

INDUSTRIENS UTREDNINGSGENSTÄMMA



Gunnar Eliasson

**Industrifinansieringen perioden  
1950—1970  
— kartläggning och prognos**

## Förord

Föreliggande studie har utförts och publicerats som en bilaga till den av chefen för konjunkturinstitutet professor Börje Kragh utförda undersökningen rörande »Långtidsfinansiella perspektiv» (SOU 1967: 6). Då författaren till föreliggande utredning, pol. mag. Gunnar Eliasson till betydande del använt sig av resultat från en studie rörande »Finansiella be-

stämningsfaktorer till företagens kortsiktiga investeringsbeteende», som han för närvarande är sysselsatt med inom Industriens Utredningsinstitut och då han också i övrigt i flera avsnitt utnyttjat resultat från tidigare publicerade IUI-undersökningar har vi funnit det motiverat att låta denna studie ingå i institutets skriftserie.

Stockholm i januari 1967

*Lars Nabselh*

BILAGA 2

Industrifinansieringen perioden 1950—1970  
— Kartläggning och prognos

*Av pol. mag. Gunnar Eliasson*

## Inledning

Föreliggande studie avser att belysa industrins finansiella utveckling, dels i form av en kartläggning av den historiska perioden 1950—1963, dels i form av en enkel prognoskalkyl fram till 1970. Tonvikten kommer att läggas på den *externa* kapitalanskaffningen och företagets utnyttjande av kreditmarknadens olika institut. En viss — dock begränsad — uppmärksamhet skall också ägnas konjunkturpolitikens och då främst penningpolitikens eventuella effekter på företagets finansiering av speciellt sin investeringsverksamhet och expansion. I prognoskalkylens natur ligger vidare att långtidsperspektiven kommer att framhåvas.

Med *industrisektorn* avses i denna studie samtliga industriföretag enligt statistiska centralbyråns s. k. vinststatistik,<sup>1</sup> exklusive gruppen »kraftverk» och företag med mindre än 50 anställda arbetare. När det statistiska materialet så tillåter kommer dock en viss utvidgning utanför den så definierade industrisektorn att göras.

Det presenterade statistiska materialet bygger i huvudsak på vinststatistiken, den löpande kreditmarknadsstatistiken samt på en inom Industriens Utredningsinstitut parallellt utförd utredning med syfte att studera finansiella bestämningsfaktorer till företagets kortsiktiga investeringsbeteende.<sup>2</sup> Denna utredning kommer att publiceras inom kort. För att undvika dubblering göres för enkelhets skull ett antal detaljreferen-

ser, exempelvis beträffande materialbearbetningen, direkt till denna IUI-utredning.

I kapitel 1 ges inledningsvis en kort analys av industrifinansieringen mot bakgrunden av konjunkturförloppet och den förda ekonomiska politiken åren 1950 t. o. m. 1963. Därefter följer i separata avsnitt en redogörelse för olika typiska mönster i industrifinansieringen, med tonvikten lagd på de långsiktiga perspektiven. Bl. a. tages sparandefinansieringen, den externa finansieringen och likviditetsproblemet upp till separat behandling.

Analysen i detta första kapitel koncentreras i första hand till ett studium av ex post registrerade finansieringsmönster utifrån givna förändringar på användningssidan. Vi blir dock även i tillfälle att i framställningen inkorporera vissa resultat från IUI-studien, avseende ett omvänt »kausalt» beroende från finansieringssidan mot användningssidan, och då främst beträffande investeringsverksamhetens tidsallokering. Vi är härvid även intresserade av att kunna bilda oss en uppfattning om den ekonomiska politikens möjliga effekter dels direkt på finansieringsmönstret, dels också indirekt via finan-

<sup>1</sup> Se exempelvis »Företagens intäkter, kostnader och vinster år 1963».

<sup>2</sup> Denna studie som i fortsättningen kallas »IUI-utredningen», eller »IUI-studien» föreligger f. n. i stencilerad form under arbetsbeteckningen »Finansiella Bestämningsfaktorer till Företagens Kortsiktiga Investeringsbeteende».

sieringen på företagens reala aktiviteter, samt vilka variationer i det finansiella mönstret som är att hänföra till den ekonomiska politiken och vilka som beror av själva konjunkturförloppet. Självfallet måste redogörelsen av inträffade institutionella förändringar och verkställda ekonomisk-politiska åtgärder bli mycket selektiv. Endast ett urval faktorer som enligt författarens bedömning i väsentlig grad direkt påverkat det industriella finansieringsmönstret kommer att relateras.

Kapitel 2 presenterar en prognosmetod, som i huvudsak bygger på en sammanställning av långtidsutredningens investerings- och produktionsprognos med vissa ekonometriskt bestämda finansiella samband från ovannämnda IUI-studie. Med hjälp av denna metod har industrisektorns »finansieringsbehov» beräknats fram t. o. m. 1970. Avslutningsvis diskuteras prognosens implikationer för bl. a. företagens möjligheter att realisera rapporterade produktions- och investeringsplaner.

## 1. Industrifinansieringen 1950—1963

### 1.1. Industrifinansieringen 1950—1963 konjunkturförlopp och ekonomisk politik

#### Något om det statistiska materialet

I detta avsnitt skall i stora drag skisseras industriföretagens finansieringsutveckling under perioden 1950—1963, med särskild hänsyn tagen till konjunkturförloppet och den förda ekonomiska politiken. Framställningen bygger i huvudsak på tabellerna 1: 1A—D (sid. 200—203).<sup>1</sup>

I tabellen 1: 1A's finansieringsbalans för hela industrisektorn redovisas i de 4 första kolumnerna industrins kapitalanvändningssida, samt i kolumnerna 6—11 den motsvarande finansieringssidan. Kapitalanvändningssidan har uppdelats i investeringar (I), lagervolymförändringar ( $I_L$ ), förändringen i kassa, bank och postgiro, samt förändringen i övriga finansiella tillgångar. Den sistnämnda posten domineras av förändringen i stocken givna handelskrediter (leverantörskrediter, givna förskott m. m.) samt utsträckta koncernkrediter men omfattar även förändringen i värdepappersinnehavet (obligationer, aktier m. m.). Summan av dessa fyra poster utgör vad vi kallat industrins totala kapitalanvändning.

Till höger i tabellen redovisas hur detta kapital anskaffats. Kapitalmarknadsfinansieringen (6) och (7) omfattar nettoförändringen i utelöpande stock av industriella obligationer och förlagsbevis samt aktiefinansieringen

(kontantbetalningarna). Kolumn (8) ger *nettoppplåningen* hos affärsbankerna. »Övrig extern upplåning» (9) sammanfattar all övrig finansiering utanför det egna företaget. Häri ingår t. ex. upplåningen hos försäkringsbolagen. Posten domineras dock av förändringen i stocken mottagna handelskrediter (erhållna förskott, leverantörsskulder m. m.).

Vi kommer i fortsättningen att betrakta denna storhet, dvs. »övrig extern upplåning» som ett uttryck för kreditgivningen på den »grå kreditmarknaden» mellan företagen men utanför den organiserade kreditmarknaden.

Bruttosparandet (kol. 10) slutligen utgör ett aggregerat mått på de finansieringsmedel som löpande genererats inom respektive företag.<sup>2</sup>

Investeringarna (I), lagervolymförändringen ( $I_L$ ) samt bruttosparandet har erhållits från statistiska centralbyråns s. k. vinststatistik via ett speciellt korrigeringsförfarande för det årliga företagsbortfallet på grund av räkningsårens omläggning. Detta för att

<sup>1</sup> Det underliggande statistiska materialet — som även kommer att utnyttjas längre fram i denna studie — har, som nämnts i inledningen, sammanställts i den parallellt pågående IUI-studien. För en mer detaljerad framställning härvidlag hänvisas till denna undersökning.

<sup>2</sup> Sparandet har i denna undersökning på traditionellt sätt definierats som avskrivningar + avsättningar till pensions- och personalstiftelser + avsättningar till investeringsfonder + lagerreservens förändring + redovisad vinst - beslutad utdelning. Jfr. ytterligare konjunkturinstitutets definition i Konjunkturläget, oktober 1965, sid. 45.

uppnå jämförbarhet mellan de årliga observationerna.<sup>1</sup> Data är uttryckta i löpande priser.

Uppgifterna över förändringen i »kassahållningen och i övriga finansiella tillgångar» samt »övrig extern upplåning» har sammanställts från två specialundersökningar inom Industriens Utredningsinstitut samt med hjälp av den inom konjunkturinstitutet år 1955 påbörjade och sedan av statistiska centralbyrån övertagna statistiken över företagens finansiella tillgångar och skulder.<sup>2</sup> Dessa tre poster måste alla betraktas som av en statistiskt otillfredsställande kvalitet. Speciellt posten »förändringen i övriga finansiella tillgångar» måste förväntas vara av en något obestämd validitet.

Uppgifterna om upplåningen på den organiserade kreditmarknaden (kol. 6, 7 och 8) kommer från kreditmarknadsstatistiken. Värderingen är i huvudsak nominell och i löpande priser. Observeras bör här att vissa industriella affärsbankskrediter av typen byggnadskreditiv ej kunnat särskiljas för redovisning i kolumn 8. Denna upplåning har i stället hamnat under posten »byggnads- och anläggningsverksamhet» i diagram 1: 2 samt i tabellerna 1: 1A—D under felposten (kol. 11). Vidare har den direkta industriella upplåningen hos försäkringsbolagen — som är betydande (se diagram 1: 4 samt tabellerna 1: 7 och 1: 8)<sup>3</sup> — ej kunnat utbrytas ur posten »övrig extern upplåning» (kol. 9) i de branschfördelade tabellerna. I den statistiska felposten (kol. 11) slutligen sammanfattas de fel som uppkommit vid sammanställningen av statistik från alla dessa källor. Felposten är vissa år betydande och uppvisar ett mycket oregelbundet mönster över tiden.<sup>4</sup>

Till ledning för läsaren kan nämnas att kreditmarknadsstatistikens uppgifter (kol. 6, 7 och 8) samt vissa av vinst-

statistikens data (kol. 1 och 10) kan betraktas som kvalitetsmässigt någorlunda tillfredsställande, om vi bortser från lagervolyymmåttet. Felpostens ursprung torde i huvudsak vara att finna i de fyra övriga posterna (kol. 2, 3, 4 och 9), vilka också uppvisar de kraftigaste fluktuationerna över tiden. Vad materialet i övrigt beträffar hänvisas till givna källförteckningar samt IUI-studien.

Tabellen I: 1A för hela industrin uppdelas i undertabellerna B, C och D på branschgrupperna *malm-, metall- och verkstadsindustri* (B), *trä-, massa- och pappersindustri* (C) samt *övrig industri* (D).

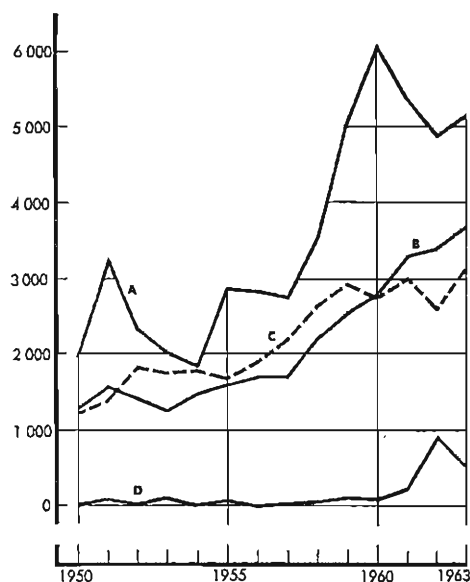
<sup>1</sup> Detta har tillgått så att industrisektorn uppdelats i ca 40 undergrupper av bransch- o. storleksfördelade företag. Vissa år bortfallna företag har därvid i varje beräkningspost korrigerats med hjälp av sin grupps medelvärde. Antalet företag år 1961 har härvid fått bilda utgångspunkt för korrigeringsförfarandet. Se i övrigt den refererade IUI-studien där en detaljerad beskrivning lämnas. Se även SOS: Företagens intäkter, kostnader, vinster exempelvis år 1963 sid. 17<sup>ff</sup>.

<sup>2</sup> Beträffande de två specialundersökningarna hänvisas till *DAHÉN*: Industrins finansiering under 1950-talet ur *Industriproblem 1960*, Sthlm 1960, samt *LÖWENTHAL*: Industrins Finansiering 1955—1962, Uppsala 1966. En detaljerad beskrivning över materialbearbetningen ges i den parallella IUI-utredningen.

<sup>3</sup> Försäkringsbolagens direkta utlåning erhålles som skillnaden mellan tabellerna 1: 8 och 1: 7's uppgifter.

<sup>4</sup> Med tanke på det statistiska materialets bräcklighet är en felpost av denna storleksordning ej alls förvånande. Liknande utländska statistiksammansättningar redovisar också avsevärda felposter. Se exempelvis *MEISELMAN-SHAPIRO*: *The Measurement of Corporate Sources and Uses of Funds*, NBER, Rahway, N. J. 1964. I denna studie redovisas en systematiskt positiv felpost vid årsperiodisering, vilken i huvudsak betraktas som bestående av rena mätfel. Vid kvartalsperiodisering uppträder däremot ett typiskt säsongmönster av såväl positivt som negativt tecken. Författarna hänför en väsentlig del av kvartalsfelet till vad de kallar »float», nämligen tidsförskjutningar vid registreringen av skuld- resp. tillgångssidans poster. Speciellt handelskrediternas registrering misstänks vara behäftad med »float» i denna bemärkelse. (op. cit. sid. 6 ff, 82 ff och 92 ff.)

Diagram 1.1. Industrins finansiering  
1950—1963



A: Totala kapitalanvändningen (korrigerad, dvs. summan av alla positiva poster i kol. (1) — (4) i tabell 1:1A).

B: Investeringar i materiella anläggningstillgångar.

C: Bruttosparandet.

D: Nyemissioner av obligationer och förlagsbevis.

Källor: Tabell 1:1A samt Svenska Bankförningen.

Diagram 1:1 sammanfattar vissa resultat från tabellen 1:1A gällande hela industrin. Tabellerna skall fortsättningsvis kommenteras i anslutning till en sammanhängande genomgång av utvecklingen 1950—1963.

#### 50-talet

Undersökningsperioden inleddes med konjunkturrensens uppgångsfas, vilken karakteriserades av ett mycket häftigt uppsving i utlandets efterfrågan främst på de svenska skogsindustriernas produkter under år 1950. Året innan, dvs. 1949, hade också den svenska kronan deprecierats kraftigt, ett förhållande

som sannolikt bidrog till att stimulera uppsvinget i exporten de närmast följande åren.<sup>1</sup> Produktionsresurserna i Sverige såväl som i utlandet räckte ej till för att på kort tid mätta denna ökade efterfrågan. En kraftig höjning av investeringsnivån följde omedelbart under år 1950 med en mindre volymmässig neddragning av investeringsverksamheten 1951. Värde mässigt representerar dock 1951 ett investeringsmaximum på grund av prisstegringarna på investeringsvaror detta år (diagram 1:1). Det från investeringsverksamheten härrörande finansieringsbehovet kunde inte helt täckas av det löpande sparandet. Härtill adderades dessutom en kraftig finansieringsefterfrågan från uppbyggnaden av omsättningstillgångarna, dvs. lager, kassa och övriga finansiella tillgångar. Totalfinansieringen kunde därför kulminationsåret 1951 endast till något över 40 procent klaras av sparandevägen (jfr diagram 1:1). Den externa finansieringen synes huvudsakligen ha ordnats via en omfattande kort nettouplåning hos företag utanför industrisektorn,<sup>2</sup> men även — dock i mindre utsträckning — via affärsbankerna och på aktiemarknaden. Den kraftiga ökningen i den s. k. förskjutningsposten i Sveriges betalningsbalans år 1951 antyder att en del av denna korta upplåning i form av handelskrediter kan ha skett utomlands.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Jämför LUNDBERG-JÄRV: Betalningsbalans och ekonomisk utveckling, Skandinaviska Bankens Kvartalstidskrift, 1966: 1.

<sup>2</sup> Skillnaden mellan posten »övrig extern upplåning» om »förändringen i övriga finansiella tillgångar».

<sup>3</sup> Förskjutningsposten kan (med bortseende från rena statistik- och registreringsfel) betraktas som summan av dels en komponent som vid oförändrade kredittider beror på förskjutningar i exportens och importens sammansättning, dels en komponent som härrör från förändringar i exportens och importens värden vid givna individuella kredittider och oförändrad sammansättning samt slutligen en komponent

(Forts. å noten sid. 204)



Tabell 1: 1A. Finansieringsbalans för hela industrin<sup>1</sup>

Miljoner kronor

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Kapitalanvändning					Finansieringsbild						
	investering- ar i materi- ella anlägg- tillgångar	lager- volymför- ändring	förändring i kassa, bank o. postgiro	förändring i övriga fin. tillg.	summa använd- ning	obl. o. förslags- lån netto	aktie- emission (kontant betaln.)	lån från affärs- bankerna (netto)	övrig ex- tern upp- låning	brutto- sparande	statistisk felpost	summa finansie- ring
1950.....	1 276	- 45	241	445	1 917	1	39	(21)	570	1 196	90	1 917
1951.....	1 561	429	550	696	3 236	29	119	(166)	(1 563)	1 385	- 26	3 236
1952.....	1 397	920	- 397	- 30	1 890	- 9	99	(80)	(200)	1 836	- 316	1 890
1953.....	1 247	- 645	610	163	1 375	62	52	(- 6)	(- 184)	1 753	- 302	1 375
1954.....	1 481	88	32	268	1 869	- 58	70	(86)	(161)	1 784	- 174	1 869
1955.....	1 587	586	- 394	673	2 452	- 6	90	(26)	(939)	1 671	- 268	2 452
1956.....	1 677	651	- 219	495	2 604	- 59	150	2	931	1 884	- 304	2 604
1957.....	1 719	772	- 224	256	2 523	- 85	94	- 89	642	2 200	- 239	2 523
1958.....	2 213	- 23	883	452	3 525	- 25	94	- 38	80	2 655	759	3 525
1959.....	2 567	- 299	1 299	1 196	4 763	30	67	- 50	1 314	2 927	475	4 763
1960.....	2 819	1 142	- 1 271	2 158	4 848	11	232	369	1 534	2 769	- 67	4 848
1961.....	3 277	1 075	- 720	1 073	4 705	127	377	280	658	2 992	271	4 705
1962.....	3 377	513	672	340	4 902	822	149	489	22	2 623	797	4 902
1963.....	3 708	- 266	249	1 197	4 888	424	130	276	567	3 141	350	4 888

<sup>1</sup> Industrieföretag exkl. kraftverk med mer än 50 anställda arbetare.

Källor: Kreditmarknadsstatistiken, Statistiska centralbyråns s. k. vinststatistik samt statistiken över företagens finansiella tillgångar. Vid sammanställningen av posterna (3), (4) och (8) har vidare vissa specialundersökningar inom Industrilens Utredningsinstitut utnyttjas. För en närmare presentation av materialbearbetningen och en detaljerad källförteckning se 197 f.

Tabell 1: 1B. Malm-, metall- och verkstadsindustrin

Milljoner kronor

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Kapitalanvändning					Finansieringsbild						
	investering- ar i materi- ella anlägg- tillgångar	lager- volymför- ändring	förändring i kassa, bank o. postgiro	förändring i övriga fin. tillg.	summa använd- ning	obl. o. förlags- lån, netto	aktie- emission (kontant)	lån från affärs- bankerna (netto)	övrig ex- tern upp- låning	brutto- sparande	statistisk felpost	summa finansie- ring
1950.....	654	69	52	154	929	- 8	11	(1)	(282)	593	50	929
1951.....	782	108	129	248	1 267	7	93	(71)	(520)	659	- 83	1 267
1952.....	688	628	89	128	1 533	3	66	(77)	(434)	1 092	- 139	1 533
1953.....	653	- 296	347	19	723	25	14	(- 39)	(- 52)	1 082	- 307	723
1954.....	730	- 45	- 108	120	697	- 40	30	(9)	(- 183)	972	- 91	697
1955.....	765	449	- 68	362	1 508	- 38	53	(25)	(676)	899	- 107	1 508
1956.....	841	581	- 224	256	1 454	- 38	80	- 2	562	1 073	- 221	1 454
1957.....	904	592	- 435	96	1 157	- 77	65	- 37	251	1 270	- 315	1 157
1958.....	1 176	- 34	810	17	1 969	- 43	72	0	- 91	1 533	498	1 969
1959.....	1 343	- 60	745	690	2 718	16	40	27	582	1 631	422	2 718
1960.....	1 444	909	- 771	998	2 580	- 23	229	157	775	1 582	- 140	2 580
1961.....	1 644	700	- 311	699	2 732	57	263	83	745	1 651	- 67	2 732
1962.....	1 618	363	389	216	2 586	264	92	216	253	1 361	400	2 586
1963.....	2 091	- 110	201	803	2 985	277	81	133	337	1 961	196	2 985

Tabell 1: 1C. Trä-, massa- och pappersindustrin

Miljoner kronor

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Kapitalanvändning					Finansieringsbild						
	investeringar i materiella anläggningstillgångar	lager- volymförändring	förändring i kassa, bank o. postgiro	förändring i övriga fin. tillg.	summa användning	obl. o. förlagslån, netto	aktieemission (kontant)	lån från affärsbankerna (netto)	övrig extern upplåning	brutto-sparande	statistisk felpost	summa finansiering
1950.....	294	- 73	208	122	551	- 6	13	( - 29)	( 200)	449	- 76	551
1951.....	387	135	414	380	1316	- 5	4	( 2)	( 835)	581	- 101	1 316
1952.....	361	379	- 511	- 177	52	- 4	17	( 73)	( - 444)	467	- 57	52
1953.....	307	- 235	170	68	310	31	29	( 41)	( - 86)	221	74	310
1954.....	411	94	83	46	634	- 7	6	( 50)	( 274)	462	- 151	634
1955.....	431	121	- 294	133	441	- 7	25	( - 13)	( 137)	448	- 149	441
1956.....	433	67	- 7	138	631	- 8	65	1	280	421	- 128	631
1957.....	466	78	25	70	639	12	25	- 24	187	453	- 14	639
1958.....	578	15	80	197	870	32	24	16	22	545	231	870
1959.....	663	- 277	281	392	1059	6	0	- 85	598	573	- 33	1 059
1960.....	745	6	- 349	771	1173	43	0	169	487	473	- 1	1 173
1961.....	923	229	- 264	9	897	73	21	189	- 311	571	354	897
1962.....	909	78	131	46	1164	449	24	223	- 153	491	130	1 164
1963.....	697	- 206	- 3	26	514	66	14	7	- 44	405	66	514

Tabell 1: 1D. Övriga industrier  
Miljoner kronor

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Kapitalanvändning					Finansieringsbild						
	investering- ar i materi- ella anlägg- tillgångar	lager- volymför- ändring	förändr. i kassa, bank o. postgiro	förändr. i övriga fin. tillg.	summa använd- ning	obl. o. förlags- lån, netto	aktie- emission (kontant)	lån från affärs- bankerna (netto)	övr. ex- tern upp- låning	brutto- sparande	statistisk felpost	summa finansie- ring
1950.....	328	- 41	- 19	169	437	15	15	(49)	(88)	154	116	437
1951.....	392	186	7	68	653	27	22	(93)	(208)	145	158	653
1952.....	348	- 87	25	19	305	- 8	16	(- 70)	(210)	277	- 120	305
1953.....	287	- 114	93	76	342	6	9	(- 8)	(- 46)	450	- 69	342
1954.....	340	39	57	102	538	- 11	34	(27)	(70)	350	68	538
1955.....	391	16	- 32	128	503	39	12	(14)	(126)	324	- 12	503
1956.....	403	3	12	101	519	- 13	5	3	89	390	45	519
1957.....	349	102	186	90	727	- 20	4	- 28	204	477	90	727
1958.....	459	- 4	- 7	238	686	- 14	- 2	- 54	149	577	30	686
1959.....	561	38	273	114	986	8	27	8	134	723	86	986
1960.....	630	227	- 151	389	1 095	- 9	3	43	270	714	74	1 095
1961.....	710	146	- 145	365	1 076	- 3	93	8	224	770	- 16	1 076
1962.....	850	72	152	78	1 152	109	33	50	- 78	771	267	1 152
1963.....	920	50	51	368	1 389	81	35	136	274	775	88	1 389

Ingen statistisk läckning av företagsfinansieringen existerar dock i detta avseende, varför tolkningen måste bli ytterst tentativ. Vi noterar även från tabellerna 1: 1A—D att huvuddelen av totala finansieringsefterfrågans variation åren 1950 och 1951 härrörde från branschgruppen »trä-, massa- och pappersindustrin», vilken — som redan nämnts — främst berördes av konjunkturens uppgångsfas.

För att åstadkomma en viss dämpning av den oväntade överkonjunkturen skedde under år 1951 en omläggning av den ekonomiska politiken i restriktiv riktning. Som ett komplement till byggnadsregleringen infördes en investeringsskatt på maskiner och investeringar för att hålla tillbaka en fortsatt, av den våldsamt uppdrivna internationella efterfrågan inspirerad investeringsboom. Bl. a. för att i någon mån förhindra att den internationella prisinflationen skulle slå igenom på den svenska marknaden överenskomms vidare mellan Kungl. Maj:t och skogsindustriernas branschorganisationer om en tillfällig sterilisering av en del av skogsindustriernas intäkter, s. k. konjunkturutjämningsavgifter, under åren 1951 och 1952. Dessa avgifter — vilka beräknades med utgångspunkt från skillnaden mellan ett på visst sätt framkalkylerat »standardpris» och det motsvarande faktiska<sup>1</sup> — medförde sannolikt en lägre industriell sparandenivå dessa år än vad som annars skulle ha varit normalt med tanke på den höga omsättningen.

Ansträngningarna att stoppa den kreditexpansion på den organiserade marknaden som följde med konjunkturuppsvinget begränsades huvudsakligen till försök till frivilliga överenskommelser mellan riksbanken och kreditinstitutet om en allmän återhållsamhet i utlåningen. Efter vad som framgår av diagram 1: 2 synes denna politik ha varit föga

framgångsrik vad affärsbankernas utlåning beträffar. Både totalt och för industrisektorn särskild noteras kraftiga utlåningsökningar i affärsbankssystemet både år 1950 och 1951.

Redan under 1952 inträffade en neddragning av industriföretagens totala finansieringsefterfrågan vilken huvudsakligen kom till uttryck i handelskreditgivningens reducering och en minskad kassahållning. Den ackumulation av lager, i första hand färdigvarulager, som karakteriserar passerandet av en konjunkturtopp synes alltså under 1952 i stort sett ha kunnat klaras via kassaminskningar plus en viss nettoupplåning hos andra företag utanför industrisektorn. Vi noterar återigen att skogsindustrierna (tabell 1: 1C) svarade för huvuddelen av denna variation under 1952. En ytterligare mindre nedgång av totalfinansieringen ägde rum under 1953 till stor del beroende på en kraftig lageravveckling detta år men även på en värdemässigt något minskad investeringsverksamhet.

Den t. o. m. 1953 fortfarande restriktiva konjunkturpolitiken inriktade sig huvudsakligen på att åstadkomma en

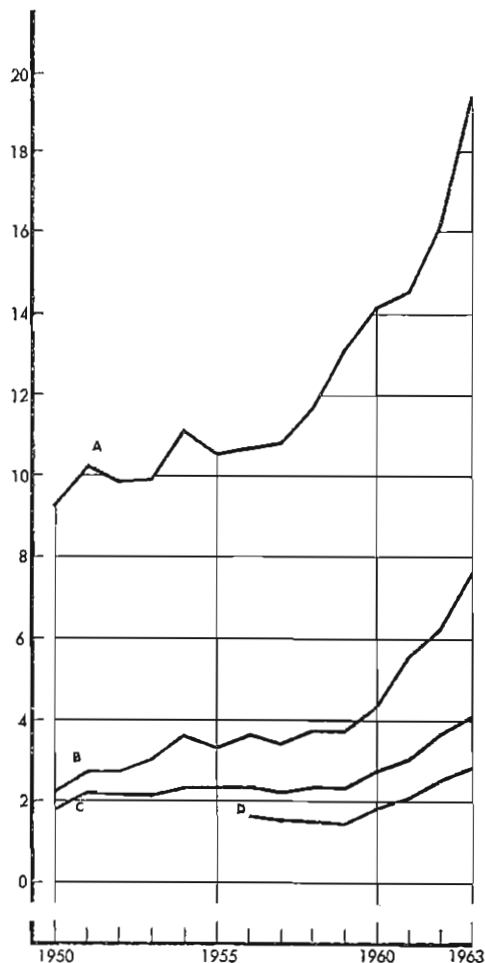
---

nent som genereras av förskjutningar i de enskilda kredittiderna.

De två första komponenterna skulle härvid kunna karakteriseras som genererade av förändringar i ett från utrikeshandeln härrörande transaktionskreditbehov, medan den sista komponenten fångar upp den förändring i handelskrediternas (med utlandet) omloppshastighet, vilken i viss utsträckning kan tänkas bero på förhållandena på den inhemska kreditmarknaden och den förda ekonomiska politiken. Ingen möjlighet att statistiskt särskilja dessa olika komponenter existerar för närvarande. Se HANSEN: Foreign Trade Credits and Exchange Reserves — A contribution to the theory of international capital movements, Amsterdam 1961, speciellt sid. 66—67 samt kap. I och HANSEN — NILSSON: De utländska handelskrediterna, Skandinaviska Bankens Kvartalstidskrift, Nr. 3, juli 1960.

