

Småtryck från



Nr 125

Gunnar Eliasson

Sparande, industriell kompetens och ekonomisk tillväxt

Särtryck ur

Sparande och
ekonomisk politik.

Sparbankernas temaserie.
Sparfrämjandet.

INDUSTRIENS

UTREDNINGS-

INSTITUT

STOCKHOLM



Industriens Utredningsinstitut

är en fristående vetenskaplig forskningsinstitution grundad 1939 av Svenska Arbetsgivareföreningen och Sveriges Industriförbund.

Syfte

Att bedriva forskning rörande ekonomiska och sociala förhållanden av betydelse för den industriella utvecklingen.

Verksamhet

Huvuddelen av arbetet inom institutet ägnas åt långsiktiga forskningsuppgifter. Man siktar härvid till ett studium av de grundläggande sammanhangen inom näringslivet och särskilt till att belysa de frågor som hör samman med strukturella och institutionella förändringar. Forskningsresultaten publiceras i institutets skriftserier.

Vid sidan om det långsiktiga forskningsarbetet utför institutet smärre utredningar rörande speciella problem samt ger viss service åt industriföretag, organisationer, statliga myndigheter etc.

Styrelse

Tekn. dr Herr Wallenberg, hedersordf.

Tekn. dr Erland Waldenström, ordf.

Tekn. dr Ingmar Eidem

Direktör Axel Iveroth

Docent Nils Landqvist

Direktör Olof Ljunggren

Direktör Lars Nabseth

Tekn. dr Curt Nicolin

Direktör Alde Nilsson

Direktör Bo Rydén

Direktör Sven H Salén

Ekon. dr Hans Stahle

Direktör Ove Sundberg

Direktör Sven-Olov Träff

Tekn. dr Hans Werthén

Docent Gunnar Eliasson, chef

SPARANDE, INDUSTRIELL
KOMPETENS OCH EKONOMISK
TILLVÄXT

Gunnar Eliasson

SPARANDE, INDUSTRIELL KOMPETENS OCH EKONOMISK TILLVÄXT

Gunnar Eliasson

1. Mina ”teser”

Sparandets framsida är kapitalbildningen. Mellan spararen, som avstår från konsumtion i dag, och investeraren, som skapar kapacitet att producera (förräntar sparandet/investeringen), ligger vad vi i vid bemärkelse kan kalla kreditmarknaden eller kreditsystemet. Det är det sätt på vilket kreditsystemet fungerar som bestämmer vad det blir för samhälls-ekonomiskt resultat av investeringarna och kapitalbildningen. Vi brukar kalla slutresultatet för ekonomisk tillväxt.

1. Den *första* mytbildningen jag skulle vilja få bort ur ekonomisk debatt och diskussion är att en krona sparande alltid ger

- samma kapitalbildning och
- samma ekonomiska tillväxt.

De ekonomiska processer som kommer mellan sparbeslut och produktionsbeslut – dvs ekonomins fördelning och användning av sina resurser – kan ge mycket olika produktions- och välfärdsresultat beroende på hur de är (institutionellt) utformade. De kan, enkelt uttryckt, fungera mer eller mindre bra. Hur räntan bestäms är en viktig fråga i sammanhanget.

2. Den *andra* föreställningen vi borde ändra på är att samhällets riktiga sparande och investeringar verkligen mäts av den statistik vi har. Större delen av samhällets resursfördelning går *inte* via den institutionaliserade kreditmarknaden. Stora delar av sparandet och investeringsverksamheten sammanfaller i ett, t ex inom företagen. En stor och växande andel av investeringarna i industrin utgörs inte av maskiner och byggnader. Betydande delar av kreditförmedlingen sker i former som inte statistiskt registreras (svart, grått eller helt enkelt utanför vår statistiska centralbyrås bevakningsområde).

Det är fullt möjligt att större delen av industrins *verkliga* investeringsverksamhet varken registreras statistiskt eller bokförs av företagen som investeringar. Det har under mycket lång tid varit missvisande, på gränsen till felaktigt, att använda de räntor som registreras av riksbanken eller i banksystemet som ett mått på räntan i den svenska ekonomin.

Mät- och begreppsfelen på detta område är i dag så stora att man kan

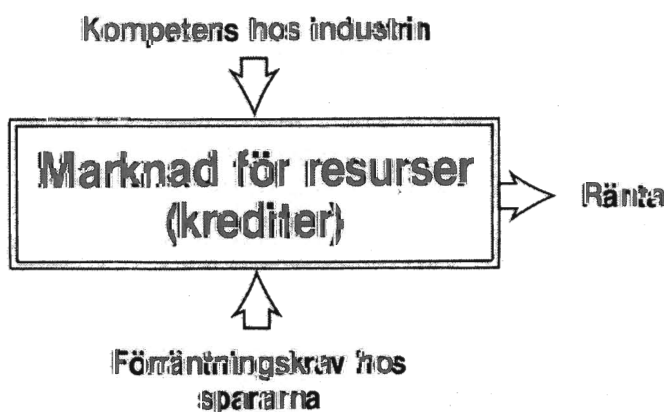
fråga sig om inte den ekonomisk-politiska debatten på området är eller blivit något av en skendebatt.

