna från optimism till pessimism. Den investeringsreserv vi tidigare talat om bör därför ha krympt avsevärt i storlek just under året 1966. Underlaget för en kraftig investeringsstimulans på grund av lättnader i emissionspolitiken kan därför inte ha varit lika stark som under tidigare år. En mycket liten upprevidering i maskinplaner-

na inträffade också. En bidragande orsak kan även vara det faktum att industrilånen lades ut sent under året. Samtidigt måste man också hålla i minnet att planrevisionen kunde ha blivit ännu mindre om ej emissionerna kommit till stånd.

### ● Kreditförmedlingens effektivitet

Vi har diskuterat hur en uppdelning av kreditströmmarna på från varandra isolerade kanaler i princip innebär att marknadsprusbildningen eller en fri räntebildning försätts ur spel som en fördelningsmekanism på kreditmarknaden. Vissa sektorer blir till rådande räntesatser underförsörjda med krediter i den bemärkelsen att de ej får låna mer även om de varit villiga att betala en högre ränta, samtidigt som andra sektorer tilldelas krediter så länge de kan betala det officiella priset (räntan). Inom sektorer som blivit underförsörjda på krediter av en viss typ kommer då en investeringsreserv av projekt, som ej kunnat verkställas, att uppstå. Dessa projekt kan i privatekonomiska termer mycket väl vara betydligt mer räntabla än de projekt som kan finansieras och verkställas inom andra sektorer just på grund av kanaliseringen av kreditströmmarna.

Inom denna isolerade investeringsreserv för exempelvis en industribransch eller hela industrin kan man tänka sig en standardkalkyl, som rangordnar projekten efter räntabilitet. Vid en reglerad tilldelning av krediter enligt köbildningsprincipen är det inte utan vidare klart att krediterna går till de mest lönsamma projekten ens inom denna isolerade sektor, på samma sätt som om krediterna erhöles i konkurrens med andra investerare vid en mer marknadsstyrd kreditförmedling. Dessa farhågor bör gälla i allt högre grad ju mer reglerad kreditmarknaden är och ju lägre officiella räntesatser ligger i förhållande till någon tänkt jämviktsnivå. Varje erhållet lån kommer då att innehålla

en *räntesubvention* och följaktligen vara extra begärligt och stimulera till aktiva försök att påverka principerna vid den skönsmässiga kreditfördelningen. Risk finns för att mindre räntabla projekt verkställs på de räntablas bekostnad, ett förhållande som ej är ägnat att ge den största möjliga totala produktionstillväxten.

En annan fråga gäller i vilken utsträckning en från stora delar av kreditmarknaden och då speciellt det långfristiga kapitalet avskärmad industrisektor hindrats i sin expansion på grund av en *värdemässigt* begränsad tilldelning av krediter. Denna fråga kan inte utan vidare ges ett entydigt svar. Så länge räntabilitetskalkylen baserats på en "för låg" subventionerad kapitalkostnad på en reglerad kreditmarknad gäller visserligen att som räntabla betraktade investeringsprojekt inom sektorn i fråga ej kunnat verkställas på grund av en för liten *tillgång på* externa finansieringsmedel. Ett mått på kreditregleringens hämmande inverkan på industrins expansionsmöjligheter, som grundats på denna jämförelsenorm kommer dock att innebära en överskattning. En del av investeringsreservens projekt skulle kanske ej ha betraktats som räntabla efter en höjning av den reglerade räntenivån. Ett mer fruktbart kriterium bör i stället baseras på en jämförelse mellan projekt inom andra sektorer, exempelvis handel, bostadsbyggande etc, för att se om dessa projekt på grund av den reglerade kreditfördelningen kunnat verkställas trots att de vid samma standardkalkyl uppvisat en lägre räntabilitet än de investeringsprojekt inom industrin, som av samma skäl ej kunnat genomföras.

Ingenting hindrar att vi utvidgar vår analys till att omfatta även de internationella kapitalrörelserna. Principiellt likartade problem uppstår. Även vår valutaförordning utgör ett regleringsinslag i ett internationellt kreditförmedlingssystem. Det är framför allt de långfristiga krediterna som faller un-

der kontrollen, som därför har betydelse för effektiviteten i den internationella fördelningen av investeringsverksamheten. Om den inhemska räntabiliteten är låg tillåter en valutakontroll dels att den inhemska räntenivån hålls lägre än den internationella, åtminstone på kort sikt, dels förhindras samtidigt ett kapitalflöde till mer räntabla internationella placeringar. Om den inhemska räntabiliteten däremot är hög internationellt sett kommer samma valutakontroll om den utövas att hindra utländskt kapital från att strömma in i landet. De omfattande kapitalströmmarna från USA till EEC-området under 60-talet utgör ett exempel på hur en dylik marknadsmekanism fungerar om den får fungera.