<sup>1</sup> Se exempelvis Riksgäldskontorets Årsbok 1951/52, sid. 18. Dessa avgifter har subtraherats från sparandet i tabellerna 1: 1A—D.

Diagram 1:2. Affärsbankernas utstående krediter 1950—1963



A: Totala stocken utestående krediter ultimo varje år (lån, kredit i räkning samt inrikes växlar).

B: C plus utestående lån till sektorn »byggnads- och anläggningsverksamhet» (i huvudsak byggnadskreditiv).

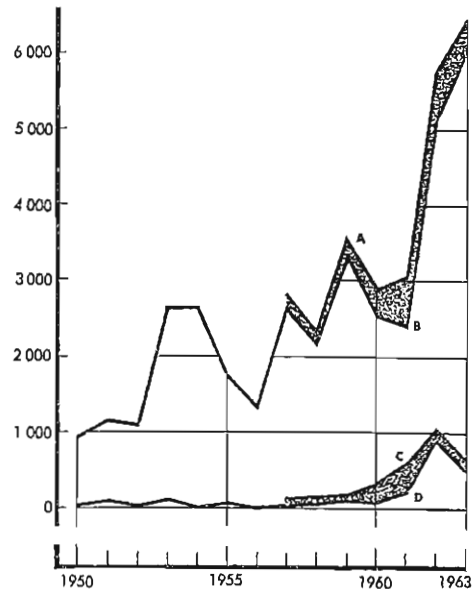
C: Utestående industrikrediter.

D: Utestående industrikrediter, företag med mer än 50 anställda.

Källor: Svenska Bankföreningen samt Bankinspektionen.

dämpning av den privata investeringsverksamheten. Den tidigare skatten på maskininvesteringar ersattes med en s. k. investeringsavgift på 12 procent un-

Diagram 1:3. Industrins kapitalmarknadsfinansiering 1950—1963



A: B plus aktiefinansiering (kontantbetalningar), kreditmarknaden totalt.

B: Obligationer och förlagsbevis (nyemissioner), kreditmarknaden totalt.

C: D plus industrins aktiefinansiering (kontantbetalningar).

D: Industrins nyemissioner av obligationer och förlagsbevis.

Källor: Svensk obligationsbok samt Patent- och registreringsverket.

der åren 1952 och 1953. Konjunkturutmattningen uttogs även år 1952. Med hjälp av dessa och byggnadsregleringen kunde den totala investeringsverksamheten hållas tillbaka. Endast bostadsbyggandet tilläts expandera.

Affärsbanksupplåningen stod dessa år i centrum för de penningpolitiska åtgärderna, som huvudsakligen bestod av »frivilliga» överenskommelser mellan Riksbanken och kreditinstituten.<sup>1</sup> Bl. a. avtalades under 1952 med affärsbanker-

<sup>1</sup> Dessa överläggningar kunde nu — för Riksbankens del — föras mot bakgrunden av den i december 1951 antagna s. k. ränteregleringslagen, vilken vid en eventuell tillämpning utrustade Riksbanken med synnerligen vittgående befogenheter.

na om den s. k. emissionskontrollen på kapitalmarknaden.

Efter vad som framgår av diagram 1: 2 avstannade kreditexpansionen i affärsbankssystemet avmattningsåren 1952 och 1953. Det var dock huvudsakligen andra sektorer än industrin som berördes av denna kreditkontraktion. Kapitalmarknaden (diagram 1: 3) vars omfattning i konjunkturpolitiskt syfte hållits i stort sett oförändrad åren 1951 och 1952 via en reducerad statlig upplåning tilläts expandera kraftigt år 1953. Industrisektorns obetydliga del av denna kreditmarknad påverkades dock endast i begränsad utsträckning.

År 1954 kännetecknades av en markerad industriell produktionsåterhämtning som fortsätter under hela 1955 för att med undantag för en tillfällig efterfrågeavmattning hos bl. a. vissa skogsindustrier — kulminera år 1957. Dessa års konjunkturpolitik kan från och med 1955 karakteriseras som kraftigt restriktiv. Under år 1955 återinfördes 1952—1953 års investeringsavgift. Vidare permanentades och skärptes tidigare provisoriska bestämmelser i den fria avskrivningsrätten,<sup>1</sup> samtidigt som den direkta statliga bolagsskatten höjdes från 40 till 50 procent, finanspolitiska åtgärder, som tillsammans såväl fördröade investeringsverksamheten som minskade företagens möjligheter att sparandevägen finansiera densamma.

I april 1955 höjdes riksbankens diskonto en procentenhet till 3 3/4 procent, en åtgärd, som också kompletterades med »överenskommelser» mellan riksbanken och affärsbankerna om successivt sänkta s. k. utlåningstak. En år 1955 kraftigt reducerad statlig kapitalmarknadsupplåning samverkade med dessa åtgärder till åstadkommandet av en mycket åtstramad kreditmarknad åren 1955 och 1956 (jfr diagram 1: 2 och 1: 3). Mycket tyder också på att

den restriktiva konjunkturpolitiken dessa tre år verksamt bidrog till att dämpa den industriella aktivitetsnivån.

Enligt två specialundersökningar<sup>2</sup> med syfte att bedöma konjunkturpolitikens effekter på företagets investeringsbeteende synes under åren 1955 och 1956 den sammanlagda effekten av räntehöjningen, kreditåtstramningen och investeringsavgiften ha varit en investeringsbegränsning vartdera året uppgående till ca 14 procent av »planerade investeringar». Kreditåtstramningens investeringsreducerande inverkan bedömdes härvid ha nått full effekt (ca 7 procents reducering) först år 1956, alltså med en relativt lång eftersläpning. För investeringsavgiftens del noteras en 6- resp. 5-procentig reduktion respektive år. Det härav minskade finansieringsbehovet från investeringssidan torde dock ha blivit måttligt relativt den totala finansieringens omfattning, vars expansion dessa år främst härrörde från omsättningstillgångarna. En kraftig lagerökning på över en halv miljard kronor vartdera av åren 1955 t. o. m. 1957 tillsammans med en viss ökning av posten »förändringar i övriga finansiella tillgångar» (dvs. i huvudsak utlåningen till andra företag) och en under året 1955 något reducerad och 1956 svagt ökande sparandenivå synes ha nödgat företagen att i ökande omfattning utnyttja externa finansieringskäl-

<sup>1</sup> Se exempelvis SILLÉN-VÄSTHAGEN: Balansvärderingsprinciper, Stockholm, 1962, sid. 77 ff.

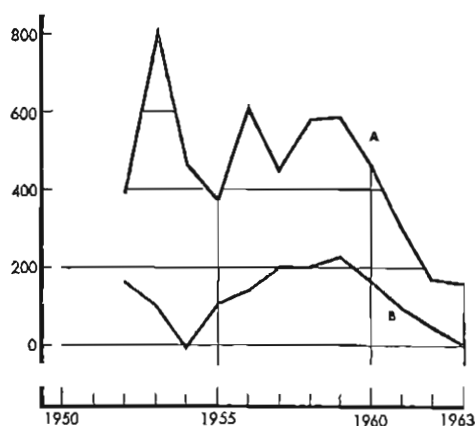
<sup>2</sup> Se ARVIDSSONS undersökning för år 1955, vilken finns redovisad i Ekonomisk Tidskrift 1956: 1 (»En enkät rörande verkningarna av investeringsavgiften, kreditåtstramningen och räntehöjningen på den svenska industrins investeringar 1955») samt WICKMANS avseende åren 1955 och 1956, i en stencil från konjunkturinstitutet (»Kommentarer till vissa resultat av konjunkturinstitutets undersökning av verkningarna av olika ekonomisk-politiska åtgärder 1955—1956»). En sammanfattning av bägge undersökningarnas resultat återfinnes i Konjunkturläget, hösten 1957, sid. 67 ff.

lor samt från tidigare år ackumulerade kassamedel för finansieringen av sin verksamhet.

Obligationsmarknaden var under dessa år i stort sett helt spärrad för industriföretagen och kännetecknades för deras del huvudsakligen av stora amorteringar på gamla industrilån. Netto för industrisektorn som helhet gäller samma förhållande vad beträffar affärsbankssystemet. Den industriella netto-upplåningen i affärsbankerna (som den mätes i tabellerna 1:1A—D) är helt obetydlig åren 1955 och 1956. År 1957 kan t. o. m. en mindre neddragning av den totala stocken utestående industrilån konstateras. Denna minskning är dock helt liten jämfört med den sammankrympning av affärsbankssystemets totala utlåningsstock som åstadkoms dessa år (diagram 1:2). En eventuell minskning av de industrilån, ofta för investeringsändamål, som redovisas sammanklumpade med andra lån under sektorns byggnads- och anläggningsverksamhet i diagram 1:2 (se sid. 205), sammanfaller dessutom med en kraftigt ökande direkt industriell upplåning hos försäkringsbolagen, ett förhållande som tydligt kan konstateras från diagram 1:4 under åren 1955 t. o. m. 1957. Den externa medelsanskaffningen som den redovisas i tabell 1:1A synes därför i huvudsak ha skett via en viss industriell nettoupplåning gentemot andra sektorer än industrin på den »grå marknaden» av inbördes kreditgivning mellan företagen.<sup>1</sup> Vi kan alltså dessa år möjligen tala om den grå kreditmarknaden som en »finansieringsreserv» i detta avseende (se dock nedan sid. 208).

Det faktum att en väsentlig del av totalfinansieringen under åren 1955 t. o. m. 1957 (14, 8 resp. 8 procent) tillgodosågs via kassareduktioner antyder dock att industriföretagen under dessa år till följd av de penningpolitiska åt-

Diagram 1:4. Försäkringsbolagens direkta utlåning 1952—1963



A: Direkt utlåning, totalt.

B: Till industrin.

Källa: Försäkringsinspektionen.

gårderna kan ha utsatts för vissa finansieringssvårigheter. Den omständigheten att statsmakternas penningpolitiska ansträngningar huvudsakligen riktade sig mot affärsbankssystemet och att den utlåning som träffats härav främst synes ha varit andra sektorer än industriföretagens, talar dock för måttliga, och (om så) högst tillfälliga penningpolitiska finansieringsstörningar. Bortsett från åren efter 1960 synes för övrigt den industriella affärsbanksupplåningen, som vi kunnat mäta den i tabellerna 1:1A—D, på årsbasis ha spelat en kvantitativt mycket undanskymd roll i företagets totalfinansiering.

Företagens finansiella beteende belyses ytterligare av vissa resultat från IUI-undersökningen. För det första har såväl den »grå marknads» skuld- som tillgångssida<sup>2</sup> aggrerad över branschgrupper visat sig vara mycket följsam omsättningsutvecklingen över tiden. Residualerna kring de i och för sig myc-

<sup>1</sup> Dvs. skillnaden mellan posterna (9) och (4) i tabell 1:1A.

<sup>2</sup> Kolumnerna (4) resp. (9) i tabellerna 1:1A—D.



ket enkla regressionsanpassningar som gjorts till det statistiska materialet är visserligen mycket stora, men ger vid en genomgång på branchnivå och från år till år inget klart stöd för den i och för sig tänkbara hypotesen att industriföretagen (på årsnivå) skulle söka kompensera sina svårigheter att få låna på den organiserade kreditmarknaden genom att i ökande utsträckning finansiera exempelvis sin investeringsverksamhet genom kortfristig upplåning hos andra företag.<sup>1</sup> Vi kan alltså snarare tala om en »transaktionsförklaring» till stocken utestående handelskrediter.

För det andra har observerats att företagens investeringsplaner nedreviderats de år kassahållningen understiger en viss »önskad» relation till omsättningsnivån, och vice versa. Detta resultat antyder alltså — i motsats till vissa utländska erfarenheter<sup>2</sup> — förekomsten av en likviditetseffekt på industriinvesteringarna. Förutsatt att denna iakttagelse är riktig har vi med andra ord anledning att vänta oss en viss nedrevidering av industrins investeringsplaner på grund av den speciellt år 1957 inom malm-, metall- och verkstadsindustrin något ansträngda likviditetspositionen (se tabell 1: 9 sid. 223).

Vid en i stort sett oförändrad omsättningsnivå ökade industrisparandet under 1958, en ökning som dock till stor del kan återföras på en samtidig ökning av investeringsfondsavsättningarna detta år<sup>3</sup> (tabellerna 2: 1 A—D). Detta ökade sparande täckte i stort sett finansieringsefterfrågan från såväl den ökade investeringsverksamheten som en relativt kraftig kassaökning samt en mindre uppbyggnad av övriga finansiella tillgångar.

Avtrappningen av sparökningen under 1959 i kombination med den fortsatta investeringsexpansionen och den för produktionsåterhämtningen och

omsättningsökningen behövligen fortsatta uppbyggnaden av kassan och övriga finansiella tillgångar tvingade detta år företagen till en påtagligt ökad extern medelsanskaffning. I enlighet med vår tidigare transaktionskredithypotes neutraliserades härvid i stort sett handelskreditgivningen (förändringen i posten »övriga finansiella tillgångar») av en motsvarande skuldsättning (posten »övrig extern upplåning») även om en mindre nettoupplåning av industrisektorn gentemot andra sektorer kan konstateras i tabellerna 1: 1A—D. En sannolikt av konjunkturåterhämtningen betingad lageravveckling (huvudsakligen färdigvarulager) tillsammans med en något ökad direkt upplåning hos försäkringsbolagen bidrog ytterligare till totalfinansieringen detta år.

#### 60-talets första år

Målet för konjunkturpolitiken under uppsvingsåret 1959 synes ha varit att ej alltför tidigt bromsa en önskvärd återhämtning.<sup>4</sup> Först kring årsskiftet 1959/60 genomfördes en skärpning av den förda politiken i restriktiv riktning. Den allmänna varuskatten infördes den 1 januari 1960. I januari uppjusterades också riksbanksdiskontot till 5 procent och i februari höjde riksban-

<sup>1</sup> Observera dock tolkningen omedelbart ovan om en positiv skillnad mellan posten »övrig extern upplåning» och posten »förändringen i övriga finansiella tillgångar» i tabell 1: 1A åren 1955, 1956 och 1957 en omständighet, som just dessa år talar för nämnda förmodan om den grå marknadens »buffertfunktion».

<sup>2</sup> Jfr exempelvis MEYER - GLAUBER: *Investment Decisions, Economic Forecasting and Public Policy*, Boston 1964, sid. 91 ff. samt även sid. 124 ff.

<sup>3</sup> Dessa avsättningar har nämligen i sin helhet inkluderats i sparandet. Jfr. tab. 1: 6, där en tydligt avvikande utveckling mellan bruttovinster och bruttosparande kan urskiljas detta år.

<sup>4</sup> Se exempelvis Riksbankens Årsbok 1959, sid. 12.

ken de till affärsbankerna riktade rekommendationerna om lägsta likviditetskvoter till över 40 procent. En kraftig åderlätning av affärsbankssystemets likvida tillgångar under framför allt år 1960 (kvotens täljare) medförde att de faktiska likviditetskvoterna under resten av 1960 och större delen av 1961 kom att ligga strax under de rekommenderade.<sup>1</sup>

Dessa åtgärder kompletterades med ekonomisk-politiska arrangemang som mera direkt riktade sig mot industriföretagen. Genom speciell lagstiftning prövades bl. a. investeringsfondssystemet som en likviditetsindragande konjunkturregulator 1960 och 1961. Via speciella skatteförmåner stimulerades företagen både 1960 och 1961 att tillfälligt hålla 100 procent i stället för obligatoriska 46 procent av gjorda fondavsättningar spärrade på riksbankskonton. Förmånerna i form av inkomstavdrag vid påföljande års taxering var avpassade så att en maximal likviditetsindragande effekt skulle uppnås tidigt under hösten 1960 och 1961. Återbetalningar av gjorda överinsättningar skulle ske ultimo 1961 resp. 1962. Dessa förmåner som för industriföretagens del innebar en förräntning av tillfälliga överskottskassor långt över vad som normalt och till samma besvär kunde åstadkommas på annat sätt, tillvaratogs i betydande utsträckning av företagen. Under 1960 insattes drygt 900 miljoner kronor på spärrade fondkonton (tabell 1: 2), varav närmare 600 miljoner under juli månad. Insättningarna under år 1961 var dock något lägre och neutraliserades vid årsaggregering i stort sett av de vid årsslutet följande återbetalningarna av 1960 års överinsättningar. Huvuddelen av dessa omfattande fondavsättningar torde ha åstadkommit via överföringar från företagarräkningar i affärsbankerna till de spärrade riksbankskontona,

Tabell 1: 2. *Avsättningar till (A) resp. uttag från (U) spärrade investeringsfondskonton i Riksbanken per kvartal (exkl. skogsfonder)*

Miljoner kronor

	A	U	A - U
1960			
1 kv. ....	99	24	75
2 kv. ....	65	25	40
3 kv. ....	575	31	544
4 kv. ....	215	14	201
1961			
1 kv. ....	70	14	56
2 kv. ....	255	13	242
3 kv. ....	69	4	65
4 kv. ....	27	306	- 279
1962			
1 kv. ....	52	4	49
2 kv. ....	26	5	22
3 kv. ....	1	98	- 97
4 kv. ....	42	346	- 304
1963			
1 kv. ....	96	68	28
2 kv. ....	64	86	- 22
3 kv. ....	0	50	- 50
4 kv. ....	47	29	18

Källa: Sveriges Riksbank.

med en betydande åtstramning av banklikviditeten som följd.

Förutom pressen på affärsbankernas utlåningspotential torde denna speciella investeringsfondsansvändning ha inneburit en verksam dränering av företagens likviditet (se avsnittet 1: 4) samt även minskade möjligheter till kreditgivning mellan företagen på den »grå kreditmarknaden», som existerar utanför de ordinarie kreditinstituten. På grund av årsperiodiseringen av data kan resultaten av denna dränering endast skönjas i tabellerna 1: 1A—D för år 1960. I dessa tabeller har de spärrade riksbanksavsättningarna registrerats under posten »förändring i övriga finansiella tillgångar» (kol. 4). Det faktum att denna post under år 1960 avsevärt överstiger motsvarande upplåningspost »övrig extern upplåning» (kol. 9)

<sup>1</sup> Se exempelvis Konjunkturläget, april 1962, statistikbilagan, sid. 45°.

kan till stor del förklaras av gjorda investeringsfundsavsättningar, samtidigt som överföringarna delvis motsvaras av en neddragning i kassahållningen (kol. 3).

Den fortsatta investeringsexpansionen i kombination med en kraftig ökning av omsättningstillgångarna lager och handelskreditgivning av olika slag samt en stagnerande sparandenivå synes under åren 1960 och 1961 ha tvingat företagen att återigen i ökad utsträckning söka externa finansieringskällor för sin medelsanskaffning. Obligations- och förlagslåne-marknaderna var dessa år liksom tidigare spärrade för industriföretagen. Den av högt uppdrivna kursnivåer karakteriserade aktiemarknaden synes dock ha erbjudit ett alternativ i detta avseende. Den i december 1960 antagna s. k. Annelagen — vilken bl. a. ger företagen en viss rätt att vid inkomsttaxeringen åtnjuta avdrag för utdelningar på nyemissioner — bör åtminstone från 1961 ha stimulerat till en ökad aktiefinansiering.<sup>1</sup> Det är speciellt »malm-, metall- och verkstadsgruppen» som klarat en betydande del av sin finansiering via aktiemarknaden åren 1960 och 1961 (tabell 1: 1B).

Under 1961 noterades en viss avsakning i affärsbankernas totala utlåningsexpansion, en avsakning som dock ej återfinnes hos industriupplåningen (diagram 1: 2). Åren 1960 och 1961 markeras tvärtom av en kraftig höjning av den industriella netto-upplåningen hos affärsbankerna trots den restriktiva penningpolitiken och jämfört med observationsperiodens tidigare år. Diagram 1: 2 ger oss ej heller anledning förmoda att den industriella upplåning som döljes under sektorn byggnads- och anläggningsverksamhet (se sid. 198) skall ha avsevärt påverkats av den förda penningpolitiken. För försäkringsbolagens del kan däremot en

minskning av den direkta industriella netto-upplåningen noteras både åren 1960 och 1961<sup>2</sup> (diagram 1: 4).

Sammanfattningsvis kan noteras att penningpolitiken under dessa högkonjunkturår kom att spela en mer aktiv och dominerande roll än som tidigare varit fallet, exempelvis under åren 1955—57. De restriktiva åtgärderna 1960—61 riktades denna gång både mot kreditinstituten och den utanför dessas ram existerande »grå marknad» av inbördes kreditgivning mellan företagen. Tydliga förskjutningar av industrifinansieringen mot kortare och dyrbarare upplåning utanför den organiserade kreditmarknaden kan skönjas i tabellerna 1: 1A—D.

Det är dock mycket vanskligt att avgöra huruvida denna förändrade finansieringsbild är ett resultat av det penningpolitiska trycket eller blott och bart återspeglar ett för den av konjunkturuppsvinget kraftigt uppdrivna totalfinansieringen typiskt finansieringsmönster. Högkonjunkturåren 1950 och 1951, som kännetecknades av en svag konjunkturpolitisk aktivitet uppvisar faktiskt ett likartat mönster. Vidare antyder de ovan redovisade resultaten från IUI-undersökningen att den till synes »kopplade» kreditgivning respektive kredittagning som i tabellerna 1: 1A—D representeras av posterna *förändring* i »övriga finansiella tillgångar» resp. »övrigt extern upplåning» huvudsakligen kan förklaras som ett med förändringarna i omsättningsnivån (dvs. med »konjunkturen») förknippat transaktionskreditbehov samt vad posten »övriga finansiella tillgångar» beträffar av företagens möjligheter att låna hos affärsbankerna (se också sid. 208). På årsbasis har inget klart stöd erhållits för

<sup>1</sup> Se Svensk Författningssamling den 9 dec. 1960, nr. 658.

<sup>2</sup> Minskningen 1961 har dock sin speciella förklaring, se sid. 222.

hypotesen att denna typ av kortfristig upplåning i någon större utsträckning skulle representera en »finansieringsreserv» i tider av en åtstramad organiserad kreditmarknad.

Någon klar bild av penningpolitikens effekter på finansieringsmönstret under åren 1960 och 1961 ger vårt statistiska material därför inte. Den ökande förskjutningsposten i Sveriges betalningsbalans dessa år antyder dock en ökad företagarupplåning i utlandet.<sup>1</sup> Detta i kombination med det faktum att företagen i ökad omfattning utnyttjat aktiemarknaden som finansieringskälla, antyder dock att vissa finansieringssvårigheter kan ha förekommit samt att dessa endast med ett visst besvär och till ökade kostnader kunnat »kompenseras» genom en tillfällig omläggning av finansieringsformerna.

Vissa tecken på att investeringsinskränkningar inträffat sannolikt p. g. a. dessa finansieringsstörningar kan också noteras från IUI-studien, i form av på visst sätt definierade nedrevideringar i investeringsplaneringen. Vidare har som redan nämnts (sid. 208) iakttagits att förekomsten av »över»- resp. »underskottskassor» i förhållande till en postulerad trendmässig utveckling av industrins kassahållning vissa år tenderar att sammanfalla med upp- resp. nedrevideringar i investeringsplaneringen. Eftersom den penningpolitiska insatsen åren 1960 och 1961 i större utsträckning än som tidigare varit fallet riktade sig direkt mot industriföretagens likviditet (investeringsfonderna) talar dessa iakttagelser för att den förda politiken haft vissa dämpande effekter på industriföretagens investeringsbeträffande åren 1960 och 1961.

Tidigt under 1962 började symptom på ett nytt omslag i konjunkturbilden att visa sig. Det var också under detta år, som toppen bröts på de tidigare

årens väldiga investeringsexpansion. Av denna anledning är det ganska naturligt att den privata investeringsverksamheten även dessa år kom att stå i centrum för de konjunkturstabiliserande myndigheternas intresse.

Redan mot slutet av 1961 lättade riksbanken på sina likviditetsrestriktioner för att underlätta en utlåningsökning i affärsbankssystemet. Med början under 1962 nedjusterades diskontot etappvis från 5 till 3 1/2 procent under första halvåret 1963. Den under tidigare år mycket hårt hållna kapitalmarknaden lättades nu plötslig för industriföretagen och en omfattande industriell upplåning mot obligationer och förlagsbevis blev följden. År 1962 synes närmare 20 procent av industrins totalfinansieringsbehov ha tillgodosetts på detta sätt dvs. ett markant omslag i dess finansieringsbild kan noteras.

En kraftigt verkande motkonjunkturall åtgärd utgjorde det stegvisa frisläppandet av investeringsfonderna, först i maj 1962 för byggnadsinvesteringar, sedan, i slutet av november, för avskrivning mot maskin- och inventarieinvesteringar. Föreskrifterna var tidsmässigt sett mycket restriktiva, syftande till en kraftig effekt på investeringsverksamheten under en kort period i konjunktturnedgångens förväntade bottenfas under vinterhalvåret 1962/63. I en undersökning av detta speciella fondfrisläpp, som utförts inom konjunkturinstitutet, har uppmätts ett förvånansvärt kraftigt och tidsmässigt »välplacerat nettotillskott» till den industriella byggnadsverksamheten under ifrågakvarande frisläppningsperiod. Ett liknande men till

<sup>1</sup> I en undersökning täckande åren 1957 och 1958 som utförts inom konjunkturinstitutet, NILSSON: De Utländska Handelskrediterna, 1960 (stencil), påvisas en viss omläggning från kredittagning i utlandet 1957 till kreditgivning lågkonjunkturåret 1958. Denna omläggning motsvaras dock inte av en minskning av förskjutningspostens storlek 1958.

sin storlek mer obestämt resultat noteras för maskinfrisläppet.<sup>1</sup> Ytterligare en stimulerande effekt erhöles från investeringsfondssystemet under denna konjunktur nedgång, i så måtto att överinsättningarna till spärrade investeringsfondskonton från föregående högkonjunkturår återbetalades till företagen under december månad åren 1961 resp. 1962. Det rörde sig i bägge fallen om avsevärda belopp (ca 300 miljoner kronor).

IUI-utredningen antyder vidare att de omfattande industriella nyemissionerna på obligationer och förlagsbevis dessa år besitter ett påtagligt förklaringsvärde för de samtidigt inträffade kraftiga upprevideringarna av de rapporterade investeringsplanerna. Detta gäller speciellt maskininvesteringarna. Institutionella omständigheter gör dock motsvarande tolkning av byggnadsinvesteringarna mycket komplicerad och osäker.

Finansieringsutvecklingen för industrin präglas av alla dessa åtgärder. För industrin totalt sett steg investeringsverksamheten värdemässigt under 1962 och 1963 (tabellerna 1:1A—D). Härtill kom en med tanke på konjunkturavmattningen sannolikt icke planerad uppbyggnad av färdigvarulagren, samt en påfyllning av likviditeten efter den tidigare periodens åderlätning. Ett första året något sänkt och under 1963 ökningsmässigt eftersläpande bruttosparande täckte ej detta sammanlagda finansieringsbehov. Som redan tidigare nämnts klarades dock den resterande finansieringen väl via den kraftigt expanderande industriella upplåningen mot obligationer och förlagsbevis samt en nettoökning av upplåningen i affärsbankerna.

Från och med 1962 är det tack vare statistiska centralbyråns statistik över företagens finansiella tillgångar och skulder möjligt att uppdelat posten »för-

Tabell 1:3. Förändring i posten övriga finansiella tillgångar i tabell 1:1a uppdelad

Milljoner kronor

	1962	1963
Förändring i innehavet av		
(1) aktier och andelar.....	240	280
(2) obligationer, förlagsbevis och skattkamarväxlar	-240	-100
(3) spärrade IF-konton <sup>1</sup> .....	-270	-40
(4) koncernfordringar.....	190	410
(5) kundfordringar samt förskott till leverantörer	300	420
(6) övrigt <sup>2</sup> .....	130	230
Summa	350	1 200

<sup>1</sup> För att uppnå överensstämmelse med tabell 1:1A har statistiska centralbyråns enkätuppgifter över dragningarna på IF-konton behållits. Riksbankens motsvarande uppgifter (de som utnyttjas i 1:2) uppgår till -330 och -30 milj. kr. resp.

<sup>2</sup> Omfattar bl. a. ej diskonterade växlar.

Källa: Statistiska centralbyråns undersökningar över företagens finansiella tillgångar och skulder.

ändringen i övriga finansiella tillgångar» på delkomponenter. Detta har utförts i tabell 1:3. Lågkonjunkturåret 1962's låga värde förklaras dels av en avveckling av företagens innehav av obligationer och förlagsbevis, dels av dragningarna på de spärrade investeringsfondskontona. Dessa negativa poster minskar under 1963, samtidigt som den begynnande konjunkturåterhämtningen ökar både posten koncernfordringar och den kreditgivning som är förenad med själva varuomsättningen med en kraftig höjning av totalen som följd. Det är något förvirrande att båda åren registrera en avveckling av värdepappersinnehavet (bortsett från aktier och andelar). Det är just detta innehav som kan förväntas representera en sekundär lättillgänglig likviditetsreserv. Möjligen har företagen betraktat det som angeläget att efter 1960 och 1961

<sup>1</sup> Se ELIASSON, Investment Funds in Operation, Stockholm 1965, speciellt sidorna 30 ff och 68 ff.