3. Min *tredje* "tes" är att föreställningen att människor och institutioner handlar orationellt i grunden är felaktig. I detta speciella sammanhang handlar det om *sparandets och investeringarnas förmenta ränteokänslighet*. Om vi mäter sparandet och investeringen rätt och tittar på de verkliga räntorna i ekonomin, dvs även de räntor som gäller utanför den officiella, "institutionaliserade" kreditmarknaden, kommer vi förmodligen att finna en mycket rationell anpassning hos sparare och investerare till de priser och andra villkor som råder. Denna anpassning utgör i dag den svenska ekonomins stora problem; ett snett prissystem, en konstig fördelning av samhällets resurser och ett utbud av varor och tjänster som varken världens exportmarknader eller det svenska folkets köpkraft vill åsätta ett värde som motsvarar de kostnader som gått åt för produktionen. Vi ger detta Problem många namn: dålig konkurrenskraft, strukturell obalans, felallokering av resurser eller kris. Vi mäter konsekvenserna i form av en lägre ekonomisk tillväxt. Och vi hittar på ekonomisk-politiska lösningar som varken ekonomer eller politiker har den blekaste aning om hur de kommer att fungera.

4. I varje avancerad industriell ekonomi finns åtminstone ett rudiment till en marknad där företag och företagsledningens kompetens att förvalta sina resurser värdesätts. Detta sker genom prissättningen på aktier.

Min *fjärde* poäng är att aktiemarknaden endast i andra hand bör diskuteras som en källa till finansiering (pengar) av företagens investeringar. Denna marknads viktigaste funktion är att mäta framgång och kompetens hos företaget och dess ledning. Mätningen sker genom att resurser tas från eller ställs till företagsledningens disposition. Fungerar inte det första ledet upphör även aktiemarknadens finansieringsfunktion.

FIGUR 1. Principskiss över "kreditmarknaden"



Med framgång på aktiemarknaden följer automatiskt att en högre finansiell kapacitet (låneförmåga) uppnås i det reguljära kreditsystemet. En professionell värdering av företagens och ledningens förmåga att förränta de resurser som ställs till dess disposition anger tonen för övriga långivare på marknaden. Man skulle därför kunna beskriva marknaden för resurser som i figur 1. Den kommer mellan industrins förmåga att förränta sina resurser (kompetensen) och spararens förräntningskrav. "Konfrontationen" ger räntan i bred bemärkelse som resultat.

Med denna formulering av problemet har vi satt spararen i centrum för det ekonomiska maskineriet och därmed även i centrum för den kris svensk ekonomi just befinner sig i. Låt oss se hur väl detta betraktelsesätt står sig.

Vad jag sagt kan också illustreras med hjälp av de fyra storheterna i figur 2: räntan, förräntningen av kapitalet, investeringarna och tillväxten. (Vi har bara data för industrin, men låtsas som om figuren gäller hela ekonomin.) Figuren fångar variabler i det marknadsmaskineriet som tar hand om sparandet och gör något av de finansiella resurser som man avstått ifrån att konsumera. Figuren antyder att något kan ha gått snett med maskineriet ("allokeringen" enligt ekonomernas jargong) under efterkrigstiden; industrin drar mer investeringar för varje krona i produktionstillväxt i dag än tidigare. Jag hävdar att detta förmodligen är en korrekt slutsats, men att bättre och annorlunda statistik skulle göra det möjligt att beskriva problemet på ett så nyanserat sätt att man skulle kunna dra någorlunda entydiga ekonomisk-politiska slutsatser.

Räntan länkar investeringarna till spararen i samhället via kreditmarknaden. Förräntningen av kapitalet hänger intimt samman med de krav som ställs på aktiemarknaden. Bägge dessa marknader har försatts ur spel mer eller mindre under loppet av efterkrigstiden. Skattelagstiftning, inflation och ekonomisk politik är faktorer bakom denna förändring. Vårt skattesystem gör t ex att "kilar" skjuts in mellan aktieägarens avkastningskrav och företagets interna förräntningskrav. Den närmast symboliska finansiering som under efterkrigstiden kommit industrin till del från aktiemarknaden illustrerar detta. En finansieringskrona från en nyemission kräver nämligen ett enormt avkastningskrav inne i företaget för att tillfredsställa ens det blygsammaste förräntningskrav hos aktieägaren.¹ (*Noterna återfinns på sid 39–40.*)

Denna lilla uppsats gapar egentligen över ett alldeles för stort problem på en gång. Men det är viktigt – nämligen hur ekonomins totala resurser uppstår och fördelas. Även om varje delproblem för sig verkar enkelt så är inte totalproblemet lika självklart genomskinligt. Jag gör därför ändå ett försök att knyta ihop hela säcken på en gång.

Mina fyra "teser" tillsammans uttrycker en farhåga för att de omständigheter som beskrivits ovan håller på att permanent bryta svensk ekonomis under en lång period unika ekonomiska tillväxthistoria. Det finns flera oklara och statistiskt inte väl underbyggda bitar i det pussel jag strax skall försöka lägga. Slutsatsen blir därför närmast en hypotes, men en mycket viktig hypotes, som verkligheten ganska snart kommer att besvara.