Tabell 1:4. Extern finansiering fördelad på finansobjekt (förändringsvärden)

Miljoner kronor

	1961	1962	1963
(1) Obligationer (nyemissioner)...	230	800	390
(2) Förlagsbevis (nyemissioner)...	—	100	120
(3) Aktiefinansiering	380	150	130
(4) Lån i affärsbankerna.....	280	490	280
(5) Lån hos försäkringsbolag.....	100	50	10
(6) Leverantörsskulder och erhållna förskott.....	560	200	340
(7) Koncernskulder..		190	260
Summa	1 550	1 980	1 530

Källor: (1), (2) och (4) från Bankföreningens statistik, (3) från Kungl. Patent- och Registreringsverkets statistik, (5) från Försäkringsinspektionen, (6) och (7) har vad åren 1962 och 1963 beträffar hämtats direkt från Statistiska centralbyråns undersökningar över företagens finansiella tillgångar och skulder. Observera härvid att summan av dessa poster ej överensstämmer med motsvarande storheter i tabell I: 1A, samt vad som härom säges i noten på denna sida.

års likviditetsåderlätning återställa kassahållningen till en mot omsättningen och det förväntade reservbehovet svarande lämplig nivå, varför en omplacering av finansiella tillgångar i mer likvid form ägt rum.

Tabell 1:4 ger en bild av industri-sektorns skuldsida. Den kortfristiga »grå» skuldsättningens sammankrympning relativt totala upplåningen under 1962 kan klart urskiljas. Den motsatta tendensen under 1963 med en expanderande grå upplåning, kan möjligen ses som en reflex av konjunkturåterhämtningen under detta år.<sup>1</sup>

### 1.2. Självfinansieringen

Inom investeringsteorin brukar särskild uppmärksamhet riktas mot företagets

löpande interna generation av finansieringsmedel, sparandet, och dettas samband med huvudsakligen investeringsutvecklingen. Ett argument härför är att företagarna i sin intuitiva eller (i vissa fall) explicita investeringsplanering förväntas betrakta sparandet som »billigt» kapital. Övergången till extern finansiering brukar därvid tänkas som ett kraftigt brott i en för det individuella företaget konstruerad marginalkostnadskurva för kapitalanskaffningen. Orsaken till detta brott är att företagarna skulle ha en tendens att vid sin finansieringsplanering lägga ett väl tilltaget »riskpremium» på de åtagna framtida betalningsförpliktelser, som följer med en extern medelsanskaffning, medan internt genererade medel åtminstone på kort sikt endast svårigen kan placeras mer räntabelt utanför det egna företaget, och därför får en relativt låg alternativvärdering. En »aversion» skulle föreligga mot att för investeringsfinansiering utnyttja det ur risksynpunkt som dyrbart betraktade externa kapitalet. En något förenklad bild av det enskilda företagens investeringsbeteende skulle då vara en värdemässig investeringsverksamhet som från period till period anpassar sig till exempelvis det löpande och av omsättningsut-

<sup>1</sup> Det observeras att totalsummorna i tabell 1:4 ej stämmer överens med motsvarande summor i tabell 1:1A. Orsaken härtill är sannolikt att den skattningsmetod som där använts (se tabellen för referenser) för att beräkna summaposten »övrig extern upplåning» plus »lån från affärsbankerna» för varje branschgrupp i tabellerna 1:1A—D åtminstone för året 1962 resulterat i en kraftig underskattning. Vid subtraktionen av affärsbanksupplåningen (netto) (Bankföreningens statistik) återstår 1962 en övrigpost på endast 22 miljoner kronor i tabellerna 1:1A—D. Motsvarande estimat (okorrigerade) från statistiska centralbyråns enkätdata är 390 miljoner kronor (200 plus 190 miljoner kronor i tabell 1:4).

vecklingen beroende sparandet.<sup>1</sup> Det är principiella tankegångar av denna typ som förklarar intresset för beräkningarna av s. k. självfinansieringskvoter dvs. kvoten mellan industrisparandet och investeringsnivån.<sup>2</sup>

Ett annat argument som framförts är att en benägenhet att ej låta internt genererade vinstmedel kanaliseras till sin mest röntabla användning över en fungerande kreditmarknad skulle innebära en samhällsekonomiskt inoptimal fördelning av investeringsverksamheten och produktionsresurserna mellan företagen och mellan de olika ekonomiska sektorerna.<sup>3</sup> En hög självfinansieringsgrad hos det individuella företaget skulle alltså kunna tolkas som ett symptom på en dylik snedvridning i allokeringprocessen. En effektivisering av kreditmarknadens funktionssätt och skattepolitiska åtgärder ägnade att stimulera företagen och kanalisera sina finansiella resurser via prisbildningen på kreditmarknaden till användningar även utanför det egna företaget är botemedel som rekommenderats.

De *aggregerade* företagsdata vi har till vårt förfogande är dock ej tillräckliga för annat än en mycket ofullständig belysning av de med industrisektorns kapitalförsörjning sammanhängande allokeringsproblemen. Genom att studera de traditionella sparandeinvesteringsskvoternas utveckling över tiden har vi dock vissa möjligheter att säga något om *hur* industrisektorns investeringsfinansiering har ordnats ex post, samt diskutera vilka tänkbara företagarbeteenden det sålunda iakttagna finansieringsmönstret är förenligt med.

Diagram 1:5 visar (A) den enkla självfinansieringskvoten (BS/I) framräknad på grundval av en långt gående disaggregering av vinststatistikens material. De framräknade måtten överens-

stämmer i huvudsak med motsvarande beräkningar gjorda inom konjunkturinstitutet (E) och Industriens Utredningsinstitut (B) — även dessa från vinststatistikens material men med något olika beräkningsmetoder och definitioner (se kommentarer till diagram 1:5). Med undantag av år 1959<sup>4</sup> torde registrerade avvikelser utan vidare kunna hänföras till beräkningsmässiga definitionsskillnader.

Ett visst konjunkturmönster kan observeras. Ett typiskt karaktistikum för högkonjunktorens expansions- och kumulationsfas synes vara en neddragning

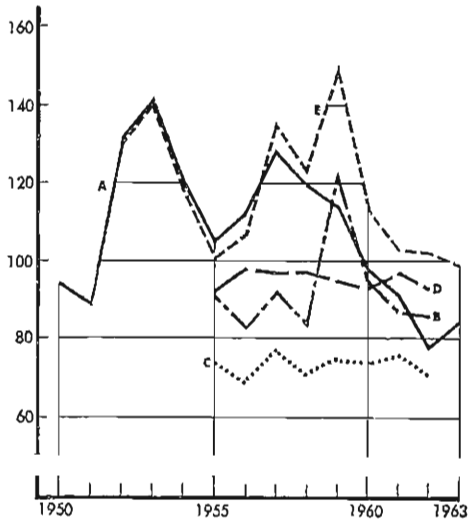
<sup>1</sup> För en precis och mer nyanserad formulering av dessa tankegångar hänvisas till DUESENBERY: *Business Cycles and Economic Growth*, New York, 1958. Teorin som sådan har vunnit ett visst empiriskt stöd. Se härvid bl. a. MEYER - KUB: *The Investment Decision*, Harvard University Press, 1957 och ANDERSSON: *Corporate Finance & Fixed Investment*, Harvard University, 1964. Det faktum att sparandeutvecklingen normalt samvarierar med omsättnings- och produktionsförloppet gör det dock statistiskt synnerligen besvärligt att skilja sparandebeteendet från den av produktionsutvecklingen motiverade kapacitetsutbyggnaden.

<sup>2</sup> För svenska studier i detta avseende hänvisas till de beräkningar — om än något grova — som löpande utföres inom konjunkturinstitutet på vinststatistikens material. Se exempelvis Konjunkturläget, oktober 1964, sid. 46. För större specialbearbetningar hänvisas till DAHMÉN: *Industrins finansiering under 1950-talet*, ur *Industriproblem 1960*, Industriens Utredningsinstitut, Sthlm 1960, LINDBERGER: *Investeringsverksamhet och Sparande — Balansproblem på lång och kort sikt*, Sthlm 1956 (SOU 1956: 10), LUNDBERG—JÄRV: *Vinster och Investeringar inom den Svenska Industrin*, Skandinaviska Bankens Kvartalstidskrift, 1964: 1 samt LÖWENTHAL: *Industrins finansiering 1955—1962*, Stockholm 1966.

<sup>3</sup> Se på denna punkt diskussionen i LUNDBERG: *Produktivitet och Röntabilitet*, Stockholm 1961, kapitel 10, jfr. också DEAN: *Managerial economics*, Englewood-Cliffs 1951, p. 36.

<sup>4</sup> År 1959 avviker vår självfinansieringskvot märkbart från de övriga beräkningarna. Orsaken härtill ligger i en enligt vår kalkyl högre beräknad investeringsverksamhet främst i den stora »malm-, metall- och verkstadsgruppen» och bland stora företag.

Diagram 1:5. Självfinansieringsgraden inom industrin 1950—1963



Självfinansieringsgraden definieras som bruttosparandet dividerat med anskaffningen av materiella anläggningstillgångar (dvs. investeringarna *exkl.* lagerinvesteringar).

A: Beräkning på denna undersöknings material (vinststatistiken).

B: Löwenthals motsvarande beräkning för ett urval företag ur vinststatistiken. I bruttosparandet ingår denna gång ej avsättningar till pensions- och personalstiftelser samt endast halva investeringsfondavsättningen (jfr. vår def. på s. 197), därav nivåförskjutningen mellan A och B vissa år.

C: Samma som B, förutom att det sparande, som överstiger investeringarna hos enskilda företag (överskottssparandet) bortrensats ur täljaren varje år.

D: »Internsparandet», samma som C förutom att individuella företags minskningar av omsättningstillgångarna adderats till täljaren. E: Konjunkturinstitutets aggregerade beräkning enligt i princip samma definition som under A.

Källa: Vinststatistiken.

av kvoten. Den expanderande (värdemässiga) investeringsnivån ökar då normalt fortare än sparande och omsättning (exempelvis åren 1951, 1955 och 1960). Investeringsboomen tenderar därefter ofta att kulminera vid en stagnerande sparandenivå och ökande finansiella påfrestningar för företagen

mot konjunkturuppsvingets topp. Mer generellt synes huvuddelen av självfinansieringskvoten (BS/I) variationer vara att hänföra till fluktuationer i kvotens nämnare medan sparandet uppvisar en mer stabil trendmässig ökning. Kvotens maximum synes därför ha en viss tendens att inträffa i konjunkturbedgången samt återhämtningens inledningsskede, innan investeringsexpansionen hunnit komma igång. Detta mönster kan urskiljas på branschnivå och har även kunnat studeras i utländska undersökningar.<sup>1</sup>

En fråga av principiellt intresse gäller självfinansieringens andel av investeringarna på lång sikt. Det har hävdats<sup>2</sup> att i en kraftigt expanderande ekonomi med gott om lönsamma investeringstillfällen och optimistiskt inställda framtidsförväntningar bör företagens aversion mot en ökad extern expansionsfinansiering minska. Förutsatt att möjligheterna till extern finansiering existerar och utnyttjas bör då rent definitionsmässigt självfinansieringsandelen av investeringarna sjunka.

Man kan på denna punkt registrera en trendmässig neddragning av den beräknade självfinansieringskvoten över perioden 1952 t. o. m. 1963. Denna sänkning som huvudsakligen inträffar åren 1957 och framåt förklaras — som nämnts — till största delen av den kraftigt expanderande investeringsverksamheten som sparande- och omsättnings-

<sup>1</sup> Se exempelvis KUH—MEYER: Investment, Liquidity and Monetary Policy, Research study three in Impacts of Monetary policy prepared for the Commission on Money and Credit (CMC) Englewood Cliffs, 1963. Delvis samma erfarenheter kan även redovisas från Danmark. Se GELTING: Hovedpunkter i diskussionsindledning d. 25 august på Nordiskt Nationaløkonomisk Møde, Helsinki 1966 (stencilerad).

<sup>2</sup> Se bl. a. GELTING op.cit. samt jfr. även LUNDBERGS diskussion: Produktivitet och Råntabilitet, Stockholm 1961, kap. 10.



utvecklingen ej förmått hålla jämna steg med. Om däremot observationsperioden utsträcker bakåt t. o. m. 1950 (se diagrammet), så blir det återigen svårt att tala om någon långsiktig sänkning av självfinansieringskvoten.

En intressant iakttagelse kan vidare göras från Löwenthals nyligen avslutade studie.<sup>1</sup> Sedan de goda årens överskottssparande för individuella företag bortrensats från sparandeaggregatet erhålles en förvånansvärt stabil »självfinansieringskvot» (C i diagram 1:5) för denna undersöknings åtta observationsår. Denna observation är förenlig med den framförda hypotesen att företag med »otillräckliga» egna sparmedel tenderar att hejdas i sin investeringsverksamhet de år det löpande årliga sparandet ej »räcker till» medan däremot ett överskottssparande till synes ej i nämnvärd utsträckning stimulerar till ökade investeringar under det löpande året. En »finansiell» restriktion på investeringsverksamheten skulle med andra ord existera.

Om i självfinansieringsbegreppet även inberäknas varje enskilt företags minskning av sina omsättningstillgångar<sup>2</sup> ligger kvoten på en betydligt högre nivå över hela 8-årsperioden och överstiger i medeltal något 95 procent (D i diagram 1:5) för hela industrisektorn.

Dessa iakttagelser ger en viss antydning om att den långsiktiga fördelningen av industrins sparmedel i stor utsträckning är en *intertemporal* fördelning inom det enskilda företaget varvid investeringsverksamheten på lång sikt tenderar att anpassas till dess interna resurser. Vi skulle med andra ord kunna tala om intern-finansieringen som ett »bivillkor» i industriföretagets investeringsfinansiering och expansion.

Även om ovanstående tolkning synes förenlig med det statistiska materialets utsago kan dock många invändningar

eller alternativa och fullt lika rimliga tolkningar presenteras. Exempelvis kan vi fråga oss om det föreligger någon anledning att sammankoppla den finansieringsanvändning som investeringsverksamheten utgör med just sparandet som finansieringskälla. Redan i detta styckes inledning angavs vissa skäl härför i termer av företagarens subjektiva riskvärderingar. Ur riskbedömningssynpunkt synes det nämligen mycket rimligt att vänta sig att företagen gärna ser den ur avkastningssynpunkt i tiden mycket långt utsträckt verksamhet som investeringarna ofta representerar »matchad» med en på motsvarande sätt i tiden utsträckt fördelning av de med finansieringen följande betalningsförpliktelserna. Företagen skulle alltså enligt detta betraktelsesätt vid sin aktivitetsplanering på användningssidan fästa ett visst avseende vid den motsvarande strukturen på finansieringssidan<sup>3</sup> (se tabell 1: 1A—D). Det egna sparandet, utnyttjandet av ackumulerade finansiella tillgångar samt aktiefinansiering skulle härvid representera det bästa alternativet ur riskvärderingssynpunkt. Det ligger då mycket nära till hands att fråga sig om inte den långfristiga kapitalmarknadsupplåningen mot obligationer och förlagsbevis skulle erbjuda ett närliggande substitut ur finansieringssynpunkt på grund av de långfristiga amorteringsvillkoren. Det empiriska materialet synes för övrigt stöda denna tolkning i så motto att industriföretagens insläpp på obligationsmarknaden åren

<sup>1</sup> Se LÖWENTHAL: Industrins Finansiering 1955—1962, Uppsala 1966.

<sup>2</sup> Löwenthal kallar detta »interfinansiering» i motsats till vårt tidigare begrepp »sparandefinansiering» (op. cit. sid. 30 f.).

<sup>3</sup> Ett visst empiriskt stöd för dessa med den tidigare nämnda Duesenberry'ska teorin (footnot sid. 214) närbesläktade tankegångar kan refereras. Jfr. exempelvis ANDERSSON: Corporate Finance & Fixed Investment, Harvard University, 1964 samt DONALDSSON: Corporate Debt Capacity, Boston 1961.

1961 t. o. m. 1963 i viss utsträckning »kompenserade» det i förhållande till investeringsexpansionen »otillräckliga» sparandet, — jämför de sänkta självfinansieringskvoterna i diagram 1:5 åren 1960 och framöver. Kvoten mellan sparande plus långt kapital och investeringarna minskade däremot ej lika kraftigt som den rena sparande-investeringskvoten (tabell 1:5).<sup>1</sup> Iakttagelsen kan betraktas som trivial i ett ex post sammanhang. Den ur långsiktsperspektivet intressanta frågan är emellertid huruvida den investeringsboom, som startade omkring år 1958 skulle ha kommit till stånd i det fall företagen icke beretts tillfälle till långfristig finansiering via kapitalmarknaden. Ett visst stöd för att så ej skulle ha skett kan i själva verket noteras från IUI-undersökningen. Just under åren 1961—1963 kan nämligen kraftiga upprevideringar observeras i industriföretagens investeringsplaner hos speciellt de branschgrupper som i stor utsträckning lånade långfristigt på kapitalmarknaden.<sup>2</sup>

Ett företag måste förutom de fasta investeringarna även finansiera en omfattande uppbyggnad av sina omsättningstillgångar, lager, kassa, handelskrediter m. m. Självfinansieringskvoten sänkes självfallet något om *totala* kapitalanvändningen<sup>3</sup> införes i kvotens nämnare. Enligt tabell 1:5 har (i aggregerade termer) en total självfinansiering ej uppnåtts något år under observationsperioden. Det typiska konjunkturfinaansiella mönstret hos den enkla självfinansieringskvoten  $\frac{BS}{I}$  upprepas emellertid även här.

Den ovan påpekade kraftiga pressen på företagens finansiering mot högkonjunkturons topp, och det samtidiga beroendet av extern medelsanskaffning blir i detta totalfinansieringssammanhang återigen accentuerad. Det är alltså

Tabell 1:5. Bruttosparande (BS) samt bruttosparande inkl. kapitalmarknadsupplåning<sup>1</sup> (BS + K) i procent av totala kapitalanvändningen<sup>2</sup> (FT) och av investeringsvärdet (I)

	$\frac{BS}{FT}$	$\frac{BS + K}{FT}$	$\frac{BS}{I}$	$\frac{BS + K}{I}$
1950....	61	—	94	—
1951....	43	—	89	—
1952....	79	87	131	144
1953....	87	92	141	149
1954....	95	102	120	128
1955....	59	65	105	117
1956....	67	75	112	126
1957....	80	88	128	140
1958....	75	82	120	132
1959....	58	64	114	126
1960....	45	52	98	113
1961....	55	66	91	110
1962....	54	74	78	108
1963....	61	72	85	100

<sup>1</sup> Med kapitalmarknadsupplåning menas upplåningen mot obligationer och förlagsbevis (netto), aktiefinansieringen (kontantbetalningar) samt upplåningen hos försäkringsbolag (netto).

<sup>2</sup> Totala kapitalanvändningen är korrigerad för minskningar i vissa av omsättningstillgångarnas komponenter, på så sätt att endast de *positiva* posterna (1)—(4) i tabell 1:1A adderats.

i denna konjunkturfas av pressad likviditet och med begränsade möjligheter att via tillfälliga omläggningar i finansieringssättet klara sig utan aktivitetsinskränkningar som företagen torde vara

<sup>1</sup> Löwenthals »uppräknade industrigrupp» är ej fullt representativ i detta avseende, i så måtto att han i sitt urval ej fått med ett representativt antal av de företag som deltog i 1962 års upplåningsexpansion på kapitalmarknaden. Denna omständighet kan möjligen förklara den måttliga sänkningen av hans självfinansieringskvoter under 1962 i diagram 1:5.

<sup>2</sup> Observeras hör att det faktum att investeringsfonderna frisläpptes åren 1962 och 1963 beaktats i denna tolkning. Se närmare IUI-studien.

<sup>3</sup> I tabell 1:5 korrigerad för minskningen i omsättningstillgångarna på så sätt att endast positiva poster till höger i tabell 1:1A adderats.

mest känsliga för statsmakternas penningpolitiska åtgärder.<sup>1</sup>

Ett närmare studium av tabellerna 1:1A-D visar dock att huvuddelen av den vissa år kraftigt ökande posten »övriga finansiella tillgångar» (exempelvis åren 1951, 1955 och 1960) som ingår i totala kapitalanvändningen (FT) »matchats av» en parallell ökning i posten »övrig extern upplåning». Detta förhållande pekar trots sparandets sjunkande andel av *totala* kapitalanvändningen på ett minskat relativt utnyttjande av den *organiserade* kreditmarknadens resurser för finansieringen av den kortfristiga handelskreditgivningen som dominerar tillgångsposten »övriga finansiella tillgångar».

En annan fråga i samband med den enkla sparande-investeringsrelationens stabilitet på lång sikt gäller de kortsiktiga fluktuationernas betydelse. Problemet är i vilken utsträckning ett tillfälligt överskottssparande direkt genom kreditgivning till andra företag (eller indirekt över den organiserade kreditmarknaden genom depositioner hos affärsbankerna) eller köp av industriella värdepapper samtidigt bildar underlag för finansieringen av investeringsverksamheten hos företag med underskottssparande.

Vi kan här återigen från den parallellt utförda IUI-studien nämna (A) att inga samband kunnat noteras emellan de olika branschernas kortsiktiga (årliga) investeringsbeteende och vare sig affärsbanksupplåningens eller den grå kreditgivningens variationer. Ett visst samband med investeringarna har däremot observerats del (B) mellan på visst sätt definierade »över»- eller »underskottskassor» samt dels (C) den industriella upplåningen mot obligationer och förlagsbevis på kapitalmarknaden.

De statistiska resultaten talar därför — om än på ett ofullständigt sätt —

för att en snabb omkanalisering av industriellt sparande *inom* industrisektorn inträffar på kort sikt och på sådant sätt att det inom industrisektorn (under det löpande året) i någon större utsträckning bildar underlag för investeringsfinansiering.

Vi står alltså återigen inför en tänkbar förmodan att vi i huvudsak kan karakterisera industriföretagets expansionsfinansiering som en intertemporal fördelning av egna sparmedel inom det enskilda företaget. Föreliggande data antyder dock samtidigt att expansionstakten kan ha ökats utöver de egna sparanderesursernas ram de år möjligheter förelagat och utnyttjats att låna långfristigt på kapitalmarknaden.

Industrins sparande hänger intimt samman med dess vinstutveckling. På senare år har den ekonomiska debattens uppmärksamhet i stor utsträckning riktats mot de sedan slutet av 50-talet sänkta vinstmarginalerna och företagens därav »minskade självfinansieringsmöjligheter». Sedan år 1957—1958 har också (enligt diagram 1:5) en påtaglig sänkning av industrisektorns självfinansieringskvot kunnat iakttagas. I anslutning härtill bör återigen påpekas att denna sänkning till en mycket stor del kan hänföras till den samtidigt kraftigt ökande investeringsverksamheten fr. o. m. år 1958, (diagram 1:1) samt att ingen påtaglig sänkning av självfinansieringskvoten på lång sikt — dvs. över hela observationsperioden 1950—1963 — kunnat iakttagas.

För det andra skall observeras att sparande- och vinstbegreppet *ej* överensstämmer definitionsmässigt. I statistiska centralbyråns vinststatistik definieras *bruttovinsten* som totalintäkterna minus

<sup>1</sup> Jfr. återigen KUHS och MEYERS studie i *Impacts of Monetary Policy* (The Commission on Money and Credit) Englewood Cliffs, N.J. 1963; se deras studie *Investment, Liquidity and Monetary Policy*, speciellt sid. 383 ff.

löpande tillverkningskostnader och försäljningskostnader.<sup>1</sup> Från tabell 1: 6 nedan observeras att denna bruttovinst i medeltal är omkring 40—50 procent större än det motsvarande bruttosparandet för hela industrin. Denna skillnad innefattar i huvudsak *skatter* (andra än varuskatter) *räntekostnader*, beslutad *utdelning* samt övriga intäkter och kostnader (netto) som ej sammanhänger med företagets löpande rörelse.<sup>2</sup>

Från tabell 1: 6 kan nu ytterligare noteras att den konstans hos *sparandemarginalerna* (bruttosparandet (BS) dividerat med totalintäkterna (O)) som kan registreras över hela observationsperioden motsvaras av en parallell trendmässig sänkning av *vinstmarginalerna* definierade som bruttovinsten (BV) dividerad med totalintäkterna (O). Denna sänkning som är speciellt markerad fr. o. m. år 1959 inträffar alltså samtidigt med en omfattande industriell investeringsexpansion.

Orsaken till att den traditionella självfinansieringskvoten  $\left(\frac{BS}{I}\right)$  ej sjunkit snabbare torde därför i huvudsak ha sin förklaring i kompensering förändringar i skillnaden mellan bruttosparandet och bruttovinsten, dvs. i huvudsak via minskade utdelningar, ökade finansiella intäkter och/eller en framtagning av dolda (lager)reserver.

En fråga i samband med dessa iakttagelser är i vilken utsträckning denna minskade »bruttovinstmarginal» implicerar en samtidigt minskad avkastning på det i industriföretagen investerade kapitalet. Detta är en ur industriell tillväxtpunkt viktig fråga, eftersom kapitalets faktiska såväl som förväntade avkastning torde utgöra ett fundamentalt incitament för ökad investeringsverksamhet och expansion. Beräkningar som utförts för perioden 1953—1962 över lönsamheten inom industrisektorn

Tabell 1: 6. Sparande och vinstmarginaler för hela industrin

	$\frac{BV}{BS}$	$\frac{BV}{O}$ (index) <sup>1</sup>	$\frac{BS}{O}$ (index) <sup>1</sup>
1951.....	2,1	113	100
1952.....	1,5	97	122
1953.....	1,8	109	116
1954.....	1,8	104	112
1955.....	1,9	100	100
1956.....	1,7	94	105
1957.....	1,7	100	112
1958.....	1,4	99	134
1959.....	1,2	91	140
1960.....	1,4	92	124
1961.....	1,4	89	122
1962.....	1,5	81	102
1963.....	1,4	82	114

<sup>1</sup> basår = 1955.

BV = bruttovinsten  
BS = bruttosparandet  
O = totalintäkterna

har dock pekat på en konstant faktisk avkastning på investerat kapital över hela perioden, även om utvecklingen inom olika branschgrupper varit mycket splittrad.<sup>3</sup> Vi återkommer till detta problem i kapitel 2's tekniska exkurs (sid. 247 f) där sambanden mellan industrins självfinansieringsgrad, kapitalavkastning och vinstutveckling närmare skall behandlas.

### 1.3. Den externa finansieringen

Med den »grå marknaden» har i detta kapitelns första avsnitt genomgående avsetts omfattningen av företagens inbördes kreditgivning. Vårt mest renodlade mått på denna marknad är posten »övrig extern upplåning» vilken finns till-

<sup>1</sup> Se exempelvis SOS: Företagens intäkter, kostnader och vinster, 1963, tabell 6.

<sup>2</sup> Ytterligare skall subtraheras *lagerreservens förändring*, som inkluderats i vårt bruttosparande.

<sup>3</sup> Se JÄRV - LUNDBERG: Vinster och investeringar inom den svenska industrin, Skandinaviska Bankens Kvartalstidskrift, 1964: 1.

gänglig till bokförda stockvärden fr. o. m. år 1950. Denna storhet består i huvudsak av utestående handelsskulder (erhållna förskott, leverantörskrediter, m. m.) samt koncernskulder. Det har tidigare observerats att denna upplåning utgör en betydande post på företagens skuldsida. Stocken utestående krediter av detta slag uppgick ultimo 1963 till omkring 12 miljarder kronor (bokförda värden). Mot denna storhet svarar dock samtidigt en tillgångspost »övriga finansiella tillgångar» som förutom utsträckta handelskrediter och fordringar mot koncernföretag även omfattar företagens innehav av värdepapper. Stocken industriella tillgångar av detta slag representerade ultimo 1963 ett bokfört värde av drygt 15 miljarder kronor.

I den ofta refererade IUI-studien har som nämnts kunnat observeras en mycket nära samvariation mellan dessa två bestånd av tillgångar resp. skulder och omsättningsutvecklingen. Iakttagna avvikelser har ej uppvisat det systematiska tidsmönster, som förmodades med avseende på konjunkturförloppet och den förda ekonomiska politiken. På aggregerad industrinivå har vidare kunnat noteras en tendens till utnetning mellan tillgångs- och skuldsidans förändringsvärden över den historiska observationsperioden.

Dessa resultat har även refererats i detta kapitelns första avsnitt. Den slutsats som därur dragits är att denna typ av krediter i huvudsak representerar *transaktionskrediter* samt att den grå kreditmarknaden på årsnivå och längre — dvs. speciellt under de långsiktsperspektiv som här skall belysas — ej representerar en väsentlig finansieringskälla (för hela industrisektorn aggregerad) för andra ändamål än en motsvarande kortfristig handelskreditgivning.

Traditionellt brukar den *organiserade kreditmarknaden* uppdelas i en *kapital-*

*marknad* för långa lån samt en *penningmarknad* för kortare rörelsekrediter. Till kapitalmarknaden hänföres i huvudsak längre krediter för investeringsändamål. Med kapitalmarknaden menas därför obligations- och förlagslåne-marknaderna, aktiemarknaden samt försäkringsbolagens direkta utlåning som normalt är långfristig. Penningmarknaden avgränsas helt till affärsbankssystemet. Övriga kreditinstitut torde spela en mycket underordnad roll för den industrisektor av i huvudsak företag med mer än 50 anställda arbetare som vi studerar. Denna industrisektors upplåning i dessa övriga kreditinstitut kan för övrigt sällan statistiskt särskiljas, utan brukar normalt klassificeras under den mer obestämda beteckningen »näringslivet». Vi skiljer vidare mellan *direkt* och *indirekt* kreditgivning, där den indirekta kreditgivningen för industriföretagens del motsvaras av penninginstitutens placeringar i industriella värdepapper (aktier, obligationer eller förlagsbevis). Hypoteksinstituten (exempelvis AB Industrikredit och efter år 1963 även AB Företagskredit) representerar ytterligare en variant på denna indirekta kreditgivning. Förutom direkt upplåning hos försäkringsbolagen och AP-fonderna emitterar nyssnämnda specialinstitut även egna obligationslån. Härav influtna medel utlånas sedan direkt i form av långa lån till mindre eller medelstora företag. Relativt industrisektorns totala upplåning rör det sig dock om mindre belopp varför den del som faller på större industriföretag (med mer än 50 arbetare) torde kunna betraktas som försumbar i detta sammanhang. Vi skall nu kortfattat sammanfatta hur, och i vilken utsträckning industrisektorn har utnyttjat sig av den organiserade kreditmarknadens olika upplåningsformer.

Vi studerar först kapitalmarknaden i

diagram 1:3. Som synes representerar industrins upplåning en mycket obetydlig del av den totala kapitalmarknadens omfång. (Obetydlig då i relation till industrisektorns storlek och betydelse i övrigt t. ex. via sitt bidrag till totala nationalprodukten.) Den låga kapitalmarknadsandelen är i princip ett resultat av att företagen under större delen av 50-talet i stort sett helt varit avstängda från obligations- och förlagslånemarknaderna, vilka i sin tur — tillsammans — dominerar kapitalmarknaden. Försäkringsbolagens reverslån synes dock under vissa år ha tjänstgjort som substitut för spärrade obligations- och förlagslånemöjligheter. Under senare hälften av 50-talet gick mellan 30 och 40 procent av försäkringsbolagens direkta utlåning nämligen till industrin. De uppdrivna aktiekurserna plus pressade finansieringsbehov tycks vidare under 60-talets första högkonjunkturår ha förmått företagen att i stor utsträckning anlita aktiefinansieringsformen (diagram 1:3 samt tabellerna 1:1A-D).

Vad *penningmarknaden* eller, som vi avgränsat den till, affärsbanksystemet, beträffar, så kan vi notera en relativt stabil industriandel på omkring 20 procent av totala utlåningsstocken. Denna andel reduceras till strax under 15 procent (jfr. diagram 1:2) om endast företag med mer än 50 anställda beaktas. Observeras bör att i denna industriandel även ingår AP-fondernas direkta återlån, som administreras av affärsbankerna. Därtill kommer en viss obeständ och sannolikt starkt fluktuerande andel av sektorn anläggnings- och byggnadsverksamhet, under vilken bl. a. industriella byggnadskreditiv och liknande lån klassificerats. Vi noterar denna sektors expansiva utveckling från och med 1953, en omständighet som dock till stor del förklaras av att affärsbankerna detta

Tabell 1:7. Industriföretagens nettoupplåning på obligations- och förlagslånemarknaden fördelade på indirekta långivare

Miljoner kronor

	Affärsbankerna <sup>1</sup>	Försäkringsbolagen	AP-fonderna	Marknaden <sup>2</sup>	Totalt
1955	- 2	-30	-	26	- 6
1956	- 2	47	-	-104	-59
1957	21	32	-	-138	-85
1958	4	- 3	-	- 26	-25
1959	20	-20	-	30	30
1960	-10	-27	21	+ 27	11
1961	16	-35	80	66	127
1962	63	157	402	201	823
1963	-14	101	255	82	424

<sup>1</sup> Affärsbankerna kan enligt lag ej inneha förlagsbevis.

<sup>2</sup> »Marknaden» är en restpost som erhållits vid avstämning mot totalen.

år från kommunerna övertog en stor del av ansvaret för bostadsfinansieringen (byggnadskreditiv) efter en överenskommelse med Riksbanken. Efter vad som framgår av diagram 1:2 är det övriggruppen, bestående till stor del av personliga krediter samt avlyftade bostadskreditiv och krediter till handelsföretag, som dominerar affärsbanksutlåningen.

Tabell I: 7 ger en dokumentation över den *indirekta upplåningen* mot obligationer och förlagsbevis. För åren 1955 till och med 1960 dominerar marknaden i stor utsträckning av amorteringar på äldre obligations- och förlagslån.

Obligationsmarknaden öppnades för några få större industriföretag år 1961. Större delen av industripapperen placerades härvid hos de hastigt expanderande AP-fonderna samt även på »marknaden», som förutom allmänhetens placeringar även omfattar postbankens, sparbankernas, jordbrukskassornas etc. ej särskilt redovisade placeringar i in-

Tabell 1:8. Industrieföretagens totala netto-upplåning på den organiserade kreditmarknaden

Miljoner kronor

	Affärsbank-erna	Försäkringsbolagen	AP-fonderna <sup>1</sup>	Marknaden <sup>2</sup>	Totalt
1955	24	77	-	116	217
1956	0	190	-	46	236
1957	-68	234	-	-44	122
1958	-34	196	-	61	223
1959	-30	205	-	107	282
1960	359	139	21	215	734
1961	296	61	80	443	880
1962	552	208	402	972	2 134
1963	262	107	255	554	1 178

<sup>1</sup> Återlån ej inkluderade. Återlånen redovisas i den mån de utsträcks till företag med mer än 50 anställda under affärsbankernas utlåning.

<sup>2</sup> Marknaden innefattar denna gång, förutom vad som redan redovisats i tabell 1:7, även aktieupplåningen (kontantbetalningar).

dustripapper. Den totala nedgången i försäkringsbolagens både direkta (diagram 1:4) och indirekta utlåning såväl till industrieföretag (tabell 1:7) som andra år 1961, återspeglar dock speciella omständigheter sammanhängande med AP-systemets införande och dess återverkan på premieinbetalningarna till Svenska Personal-Pensionskassan (SPP).<sup>1</sup>

Vi observerar att den dominerande placeraren i industripapper under 1962 och 1963 års upplåningsexpansion på kapitalmarknaden varit AP-fonderna, restgruppen »marknaden» samt i viss utsträckning försäkringsbolagen vars totala placeringsbehov åter ökade under åren 1962 och 1963.

I tabell 1:8 ges en sammanfattning av den totala industriella upplåningen (indirekt såväl som direkt) på den organiserade kreditmarknaden med fördelning på långivare. AP-fondernas dominans minskar härvid betydligt relativt de två övriga kreditinstitutionerna samt

marknaden. Den markerade brytning i det industriella finansieringsmönstret, som inträffade omkring 1959/60 kan dock klart urskiljas i tabellen. Vi observerar samtidigt från diagram 1:3 och tabell 2:7 (sid. 205 och 258) att åren 1960 och 1961 karakteriseras av en konjunkturpolitiskt åtstramad kapitalmarknad, varför industriandelen dessa år höjdes från ca 5 till ca 15 procent.

#### 1.4. Likviditetsutvecklingen

Förutom självfinansieringsmöjligheterna brukar — som nämnts — även likviditetsutvecklingen hos ett företag tillmätas betydelse för investeringsbesluten. Vad man härvid närmast tänker på är företagets betalningsberedskap på kort och lång sikt. Man brukar därför gärna definiera »kassalikviditeten» som stocken kassa (bank och postgiro) dividerad med stocken kortfristiga skulder dvs. kortfristiga betalningsåtaganden. Då kassahållningen förutom sin funktion som en »likviditetsbuffert» även fyller ett visst transaktionsbehov, som normalt tenderar att följa omsättningsnivån, har vi valt att åskådliggöra industrins aggregerade likviditetsutveckling som kvoten mellan stocken kassa plus bank- och postgirobehållningen och omsättningsnivån. Dessa kvoter finns redovisade i tabell 1:9. Eftersom även »stocken kortfristiga skulder» normalt representerar ett transaktionskreditbehov, som över tiden har en viss tendens att följa omsättningsutvecklingen<sup>2</sup> torde vårt likviditetsmått vad utvecklingen över tiden beträffar ha ungefär samma

<sup>1</sup> Premieinbetalningar skedde enligt under tidigare år i »normal» omfattning under 1960. Dessa nu för höga inbetalningar korrigerades via en kraftig reducering av inbetalningarna 1961, därav reduceringen i hela den enskilda försäkringssektorns utlåning 1961.

<sup>2</sup> Dvs. främst utsträckta handelskrediter (givna förskott och leverantörskrediter etc.).

Tabell 1:9. Industriföretagens kassalikviditet, dvs. stocken kassa, bank- samt postgiro-positioner dividerade med omsättningsnivån

	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Malm-, metall- och verkstadsindustri...	17	15	18	17	16	14	9	14	18	12	10	11	10
Trä-, massa- och pappersindustri...	20	15	21	19	11	10	11	12	17	10	4	6	7
Övrig industri...	6	5	5	6	6	5	6	6	8	6	5	6	6
<b>Totalt</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>

förlopp som det traditionella kassalikviditetsmättet.<sup>1</sup>

Den likviditetsutveckling, som uppmätts i tabell 1:9 skall alltså tillgodose såväl ett transaktionsbehov som ett reservbehov av betalningsmedel. Ett onormalt lågt mått kan förväntas resultera i en viss återhållsamhet hos företagen åtminstone vad korta finansiella åtaganden beträffar eftersom det med upplåningen förknippade risktagandet tenderar att öka. Ett omvänt förhållande råder när likviditetsmättet stiger. Eftersom en likviditetsneddragning dessutom innebär en form av internfinansiering bör denna finansieringsforms »imputed cost» snabbt stiga ju mer likviditetspositionen närmar sig eller sänker sig under en »normal» transaktionsnivå. Frågan inställer sig härvid i vilken utsträckning en i vissa sammanhang låg kassalikviditet som ett mått på eller uttryck för finansieringssvårigheter kan påverka företagens på användningssidan i tabellerna 1:1A—D registrerade aktiviteter, exempelvis investeringsverksamheten. Det är ofta frågeställningar av denna typ som underförstås vid beräkandet av likviditetskvoter av ovanstående slag.<sup>2</sup> Vad investeringsverksamheten beträffar har tidigare empiriska — i huvudsak amerikanska — förebilder i stort sett ge-

nomgående registrerat en avsaknad av utslag för likviditetsvariabeln.<sup>3</sup>

I den refererade IUI-studien har dock en viss tendens hos företagen att upprevidera sina investeringsplaner de år den löpande kassalikviditeten varit god kunnat spåras, vilket ger ett visst stöd för hypotesen om företagslikviditetens investeringsreglerande betydelse, även om den kausala tolkningen givetvis är osäker.

Den bild som den tidigare framställningen givit (avsnitt 1.1) och som ytterligare betonas av resultaten från utförda empiriska undersökningar är dock att kassahållningens ofta våldsamma fluktuationer huvudsakligen representerar en finansiell buffertfunktion,<sup>1</sup> en buffertfunktion som kan ses som »neutral» gentemot det mer långsiktigt inriktade investeringsbeteendet.

<sup>1</sup> Se exempelvis ASZTÉLY: Finansiell Planering, Stockholm 1963, avsnitt 1.2.

<sup>2</sup> Se exempelvis Konjunkturläget, oktober 1964, sid. 50.

<sup>3</sup> Jfr. exempelvis MEYER—GLAUBER: Investment Decisions, Economic Forecasting and Public Policy, Boston, 1964, sid. 91 ff.

<sup>4</sup> Även denna »buffertfunktion» kan naturligtvis tänkas förklarad i ett mer raffinerat och kortsiktigt sammanhang, förutsatt att god och tillräcklig korttidsstatistik finns tillgänglig. Viss framgång på kvartalsdata har i detta avseende uppnåtts i USA. Se exempelvis ANDERSON: Corporate Finance & Fixed Investment, Harvard University, 1964, Chapter 4.



Det framgår av tabell 1:9 att kassahållningen inom industrin till sin omfattning är betydande. Relationen mellan kassan och omsättningen är av storleksordningen 1:10. Motsvarande relation mellan kassan och den löpande investeringsverksamheten varierar mellan drygt 2:1 och 1:1 för hela industrin under den studerade observationsperioden. Dvs. kassan samt bank- och postgirodepositioner har vissa år varit mer än dubbelt så stora som värdet av de löpande investeringarna.

Noteras kan också det relativt tydliga konjunkturmönstret hos kassamåttet i tabell 1:9. Man finner påtagliga likviditetsmässiga bottenlägen under konjunkturernas kulminationsfaser med hög omsättningsnivå och ansträngda finansiella resurser. Speciellt gäller detta åren 1957 och 1961. Konjunkturfasens nedre vändpunkt och tidiga återhämtning markeras ofta av goda likviditetsvärden. Detta sammanhänger med omsättningsnivån (nämnarens) hejdade ökningstakt i kombination med den kassaackumulation (täljaren) som normalt äger rum i konjunkturuppsvingets inledningsskede. För »trä-, massa- och pappersindustrins» del noterar vi Koreakrisens gynnsamma efterdyningar under 50-talets första år. En svårförklarlig nivåskillnad föreligger mellan likviditetskvoterna för »övriga industrier» å ena sidan samt »skogs-», och »verkstads»-branscherna å den andra.

### 1.5. Olika företagsgrupper

Ett närmare studium på branschnivå av de i avsnitt 1.2 diskuterade totalmåtteten över självfinansieringsgraden ger inte anledning till någon omtolkning av de aggregerade resultaten. I tabellerna 1:10 och 1:11 kan en tydlig spridning av de tre branschgruppsmåtteten kring

hela industrins medelvärde självfallet noteras, samt ytterligare en viss fasförskjutning av fluktuationerna över tiden. Exempelvis kan »trä-, massa- och pappersindustriernas» goda vinstkonjunkturer under periodens två första år klart urskiljas. Den därefter trendmässigt kraftigt sjunkande kvoten BS/I betingas dock till stor del av den väldiga investeringsexpansionen inom denna bransch under andra hälften av 50-talet och 60-talets första år.<sup>1</sup> Denna vid första påseende till synes drastiskt avvikande utveckling blir dock mindre påtaglig om sparande jämföres med totala kapitalanvändningen (tabell 1:11).

En statistiskt något djärv<sup>2</sup> ytterligare finfördelning av den dominerande branschgruppen »malm-, metall- och verkstadsindustrin» har utförts (tabell 1:12). Vi noterar nu en påtaglig spridning i de individuella branschgruppernas fluktuationer, huvudsakligen i nivåhänseende men även i form av utpräglade fasförskjutningar i tiden i förhållande till det aggregerade konjunkturmönstret. Denna upptäckt är dock inte på något sätt förvånande med tanke på aggregatets karaktär av ett medelvärde. Vi observerar det i förhållande till investeringsnivån markant höga sparandet hos den elektrotekniska industrin. Höga men något mer fluktuerande kvoter noteras även för gruppen »mekaniska verkstäder (och gjuterier)» samt den typiska exportbranschen »skeppsvarv och

<sup>1</sup> För en utförligare analys av dessa problem även på branschnivå hänvisas till LUNDBERG—JÄRV: Vinster och investeringar inom den svenska industrin. Skandinaviska Bankens Kvartalstidskrift, 1964: 1.

<sup>2</sup> Det mycket detaljerade korrigeringsförfarandet för det årliga bortfallet av företag ur vinststatistiken (se kommentarer till tabellerna 1:1A—D samt not på sid. 198) har ej kunnat utföras för dessa delbranscher. Denna felkälla bedömes dock som mindre allvarlig så länge analysen inskränkes till blott självfinansieringskvoterna. En nivåanalys av enbart sparandeutvecklingen låter sig dock ej göras.

båtbyggerier». Trendutvecklingen för dessa två sista industrier ligger snarast över totala industrins utveckling, även om fluktuationerna är våldsamma. Suezkrisens (1956) »stimulerande» effekt på ordergången i varvsindustrin till goda priser kan tydligt noteras i form av höga självfinansieringskvoter åren 1958, 1959 och 1960 då den stora »orderpuckeln» betades av. Desto mer abrupt blir därför återgången till ett »normalt» eller t. o. m. »dåligt» vinstläge åren 1961, 1962 och 1963 i kombination med en omfattande kapacitetsutbyggnad. Varvsindustrigruppen är dock en branschgrupp som domineras av några få stora företag. Denna grupp:s självfinansieringsmåt är därför speciellt känsligt för det tidigare påpekade bortfallsfelet,<sup>1</sup> ett förhållande som måste beaktas. Några mer detaljerade spekulationer kring speciella årsvariationer för »malm-, metall- och verkstadsgruppens» delbranscher är överhuvudtaget inte tillrådliga.

I den ekonomiska debatten har länge de *små företagens* möjligheter att finansiera sin verksamhet varit av centralt intresse. Det är härvid främst de mindre företagens finansiella möjligheter att expandera jämfört med de redan etablerade stora företagen samt småföretagens likviditetsproblem under olika konjunkturfaser, som diskussionen centrerats kring.

En första iakttagelse är att de små företagens självfinansieringsgrad, som den redovisas från vinststatistikens material i tabell 1:13, ligger under industritotalens nivå, och att den framräknade kvoten har en viss tendens att öka med företagsstorleken. Det faktum att de *större* företagens självfinansieringsgrad sjunker kraftigt åren 1961—1963 beror — enligt vårt resonemang, sid. 217 — på att långfristigt kapitalmarknadskapital för dessa företag i viss utsträckning tjänat som substitut för

sparande vid den löpande finansieringen av den dessa år mycket höga investeringsverksamheten medan motsvarande möjligheter ej kommit de mindre företagen till del.

Under förutsättning av att småföretagen vad relativa behovet av omsättningstillgångar beträffar inte skiljer sig från de större företagen, skulle en lägre självfinansieringsgrad innebära ett större beroende av externa krediter för småföretagens del och således dels ett avvikande finansiellt beteende, dels en större potentiell känslighet för statsmakternas penningpolitiska åtgärder vilka normalt utformats så att de påverkar företagen via den organiserade kreditmarknaden. Denna bild av de små företagens större beroende av externa krediter har fått ett visst om än ej odelat stöd från andra empiriska studier.<sup>2</sup>

Tabell 1:14 belyser ytterligare detta problem. Vi kan observera att den värдемässiga utvecklingen hos de mindre företagens investeringsverksamhet<sup>3</sup> är betydligt ojämnare än den hos de större företagen. Speciellt synes konjunkturuppsvinget 1955—1957 karakteriseras av en viss sänkning i investeringsindex hos de mindre företagen medan gruppen större företag med mer än 50 anställda arbetare lämnas i stort sett opåverkad. Denna högkonjunkturperiod karakteriserades som redan nämnts av en kraftig restriktiv ekonomisk politik. En natur-

<sup>1</sup> Se not på sid. 198.

<sup>2</sup> Se exempelvis MEYER—KUH: *The Investment Decision*, 1957, Chapter X, samt även LÖWENTHAL: *Industrins finansiering 1955—1962*, Stockholm 1966, kap. 6. I den förstnämnda studien noteras även småföretagens större beroende av kort finansiering relativt totala externa finansieringen och samtidigt känsligare likviditetsposition, problem som av brist på statistiskt underlag tyvärr ej kan närmare belysas i denna studie.

<sup>3</sup> Vinststatistikens investeringsbegrepp »anskaffning av materiella anläggningstillgångar». En grov korrigerig för ett varierande antal företag olika år i vinststatistikens material har utförts. Jämför not sid. 198.

lig tolkning skulle alltså bli att de mindre företagens investeringsverksamhet påverkats mer än de största företagens.<sup>1</sup>

Ytterligare observeras de kraftiga investeringsökningarna hos de mindre företagen just i konjunktrens uppsvingsskede, dvs. under den fas där tillgången på internt genererade medel normalt är som rikligast.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Denna tolkning överensstämmer med resultaten från de för åren 1955 och 1956 utförda enkätundersökningarna av Arvidsso och Wickman. Se not på sid. 206.

<sup>2</sup> Tabell 1:14 kan emellertid ej nyttjas för ett studium av företagsstorlekens betydelse för investeringsbeteendet över längre perioder. Växande företag kommer nämligen i tabellen att över längre perioder tendera att flytta uppåt i storleksgrupperna.

Tabell 1: 10. Kvoten mellan bruttosparandet (BS) och anskaffning av materiella anläggningstillgångar (I)

Procent

	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Malm-, metall- och verkstadsindustri. . . . .	91	84	159	165	133	118	128	140	130	121	110	100	84	94
Trä-, massa- och pappersindustri. . . . .	153	150	129	72	112	104	97	97	94	86	63	62	54	58
Övrig industri. . . . .	47	37	80	157	103	83	97	137	126	120	113	108	91	84
Totalt	94	89	131	141	120	105	112	128	120	114	98	91	78	85

Källa: Statistiska centralbyråns vinststatistik.

Tabell 1: 11. Kvoten mellan bruttosparandet (BS) och totala kapitalanvändningen korrigerad för minskningar i finansiella tillgångar (FT)

Procent

	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Malm-, metall- och verkstadsindustri. . . . .	64	52	71	106	114	57	64	80	77	59	47	54	53	63
Trä-, massa- och pappersindustri. . . . .	72	44	63	41	73	61	66	71	63	43	31	49	42	56
Övrig industri. . . . .	31	22	71	99	65	61	75	66	83	73	57	63	67	56
Totalt	61	43	79	87	96	59	67	80	75	58	45	55	54	61

Anm. Korrigeringen innebär att FT definieras som summan av endast positiva termer på användningssidan i respektive branschgrupps balansuppställning enligt tabellerna 1: 1A—D.

Källa: Se kommentarer till tabellerna 1: 1A—D.

Tabell 1: 12. Kvoten mellan bruttosparandet (BS) och anskaffning av materiella anläggningstillgångar (I) för vissa industribranscher inom gruppen »malm-, metall- och verkstadsindustri»

Procent

	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Malmbrytning, järn- och stålverk		230	134	111	130	143	134	97	88	95	111	83	68
Järn- och stålmanufaktur .....		125	114	57	101	103	135	89	98	92	115	123	110
Mekaniska verkstäder och gjuterier.....		118	260	155	87	107	137	161	141	107	97	110	113
Elektroteknisk industri.....		143	205	213	130	149	184	190	182	136	86	127	147
Skeppsvarv och båtbyggerier.....		87	189	117	189	118	95	218	238	267	138	118	74
<b>Totalt</b>	<b>84</b>	<b>159</b>	<b>165</b>	<b>133</b>	<b>118</b>	<b>128</b>	<b>140</b>	<b>130</b>	<b>121</b>	<b>110</b>	<b>100</b>	<b>84</b>	<b>94</b>

Anm. Vid denna kalkyl har ej det detaljerade korrigeringsförfarandet för företagsbortfallet ur vinststatistiken kunnat tillämpas (se not sid. 198). Delgruppernas värden måste därför analyseras med största försiktighet. Se texten. Delmåtten är ej heller fullt jämförbara med totalen, som framräknats på grundval av korrigerade data.

Tabell 1: 13. Kvoten mellan bruttosparandet (BS) och anskaffning av materiella anläggningstillgångar (I) med storleksgruppering av företagen

Procent

	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Antal anställda arbetare													
25 - 50.....	(49)	(114)	(126)	67	(76)	(79)	(120)	(80)	(139)	(119)	(104)	(96)	(71)
51 - 100.....	65	121	157	70	60	83	138	103	107	100	117	91	78
101 - 200.....	56	98	93	76	71	113	101	128	120	90	94	88	91
>200.....	92	136	150	131	111	114	132	127	116	102	95	77	83
<b>Totalt</b>	<b>88</b>	<b>133</b>	<b>146</b>	<b>122</b>	<b>105</b>	<b>112</b>	<b>130</b>	<b>126</b>	<b>116</b>	<b>101</b>	<b>96</b>	<b>78</b>	<b>83</b>

Anm. Här bör observeras att storleksgruppen 25 - 50 arbetare endast bygger på ett mindre urval företag i motsats till de övriga grupperna där täckningen är total så när som på de företag som vissa år faller ur statistiken på grund av omläggningen av räkenskapsår. Observera vidare att den minsta storleksgruppen tidigare helt uteslutits ur framställningen.

Källa: Statistiska centralbyråns vinststatistik.

Tabell 1: 14. Värdemässig investeringsutveckling för industrieföretag inom olika storleksgrupper

Index: 1955 = 100

	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Antal anställda arbetare													
51 - 100.....	118	92	63	131	100	108	94	122	155	163	198	182	241
101 - 200.....	75	71	65	94	100	75	81	86	99	124	128	149	168
201 - 500.....	86	95	79	86	100	96	79	118	137	142	136	172	191
> 500.....	93	81	74	90	100	108	113	142	168	187	217	226	248
Totalt	92	82	74	91	100	104	105	133	158	175	198	210	233

Anm. Branschgrupperna »grafisk industri samt pappersförädling» och »kemisk-teknisk industri» har uteslutits ur industritotalen. Uppgifterna här-  
rör från statistiska centralbyråns vinststatistik. Indextalet har vidare normerats i så måtto att investeringsvärdena genomsnittligt i varje storleks-  
grupp hänförs till ett lika stort antal företag (1961 års enligt vinststatistiken).

## 2. Industrins externa finansieringsbehov fram till 1970 — metoden och kalkylen

### 2.1. Bakgrundsmaterialet

Utgångspunkten för denna prognoskalkyl är en sammanställning av långtidsutredningens nyligen insamlade och färdigbehandlade enkätmaterial över industrins förväntade produktions- och investeringsutveckling fram till 1970<sup>1</sup> med resultaten från den tidigare nämnda IUI-utredningen om finansiella bestämningfaktorer till industrins kortsiktiga investeringsbeteende. I den senare har en enkel förklaringsmodell för bl. a. industrisektorns kortsiktiga (årliga) finansiella beteende konstruerats och testats. Här skall nu en förenklad variant på denna kortsiktsmodell nyttjas för en långtidskalkyl.

Vi kommer alltså — med vissa modifierationer — att förutsätta att erhållna samband för den historiska perioden skall bli bestående för de följande åren fram t. o. m. 1970. En generell hänvisning göres därför till IUI-undersökningen vad beträffar det utnyttjade bakgrundsmaterialet, dess insamlande och de definitioner som använts. Prognoskalkylen bygger i princip på input-output teknikens metod. De från långtidsutredningen givna »efterfrågekomponenterna» investeringar och produktion (omsättning) betraktas som exogent givna och matas genom företagssektorns från ovan refererade IUI-undersökning estimerade finansiella struktur, för att ge efterfrågan på finansieringsmedel

som resultat. Denna struktur måste emellertid förutsättas oberoende av utbildningen på kreditmarknaden — en förenkling som för övrigt är ett karakteristiskt drag hos många prognosmetoder.

En grundläggande princip hos prognosmodellen är att företagens (aggregerade) omsättningskapital, dvs. lagerkassa och utsträckta handelskrediter m. m. på lång sikt tenderar att följa omsättningsutvecklingen. Ett visst grepp har på detta sätt erhållits bl. a. över lager- och kassahållningen hos de olika branschgrupperna. Vidare har studerats hur företagens inbördes handelskreditgivning förhåller sig till samma omsättningsutveckling på aggregerad branschnivå. Slutligen har för den historiska perioden företagssparandet satts i »samband» med intäkts- (eller omsättningsutvecklingen hos respektive branschgrupp.

Företagens investeringar i maskiner och anläggningar — här givna genom långtidsutredningens prognoser — tillsammans med (netto) *ökningar* i vissa av omsättningstillgångarnas komponenter som lager, kassa och övriga finansiella tillgångar representerar ett »finansieringsbehov». Detta »behov» tillfredsställes i viss utsträckning genom en ir

<sup>1</sup> Se Svensk Ekonomi 1966—1970 med utblick mot 1980, SOU 1966:1. samt BENTZEL-BECKEMAN: Framtidsperspektiv för svensk industri 1965—1980. Stockholm 1966.

tern generering av likvida medel från företagens intäkter (sparande), via upplåning hos andra företag (erhållna förskott, leverantörsskulder och andra handelskrediter) samt ibland genom en neddragning av vissa komponenter av omsättningstillgångarna. Den restpost som uppstår (varje år) mellan det »totala finansieringsbehovet» och den interna finansieringen samt upplåningen hos andra företag måste då representera den kreditefterfrågan som söker sig ut på den organiserade kreditmarknaden, och gör sig gällande dels hos affärsbankerna, dels på obligations- och förlagslånemarknaderna samt även hos försäkringsbolagen och hos andra kreditinstitut. Det är denna »externa» kreditefterfrågan, som denna prognoskalkyl söker att kvantitativt bestämma för en framtida period.

Långtidsutredningens insamlade data och ovan refererade IUI-utredning ger ett nödigt underlag för en *grov* sådan kalkyl. De data som avses komma till användning skall presenteras i det följande. Därefter ges en kort beskrivning av de samband och antaganden — den »modell» — som ligger till grund för kalkylen (avsnitt 2.2 och 2.3). Slutligen presenteras i avsnitt 2.4 prognosresultaten tillsammans med en kort diskussion kring deras implikationer.

I långtidsutredningen sammanställs via en enkät hos företagen för varje branschgrupp produktionsförväntningar fram till år 1970. Därvid erhålles varje branschgrupps förväntade produktionsökning per år fram till 1970 i form av en konstant årlig procentsats som beräknas från 1965 års volym (»exponentiell tillväxt»).<sup>1</sup> Denna storhet motsvarar i princip förändringen i industristatistikens förädlingsvärde. Detta förädlingsvärde plus värdet (netto och deflaterat per branschgrupp) av branschens inköp av mellanprodukter ger industrista-

tistikens *saluvärde*, en storhet, som i sin tur i stort sett motsvarar omsättningen sedan korrigeringar utförts för lagervolymförändringar (färdigvaror). Det är sistnämnda »omsättningsstorhet»<sup>2</sup> liksom också industriföretagens aggregerade bruttosparande från statistiska centralbyråns s. k. vinststatistik, som i föregående kapitel historiskt kartlagts för perioden 1950—1963.

Av ovanstående framgår möjligheten att grovt beräkna eller prognosticera företagets framtida »förväntade» omsättningsutveckling. Det förutsättes härvid att produktionens och omsättningens långsiktiga procentuella förändring är lika. Denna prognosticerade utveckling ger till sist underlag för en »framräkning» av företagets sparande mot bakgrunden av de samband (den »sparande funktion») som beräknats på det historiska materialet.

Ett problem kommer dock att uppstå när den historiska omsättningsutvecklingen (deflaterad) skall kopplas ihop med de långsiktiga produktionsplanerna. Omsättningsuppgifterna från vinststatistiken omfattar i IUI-undersökningen endast företag med mer än 50 anställda arbetare. Produktionsplanerna å sin sida bygger på ett urval företag från statistiska centralbyråns nya företags-

<sup>1</sup> Observera dock att långtidsutredningens frågor gällde perioden 1963—1970. Från de i enkätsvaren erhållna tillväxtförväntningarna har subtraherats de faktiska förändringar som inträffat under 1964 och 1965. Vad som sedan återstår blir efter vissa korrigeringar »prognosen» för 1965—1970. Se BENTZEL—BECKEMAN: Framtidsperspektiv för svensk industri 1965—1980 (Industriens Utredningsinstitut) Stockholm 1966, sid. 148 f.

<sup>2</sup> Vid empiriska tillämpningen har använts vinststatistikens uppgifter över *Bruttointäkten av rörelsen* som alltså direkt sammanhänger med varu- och produktförsäljningen. Se »Företagens intäkter, kostnader och vinster», Statistiska centralbyrån, SOS, Stockholm exempelvis år 1959, sid. 8 f.



Tabell 2: 1

	Enkätmaterialiet		Justerat alternativ »LU:s kalkyl»		Produktions- ökning		Investerings- volym i 1963 års priser (1963 = 100)	
	Produktionens förväntade årliga, volym- mässiga ökning 1963 - 1970 i procent	Förväntad brut- toinveste- ring varje år 1966 - 1970 1963 = 100	Produk- tionsplan- er 1965 - 1970 (exponen- tiell ök- ning i procent)	Investe- ringsplan- er brutto 1965 - 1970 (ex- ponentiell ökning i procent)	1964	1965	1964	1965
Malm, metall- och verkstadsindustri	8	91	6		9,3	8,1	88	98
Jord- och sten- industri . . . . .	7	123	5		15,0	10,0	110	121
Trä-, massa- och pappersindustri . .	7	137	6		13,0	6,0	99	115
Pappersvaru- och grafisk industri . .	6	77	5		5,0	4,0	94	81
Livsmedels-, dryc- kesvaru- och tobaksindustri . . .	4	(107)	3		3,0	1,0	112	118
Textil-, konfektions-, sko-, läder- och gummivaru- industri . . . . .	5	85	3		4,1	2,7	91	89
Kemisk-teknisk industri . . . . .	11	82	12		15,0	8,0	75	122
<b>Totalt</b>	<b>7</b>	<b>104</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>9,0</b>	<b>6,5</b>	<b>92</b>	<b>105</b>

Anm. Jfr tabell 7.4: 1 (sid. 151) samt tabell 7.4: 2 (sid. 173) i Svensk Ekonomi 1966—1970 SOU 1966: 1. Observera härvid att kolumn (2):s värden ovan uttryckts med 1963 som basår medan motsvarande »planer» i tabellen 7.4: 1 nyttjar medelvärdet åren 1964/65 som basår. Vad beträffar »investeringsplanerna» i kol. (4), se dels Svensk Ekonomi 1965—1970, SOU 1966: sid. 172 dels BENTZEL—BECKEMAN: Framtidsperspektiv för Svensk Industri 1965—1980, Stockholm 1966, sid. 37.

register.<sup>1</sup> Långtidsutredningens företagsgrupp täcker därför en större del av industrisektorn, framför allt flera småföretag, vilka har visat och kan förväntas att också i fortsättningen uppvisa ett mot totala industrin avvikande finansieringsmönster (se också avsnittet 1.5). Det blir här nödvändigt att helt enkelt förutsätta »homogenitet» i detta avseende mellan företag över och under gränsen 50 anställda arbetare. Långtidsutredningens uppräknade större företagsgrupp förutsattes med andra ord vad produktions- och investeringsplanerna

beträffar vara »representativ» även för vinststatistikens mindre grupp av företag.

Enkätdata från långtidsutredningen över företagens förväntade (»planerade») årliga investeringsverksamhet (brutto) för perioden 1966—1970 före ligger i form av en genomsnittsnivå för perioden 1966—1970 i procent av den år 1963 realiserade investeringsvolymen för varje branschgrupp (se ta

<sup>1</sup> Se BENTZEL—BECKEMAN: Framtidsperspektiv för Svensk Industri 1965—1980, Stockholm 1966, Appendix A.

bell 2:1, kol. 2). Denna procentsats appliceras sedan på vinststatistikens i stort sett jämförbara investeringsuppgifter »anskaffning av materiella anläggningstillgångar»<sup>1</sup> för samma år.

Erfarenhetsmässigt, både från tidigare långtidsutredningar och från den kortsiktiga statistiken över företagens investeringsplaner, blir dessa rapporterade planer ofta mycket kraftigt underskattade i förhållande till sitt senare registrerade utfall. För långtidsplanernas del har investeringsuppgifterna vid de tillfällen sådana uppgifter insamlats<sup>2</sup> ofta tenderat att bli för låga i förhållande till de samtidigt meddelade produktionsplanerna. Detta för vår prognos mycket besvärliga underskattningsproblem möter oss även i korttidsstatistiken över företagens investeringsplaner. Vad korttidsplanerna beträffar torde dock detta fenomen i stor utsträckning bero på att företagarna vid rapporteringen »glömt bort» eller ej »tänkt på» vissa investeringsprojekt, sannolikt sådana som vid uppgiftslämnandet ännu ej blivit definitivt beslutade i någon bemärkelse och därför ej tilldelats någon bestämd tidsdimension, varför de ej heller rapporterats i årsplanen.<sup>3</sup> Man kan vidare misstänka att ett stort antal smärre, löpande arbeten av underhålls- och reparationskaraktär etc. som ex post inräknas i företagets investeringsbegrepp, ej heller kommer med vid planrapporteringen. För korttidsplanernas del finns det (därför) all anledning förmoda att denna uppsättning »bortglömda» och i planrapporteringen utelämnade projekt kostnadsmissigt bör stå i ett någorlunda bestämt förhållande till planens storlek (en »systematisk underskattning»). Ju längre bort i tiden planhorisonten sträcker desto mer markerade bör dessa underskattningar dock bli, samtidigt som ett mer oregelbundet mönster bör uppträda.

Vi kan med andra ord inte utan vidare utgå ifrån att föregående långtidsutredningars »underskattningsmönster» återigen skall upprepas och därför kunna läggas till grund för en mekanisk korrigering. Tidsdimensioneringsaspekten vad den årliga utvecklingen beträffar torde komma att spela en allt mindre roll under denna långtidskalkyls 5-års horisont medan produktionsstrukturens krav på en med omsättningen långsiktigt harmonierande »optimal» kapitalutrustning allt mer bör göra sig gällande. Sannolikt har företagarna dessutom i många fall en synnerligen diffus uppfattning inte bara om den utformning företagspolitiken kommer att ha beträffande produktionsinriktning, expansionstakt etc. mot slutet av den femårs horisont, som de svenska långtidsutredningarna arbetar med, utan även om denna produktionsstrukturens långsiktiga »optimala» utveckling.

Långtidsutredningen har därför tvingats till en rimlighetsbedömning och korrigering på aggregerad industrinivå av de lämnade produktions- och investeringsplaner som rapporterats i företagsenkäterna. Det är också dessa korrigerade »planer» som utgör prognosantaganden i vår kalkyl över industrisektorn

<sup>1</sup> Se »Företagens intäkter, kostnader och vinster», Statistiska centralbyrån, SOS, Stockholm exempelvis år 1959 sid. 9<sup>ff</sup>.

<sup>2</sup> Se exempelvis SOU 1962: 11, sid. 41 ff. Det synes dock rimligt att tolka en del av denna underskattning som ett resultat av motsvarande underskattning av produktionsprognosen. Kapacitetsutbyggnaden och produktionsutvecklingen står nämligen på lång sikt i ett visst förhållande till varandra, bestämt av produktionsstrukturens (produktionsfunktionens) egenskaper. I den mån detta samband uppfattas rätt av företagarna bör därför även investeringarna underskattas i det fall produktionsplanerna tilltagits för lågt. Se BENTZEL—BECKEMAN: Framtidsperspektiv för Svensk Industri 1965—1980, Stockholm 1966, sid. 26 f.

<sup>3</sup> Se exempelvis diskussionen i ELIASSON: Investment Funds In Operation, 1965, avsnittet 2.5.

upplåningsbehov på den organiserade kreditmarknaden fram till 1970. De kommer där att ingå som exogent bestämda storheter. Prognosen blir vad man brukar kalla betingad, och i den mån dessa »antaganden» senare ej visar sig ha varit rimliga, så skall prognosen ej heller träffa rätt.

Ett komplementärt betraktelsesätt med relevans för konjunkturpolitiken och då främst penningpolitiska åtgärder gäller de exogena komponenternas indirekta beroende av tillgången på finansieringsmedel, dvs. i vilken utsträckning finansiella bivillkor måste vara uppfyllda för att långtidsutredningens planer skall kunna föras i hamn. Frågan är härvidlag om realiserandet av dessa planer kan förväntas resultera i orimliga konsekvenser på marknaderna för finansieringsmedel. Finansieringskalkylen blir sålunda samtidigt ett »konsistenstest» av långtidsutredningens prognos. Flera alternativa kalkyler skall utföras, bl. a. en »okritisk» beräkning på till långtidsutredningen rapporterade uppgifter, samt även en kalkyl på samma data justerade i enlighet med den rimlighetsbedömning och de konsistenstest för hela ekonomin som utförts gemensamt av Industriens Utredningsinstitut och finansdepartementet.

Det har visat sig — som redan nämnts — att företagarnas aggregerade enkätsvar ej fyller rimliga krav på »konsistens». En 7-procentig årlig produktionsstegring planeras kunna klaras genom att bruttoinvesteringsnivån i medeltal över hela prognosperioden på 5 år höjes endast 4 procent över 1963 års volymmässiga nivå (se tabell 2: 1). En dylik plan kan inte förväntas vara realiserbar ens under mycket generösa antaganden om en riklig tillgång på arbetskraft, en avsevärd, outnyttjad produktionskapacitet vid prognosperiodens ingång, väsentliga produktivitetshöjan-

de bidrag från »tekniska förbättringar» i produktionsprocessen<sup>1</sup> eller en eftersläpande »utmognad» av produktionskapacitet från tidigare investeringsverksamhet.<sup>2</sup>

En högre årlig produktionstillväxt än 5 procent anses enligt långtidsutredningens justerade kalkyl inte vara att räkna med som ett realistiskt alternativ med tanke på ett totalt sett oförändrat prognosticerat arbetskraftsutbud till industrisektorn. Investeringsprognosen, eller snarare »investeringskravet» har härvid formulerats i mycket lösa termer. Här har accepterats långtidsutredningens bedömning av en ökning av bruttoinvesteringarna i 1964 års priser mätta från 4,8 miljarder kronor till 6,8 miljarder kronor år 1970<sup>3</sup> (enligt industristatistikens företagsindelning), detta motsvarar en ungefärlig årlig ökning på 7 procent. Vad de »justerade» produktionsplanerna beträffar har en fördelning på branschgrupper utförts inom långtidsutredningen. Ingen sådan bransch kalkyl har däremot utförts för investeringsplanerna (tabell 2: 1, kol. 3 och 4).

Långtidsutredningens »reala» industriprognos måste betraktas som en mycket grov bedömning av den framtida utvecklingen. Då denna numeriska bedömning ingår som en väsentlig och exogent bestämd »ryggrad» i vår finansiella långtidskalkyl, kan denna — självfallet — ej göra anspråk på att besitta någon högre grad av precision än den reala prognosen. Det första okorrigerade alternativet torde dock ha ett visst värde däri att det uttryckligen drar kon-

<sup>1</sup> »Teknikfaktorn» i produktionsfunktionen, vilken tänkes fånga upp det bidrag till produktionen som ej kan hänföras vare sig till den uppmätta arbetsinsatsen eller »kapitalstockens» storlek. Se ytterligare avsnittet 2.3, den tekniska exkursen.

<sup>2</sup> Se diskussionen i Svensk Ekonomi 1965—1970, SOU 1966: 1, sid. 150 ff.

<sup>3</sup> Se SOU 1966: 1, sid. 172.

sekvenserna för kreditmarknadens del av industriföretagens totalt sett »orimliga» aggregerade förväntningar. De alternativa finansiella kalkyler som grundats på långtidsutredningens justerade alternativ bör däremot betraktas som mera realistiska skattningar av den framtida externa finansieringsefterfrågan från industrisektorn.

Dessa alternativa kalkyler utgör dock fortfarande enkla mekaniska *trendberäkningar*, i vilka ingen hänsyn tagits till högst sannolika *konjunkturella* fluktuationer kring trenden. Väsentligt härvidlag är dock det implicita antagandet att konjunkturella fluktuationer *ej* kommer att påverka det trendmässiga utfallet.

*Prisproblemet*, slutligen, bör kortfattat beröras i detta avsnitt. Detta problem utgör alltid ett besvärligt krux i kreditmarknadsprognoser. Prisvariationer är såväl en kortsikts- som en långsiktsföreteelse. Konjunkturellt betingade balansrubbnings på delmarknader för olika produkter påverkar företagens vinstutveckling samtidigt som mera permanenta förskjutningar i strukturen av relativpriser kan få påtagliga konsekvenser för företagens framtidsförväntningar. Resultaten kommer så småningom till uttryck i produktionsplanernas sammansättning och den mera långsiktiga inriktningen av kapacitetsutbyggnaden och investeringsverksamheten på olika företag och produkttyper. De årliga prisförändringarna på företagens produkter har ofta varit markerat olika mellan de olika branscherna, likaså ofta skilda från prisutvecklingen på olika typer av investeringsvaror. En långsiktig »prisprognos» eller valet av ett numeriskt bestämt »prisantagande» blir därför en mycket vanskelig uppgift. Då det ur många synpunkter är lämpligt att vid prognoser av detta slag arbeta i »reala termer», kommer denna prognos

därför att kalkyleras med utgångspunkt från antagandet om en oförändrad *prisnivå* på produkter och investeringsvaror under perioden 1963 fram t. o. m. 1970. Detta implicerar samtidigt ett antagande om att själva prognosen mätts i »reala» termer. Produktions- och investeringsvolymens utveckling förutsättes med andra ord vara oberoende av prisnivåns utveckling. En omräkning av prognosens uppgifter till värdetermer under alternativa prisantaganden torde dessutom beräkningsmässigt bli en helt okomplicerad uppgift.<sup>1</sup>

Förväntningarna om den långsiktiga utvecklingen av relativpriser på produkter och investeringsvaror och den därav föranledda planerade allokeringen av kapacitetsutbyggnaden till olika företag förutskickas däremot redan ha blivit inkorporerade i långtidsutredningens från företagen inhämtade investerings- och produktionsplaner; ett prognosantagande således som för övrigt blivit traditionellt i långtidsprognoser av detta slag.<sup>2</sup>

Slutligen bör anmärkas att en från prisvariabler helt befriad prognos mycket förenklar den successiva uppföljningen av prognosresultaten mot den ex post realiserade utvecklingen, som i annat fall kommer att kräva en ytterligare korrigering för ett praktiskt taget aldrig helt korrekt »prisantagande».

Tabell 2:1 nedan visar företagens rapporterade »planer per branschgrupp» vad beträffar produktions- och investeringsverksamhet. Den tredje och fjärde kolumnen visar resultatet av en rimlighetskorrigerad av dessa rapporterade »planer» utförd inom långtidsut-

<sup>1</sup> Se behandlingen av »prisproblemet» sid. 244 f.

<sup>2</sup> Jfr. på denna punkt LINDBECK: Prissystemet i långtidsplaneringen, ur Svensk Ekonomisk Tillväxt, en Problemanalys, Lund 1966, samt även JUNGENSELT: Den Svenska Långtidsplaneringens Metodik, Skandinaviska Bankens Kvartalstidskrift, 1964: 4.

redningen. Vad investeringarna beträffar gäller denna korrigerings som nämnts endast hela industrisektorn. Observeras bör vidare att investeringsökningen i det korrigerade fallet formulerats i termer av en exponentiell tillväxt liksom produktionsexpansionen, i motsats till enkätens ojusterade svar, vilka redovisas i form av en horisontell fördelning av investeringsaktiviteten över prognosperioden (kol. 2).

Vilket tidsfördelningsalternativ som än väljes blir med nödvändighet godtyckligt med tanke på att långtidskalkylen ej syftar till att fånga upp vare sig produktionens eller investeringsverksamhetens kortsiktiga konjunkturer. Ur långtidsaspekten är det produktionsnivån vid prognosperiodens utgång samt den volymmässiga kapacitetsutbyggnaden under hela perioden som är av intresse. Ett krav för realiserandet av produktionsplanen kan därför sägas vara att motsvarande investeringsplan fullföljes inom prognosperioden. Tidsfördelningen av den årliga investeringsaktiviteten bör dock inom vissa gränser kunna vara variabel, i så måtto att det »övre kapacitetstak» som den faktiska kapitalutrustningen i viss mån representerar är ett mycket tånghart begrepp. Speciellt gäller detta i vårt aggregerade sammanhang.

Denna förmodade kortsiktiga flexibilitet i långsiktspanpassningen av den faktiska kapitalutrustningen till den av produktionsnivån betingade »optimala» är av relevans för bedömningen av konjunkturpolitikens kortsiktiga *tidsomfördelning* effekter på företagets investeringsbeteende. Vi crinrar oss också långtidsutredningens antagande om en (i arbetstimmar mätt) under prognosperioden oförändrad total arbetsinsats i industriproduktionen. Även under denna förutsättning kan en produktionsökning åstadkommas vid oföränd-

rad kapitalutrustning genom en omallokering av arbetskraften mellan olika branscher och mellan olika företag inom varje bransch; en möjlighet som understryker produktionsutvecklingens kortsiktiga flexibilitet relativt kapacitetsutbyggnaden.<sup>1</sup> Observeras bör till sist investeringsuppgifternas karaktär av »bruttomått». Kapacitetsutbyggnadsprocessen betraktad som en restriktion på produktionsmöjligheterna hänför sig nämligen till nettoinvesteringen eller förändringen i kapitalstocken, medan det bruttoinvesteringsbegrepp vi är intresserade av ur finansieringssynpunkt även innefattar ersättningsinvesteringar.

## 2.2. Prognosmodellen

I detta avsnitt kommer en något modifierad variant på den tidigare refererade IUI-utredningens finansiella kortsiktsmodell att utnyttjas som prognosmodell för industriföretagens långsiktiga finansieringsefterfrågan. Förväntningsuppgifter över industrigruppernas framtida produktions- och investeringsutveckling finns som nyss nämnts »exogent» bestämda från långtidsutredningens material och »omräknade» till att motsvara kvantifierade »förväntningsuppgifter» eller »planer» över företagets framtida omsättning (eller bruttointäkter) och bruttoinvesteringar fram till 1970 för vinststatistikens företag med mer än 50 anställda arbetare. Vi kallar dessa storheter för  $O_{it}$  respektive  $J_{it}$ , där  $i$  markerar branschen och  $t$  året. I den ovan refererade IUI-utredningen har följande enkla »regressions-

<sup>1</sup> De på kort sikt möjliga omallokeringsvinsterna i detta avseende synes dock vara mycket begränsade. Se WEIRIN: A Study of Production, Trade and Allocation of Resources, Uppsala 1965. Sid. 148 ff.

band» beräknats för varje branschgrupp för den historiska perioden 1950 t. o. m. 1963.

$$HK_{it}^s = a_{i1} O_{it} + b_{i1} \quad (\text{II:1})$$

$$L_{it}^s = a_{i2} O_{it} + b_{i2} \quad (\text{II:2})$$

$$BS_{it} = a_{i3} O_{it} + b_{i3} \quad (\text{II:3})$$

$$I_{iL} = a_{i4} \Delta O_{it} + b_{i4} \quad (\text{II:4})$$

De tre första ekvationerna relaterar i tur och ordning branschgruppernas *handelskreditgivning* m. m. ( $HK^s$ , stock), kassahållning ( $L^s$ , stock) respektive bruttosparande ( $BS$ ) till omsättningsutvecklingen ( $O_t$ ). Ekvation (II:4) beskriver lagervolymförändringen som en linjär funktion av produktions- eller omsättningsförändringen. Om vi bortser från det faktum att bägge variablerna är uttryckta i löpande priser så representerar (II:4) i princip en traditionell acceleratoranpassning hos lagerstocken i förhållande till den löpande omsättningsnivån.

Ekvation (II:1) illustrerar förhållandet att en ökad omsättning, som i princip motsvaras av ökade intäkter, bör följas av en uppbyggnad av stocken givna handelskrediter, då främst givna förskott och leverantörskrediter. Likaså bör en omsättningsökning resultera i en ökad kassahållning («transaktionsmedel»), och vice versa enligt ansatsen i ekvation (II:2). Koefficienterna  $a_{i1}$ ,  $a_{i2}$  och  $a_{i4}$  tänkes med andra ord alla vara positiva.

Slutligen bör även företagssparandet långsiktigt vara relativt följsamt omsättningsutvecklingen (II:3). Vi noterar i detta sammanhang att en skattad positiv konstant  $b_{i3}$  (i II:3) implicerar en under observationsperioden (1950—1963) trendmässig sänkning av sparandemarginalen  $\frac{BS}{O}$  vid trendmässigt sti-

gande omsättning,  $O$ , medan en koefficient  $b_{i3}$  nära noll motsvarar en under hela perioden konstant marginell sparkvot (se sid. 242).

Sambanden är mycket enkla till sin karaktär och bortser från en mängd faktorer som sannolikt påverkar de storheter som önskas bestämda. Regressionslinjernas anpassning till statistiska data är ej heller alltid särskilt god. Avvikelserna från regressionsanpassningens »teoretiska» värden torde dock huvudsakligen bero på kortsiktiga fluktuationer, variationer som vi ej är intresserade av att fånga in i den långtidsprognos det här är frågan om. Så t. ex. kan en stor del av de årliga avvikelserna från den skattade kassahållningen förklaras av tillfälliga lagerfluktuationer, där exempelvis en lageravveckling under ett år motsvaras av en temporärt ökad kassahållning samma år. Vidare torde företagssparandets postulerade linjära beroende av intäktsutvecklingen vara i allra högsta grad orealistiskt ur kortsiktssynpunkt. Både intäkt- och kostnadsutvecklingen hos de olika branschgrupperna brukar följa mycket invecklade mönster över konjunkturcyklarna och den residual mellan dessa två storheter, bruttovinsten, som vi grovt approximerar med företagssparandet,  $BS$  (se vidare sid. 246), torde uppvisa ett betydligt mer komplicerat förlopp över tiden än vad som antyds av ekvationen (II:3).<sup>1</sup> Lagerfunktionen (II:4) slutligen tänkes enbart beskriva en långsiktig uppjustering av lagerstocken, som en reaktion på en ökande produktions- och omsättningsnivå. Lagermättet omfattar råvaror, varor i arbete såväl som färdigvaror. Hänsyn har vidare ej tagits till det

<sup>1</sup> Se exempelvis HULTGREN: Costs, Prices and Profits, Their Cyclical Relations. Studies in Business Cycles, Number 14, NBER, New York 1965, sid. 152 ff.

förhållandet att produktionsutvecklingen ofta avviker från omsättningsvolumens utveckling på grund av fluktuationer i färdigvarulagren.

Genom insättning av de exogent bestämda enkätuppgifterna för investeringarna,  $I_{it}$ , för varje bransch och år samt differentiering av (II: 1) och (II: 2) erhålles det totala årliga finansieringsbehovet,<sup>1</sup>  $FT_{it}$ .

$$FT_{it} = I_{it} + \Delta HK_{it}^s + \Delta L^s + I_L \text{ för år } t \quad (\text{II:5})$$

$$\text{dvs } FT_{it} = I_{it} + (a_{i1} + a_{i2} + a_{i4}) \Delta O_{it} + b_{i4} \quad (\text{II:6})$$

Den totala finansieringsefterfrågan tänkes alltså bestämd dels av den planerade (eller faktiska) investeringsverksamheten, dels av en med omsättningsnivån associerad uppbyggnad av handelskreditgivningen, kassahållningen och lagerhållningen. Den del av detta finansieringsbehov som tillfredsställes via internt genererade medel motsvaras då av det prognosticerade bruttosparandet för år  $t$ , dvs  $BS_t$ . Vi kan därför skriva det externa finansieringsbehovet som:

$$EF_{it} = FT_{it} - BS_{it} = I_{it} + (a_{i1} + a_{i2} + a_{i4}) \Delta O_{it} - a_{i3} O_{it} - b_{i3} + b_{i4} \quad (\text{II:7})$$

$EF_t$  representerar alltså den kreditefterfrågan från branschgruppen  $i$  som kommer att göra sig gällande på den organiserade kreditmarknaden eller i form av ökad handelskredittagning hos andra företag (II: 7) summerat över samtliga branscher ger industrisektorns totala externa kreditefterfrågan år  $t$ :

$$EF_t = \sum EF_{it} = \sum I_{it} + \sum (a_{i1} + a_{i2} + a_{i4}) \Delta O_{it} - \sum a_{i3} O_{it} - \sum b_{i3} + \sum b_{i4} \quad (\text{II:8})$$

Observeras bör att (II: 8) uttrycker företagens totala externa kreditefterfrågan som en summa av linjära bransch-samband. Endast under speciella omständigheter innebär detta att totala efterfrågan blir linjärt beroende av omsättningens totala nivå respektive förändring.<sup>2</sup> Normalt kommer en branschvis avvikande finansiell struktur och en divergerande utveckling att påverka resultatet jämfört med en aggregerad linjär prognosansats för hela industrisektorn. Vi noterar alltså här en aggregationseffekt mellan bransch- och totalnivån. Mycket talar härvid för att en disaggregerad prognosansats på branschnivå ur analytisk synpunkt är att föredraga trots att »naiva» aggregerade prognosansatser ofta visat sig överlägsna ur »träffsäkerhetssynpunkt». Bl. a. möjliggöres en detaljerad uppföljning av prognosutfallet i efterhand.

En viss del av den externa kreditefterfrågan kompenseras för varje enskilt företag av en motsvarande upplåning, oftast mycket kortfristig, hos andra företag. Det rör sig här om handelskrediter av olika slag, erhållna förskott och leverantörskrediter etc. samt i vårt statistiska material även koncernskulder. Varje sådan finansiell transaktion noteras alltså som en skuldpost hos ett företag och som en tillgångspost hos ett annat. Aggregeras dessa poster över ett tillräckligt stort antal företag bör bägge posterna därför i princip bli av samma storleksordning. En lämplig approximation torde vara att för varje branschgrupp studera relationen:

<sup>1</sup> Differentieringen innebär att sambanden (II: 1) och (II: 2) omvandlas i »flowtermer» med årsperioden som bas. Vi får:

$$\Delta HK^s = a_1 \Delta O$$

$$\Delta L^s = a_2 \Delta O$$

<sup>2</sup> Detta inträffar exempelvis när alla  $\Delta O_{it}$  och  $O_{it}$  är sinsemellan lika och/eller när för varje  $i$  och dekvation alla koefficienter ( $a_{i1} + a_{i2} + a_{i4}$ ) och  $a_{i3}$  är lika.

$$HS_{it}^{(s)} = a_{i5} HK_{it}^{(s)} + b_{i5} \quad (\text{II:9})$$

där  $HS_{it}^{(s)}$  står för branschen  $i$ 's utestående stock skulder till andra företag inom och utom den egna branschen såväl som industrisektorn eller landets gränser vid tidpunkten  $t$ . Storheten  $HK^{(s)}$  har redan definierats. Vi ser omedelbart från (II:1) att (II:9) implicerar ett antagande om att även  $HS^{(s)}$  är en linjär funktion av den egna branschens omsättningsnivå.<sup>1</sup>

Omskrivning med hjälp av (II:1) ger alltså:

$$HS_{it}^{(s)} = a_{i5} a_{i1} O_{it} + a_{i5} b_{i1} + b_{i5} \quad (\text{II:10})$$

I den ovan refererade IUI-undersökningen har funktionssambanden (II:9) och (II:10) skattats. Resultaten blev härvid att företagens inbördes kreditgivning på lång sikt synes ha »nettats ut» inte bara inom industrisektorn totalt utan även inom många branschgrupper.<sup>2</sup> Vi skall använda oss av dessa resultat för att eliminera den externa transaktionskreditefterfrågan i uttrycket (II:8) som »normalt» synes kunna kompenseras av en motsvarande kortfristig upplåning hos andra företag. Differentiering och branschsummering av (II:10) samt subtraktion från (II:8) ger härvid tämligen mekaniskt den externa efterfrågan på finansieringsmedel som kan förväntas söka sig ut på den organiserade kreditmarknaden  $EF_t^0$ :

$$\begin{aligned} EF_t^0 = EF_t - \Sigma \Delta HS_{it}^{(s)} = \Sigma I_{it} + \Sigma (a_{i1} + \\ + a_{i2} + a_{i4} - a_{i5} a_{i1}) \Delta O_{it} - \Sigma a_{i3} O_{it} - \\ - \Sigma b_{i3} + \Sigma b_{i4} \end{aligned} \quad (\text{II:11})$$

På detta sätt har nu härletts en enkel prognosmodell, i vilken den externa kreditefterfrågan, som förväntas söka sig ut på den organiserade kreditmarknaden beror enbart av långtidsutred-

ningens investeringsprognos,  $I_{it}$ , samt den från samma källa framkalkylerade omsättningsutvecklingen,  $\Delta O_{it}$ , fram till 1970.

I termer av de finansieringsbalanser, som uppställts i tabellerna 1:1A-D (sid. 200 ff) har alltså investeringsverksamheten brutto (kolumn 1) bestämts exogent från långtidsutredningens prognos. De tre följande kolumnernas olika typer av omsättningstillgångar liksom också motsvarande omsättningsskulder (posten »övrig extern upplåning», kolumn 9) har var för sig förmodats tendera att långsiktigt anpassa sig till omsättningsutvecklingen (»transaktionsbehovet»), vilken också den erhållits exogent från långtidsutredningens beräkningar. Samma följsamhet till omsättningen och bruttointäkterna har även förväntats vara för handen vad bruttosparandet beträffar (kolumn 10). Genom enkla linjära prognosfunktioner, vilka skattats på det historiska material, som delvis finns återgivet i tabellerna 1:1A-D, kan vi alltså erhålla en grov prognos på utvecklingen hos alla uppräknade poster. Genom att addera samtliga användningsposter till vänster, samt subtrahera den prognosticerade handelskredittagningen och bruttosparandet varje år erhålles den restefterfrågan på finansieringsmedel, som kan förväntas »läcka ut» på den organiserade kreditmarknaden.

Detta är i mycket enkla ordalag — prognosmetoden. Som genast inses vid studiet av tabellerna 1:1A-D har härvid åtminstone en kraftig förenkling vidtagits. Det har nämligen hela tiden underförståtts att den statistiska felposten (kolumn 11) ej existerar. Som nu blir fallet kommer denna post — i prognosen — att inräknas i den externa restfinansieringen på den organiserade kreditmarknaden. Då denna felpost är av avsevärd storleksordning, samt uppvisar ett mycket oregelbundet och ofta oförklarligt mönster över konjunkturförloppet, måste detta förhållande noggrant beaktas vid tolkningen av erhållna resultat. Observeras bör dock att dessa poster när de ackumuleras över hela perioden 1950—1963 synes ha en

<sup>1</sup> Denna ansats innebär i flera avseenden en mycket grov approximation. För en mer fyllig diskussion i nämnda avseende refereras till IUI-utredningen.

<sup>2</sup> Observera härvid att denna »utnetting» fortfarande tillåter att en stor del av handelskreditströmmarna går mellan företag i olika branscher.



viss tendens att »eliminera varandra». I princip måste detta också bli ett ytterligare och underförstått prognosantagande för perioden 1965—1970.

I detta sammanhang bör återigen anmärkas att i prognoskalkylen ingen som helst hänsyn har tagits till kreditefterfrågans beroende av priset på penningar, nämligen räntan. Denna försummelse har blivit traditionell i de flesta långtidsprognoser och torde närmast bero på svårigheterna att förutse prisutvecklingen på kreditmarknaden såväl som på andra marknader för en längre framtida period. En implicit förutsättning till vår prognoskalkyl är därför att prishöjningen på kreditmarknaden ej markant kommer att förändras under prognosperioden.

Den kreditefterfrågan som sålunda kan räknas fram med hjälp av uttrycket (II: 11) motsvarar en ex ante storhet, dvs. en i någon bemärkelse av företagen på lång sikt planerad kreditefterfrågan, som i sin tur beror av den mångfald faktorer som påverkar deras investeringsbeteende och produktionsutveckling. Förutsatt att vi arbetar med en någorlunda »adekvat» prognosmodell, skall således vår prognos avvika från den realiserade utvecklingen i den mån företagarnas rapporterade planer visar sig överensstämma dåligt med motsvarande ex post uppmätta storheter. Denna anmärkning gäller i allra högsta grad korttidsutvecklingen från år till år. Våra från långtidsutredningen hämtade produktions- respektive investeringsprognoser bygger ju ej på något som helst hänsynstagande till i detta avseende relevanta kortsiktiga konjunkturvariationer. En numeriskt god överensstämmelse mellan prognos och utfall är därför ett kriterium på en »god» eller »lyckad» prognos endast i den mån gjorda a priori prognosantaganden var för sig och för varje pe-

riod visar sig vara rimliga. Fördelen med den enkla prognosmodell som här använts är bl. a. att den bygger på en uppsättning väl preciserade sådana antaganden. Det är sålunda möjligt att i efterhand på ett mycket enkelt sätt bestämma hur stor del av prognosfelet som beror av den använda metoden — dvs. prognosmodellens »realism», och hur stor del som beror av felaktigheter i rapporterade — i modellen exogena — investerings- och produktionsplaner.<sup>1</sup>

Ett annat problem slutligen, som också det fått en något styvmoderlig behandling i denna prognoskalkyl är företagsbeskattnings effekter på företagens finansierings efterfrågan. Vad som härvid närmast är av intresse är skattebestämmelsernas betydelse för företagens möjligheter att internfinansiera sin verksamhet (avskrivningsbestämmelser, lagervärderingsregler m. m.). Antaganden om de skattebetingade räntabilitetseffekter som verkar direkt på kapitalvaruefterfrågan förutsattes å andra sidan redan ha blivit inkorporerade i långtidsutredningens »reala» expansionskalkyl. Underlåtenheten att explicit taga hänsyn till skatteeffekter av detta slag beror ej på ett förringande av deras empiriska relevans, snarare på omöjligheten att explicit och på ett meningsfullt sätt införa dem i prognosberäkningarna. En mer utförlig diskussion i detta avseende återfinnes för övrigt i den refererade IUI-utredningen i samband med sparsambandets formulering. Samma kritik kan även riktas mot det förhållandet att antaganden om de på annat håll i denna utredning diskuterade »incidensen» av företagens ATP-

<sup>1</sup> Se uttrycket (II: 30) i avsnittet 2.3 den tekniska exkursen. Se även JOHNSTON: *Econometric Methods*, New York 1963, sid. 34 ff. samt sid. 131 ff. där en utförlig diskussion presenteras om de förutsättningar som ligger till grund för regressions sambandens tillämpning för prognosbruk.

avgifter ej explicit införts i beräkningarna. Det förutsattes helt enkelt att incidensen av den successiva upptrappingen av ATP-avgifterna fram till 1970 ej kommer att falla på företagen i den bemärkelsen att deras vinstmarginaler — eller snarare sparandemarginaler — förblir oförändrade under prognosperioden.<sup>1</sup>

### 2.3. Prognosmodellens empiriska struktur

I detta avsnitt presenteras resultaten från de regressionsberäkningar på prognosmodellens funktionssamband, som utförts på tidsseriedata för *hela industrisektorn*. Vissa branschresultat i den komprimerade form, som formulerats i uttrycket (II:11), redovisas i tabellform. I övrigt hänvisas till IUI-utredningen. Avslutningsvis följer en tekniskt hållen exkurs kring bestämningsfaktorerna till de tidigare diskuterade självfinansieringskvoternas utveckling. Denna exkurs, vars resultat visserligen direkt utnyttjas vid tolkningen av prognoskalkylens resultat i avsnitt 2.4 torde kunna överhoppas vid översiktlig läsning.

Som redan nämnts kunde handelskreditgivningens storlek  $HK^{(s)}$  väl förklaras långsiktigt som ett med omsättningsutvecklingen förknippat transaktionskreditbehov. För hela industrisektorn aggregerad erhöles sambandet (observera samtidigt att tids- och branschindicereringen i ekvationssambanden för enkelhets skull slopas i fortsättningen)<sup>2</sup>:

$$HK^{(s)} = 0,330 - 1532 \quad (\text{II:12}) \\ (0,02)$$

En någorlunda säkerställd anpassning av kassahållningen ( $L^{(s)}$ ) till omsättningsutvecklingen kunde observeras

på branschnivå. Detta utslag syntes dock ha en tendens att suddas ut vid en skattning på aggregerade industridata:

$$L^{(s)} = 0,020 + 2805 \quad R = 0,26 \\ (0,02) \quad (\text{II:13})$$

Ett liknande resultat noterades för lagerfunktionen i dess ursprungliga formulering (II:4). En avsevärd förbättring uppnåddes dock hos omsättningsförändringens förklaringsvärde om även andra differensen hos omsättningsvariabeln  $\Delta^2O$  inkluderades i lagerfunktionen. Detta inträffade trots att något tydligt utslag för denna sistnämnda variabel ej kunde iakttagas. Som prognosekvation kommer därför att utnyttjas detta sistnämnda mer sofistikerade estimat varvid dock förutsattes att koefficienten framför den nya variabeln  $\Delta^2O$  är lika med noll.<sup>3</sup> Den aggregerade lagerfunktionen fick härvid utseendet:

$$I_L = 0,34 \Delta O - 306 \quad (\text{II:14}) \\ (0,19)$$

Tydligt är att både vad kassa- och lagerhållning beträffar så spelar de kortsiktiga variationerna en dominerande roll. De enkla trendsamband som anpassats till det statistiska materialet förmår ej förklara någondera storhetens kraftiga kortsiktsfluktuationer. Det-

<sup>1</sup> Jfr. dock diskussionen på sid. 219.

<sup>2</sup> Den ursprungliga ansatsen hade utseendet  $HK^{(s)} = f(O, \Delta AF)$  där  $\Delta AF$  står för nettoförändringen i stocken utestående affärsbankskrediter. Koefficienten framför  $\Delta AF$  har satts lika med noll i uttrycket (II:12). Det fullständiga ekvationssambandet var härvid:

$$HK^{(s)} = 0,330 + 3,39 \Delta AF - 1532 \quad R = 0,99 \\ (0,02) \quad (0,78)$$

<sup>3</sup> Det fullständiga uttrycket var:

$$I_L = 0,34 \Delta O - 0,08 \Delta^2 O - 306 \quad R = 0,53 \\ (0,19) \quad (0,12)$$

De beräknade koefficienterna framför  $\Delta^2 O$  var dessutom av varierande tecken samt numeriskt små.

ta resultat var också förväntat a priori. Vad lagerfunktionen beträffar är det dessutom viktigt att komma ihåg att ansatsen som sådan i princip är mest lämpad för färdigvarulagren. Det aggregat av olika lagerkategorier (råvaror, varor i arbete såväl som färdigvaror), som vinststatistikens »lagervolymförändring» mäter, är i detta sammanhang ett mindre lyckat mått. Utvecklingen över konjunkturförloppet hos ovan nämnda tre lagerkategorier uppvisar ofta ett i förhållande till varandra färförskjutet mönster, en omständighet som tenderar att suddas ut »förklaringsvärdet» hos variabeln  $\Delta O$  i (II: 4) vid empiriska mätningar.<sup>1</sup>

Det enkla sparandesambandet (II: 3) gav ett klart utslag för omsättningsvariabeln, även om anpassningen till den faktiska utvecklingen vissa år var mindre god. Den gemensamma trendkomponenten i  $BS$  och  $O$  garanterade ett sådant resultat. För hela industrisektorn erhöles följande aggregerade sparandesamband:

$$BS = 0,07 O - 116 \quad R = 0,91 \\ (0,01) \quad (II:15)$$

För varje företag synes tydligen i medeltal varje år omkring 7 procent av intäkterna ha kunnat »plöjas ned» inom företaget för investeringsändamål, lageruppbyggnad eller accumulation av finansiella tillgångar. Det faktum att den skattade konstanta termen blivit negativ antyder samtidigt en svagt stigande sparandemarginal under observationsperioden (se sid. 237).

För skattningen av det aggregerade sambandet mellan företagets inbördes skuldsättning erhöles följande estimat för hela industrisektorn:

$$HS^{(s)} = 1,01 HK^{(s)} - 830 \quad R = 0,99 \\ (0,03) \quad (II:16)$$

En mycket välartad anpassning således, som i stort sett samtliga 14 observationsår (1950—1963) väl följer den faktiska utvecklingen. Den beräknade regressionskoefficienten har erhållit storleken 1. Den konstanta termen — som dock är numeriskt liten relativt storheterna  $HS^{(s)}$  och  $HK^{(s)}$  — har erhållit negativt tecken — ett förhållande som sannolikt till stor del endast återspeglar det faktum att tillgångsposten  $HK^{(s)}$  förutom givna handelskrediter och krediter till koncernföretag även omfattar företagets värdepappersinnehav.<sup>2</sup> Förutsatt att det estimerade sambandet (II:16) även kan anses representativt för en framtida period kommer den trendmässiga ökningen hos  $HS^{(s)}$  och  $HK^{(s)}$  att medföra att kvoten mellan  $HS^{(s)}$  och  $HK^{(s)}$  — vilken nu är något mindre än ett — successivt kommer att närma sig ett. Implikationen blir tydligen — som redan nämnts — att industrisektorns nettoskuldssättning gentemot andra sektorer via denna typ av handelskreditgivning är obetydlig över längre perioder. Denna inbördes kreditgivning synes för övrigt nettas ut även inom respektive delbranscher.<sup>3</sup>

Med hjälp av ovan redovisade numeriska samband kan vi för hela industrisektorn illustrera den från uppbyggnaden av *omsättningstillgångar* genererade finansieringsefterfrågan:

<sup>1</sup> I konjunkturinstitutets ekonometriska prognosmodell med halvårsperiodisering av data finns av denna anledning ett funktions samband för varje lagerkategori. I dessa mer sofistikerade lagerfunktioner återfinnes bl. a. en tidsförskjuten produktionsvariabel  $\Delta O$ . Se närmare Jacobsson: Lager- och produktionsektorns ställning i Konjunkturinstitutets ekonometriska modell (Stencil, Konjunkturinstitutet) Stockholm 1966.

<sup>2</sup> Observera dock att även posten  $HS^{(s)}$  innefattar viss kreditmarknadsupplåning, bl. a. försäkringsbolagens direkta utlåning till industrin.

<sup>3</sup> Se närmare det i IUI-utredningen redovisade grundmaterialet.

Tabell 2: 2. Branschekvationer för den externa kreditlefterfrågan;  $EF_i^0$  enligt (II: 11)<sup>1</sup>

	(1)	(2)	(3)
	$\Delta O$	$O$	Konstant term
Malm-, metall- och verkstadsindustri...	+0,01	-0,09	+275
Jord- och stenindustri.....	+0,33	-0,11	+ 16
Trä-, massa- och pappersindustri.....	+0,18	-0,05	-209
Grafisk industri och pappersförädling...	+0,34	-0,07	+ 20
Livsmedelsindustri.....	0	-0,03	+ 90
Textil-, läder- och gummivaruindustri...	+0,30	-0,11	+150
Kemisk-teknisk industri.....	+0,55	-0,13	+124
<b>Totalt</b>	<b>+0,36</b>	<b>-0,07</b>	<b>-190</b>

<sup>1</sup> I kol. (1) återfinnes summan av koefficienterna:  $a_1 + a_2 + a_4 - a_3 a_1$

” ” (2) ” koefficienten  $a_3$

” ” (3) ” skillnaden mellan koefficienterna:  $b_4 - b_3$

$$(\Delta L^{(s)} + I_L + \Delta HK^{(s)}) = 0,69 \Delta O - 306 \quad (\text{II:17})$$

Den totala finansieringsefterfrågan erhålles från (II:17) efter addering av investeringsvärdet,  $I$ .

$$FT = I + 0,69 \Delta O - 306 \quad (\text{II:18})$$

Den del därav som tänkes bli täckt på den organiserade kreditmarknaden fås genom subtraktion av bruttosparandet och handelsskuldsättningen:

$$\begin{aligned} EF^0 &= FT - BS - \Delta HS^{(s)} = I + 0,69 O - \\ &- 0,07 O - 306 + 116 - 1,01 \cdot 0,33 \Delta O = \\ &= I + 0,36 \Delta O - 0,07 O - 190 \end{aligned} \quad (\text{II:19})$$

I tabell 2:2 har listats de branschvisa ekvationssamband (II:19) som kommer att utnyttjas i följande avsnitts prognoskalkyl. Vi observerar den obetydliga koefficienten framför  $\Delta O$  i den dominerande branschgruppen »malm-, metall- och verkstadsindustri», jämfört med motsvarande betydligt större koefficient hos den aggregerade prognosekvationen. Skillnaden beror på att inget utslag noterats för omsättningsvariabeln i lagerekvationen hos ovannämnda delbransch. I stället har

en stor positiv konstant term framkommit. Det aggregerade sambandet däremot har fångat upp den trendmässiga anpassningen av lagerstocken till omsättningsnivån (II:14), medan samtidigt den konstanta termen blivit kraftigt negativ. Vid den disaggregerade prognosen kommer därför gruppen »malm-, metall- och verkstadsindustri» varje år att bidra med en konstant uppjustering av lagerstocken (den konstanta termen) ett förhållande som talar för en underskattning på längre sikt, dvs. när det historiskt bestämda sambandet extrapoleras framåt i tiden mot 1960-talets slut.

#### *Teknisk exkurs kring villkoren för en konstant sparandeandel av totalfinansieringen respektive investeringsfinansieringen*

Vi har tidigare i kapitel I (avsnitt 1.2) studerat vissa mått som beskrivit en typ av kapitalanskaffning i relation till en typ av kapitalanvändning, bl. a. bruttosparandets relation till investeringsverksamheten samt till totala kapitalanvändningen. Även om vi – på vårt material – ej funnit något stöd för hypotesen att industriföretagen *aggregerade* skulle tendera att *varje år* söka uppnå en viss konstant relation mellan sparandet och investeringarna respektive sparandet och totala kapitalanvändningen så synes det rimligt att vänta sig att vissa samband existerar mellan dessa två *aggregerade* storheter åtminstone över längre

tidsskeden. Vi skall i detta avsnitt försöka antyda varför. Det finns därför anledning att först kortfattat precisera vissa villkor för konstans hos de två finansieringsmått.

I vår prognosmodell fick sparandefunktionen formuleringen

$$BS = a_3 O + b_3 \quad (\text{II: 3})$$

Vi får alltså ett uttryck för den traditionella »självfinansieringskvoten»:

$$\frac{BS}{I} = \frac{a_3 O + b_3}{I} \quad (\text{II:20})$$

Villkoret för att denna kvot skall hålla sig konstant över tiden är tydligen:

$$\frac{d(BS/I)}{dt} = 0$$

$$\text{dvs } a_3 \frac{dO}{dt} I = \frac{dI}{dt} (a_3 O + b_3) \quad (\text{II:21})$$

Om vi kan räkna med att  $b_3 = 0$  (vilket vi gör) erhålles

$$\frac{dO}{O} = \frac{dI}{I} \quad (\text{II:22})$$

dvs i ord: ökningstakten hos  $O$  skall vara densamma (varje period), som ökningstakten i investeringarna. Vi ser omedelbart från tabell II: 1 att detta villkor *ej* uppfylles av långtidsutredningens reala prognos för hela industrin för åren 1965 - 1970, så länge vi räknar med en parallell prisvariation på investeringsvaror och produkter.<sup>1</sup> Vi kan därför förvänta oss en successivt sjunkande självfinansieringskvot  $BS/I$  under perioden 1965 - 1970, varvid sänkningen beror på den långsammare produktions- än investeringsökningstakten.

Ett liknande - men *ej* lika okomplicerat - villkor för en konstant sparandeandel av totalfinansieringen kan formuleras. Uttrycken (II: 3) och (II: 6) ger härvid:

$$\frac{BS}{FT} = \frac{a_3 O + b_3}{I + (a_1 + a_2 + a_4) \frac{dO}{dt} + b_4} \quad (\text{II:23})$$

Vi rundar bort konstanterna  $b_3$  och  $b_4$  samt formulerar det nödvändiga villkoret för konstans hos  $\frac{BS}{FT}$  nämligen

$$\begin{aligned} d(BS/FT)/dt &= 0, \text{ som ger} \\ a_3 \frac{dO}{dt} \left[ I + (a_1 + a_2 + a_4) \cdot \frac{dO}{dt} \right] &= \\ = \left[ \frac{dI}{dt} + (a_1 + a_2 + a_4) \cdot \frac{d^2 O}{dt^2} \right] a_3 O & \end{aligned}$$

vilket kan omvandlas till:

$$\frac{\frac{dO}{dt}}{O} = \frac{\frac{dI}{dt} + (a_1 + a_2 + a_4) \frac{d^2 O}{dt^2}}{I + (a_1 + a_2 + a_4) \frac{dO}{dt}} \quad (\text{II: 24})$$

För det fall att  $\frac{dO}{dt} \geq$  högerledet kommer alltså

så kvoten  $\frac{BS}{FT}$  att hålla sig konstant eller öka.

Det följer att  $\frac{BS}{FT}$  förhåller sig konstant över tiden vid lika exponentiell tillväxt i omsättning och investeringar.<sup>2</sup>

*Prisproblemet:* Prognoskalkylen bygger - som tidigare framhållits - på den förenklade förutsättningen om oförändrade priser på investeringsvaror och företagens produkter. För det speciella fall att dessa två pristyper utvecklas parallellt - dvs med samma relativa förändringstakt - kommer *ej* våra prognosresultat att störas - förutsatt då att prisutvecklingen *ej* påverkar det volymmässiga

<sup>1</sup> Eller snarare med oförändrade priser fr. o. m. 1963 som i vår prognos.

<sup>2</sup> Vi visar detta. Lösningen av de homogena linjära differentialekvationerna av första ordningen:  $\frac{dO}{dt} = xO$ ;  $\frac{dI}{dt} = yI$  ger:

$$\begin{aligned} O_t &= O_0 e^{xt} \\ I_t &= I_0 e^{yt} \end{aligned}$$

där  $O_0$  resp.  $I_0$  representerar omsättnings- och investeringsnivå vid prognosperiodens ingång; samt  $x$  resp.  $y$  den motsvarande förmodad tillväxttakten. Derivering ger:

$$\begin{aligned} \frac{dO}{dt} &= O_0 x e^{xt} & \frac{dI}{dt} &= I_0 y e^{yt} \\ \frac{d^2 O}{dt^2} &= O_0 x^2 e^{xt} \end{aligned}$$

Insättning i (II: 24) ger efter en smula manipulering

$$I_0 e^{yt} (x - y) = 0$$

där

$$I_0 e^{yt} \neq 0 \text{ dvs } x = y.$$

Långtidsutredningens förväntade kraftiga ökning i bruttoinvesteringsverksamheten kommer under prognosperioden att medföra en sänkning av kvoten  $\frac{BS}{FT}$ . Observera samtidigt att vi ovan ersatt differensbeteckningarna i avsnitt 2.2 med derivator m. a. p. tiden. Så sker även i fortsättningen med undantag för uttrycken II: 29 och II: 30.

realiserandet av investerings- och omsättningsplaner, samt »sparandemarginalerna».<sup>1</sup>

En skiljaktig utveckling hos de två prisserierna kommer dock att få vissa konsekvenser för storheterna  $\frac{BS}{I}$  och  $\frac{BS}{FT}$  utveckling. Vi har självfallet att räkna med detta som ett realistiskt alternativ. Låt oss illustrera. Vi sätter:

$$S = Op^v \quad (\text{II: 25})$$

där  $O$  nu får stå för totala omsättningen i fasta priser, samt  $p^v$  för produktprisindex. För enkelhets skull bortser vi också från förekomsten av insatsvaror och mellanprodukter i produktionen varför  $O$  i princip motsvarar produktionsvolymen.<sup>2</sup> Lika så skriver vi:

$$I = I_f \cdot p^I \quad (\text{II: 26})$$

$I$  uttrycker här bruttoinvesteringarna i löpande priser,  $I_f$  i fasta priser, medan  $p^I$  står för investeringsprisindex. Eftersom sparandefunktionen (II: 3) i princip formulerats i värde-termer, kan vi skriva om uttrycket (II: 20) som:

$$\frac{BS}{I} = \frac{a_3 \cdot O \cdot p^v}{I_f \cdot p^I} = \frac{a_3 S}{I} \quad (\text{II: 27})$$

Vi bortser liksom tidigare från interceptet  $b_3$  i (II: 3). Villkoret för att kvoten  $BS/I$  skall vara konstant eller stigande kan nu visas bli<sup>3</sup>:

$$\frac{dO}{dt} + \frac{dp^v}{p^v} \geq \frac{dI_f}{I_f} + \frac{dp^I}{p^I} \quad (\text{II: 28})$$

dvs endast för det fall att de två prisuttrycken är lika i (II: 28) kommer villkoret (II: 22) att vara uppfyllt. En eftersläpande utveckling hos produktpriserna (dvs partiprisindex) jämfört med priserna på investeringsvaror kommer därför – under antagandet om oförändrade sparandemarginaler (II: 3) – att sänka kvoten  $\frac{BS}{I}$ , och vice versa.

Insättning av (II: 25) och (II: 26) i uttrycket för den externa kreditefterfrågan på den organiserade kreditmarknaden (II: 11) ger slutligen (i aggregerade termer för hela industrisektorn)<sup>4</sup>:

$$EF_t^O = I_f p^I + A [\Delta O_t p^v + O_t \Delta p^v] - B O_t p^v + C \quad (\text{II: 29})$$

Om vi i detta uttryck explicit introducerar 1963 års prinsnivåer [ $p_{63}^v$  resp.  $p_{63}^I$ ] kan  $EF_t^O$  uppdelas i två komponenter, dels  $EF_{t(1963)}^O$  som representerar vår tidigare fastprisprognos en-

ligt (II: 11), dels  $PK_t$ , en priskorrigerings-term, som uttrycker den för året  $t$  relevanta korrigeringen av fastprisprognosen för variationer i  $p^v$  och  $p^I$  under perioden ( $t - 1963$ ). Uttrycket blir något otympligt, men förtjänar ändå att präntas ned:

$$EF_t^O = I_f \cdot p_{63}^I + A \Delta O_t p_{63}^v - B O_t p_{63}^v + C + I_f \cdot \underbrace{\left( \frac{EF_{t(1963)}^O}{PK_t} \right)}_{PK_t} \cdot \left( p_t^I - p_{63}^I \right) + (A \Delta O_t + A O_t + B O_t) \cdot \left( p_t^v - p_{63}^v \right) \quad (\text{II: 30})$$

*Vinster och sparande:* I avsikt att begränsa den formella framställningen kommer nu så pass grova förenklingar att införas att kontakten med den empiriska verklighet vi egentligen studerar på sina håll kan bli något svårgripbar. De principiella resultat som skall uppnås i det följande torde dock ändå vara av intresse som en illustration till sparande-investerings sambandets beroende av industrisektorns produktionsstruktur.

Bruttovinsten ( $BV$ ) har i denna studie definierats som respektive företagsgrupps brutto-intäkter i löpande priser ( $S$ ) minus tillverknings-, försäljnings- och förvaltningskostnader samt varuskatter ( $=C$ ).<sup>5</sup> Sparandet ( $BS$ ) har å andra sidan definierats som avskrivningar + fondavsättningar + redovisad vinst – beslu-

<sup>1</sup> Dvs i princip funktionssambandet (II: 3).

<sup>2</sup> Låt  $M$  stå för volymen mellanprodukter och insatsvaror. Antag vidare att priset på denna typ av varor  $p^M = p^v$  (se (II: 25) ovan) samt att  $M$  är direkt proportionell mot produktionsnivån, dvs.  $M =$  en konstant multiplicerad med  $(O - M)$ . Under dessa någorlunda rimliga approximationer blir de slutsatser som ovan kommer att dragas om produktionsvolymen även giltiga för omsättningsvolymen.

<sup>3</sup>  $d\left(\frac{BS}{I}\right) dt \geq 0 \rightarrow \left(\frac{dO}{dt} p^v + \frac{dp^v}{p^v} O\right) I_f p^I \geq O p^v$

$$\left(\frac{dI_f}{dt} p^I + \frac{dp^I}{p^I} I_f\right)$$

Division av varje komponent i vänster- och högerledet med produkten  $O \cdot I_f \cdot p^I \cdot p^v$  ger nu uttrycket (II: 28).

<sup>4</sup> Där  $A = a_1 + a_2 + a_4 - a_5 a_1$   
 $B = a_3$

samt  $C = b_4 - b_3$ . Vi bortser vidare i (II: 29) från termen  $A \cdot \Delta O_t \cdot \Delta p_t^v$  som sättes  $\approx 0$  samt i (II: 11) från summatecknen.

<sup>5</sup> Se exempelvis »Företagens intäkter, kostnader och vinster». Statistiska centralbyrån (SOS), Stockholm, exempelvis år 1960, tabell 6.

Tabell 2: 3

	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	19
$100 \cdot \frac{U}{BV} = 100 \cdot u$	19	21	20	19	21	23	21	17	17	16	19	20	:
$100 \cdot \frac{T}{BV} = 100 \cdot s$	38	38	39	37	38	40	38	30	24	22	26	24	:
$100 \cdot \frac{\ddot{O}}{O} = 100 \cdot \delta$	-1	-2,4	-1,3	-1,0	-0,9	-2,0	-1,5	-1,6	-2,0	-0,7	-1,8	-0,6	-

<sup>1</sup> Procentandelen är detta år positiv men till sin numeriska storlek mycket nära noll.

U står för beslutad utdelning.

T skatter (andra än varuskatter)

Ö övriga kostnader (netto) enligt definitionen i not på denna sida.

Källa: Statistiska centralbyrån, vinststatistiken.

tad utdelning + lagerreservens förändring. Denna definition kan i princip sägas motsvara bruttovinsten minus räntekostnader netto minus skattekostnader (andra än varuskatter) minus beslutad utdelning plus behållna vinstmedel samt en ofta betydande post övriga intäkter netto. På lång sikt synes det mycket rimligt att utgå ifrån att företagen söker att anpassa sina utdelningar efter just sin bruttovinstutveckling.<sup>1</sup> I aggregerade termer skulle vi kunna uttrycka denna förmodan som:

$$U = u BV \quad (\text{II: 31})$$

Med »skattesatsen» ( $s$ ) menar vi kvoten mellan skattekostnaderna (andra än varuskatter) ( $T$ ) och bruttovinsten, dvs:

$$s = \frac{T}{BV} \quad (\text{II:32})$$

Slutligen inför vi en övrigpost »övriga kostnader» (netto) ( $\ddot{O}$ ) som en andel ( $\delta$ ) av omsättningen dvs:

$$\delta = \frac{\ddot{O}}{O} \quad (\text{II:33})$$

Ö har definierats så att balansen

$$BV = BS + T + U + \ddot{O} \quad (\text{II: 34})$$

skall gå ihop.<sup>2</sup> Ö kommer härvid att omfatta summan av övriga kostnader minus övriga intäkter samt räntekostnader (netto) minus överskott å annan rörelse minus lagervärdetförändringar, m. m. (II: 31—34) ger nu:

$$BS = (1 - u - s) BV - \delta O$$

Med bortseende från den konstanta termen  $b_3$  i (II: 3) kan vi vidare etablera sambanden:

$$BV = \frac{(a_3 + \delta)}{a_3(1 - u - s)} BS = \frac{(\delta + a_3)}{1 - u - s} O \quad (\text{II:35})$$

För det fall att uttrycken inom parentes framför BS och O i (II: 35) kan betraktas som konstanter på lång sikt har vi alltså en situation med samtidigt konstanta marginella »sparande» såväl som »bruttovinstmarginaler».

<sup>1</sup> KUH gör denna förutsättning i sin »long-run growth» model. Se hans Capital Stock Growth: A Micro-Econometric Approach. Amsterdam 1963, sid. 30.

<sup>2</sup> Jfr härvid bruttosparandets definition not på sid. 197 samt uppställningen i tabell 6 i »Företagens Intäkter, Kostnader och Vinstter», Statistiska centralbyrån, Stockholm exempelvis år 1963. I termer av tabell 6 kar vi precisera Ö som (numren inom parentes stå för radnumren): (10) + (15) — (5) — (6) — (7) — (8) — (lagerreservens förändring). Lagerreserven: förändring definieras härvid som den »uppskattade lagervolymförändringen» (28) minus »lagervärdetförändringen» (27). Som kommer att framgå av tabell 2: 3 nedan utgör Ö praktiskt taget genomgående en negativ storhet.

<sup>3</sup> Observera att »skattesatsen» i (II: 32) e definierats i överensstämmelse med företags beskattningens bestämmelser där den direkt: statliga och kommunala bolagsskatten i princip räknats på företagets »nettovinst». Se exempelvis ALMQVIST: Företagsbeskattningen grunder, Stockholm 1965.

Vidare bör observeras att bruttovinster traditionellt definierats utan avdrag för den ekonomiska förslitningen av produktionsutrustningen, dvs. (se ovan) som bruttointäkterna minus tillverknings-, försäljnings- och förvaltningskostnader. Därav följer att bruttovinsten i princip motsvarar ett pålägg av

$$\left( \frac{1 - u - s - \delta - a_3}{\delta + a_3} \right) \cdot 100$$

procent på dessa kostnader.

Detta fall överensstämmer dock ej med resultatet i kapitel 1 (sid. 219 tabell 1:6). Däriakttog vi nämligen för perioden 1950–1963 en trendmässigt någorlunda konstant kvot  $BS/O$  samtidigt som kvoten  $BV/O$  sjönk trendmässigt. Dessa divergerande trendutvecklingar måste alltså i termer av uttrycket (II: 34) återföras på variationer i kvoterna  $u$ ,  $s$  och  $\delta$ . En konstant sparandemarginal  $BS/O$  motsvaras alltså av en sjunkande bruttovinstmarginal för minskande kvoter  $u$ ,  $s$  och/eller  $\delta$ . Tabell 2: 3 nedan belyser detta förhållande. Vi kan för perioden 1955–1963 notera en obetydlig eller svag långsiktig sänkning av utdelningarnas andel av bruttovinsten ( $u$ ), för perioden 1951–1963 en påtaglig sänkning av skattekostnadernas andel av bruttovinsten ( $s$ ) samt möjligen en svag ökning av det absoluta värdet hos den genomgående *negativa* kvoten  $\delta$ , för perioden 1955–1963. Dessa iakttagelser kan sägas överensstämma någorlunda med den skiljaktliga utvecklingen hos sparande och vinstmarginaler i tabell 1:6.

Vi observerar samtidigt det något säregna angreppssättet att först definiera ett linjärt sparandesamband (dvs (II: 3)) och därefter en vinstfunktion. I termer av uttrycket (II: 35) innebär alltså en konstant sparandemarginal i kombination med varierande kvoter  $u$ ,  $s$  och  $\delta$  normalt en samtidigt variabel bruttovinstmarginal. Den tillämpade ansatsen motiveras självfallet av sparandefunktionens plats i prognosmodellen. Det hade dock varit mer naturligt att först söka förklara bruttovinsten i termer av företagets intäkts- och kostnadsutveckling.

*Vinster och räntabilitet: I fortsättningen förutsättes alla storheter vara uttryckta i volymmått, dvs. i fasta priser, samt all såväl produktpris som investeringsprisindex utvecklas parallellt år från år.* Det återstår nu att sammanföra sparande- och vinstbegreppen med företagets investeringar ex post. I vår prognoskalkyl har vi befriats från detta i numeriska sammanhang synnerligen komplicerade problem. Långtidsutredningens «reala» prognos har nämligen försett oss med såväl investerings- som produktionsdata för perioden fram till 1970, varför vi i den finansiella prognosen kunnat hålla produktions- och omsättningsutvecklingen, och därför också sparande-prognosen, åtskiljd från investerings- och kapacitetsutbyggnadsprocessen. En koordinering av dessa för industrisektorns expansion väsentliga aspekter ligger nämligen till grund för långtidsutredningens reala prognoskalkyl, vilken härletts i termer av en aggregerad industriell produktionsfunktion. Problemet bör därför formule-

ras även här. Det skall nämligen visa sig att det råder ett intimt samband mellan företagets sparande- och vinstutveckling, samt avkastningen på det i företagen arbetande kapitalet. Samtidigt som den utgör en viktig finansieringskälla representerar nämligen den löpande och för framtiden förväntade vinstutvecklingen även ett väsentligt investerings- och kapacitetsutbyggnadsincitament. Mycket tyder på att de långsiktiga vinstförväntningarna härvid blir avgörande för den långsiktiga planerade kapacitetsutbyggnaden samtidigt som det löpande flödet av internt genererade sparandemedel spelar en fundamental roll som förklaringsfaktor till investeringsverksamhetens kortsiktiga fluktuationer.<sup>1</sup> Detta sistnämnda «kortsiktiga finansiella hivillkor» måste dock – självfallet – samtidigt ses i samband med företagets möjligheter och villighet att externt finansiera en del av sin investeringsverksamhet.

I långtidsutredningen<sup>2</sup> har man vid produktions- och investeringsprognosen i princip arbetat i termer av en traditionell Cobb-Douglas produktionsfunktion av typen:

$$O = L^\alpha K^\beta e^{\gamma t} \quad (\text{II:36})$$

$O$  betecknar här som tidigare – produktionsnivån,<sup>3</sup>  $L$  arbetsinsatsen samt  $K$  insatsen av kapital i produktionsprocessen.  $\alpha$  och  $\beta$  står för dessa faktorer relativa betydelse för produktionens storlek.  $\gamma$  slutligen representerar en konstant «skiftfaktor», vilken beskriver produktionsfunktionens förskjutning över tiden. Vi kan säga att denna faktor «förklarar» den del av variationen i  $O$  som ej är att hänföra vare sig till  $K$  eller  $L$ . Genom totaldifferentiering av (II: 36) med avseende på tiden

<sup>1</sup> Detta är den bild som synes framträda vid en översiktlig genomgång av den empiriska facklitteraturen på detta område, vilket utförts i den refererade IUI-studien. Jfr även EISNERS «Capital Expenditures, Profits and the Acceleration Principle» i «Studies in Income and Wealth, volume 28» Princeton 1964, sid. 139 samt de MEYER-GLAUBERSKA resultaten i *Investment Decisions, Economic Forecasting and Public Policy*, Boston 1964, Chapter II.

<sup>2</sup> Se BENTZEL-BECKEMAN: *Framtidsperspektiv för Svensk Industri 1965–1980*, Stockholm 1966, Appendix B.

<sup>3</sup> Observera här beteckningen  $O$  för produktionen, vilken i termer av vår tidigare argumentering även betecknar omsättningen i fasta priser. Vi har nämligen för enkelhets skull bortsett från mellanprodukter i produktionen, se not på sid. 245.



kan vi med hjälp av (II: 36) och något formellt manipulerande skriva:

$$\frac{dO}{O} = \frac{dL}{L} + \beta \frac{dK}{K} + \gamma \quad (\text{II:37})$$

Under de antaganden om produktionsstrukturen inom industrisektorn som ligger till grund för Cobb-Douglas funktionens formulering har vi alltså kunnat uttrycka tillväxttakten i industriproduktionen som ett vägt medelvärde av motsvarande tillväxttakter hos de två produktionsfaktorerna plus produktivitetstegringen representerad av shiftfaktorn.

Långtidsutredningens prognos bygger på antagandet att tillskottet i arbetskraft inom industrin  $dL$  under prognosperioden 1965 - 1970 kommer att vara obetydligt, dvs  $\frac{dL}{L} \approx 0$  (se sid. 234). Vidare räknas med att bidraget till den procentuella produktionstillväxten från  $K$  är 40 procent av kapitalets procentuella tillväxt dvs.  $\beta = 0,4$  samt att trendfaktorerna storlek  $\gamma = 3,0$  dvs 3,0 procentenheter av produktionstillväxten förklaras av andra faktorer än tillskottet av kapital och arbete, exempelvis produktivitetshöjningar av olika slag. (II: 37) kan därför skrivas som

$$\frac{dO}{O} = 0,4 \frac{dK}{K} + 3,0 \quad (\text{II:38})$$

Derivera nu (II: 36) partiellt med avseende på  $K$ . Vi får:

$$\frac{\partial O}{\partial K} = \frac{\beta}{K} \cdot L^\alpha K^\beta e^{\gamma t} \quad (\text{II:39})$$

(II: 36) ger nu

$$X = \frac{K}{O} = \frac{\beta}{\frac{\partial O}{\partial K}} \quad (\text{II:40})$$

$X$  eller kvoten mellan produktionsutrustningens storlek (kapitalstocken) och produktionsnivån representerar härvid vad man brukar kalla kapitalkoefficienten (»the capital - output ratio»). I termer av Cobb - Douglas funktionen kan den alltså uttryckas som kvoten mellan kapitalets relativa betydelse för produktionens storlek och kapitalets marginella produktivitet.

Den partiella derivatan i (II: 40) uttrycker tillskottet i  $O$  för ett givet tillskott i produktionsfaktorn  $K$  förutsatt att insatsen av arbete ( $L$ ) är konstant och inga produktivitetsförändringar inträffar. En förmodad avtagande mar-

ginell [avkastning] hos kapitalet vid en växande kapitalstock, dvs sjunkande  $\frac{\partial O}{\partial K}$  motverkas dock de fakta av produktivitetsförbättringar,  $\gamma > 0$ , via produktionsfunktionens tidsförskjutning. Detta torde vara en väsentlig förklaring till att kapitalkoefficienten trots industrisektorns kraftiga kapitalackumulering under efterkrigstiden förhållit sig relativt konstant.<sup>1</sup>

Vi definierar nu den ekonomiska förslitningen av produktionsutrustningen ( $D$ ) som kapitalstocken ( $K$ ) dividerad med produktionsutrustningens medellivslängd<sup>2</sup> ( $m$ )

$$D = \frac{K}{m} \quad (\text{II:41})$$

Vi kan nu definiera *nettovinsten* ( $NV$ ) som bruttovinsten ( $BV$ ) minus den ekonomiska förslitningen av produktionsapparaten ( $D$ ) dvs

$$NV = BV - D \quad (\text{II: 42})$$

(II: 35), (II: 40—42) ger nu:

$$NV = \left( \frac{(a_3 + \delta)}{1 - u - s} - \frac{X}{m} \right) O = \left( \frac{(a_3 + \delta)}{X(1 - u - s)} - \frac{1}{m} \right) K \quad (\text{II:43})$$

Uttrycket inom parentes framför  $K$  i (II: 43) representerar alltså ett mått på kapitalets avkastning. Under de förenklade antaganden som införts har vi kunnat härleda ett direkt (aggregerat) samband mellan företagets sparande och vinstutveckling samt avkastningen på det i företagen arbetande kapitalet.

Förutsatt en konstant sparandemarginal ( $a_3$ ), en konstant kapitalkoefficient  $X$  och en konstant medellivslängd hos kapitalutrustningen ( $m$ ) innebär alltså ökande kvoter  $\delta$ ,  $u$  och  $s$  att en ökning av såväl bruttovinstmarginalerna  $\left( \frac{BV}{O} \right)$  som kapitalets avkastning  $\left( \frac{NV}{K} \right)$  inträffar och vice versa. Samtidigt observerar vi

<sup>1</sup> Se nedan samt LUNDBERG, Produktivitet och räntabilitet, Stockholm 1961, sid. 126.

<sup>2</sup> KUH tänker sig denna — för enkelhets skull — som konstant i sin »long-run-growth model». Se hans »Capital Stock Growth — A Micro Econometric Approach» Amsterdam 1963, sid. 29 f.

Under detta antagande bortses från en rad väsentliga problem sammanhängande med kapitalstockens åldersstruktur, accelererad ekonomisk förslitning av äldre kapitalutrustning under en kraftig kapacitetsutbyggnadsprocess — (»obsolescence») etc. Vi tillåter därför — tills vidare — även  $m$  variera över tiden.

återigen att krympande bruttovinstmarginaller  $\left(\frac{BV}{O}\right)$  beroende på kostnadsökningar (höjda löner etc.) och/eller sänkta produktpriser i kombination med små eller obetydliga produktivhetsförbättringar i vår speciella formulering av vinstfunktionen vid ett tänkt fall av konstanta  $u$ ,  $s$  och  $\delta$  måste verka sänkande på kapitalavkastningen  $\left(\frac{NV}{K}\right)$  via en krympande sparandemarginal  $\left(\frac{BS}{O} = a_3\right)$ .

*Sparande-investeringskvoten igen.* Vi skall nu söka återföra de hittills vunna resultaten på den tidigare diskuterade enkla självfinansieringskvoten. För detta ändamål definierar vi bruttoinvesteringarna som:

$$I = \frac{dK}{dt} + \frac{K}{m} \quad (\text{II:44})$$

dvs som kapitalstockens förändring (nettoinvesteringen =  $\frac{dK}{dt}$ ) plus den ekonomiska avskrivningen  $\left(D = \frac{K}{m}\right)$ .

(II: 3),  $b_3 = 0$ , (II: 40) samt (II: 44) ger nu:

$$\frac{BS}{I} = \frac{a_3 O}{\left(\frac{dK}{dt} + \frac{K}{m}\right)} = \frac{a_3 K}{X \left(\frac{dK}{dt} + \frac{K}{m}\right)} \quad (\text{II:45})$$

Under det enkla antagandet om konstans hos kapitalkoefficienten ( $X$ ) samt  $a_3$  kräves för en konstant självfinansieringsgrad  $\left(\frac{BS}{I}\right)$  även

att uttrycket  $\left(\frac{dK}{dt} + \frac{1}{m}\right)$  är en konstant. Förutsatt att  $m$  är konstant kan det lätt visas att så blir fallet vid lika exponentiell tillväxt hos kapitalstocken och omsättningen (= produktionen), vilket innebär att:

$$\frac{\frac{d^2K}{dt^2}}{\frac{dK}{dt}} = \frac{\frac{dK}{dt}}{K} = \frac{\frac{dO}{dt}}{O} \quad (\text{II:46})$$

Samtidigt kommer bruttoinvesteringarna enligt uttrycket (II: 44) att växa i samma takt.<sup>1</sup> Vi vet redan på denna punkt att detta villkor ej är uppfyllt i långtidsutredningens reala kalkyl där bruttoinvesteringarna väntas växa snabbare än produktionen och kapitalstocken (se tabell 2: 1).<sup>2</sup>

Sammanhangen kompliceras ytterligare om även parametrarna  $m$ ,  $a_3$  samt kapitalkoefficienten  $X$  tillåtes vara föränderlig över de

längre tidsperioder vi studerar. Den enkla slutsats som kan dragas blir dock att vi ej kan finna något »naturligt» a priori argument för att självfinansieringskvoten bör förhålla sig konstant över vare sig kortare eller längre tidsintervall. Tillgängligt empiriskt material ger oss dock en möjlighet att dra vissa tentativa slutsatser om varför en sådan konstant självfinansieringskvot  $\left(\frac{BS}{I}\right)$  kunnat iakttagas över hela vår observationsperiod (se nedan).

*Vissa empiriska resultat:* Som redan konstaterats tyder vårt material på en påtaglig konstans hos sparandemarginalen  $\left(\frac{BS}{O}\right)$  över perioden 1950-1963 samtidigt som bruttovinstmarginalen  $\left(\frac{BV}{O}\right)$  sjunkit.

Utförda beräkningar<sup>3</sup> har vidare visat på konstans även hos kvoten mellan nettovinsten och det beräknade realkapitalet (perioden 1953-1962). Avskrivningen ( $D$ ) har härvid kalkylerats fram med utgångspunkt från antagandet om en konstant medellivslängd hos olika komponenter (byggnader och anläggningar samt maskiner) i kapitalutrustningen. Med reservation bl. a. för det faktum att resultaten ej gäller exakt samma tidsperioder blir alltså dessa iakttagelser förenliga med en fallande kapitalkoefficient som en »kompensation» för vinstmarginalernas  $\left(\frac{BV}{O}\right)$ :s sammankrympning. Empiriska mätningar som utförts i vårt land och utomlands ger dock inget direkt stöd

<sup>1</sup> Derivering av (II: 44) med avseende på tiden ger efter en stund:

$$\frac{dI}{dt} = \frac{\frac{d^2K}{dt^2}}{\frac{dK}{dt} + \frac{K}{m}} = \frac{\frac{dK}{dt}}{K} \frac{\left(\frac{d^2K}{dt^2} + \frac{1}{m}\right)}{\left(\frac{dK}{dt} + \frac{1}{m}\right)}$$

(II: 46) tillåter oss eliminera uttrycken inom parentes varefter det ovan sagda omedelbart följer.

<sup>2</sup> Samt BENTZEL-BECKEMAN: Framtidsperspektiv för Svensk Industri, Stockholm 1966, sid. 176 f.

<sup>3</sup> Se JÄRV-LUNDBERG: Vinster och Investeringar inom den Svenska Industrin, Skandinaviska Bankens Kvartalstidskrift 1964: 1, samt LUNDBERG—JÄRV: Industrins investeringar och stabiliseringspolitiken, Skandinaviska Bankens Kvartalstidskrift 1965: 1.

för denna förmodan. Beroende på vilka beräkningsmetoder som användes och vilka periodindelningar som göres kan man peka på såväl en svag trendmässig ökning som en sänkning i kapitalkoefficienten. De beräkningar som närmast ansluter sig till våra definitioner pekar därvid på en ökning i  $\frac{K}{O}$  över vår observationsperiod.<sup>1</sup>

Som en tänkbar förklaring till denna inkonsistens hos det statistiska materialet kan pekas på de olika informationskällornas blandade periodindelningar. Om vår observationsperiod vinklippes till åren 1953–1962 kan vi möjligen från tabell 1:6 i kapitel 1 utläsa en trendmässig neddragning hos både  $\frac{BS}{O}$  och  $\frac{BV}{O}$ , vilket ger en bättre statistisk samstämmighet.

Avslutningsvis kan möjligen den tentativa slutsatsen dragas att den trendmässiga sänkningen av bruttovinstmarginalerna  $\frac{BV}{O}$  som kunnat iakttagas ej inträffat parallellt med en försämrad medelavkastning på det i industrisektorn arbetande realkapitalet. Det är dock oklart i vilken utsträckning detta är ett resultat av en sjunkande kapitalkoefficient  $\left(\frac{K}{O}\right)$  eller andra faktorer.

Relativt den registrerade bruttovinsten minskade skattekostnader och vinstutdelningar m. fl. faktorer synes å andra sidan ha möjliggjort att en ökande andel av bruttovinsten kunnat behållas inom industrisektorn för finansieringen av dess investeringsverksamhet och expansion under observationsperioden 1950–1963. Detta synes vara en förklaring till att en långsiktigt någorlunda konstant sparandetäckning av investeringsverksamheten kunnat iakttagas under samma period.

#### Industrins tillväxttakt och den externa expansionsfinansieringen:

Om vi bortser från summatecknen och för enkelhets skull också från de konstanta termerna  $b_4$  och  $b_3$  i uttrycken (II: 6) och (II: 11) kan vi skriva kvoten mellan den externa finansieringen (netto) på den organiserade kreditmarknaden och totalfinansieringen som:

$$\frac{EF^o}{FT} = 1 - \frac{a_1 a_5 \frac{dO}{dt} + a_3 O}{I + (a_1 + a_2 + a_4) \frac{dO}{dt}} \quad (\text{II:47})$$

(II: 40) och (II: 44) ger vidare:

$$\frac{EF^o}{FT} = 1 - \frac{a_1 a_5 \sigma + a_3}{(X + a_1 + a_2 + a_4) \sigma + \frac{X}{m}} \quad (\text{II:48})$$

där  $\sigma = \frac{dO}{dt}$ , dvs produktionens årliga tillväxt.

I termer av vår modell har vi alltså kunnat uttrycka kvoten mellan den externa industrifinansieringen (på den organiserade kreditmarknaden) och totala finansieringen som en funktion bl. a. av produktionens tillväxttakt.<sup>2</sup> Det är lätt att visa att en ökande expansionstakt, dvs en ökande  $\sigma$ , ger en ökande kvot  $\frac{EF^o}{FT}$ , ceteris paribus, och för rimliga värden på parametrarna  $a_i$   $i=1, \dots, 5$  samt  $X$  och  $m$ .<sup>3</sup> En accelererad expansion kräver alltså att en större och större andel av totala finansieringen skall klaras på den organiserade kreditmarknaden.

<sup>1</sup> Se LUNDBERG—JÄRV, op. cit. 1965, diagrammet sid. 1. I denna studie har måtten på industrins faktiska realkapital kalkylerats fram från i investeringsenkäterna redovisade uppgifter om brandförsäkringsvärden under vissa schablonantaganden om kapitalvarornas medellivslängd.

Enligt en inom Industrins Utredningsinstitut pågående undersökning med syfte att klarlägga faktorerna bakom den industriella tillväxten i vårt land under mellan- och efterkrigstiden synes å andra sidan under efterkrigstiden (1947—1963) en trendmässig sänkning av kapitalkoefficienterna inträffat. Denna har dock härvid beräknats som kvoten mellan ett »från inkomstsidan» konstruerat mått på det »utnyttjade» realkapitalet och produktionsnivån. En något annorlunda definition än den ovan redovisade således. Resultaten som sådana överensstämmer å andra sidan med motsvarande amerikanska erfarenheter. Se НИСКМАН; Investment Demand and U.S. Economic Growth, Washington D.C., 1965, sid. 151 ff.

<sup>2</sup> Ett liknande resultat kommer KUN fram till i sin »long run growth model» med den skillnaden att han arbetar med den enklare kvoten  $\frac{EF^o}{I}$ . Se hans Capital Stock Growth: A Micro Econometric Approach, Amsterdam 1963, sid. 38 f.

<sup>3</sup>  $\frac{\partial \left( \frac{EF^o}{FT} \right)}{\partial \sigma} = \frac{a_3 (X + a_1 + a_2 + a_4) - a_1 a_5 \frac{X}{m}}{\text{positiv term}} > 0$

$a_1 a_5 \frac{X}{m}$  torde normalt vara positiv men numeriskt obetydlig jämfört med termen till vänster varav det ovan sagda följer.

I långtidsutredningen räknas med en konstant tillväxttakt  $\sigma = 0,05$  (se tabell 2:1), likaså att kapitalstocken växer i samma takt.<sup>1</sup> Det faktum att – som vi senare skall se<sup>2</sup> – vår prognoskalkyl ändå kommer att ge en stigande extern finansieringskvot  $\frac{EF^o}{FT}$  för perioden 1966–1970 beror på att man i princip samtidigt räknar med en förkortad medellivslängd hos kapitalutrustningen (minskande  $m$ ).<sup>3</sup>

Från (II: 48) ser vi att givet parametrarna  $a_i, i = 1, \dots, 5, m$  och  $X$  så kan vi för varje expansionstakt räkna fram kravet på externfinansiering i termer av kvoten  $\frac{EF^o}{FT}$ . Totalfinansieringen  $FT$  bestäms enligt (II: 6), (II: 40) och (II: 44) år från år av produktionens (omsättningens) nivå och förändring. Är  $FT$  bestämt är alltså också  $\sigma$  bestämd. En av statsmaktierna reglerad tillgång på externa krediter på den organiserade kreditmarknaden under en viss tidsperiod kommer alltså i termer av vår modell att bestämma industrins möjliga expansionstakt samma period. Alternativt eller omvänt ger en viss planerad eller verkställd expansionstakt en motsvarande planerad eller verkställd externfinansiering. Det är intressant att i detta sammanhang jämföra den faktiska årliga produktionsökningen under perioderna 1950–60, 1960–65 samt långtidsutredningens prognos för 1965–70 (4,6 7,0 resp. 5,0 procent) med motsvarande externfinansieringskvoter (5, 19 resp. 15 procent).

#### 2.4. Prognoskalkylen

Föregående kapitelns prognosmetod grundar sig på en från företagets kapitalanvändningssida härledd finansieringsfrågan. Prognosmetoden är mekanisk såtillvida att den bygger på en extrapolation för prognosperioden av vissa historiskt bestämda kvantifierade samband över industriföretagens aggregerade finansieringsbeteende. Ingen specificerad hänsyn har heller kunnat tagas till prognosresultatens beroende av prisbildningen, på företagets produkter och investeringsvaror och ej heller till utbudsförhållanden och rän-

tesättningen på de olika delmarknaderna för krediter.

Ett väsentligt problem att diskutera i samband med prognosresultatens presentation är huruvida ett »finansiellt bivillkor» föreligger för realiserandet av de från långtidsutredningen hämtade planerna för produktions- och investeringsutvecklingen. Prognosmetoden förutsätter ju — som nämnts — en omvänd kausal ordning, dvs. användningssidan genererar ett finansieringsbehov som alltid tillfredsställes. Vissa aspekter på detta problem har också diskuterats tidigare, och kommer ånyo att beröras nedan.

Prognoskalkylen avser perioden 1965–1970. Det siffermässiga utfallet presenteras i diagram 2: 1 samt tabellerna 2: 4, 2: 5 och 2: 6. Vad nivåuppgifterna i diagrammets nedre del beträffar observeras att de uttryckts i *löpande priser fram till år 1963, därefter i 1963 års priser*. Dessutom avser de endast industriföretag med mer än 50 anställda arbetare, exklusive kraftverksföretag.

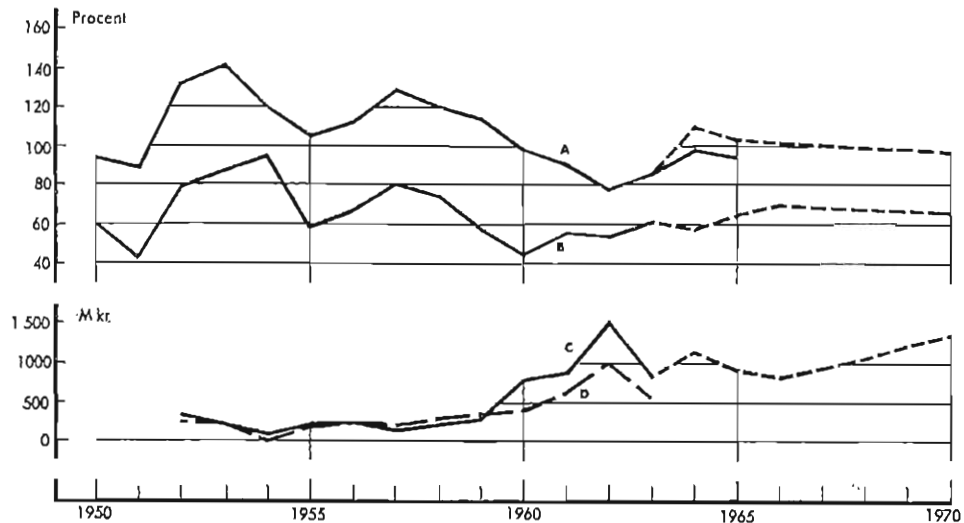
Självfinansieringskvotens ( $BS/I$ ) utveckling beror av förändringen både hos bruttosparandet ( $BS$ ) och bruttoinvesteringarna ( $I$ ). Förändringstakten i dessa storheter var för sig behöver dock inte vara densamma vare sig år från år eller trendmässigt över längre perioder. Så är inte heller fallet i långtidsutredningens »reala» prognos för perioden 1965–1970, där den justerade produktionsökningsprognosen (som i vår kalkyl bestämmer sparandeutvecklingen) på 5 procent bedömts »kräva» en 7-procentig årlig tillväxt i investeringsverksamheten, för att en för produktionstillväxten acceptabel eller rimlig dimensionering av produktionsap-

<sup>1</sup> Se BENTZEL—BECKEMAN op.cit. sid. 177.

<sup>2</sup> Se tabell 2: 5 i nästa avsnitt.

<sup>3</sup> BENTZEL—BECKEMAN op. cit. sid. 176 f.

Diagram 2:1.



A: Kvoten (i procent) mellan bruttosparandet och investeringarna, exkl. lagerinvesteringar.  
 B: Kvoten mellan bruttosparandet och totala kapitalanvändningen (korrigerad som i tabell 1:5).  
 C: Industrins nettouplåning på den organiserade kreditmarknaden.  
 D: Motsvarande långfristig sådan, dvs. C minus affärsbankernas nettouplåning till industrin.

Anm. Uppgifterna för 1964 och framåt är i princip prognosuppgifter. För åren 1964 och 1965 har dock ex postdata inritats för kurva A. Löpande priser t.o.m. 1963. Kurvorna C och D är därefter uttryckta i 1963 års prisnivå.

paraten skall ha uppnåtts åtminstone vid prognosperiodens slut.

Under dessa exogena betingelser samt förutsättningen om konstanta »sparandemarginaler»,  $\left(\frac{BS}{O}\right)$  på lång sikt, vilken legat till grund för kalkylen, kommer självfinansieringsgraden ( $BS/I$ ) med nödvändighet att avta från och med 1965. Vi ser också i diagram 2:1 att en svag sådan neddragning från ca 109 till ca 97 procent inträffar mellan åren 1964 och 1970. Den kraftiga stegringen 1964 och en mindre sänkning 1965 beror härvid på den kraftiga produktionsökningen och samtidigt sparandeökningen 1964 i kombination med en sänkning av investeringsnivån (nämnaren) sanuma år samt en hastigare investerings- än produktionsökning år 1965 (jfr tabell 2:1, sid. 232).

Tillgången på ex post statistik över produktion och investeringar för år 1964 och preliminär ex post statistik för år 1965 vid prognoskalkylens utförande ger kalkylen karaktären av korttidsprognos för dessa år. I efterhand har uppgifter för åren 1964 och 1965 (preliminära) blivit tillgängliga från vinststatistiken. De enkla självfinansieringskvoterna ( $BS/I$ ) finns för dessa år inritade i diagram 2:1, och visar på en relativt god anpassning mellan prognos och ex post utfall.

Självfinansieringsandelen av totalfinansieringen visar dock ett något avvikande förlopp. Denna kvots utveckling beror — som vi också visat — förutom på förändringen i omsättning (produktion) och investeringar även av *förändringshastigheten* i omsättningen, som bestämmer variationerna i omsättnings-

kapitalet (lager, kassa m. m.) dvs. den ytterligare efterfrågekomponenten som adderas till investeringsverksamheten. Vi ser från diagram 2:1 hur denna kvot ökar t. o. m. 1966 för att först därefter sakta minska t. o. m. 1970. Minskningen 1964 jämfört med »självfinansieringskvoten» ( $BS/I$ )'s ökning beror på att den då kraftiga produktions- och omsättningsexpansionen fört med sig en avsevärd höjning av omsättningskapitalet, medan denna höjning blir betydligt mindre 1965 — så liten att den tillsammans med den från 1963 måttligt höjda investeringsnivån representerar en mindre procentuell ökning i totalfinansieringsbehovet 1965 än det motsvarande sparandet, därav den höjda kvoten ( $BS/FT$ ).

På lång sikt representerar investeringsverksamheten ( $I$ ) den dominerande efterfrågekomponenten i totala kapitalanvändningen ( $FT$ ). Variationer i investeringarna kommer därför kraftigt att påverka kvoten  $BS/FT$ . En exponentiell tillväxt i  $I$  och  $O$  till en parallell prisutveckling på produkter och investeringsvaror kommer att sänka kvoten  $BS/FT$  (under våra förutsättningar) om  $O$  ökar långsammare än  $I$ . Detta är också långtidsutredningens reala prognos från 1965 (tabell 2:1). Sänkningen i kvoten 1964 — trots den sänkta investeringsnivån — beror på den kraftiga produktions- och omsättningsökningen detta år och en därav följande uppbyggnad av omsättningstillgångarna. En mindre höjning av omsättningen 1965 förklarar kvotens ökning samma år (jämför även tabell 2:5). Att den därefter — på grundval av långtidsutredningens exogena data — förväntade sänkningen i sparandets andel av totalfinansieringen i kalkylen ej inträffar förrän år 1967 måste däremot tillskrivas en struktureffekt beroende av de olika branschprognoserna för  $O$ .

Observeras bör att en fortsatt divergerande utveckling av investeringar och omsättning över en längre period bortom 1970 så småningom kan medföra en avsevärd neddragning av sparandets täckning av såväl investeringarna som totala kapitalanvändningen. En enkel kalkyl har därför utförts under antagandet att den 7- resp. 5-procentiga tillväxttakten i bruttoinvesteringarna respektive produktionen (omsättningen) skall fortsätta under hela 70-talet. En utveckling av denna typ är enligt långtidsutredningen fullt tänkbar i ett fall av ogynnsam teknisk utveckling i kombination med den förväntade framtida knappheten på arbetskraft.<sup>1</sup> Under ett fortsatt antagande om konstanta sparandemarginaler kommer då självfinansieringsandelen av investeringarna  $\frac{BS}{I}$  att sänka sig till något över 80 procent, en markerad neddragning alltså, sett över hela 30-årsperioden 1950—1980 (jfr diagram 2:1). En långsiktig utveckling av detta slag är vidare fullt förenlig med en samtidigt oförändrad eller till och med stigande avkastning på det i industrisektorn arbetande realkapitalet. En försämrad räntabilitet kan emellertid verka för en ytterligare sänkning av självfinansieringsgraden.

Man kan fråga sig i vilken utsträckning det ökande risktagande som för företagarna torde var förknippat med en ökande extern expansionsfinansiering ej kommer att verka avskräckande på realiserandet av de reala investerings- och produktionsplanerna. Problemet har redan tidigare diskuterats (se sid. 213). Frågan är med andra ord i vilken utsträckning företagen av riskhänsyn och andra kräver att en viss del av det i företaget arbetande realkapitalet

<sup>1</sup> Se BENTZEL-BECKEMAN; Framtidsperspektiv för Svensk Industri 1965—1980, Stockholm 1966, Appendix B.

skall vara finansierat av »egna» medel, sparandevägen eller via aktiemarknaden. Om denna fråga befinnes empiriskt relevant kan vi med fog tala om ett »finansiellt bivillkor» i expansionsprocessen, ett bivillkor i den bemärkelsen att det finns en viss övre självpålagd restriktion, för industriföretagens externa expansionsfinansiering. För det fall denna restriktion föreligger (i aggregerande termer för hela industrisektorn) kommer företagen att nedjustera sin expansionstakt och anpassa sin investeringsverksamhet till tillgången på egna sparanderesurser. Självfinansieringsgraden behöver i ett sådant tänkt fall självfallet inte sjunka. Likaså kommer industriföretagens utnyttjande av den organiserade kreditmarknadens resurser ej nödvändigtvis att öka även om de institutionella möjligheterna till extern finansiering föreligger.<sup>1</sup> Vi observerar att vår finansiella prognos ej tagit hänsyn till denna eventualitet i så måtto att långtidsutredningens investerings- och produktionsprognos införts exogent i kalkylen.

Vi kan också vända på resonemanget och betrakta långtidsutredningens reala prognos som grundad på en bedömning av företagens möjligheter att marknadsföra sina produkter, tillgången på produktionsfaktorer m. m. samt ett val av de mest lönsamma investeringsalternativen. För att expandera i den takt som långtidsutredningens prognos ger vid handen skulle härvid — enligt vår kalkyl — en viss beräknad tillgång till externa medel krävas för perioden 1966—1970. För det fall företagen ej beredes tillfälle att låna på den organiserade kreditmarknaden kan det hända att en motsvarande neddragning av expansionstakten måste göras (se sid. 251), varför långtidsutredningens reala kalkyl ej realiserar. Det tidigare »finansiella bivillkoret» för industrisektorns

expansion blir i denna omformulering ett »ekonomiskt politiskt» sådant.

I anslutning till denna argumentering bör vidare markeras att självfinansieringsgradens nivå även är institutionellt betingad i ett annat avseende. En av ändrade skattebestämmelser eller på annat sätt stimulerad tendens hos företagen till ökade vinstutdelningar skulle t. ex. — under i övrigt oförändrade betingelser — i ett slag sänka den industriella självfinansieringsgraden. Exempelvis via nyemissioner på aktiemarknaden kan dock sedan dessa vinstmedel kanaliseras tillbaka till det egna företaget utan att det med finansieringsformen förenade risktagandet nödvändigtvis behöver påverkas.

Den externa industriella kreditefterfrågan, som kan förväntas söka sig ut på den organiserade kreditmarknaden har i prognosmodellen definierats »residualt» som det kalkylerade totala nettofinansieringsbehovet från omsättningstillgångarna plus investeringarna minus det förväntade sparandet. I tabell 2:4 har fyra alternativa »prognoskalkyler» presenterats. Så när som på alternativet »C» är skillnaderna enbart av

<sup>1</sup> Jämför på denna punkt KUH-MEYERS motsvarande »hypotetiska» kalkyl för den amerikanska industrisektorn (»manufacturing») i deras bidrag till the Commission on Money and Credit. (Se Impacts of Monetary Policy, Englewood Cliffs, 1963, sid. 403 ff.).

De experimenterar med en modell snarlik vår prognosmodell under olika hypotetiska tillväxthastigheter i kapitalackumuleringen och de därav följande kraven på extern finansiering. Den sparande- eller snarare vinstfunktion de tillämpar är i princip vårt enkla linjära sparandesamband II: 3 för det fall att kapitalstock och produktion växer i samma takt (dvs under förutsättningen om en konstant kapitalkoefficient) att kapitalets avkastning är konstant samt utdelningsandelen av vinsterna och bolagsskattesatsen är konstant. På grundval av dessa experiment sluter de sig till (op.cit. sid. 409); »... only if the rate of growth of output and investment proceed at very high rates, much higher than those observed in the past decade, will capital market contacts by manufacturing exceed present average levels».

Tabell 2: 4. Industrins<sup>1</sup> externa upplåning (netto) perioden 1950—1970

Miljoner kronor

	1951 - 1955	1956 - 1960	1961 - 1965	1966 - 1970 (prognos)
A. Branschprognosen .....				2 920
B. Den aggregerade prognosen .....				6 040
C. Kalkyl från okorrigerade enkät- data (aggregerad prognos) .....			-	2 200
D. Mellan alternativ <sup>2</sup> .....	1 339	1 635	5 600	5 330
därav: »kortfristigt» hos affärs- bankerna, netto och i procent.	26	12	30	

<sup>1</sup> Med »industrin» avses här endast företag med mer än 50 arbetare samt exklusive kraftverksbolag.

<sup>2</sup> De historiska uppgifterna avser nettofinansieringen på obligations- och förlagslånemarknaden, hos försäkringsbolagen samt på aktiemarknaden (kontantbetalningarna).

Anm. Observera att uppgifterna för åren 1964 t. o. m. 1970 är uttryckta i 1963 års priser.

prognosteknisk karaktär. »C» illustrerar härvid en mekanisk kalkyl på industrienkätens *okorrigerade* investerings- och produktionsplaner. Vi tror oss i detta fall — med långtidsutredningen — veta att investeringsplanerna ligger mycket för lågt i förhållande till produktionsförväntningarna, vilka även de justerats ned något i den korrigerade kalkylen (se tabell 2:1). Eftersom investeringsverksamheten dominerar som efterfrågekomponent i prognoskalkylen ger också »C» en väsentligt lägre extern kreditefterfrågan än alla övriga alternativ. Det erhållna externa upplåningskravet för prognosperioden 1966—1970 överstiger blott obetydligt det för perioden 1956—1960 faktiskt registrerade samt ligger väsentligt under motsvarande upplåning under perioden 1961—1965. Detta resultat måste ur ett flertal synpunkter betraktas som mindre realistiskt.

Alternativet »A» representerar ett utnyttjande av långtidsutredningens korrigerade prognos på prognosmodellens estimerade bransch samband. Vi har redan diskuterat (sid. 243) hur denna tillämpning på grund av speciella problem vid lagerekvationens skattning sannolikt kommer att ge en för låg extern fi-

ansieringsefterfrågan, medan däremot en aggregerad prognos »B» antagligen resulterar i en mindre överskattning. I ett tredje mellanalternativ »D» har finansieringsefterfrågan från lagersidan kalkylerats fram via den »bättre» aggregerade lagerfunktionen (dvs. (II: 14) på sid. 241) medan alla övriga efterfrågekomponenter framräknats från branschekvationerna.

Alternativet »D» har inritats i diagram 2:1 (längst ned). Vi observerar en väsentligt höjd extern finansieringsefterfrågan jämfört med den tidigare historiska perioden. Endast de exceptionella åren 1961—1963 noteras en högre årlig upplåning på den organiserade kreditmarknaden än den lägsta årliga prognosefterfrågan perioden 1965—1970. Trots detta ser vi att den totala prognosticerade externupplåningen för femårsperioden 1966—1970 i stort sett blir av samma storleksordning som motsvarande värden för den tidigare femårsperioden, enligt tabell 2:4 omkring 5 500 mkr varje femårsperiod. Den reala prognosen från långtidsutredningen synes alltså ej resultera i några anmärkningsvärda förändringar jämfört med den tidigare historiska utvecklingen — och under våra prognosförutsättningar.



Tabell 2: 5. Prognosens komponenter, hela industrin enligt alternativet »D»

Miljoner kronor, 1963 års priser

	1950-1963 (medeltal)	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Det totala finansieringsbehovet: <sup>1</sup>	-	6 400	6 100	6 100	6 600	7 000	7 600	8 100
därav i procent:								
från omsättningstillgångarna	34	47	37	32	32	32	32	31
investeringar i materiella anläggningstillgångar . . . .	66	53	63	68	68	68	68	69
den externa finansieringen på den organiserade kreditmarknaden i procent av totala finansieringsbehovet . . . . .	10	18	15	13	14	15	16	17

<sup>1</sup> Motsvarar i princip finansieringsbalansen I: 1A's omslutning.

Anm. Motsvarande historiska uppgifter för perioden 1950 - 1963 kan erhållas från tabell 1: 1A.

Tabell 2: 5 visar relationerna mellan finansieringsprognosens olika komponenter enligt alternativet »D». Den finansierings efterfrågan som härrör från omsättningsskapitalets systematiska ökning under prognosperioden utgör ungefär en tredjedel av totala efterfrågan, medan investeringarna svarar för resten. Denna relation skiljer sig ej nämnvärt från motsvarande medeltal för den historiska perioden 1950—1963. Den externa finansieringens andel av totalfinansieringen växer däremot — som väntat — och ligger under prognosperioden i medeltal över den historiska periodens medeltal, 10 procent.

Efter det att prognoskalkylen slutförts har industrisektorns faktiska externa upplåning på den organiserade kreditmarknaden kunnat sammanställas för åren 1964 och 1965. Dessa uppgifter ger oss alltså en möjlighet att jämföra långsiktsprognoSENS årsdata med det faktiska utfallet för dessa år.

Under år 1964 visar sig den faktiska upplåningen ligga under det prognosticerade behovet, varför detta år en viss press på den industriella likviditeten sannolikt var för handen. År 1965 där-

Tabell 2: 6. Industrins externa finansiering åren 1964 och 1965

Miljoner kronor, löpande priser

	1964	1965
Aktiefinansiering (kontantbetalningar) . . . .	220	430
Obligationer och förlagsbevis (netto) . . . .	260	740
Hos försäkringsbolag (direkt nettoupplåning) . . . . .	-10	80
Hos affärsbankerna <sup>1</sup> (netto) . . . . .	290	350
(A) . . . . .	760	1 600
(B) Enligt prognoskalkylen med korrigering <sup>2</sup> för prisförändringar under åren 1964 och 1965	1 200	1 000
Differens (A - B) . . . . .	-440	600

<sup>1</sup> Gäller endast företag med mer än 50 anställda. Uppgifterna är ej interpolerade enligt den metod som använts i tabellerna 1: 1A—D för perioden 1950—1963 utan avser skillnaden mellan stockuppgifter i november månad enligt Svenska Bankföreningens statistik.

<sup>2</sup> Korrigeringen har utförts enligt uttrycket (II: 30) i avsnittet 2: 3's tekniska exkurs.

Källor: Svenska Bankföreningen, Statistiska centralbyrån samt Kungl. Patent- och Registreringsverket.

emot ligger den faktiska upplåningen omkring 600 miljoner kronor över den prognosticerade. En samtidig kraftig lageruppbbyggnad detta år antyder dock att en väsentlig del av »överupplåningen» kan ha erfordrats för investeringar i denna typ av omsättningstillgångar. Endast en mindre förbättring av den mot slutet av år 1963 pressade industriella likviditetspositionen (se tabell I: 9, sid. 223) bör därför ha inträffat under år 1965.

Tabellen 2: 6 visar den faktiska industriella externfinansieringen åren 1964 och 1965 fördelad på upplåningstyp, samt vår prognoskalkyl omräknad i löpande priser. Vi observerar hur den industriella kreditexpansionen i affärsbankssystemet fortsätter (se tabell 1: 4, sid. 213) även under dessa år samtidigt som den direkta upplåningen hos försäkringsbolagen ej ökar nämnvärt. Den industriella externfinansieringens kontraktion år 1964 jämfört med åren 1962 och 1963 (se tabell 1: 1A) sammanfaller med investeringsverksamhetens minskning detta år trots omsättningstillgångarnas kraftiga uppbbyggnad, medan den ökande externfinansieringen år 1965 sammanfaller med den då återigen expanderande investeringsverksamheten. I tabell 2: 6 ser vi också att omslutningens ökning 1965 i huvudsak kan hänföras till posterna aktiefinansiering och upplåning mot obligationer och förlagsbevis, finansieringsformer som vi i det föregående (se exempelvis sid. 218) haft anledning att sammankoppla med just investeringsverksamhetens och industrisparandets utveckling.

En ytterligare belysning av omfattningen av industrisektorns framtida externa finansieringsbehov erhålles om detta relateras till den organiserade kreditmarknadens totala omfång och förväntade expansion, samt om en motsva-

rande jämförelse göres mellan den historiska perioden och prognosperioden.

I tabell 2: 7 har industrisektorns procentuella andel av den organiserade kreditmarknadens långfristiga resp. totala utlåning redovisats. Uppgiften för år 1970 avser det i tabell 2: 5 framkalkylerade externa finansieringsbehovets (alternativ »D») procentuella andel av en på annan plats i denna utredning<sup>1</sup> utförd prognos för *hela* den organiserade kreditmarknaden. Definitioner och detaljer i övrigt framgår av tabellens anmärkningar:

Från tabell 2: 7 kan observeras hur industriandelen från den relativt höga nivån åren 1960—1963 uppvisar en påtaglig tendens att sjunka fram till år 1970. Om vi överblickar hela den historiska perioden från 1955 blir dock denna »tendens» omvänd. 1970 års industriandel som den räknats fram ligger enligt tabellen betydligt över medelvärdet för perioden 1955—1959. Sett ur det »långtidsperspektiv» som hela perioden 1955—1964 representerar har vi därför svårt att tala om ett ökat »krav» på den organiserade kreditmarknadens resurser för att långtidsutredningens investerings- och produktionsprognos skall kunna realiseras under perioden 1965—1970. Jämfört med perioden 1955—1959 förväntas en höjning av det industriella kreditmarknadsutnyttjandet inträffa. Jämfört med perioden 1960—1964 en mindre sänkning.

Vid tolkningen av dessa kalkylresultat måste två omständigheter särskilt beaktas. För det första representerar den ovannämnda totala kreditmarknadsprognosen (nämnaren i rad B's värde för år 1970 i tabell 2: 7) en summering av ett flertal ekonomiska sektorers »finansefterfrågan» på den organiserade kreditmarknaden. Industriföretagen

<sup>1</sup> Se Bilaga 1, tabell J samt tillhörande text.

Tabell 2: 7. Industrins upplåning på den organiserade kreditmarknaden i procent av dennas totala omfång (A) resp. industrins långfristiga upplåning i procent av motsvarande total (B)

	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1970
(A).....	8	8	3	5	4	15	20	21	10	8	(9)
(B).....	7	9	8	9	10	10	14	17	9	6	-

Anm. Industrins långfristiga externa finansiering utgöres av upplåningen mot obligationer och förlagsbevis (netto), hos försäkringsbolagen (netto) samt på aktiemarknaden (kontantbetalningarna). Om affärsbankskrediternas nettoförändring adderas till detta erhålles totalen.

Den organiserade kreditmarknadens omfång representerar vad nämnaren i (B) (den långfristiga kreditgivningen) beträffar av nettoförändringen i utestående stock långfristiga obligationer och förlagsbevis samt reverslån (exkl. affärsbankernas) och aktiemarknadens kontantbetalningar. Nämnaren i (A) (dvs. den organiserade kreditmarknadens totala kreditgivning) erhålles om till detta adderas även förändringen i utestående stock skattkammarväxlar, korttidslån och kortfristiga obligationer samt affärsbankernas och riksbankens direkta lån m. m. Se vidare Riksbankens årsbok, exempelvis år 1965, s. 16 - 17.

Uppgifterna för år 1970 avser alternativ »D» i tabell 2: 4. Vad totalen (nämnaren) beträffar, se kommentar i texten.

har härvid kommit att ingå i en betydligt större grupp kallad »företagssektorn», vars beräknade finansierings- efterfrågan — efter en metod, som avviker från den här tillämpade — tyder på en högre industriell kreditefterfrågan än vad som framkommit i vår kalkyl. För det fall denna karakteristik kan betraktas som tillämplig även på övriga sektorskalkyler synes det rimligt att vänta sig att en väsentligt lägre totalefterfrågan skulle ha erhållits med vår metod, varför även industriandelen bör ha höjts vid fullt jämförbara prognosmetoder.<sup>1</sup>

För det andra bygger den ovan refererade totalprognosen på ett explicit hänsynstagande till AP-fondernas förväntade tillväxt. Härvid har bl. a. förutsatts att incidensen av den successiva upptrappningen av tilläggs pensionsavgifterna till en del kommer att falla på företagen i form av minskade vinstmarginaler. Vidare har det vid prognosframskrivningen nyttjade antagandet om »vinstmarginalernas» utveckling under prognosperioden i princip varit medeltalet av de historiskt registrerade under 60-talets första hälft vilka ligger lägre än i det i denna bilagas speciella

kalkyl för industrisektorn tillämpade<sup>2</sup> marginalantagandet för prognosperioden. De två prognoskalkylerna måste därför med nödvändighet avvika från varandra.

För att närmare undersöka prognosutslaget känslighet för en från den historiska observationsperioden trendmässigt avvikande utveckling hos sparandemarginalerna ( $\frac{BS}{O}$ ) utfördes en alternativ kalkyl varvid kvoten mellan bruttosparandet och omsättningen (bruttointäkterna) under 4-årsperioden 1960—1963 antogs definiera den konstanta sparandemarginalen för prognosperioden. Detta antagande tillämpades på den »blandade» prognoskalkylen (varianten »D» i tabell 2: 4). Eftersom sparandemarginalerna åren 1960—1963 ligger något lägre än observationsperiodens vägda medeltal (se tabell 1: 6) erhålles jämfört med tabell 1: 4's prognosalternativ »D» ett med ca 1 500 miljoner kronor (1963 års priser) höjt externt

<sup>1</sup> Se bilaga 1, kapitel 3.

<sup>2</sup> Nämligen »sparandemarginalens» medelvärde under perioden 1950—1963 (se uttrycket II: 15). Se även sid. 219.

finansieringsbehov till ca 6 800 miljoner kronor för hela perioden 1966—1970. Denna ökning resulterar i sin tur i en höjning av industrins utnyttjandekrav på den totala kreditmarknadens resurser till strax under 11 procent år 1970 (se tabell 2: 7).

I kapitel 1 påpekades att industriföretagens aggregerade sparande *plus långfristiga* externa upplåning ej något »historiskt» år understigit 100 procent av investeringsutgifterna. Detta talar för att en väsentlig del därav kunnat täcka även den systematiska höjningen av omsättningskapitalet, som samtidigt inträffat och/eller — vilket i princip bör vara samma sak — kunnat utnyttjas för en »reservupbyggnad» av finansiella tillgångar.

Från tabell 2: 4 ser vi exempelvis att den kortfristiga externa industrifinansieringen — representerad av affärsbanksupplåningen netto — i medeltal under tioårsperioden 1950—1960 hållit sig kring 15 procent av den totala externfinansieringen. Trots den markerade förändringen från och med år 1961, som höjde affärsbanksandelen åren 1961—1963 till drygt 30 procent, representerar fortfarande den långfristiga finansieringen på obligations- och aktiemarknaden samt hos försäkringsbolagen över 2/3 av totalen.

Man kan fråga sig om de långfristiga krediternas dominans i den externa finansieringen är en situation att räkna med även i framtiden. För det fall att den systematiska, långsiktiga uppbyggnaden av omsättningstillgångar som följer med en expansionsprocess, ur finansieringssynpunkt betraktas på samma sätt som

investeringar i materiella anläggningstillgångar skulle detta på grundval av de tidigare redovisade empiriska resultaten åtminstone i viss utsträckning förväntas vara en rimlig förmodan. Härför talar vidare det faktum att en ökande kortfristig finansiering av långsiktiga åtaganden ur likviditetssynpunkt från företagens sida bör innebära ett ökat risktagande och följaktligen även bör inverka dämpande på lusten att expandera. En rimlig bedömning synes därför vara att den långfristiga externfinansieringens dominans kommer att bibehållas även under prognosperioden. Detta skulle i så fall betyda att en väsentlig del av »externfinansieringskravet» i diagram 2: 1 kan förväntas rikta sig mot kapitalmarknadens långfristiga krediter.

Våra tidigare resultat antyder risken av att en planerad expansionstakt som går utöver de egna sparanderesursernas ram kanske ej realiseras om möjligheterna till långfristig finansiering strypes åt. Eftersom långtidsutredningens reala prognos enligt våra beräkningar implicerar ett något ökat externfinansieringskrav<sup>1</sup> föreligger alltså under prognosperioden en något ökad »känslighet» för statsmakternas kapitalmarknadspolitik jämfört med exempelvis 50-talet. »Känsligheten» hänför sig härvid till möjligheterna eller incitamenten att verkställa rapporterade expansionsplaner. Vi kan kalla detta ett »finansiellt bivillkor» för den planerade industriella expansionen.

<sup>1</sup> Se tabell 2: 5 samt diskussionen på sid. 251.