Dispositionsmässigt skall vi bena upp problemet på följande sätt. Vi börjar (avsnitt 2) med en diskussion om ekonomins förmåga att ta "ett

långsiktigt grepp". Det handlar om marknadens förmåga att fördela ("allokera") resurser effektivt, dvs i vår terminologi om att sätta den rätta reala räntan i ekonomin och de rätta reala avkastningskraven i företagen. Aktiemarknaden kommer som sagt då omedelbart i centrum.

Vi tar sedan (avsnitt 3) i tur och ordning upp en diskussion om hur mycket investeringar som behövs för att tekniskt klara den ekonomiska tillväxt samhället siktar in sig på och fortsätter med frågan vad detta innebär i form av krav på samhällets sparande.

Den grundläggande frågan gäller under vilka omständigheter det nödvändiga sparandet kommer fram och ur vilka källor. Detta avhandlas i avsnitt 4. Så länge sparandet tas från företagen eller från utlandet (via lån) ställs marknadsmässiga förräntningskrav. Men vi kommer också att finna att den lille spararen finns med bakom sparbesluten i övrigt, antingen som skattebetalare eller frivilligt som direkt sparare. Åtminstone på ytan verkar det som om han år ut och år in lockats att delta i ett samhällsekonomiskt spel med övervägande nitlotter. Den faktor som lurat spararen har varit inflationen. Han eller hon har följt gamla tumregler i en ekonomisk verklighet som kännetecknats av ökande inflation. Tyvärr är det privata sparandet i hushållen mycket dåligt kartlagt. Vi kan faktiskt inte svara på frågan i vilken utsträckning de privata spararna låtit sig luras på detta sätt och om de även fortsättningsvis kommer att låta det ske. Men på grundval av vad vi vet kan vi bygga upp ett någorlunda övertygande argument. Detta är skälet till att avsnitt 4 blivit något omständligt.

Argumentet är att den lille spararen är eller blivit mer sofistikerad än vi vanligtvis trott. För att förstå det måste vi betrakta honom som sparare och investerare i ett sammanhang.

Han kommer – det är tesen – inte att vara med på att till negativ, real förräntning efter skatt betala för en fortsatt ineffektiv, resurskrävande tillväxt av efterkrigstyp. Spararen kan tvinga fram en effektiv tillväxt genom att ställa högre avkastningskrav på sitt sparande i det ordinarie kreditsystemet eller genom att vägra betala skatt. En hel del tyder på att hon/han kommer att agera så.

Om jag får tillåta mig att måla med mycket breda penseldrag, kan man här tala om en långsiktig tillväxtprocess under ojämvikt av den typ som Knut Wicksell beskrev för länge sedan.² De viktiga ingredienserna från Wicksells beskrivning av ett inflationistiskt tillväxtförlopp som så småningom brytes finns med: en positiv differens mellan industrins förväntade kapital- och låneränta, en höjd investeringskvot och växande inflation. För efterkrigstiden illustreras detta i figur 2.

Det tillstånd Wicksell beskrev var ett ojämviktstillstånd som inte kunde fortsätta i all oändlighet. En brytning måste förr eller senare inträffa därför att räntegapet tvingades ihop, antingen genom att kapitalavkastningen sjönk eller låneräntan höjdes. Wicksell betonade i första hand låneräntans höjning och möjligheten av att tillväxtprocessen avbröts under dramatiska former. Tillväxten i ovanstående resonemang gällde dock i första hand investeringarna som stimulerades av konstlat låga kapitalkostnader. En sänkning av investeringskvoten kommer däremot i vår tolkning paradoxalt nog inte att behöva innebära att produktionsstillväxten bryts, nämligen om effektiviteten i resursernas alloke-

ring förbättras. Detta är vår huvudtes, och figur 2 illustrerar även detta. Samma produktionstillväxt i industrin som under efterkrigstiden har under långa perioder ägt rum vid en betydligt lägre investeringskvot och en obetydlig differens mellan låneräntan och kapitalförräntningen i industrin. För att förstå detta måste vi studera ekonomin från gräsrotsnivå (företag, individer, hushåll).

2. Ekonomins förmåga att ”ta ett långsiktigt grepp”

På en tillräckligt hög statistisk nivå, tex hela industrin (som i figur 2) eller hela ekonomin, får man ett nästan oundvikligt, bokföringsmässigt samband mellan kapitalets förräntning å ena sidan och den ekonomiska tillväxten å den andra.³ Det handlar om någonting så självklart som att vinsten bli registrerar värdet på produktionen. Produktionen är effektivast när det går åt så lite kapital och arbetskraft som möjligt. Kapitalets förräntning är som störst när företagen dessutom väljer att producera det som marknaderna är beredda att betala för. Aktiemarknaden har som uppgift att mäta (prissätta) hur företagen i bred bemärkelse förvaltar sina resurser så att dessa resultat uppnås. Aktiemarknaden kontrollerar med andra ord avkastningskraven i företagen, dvs den håller efter ägarnas intressen och gör livet svårt för de företagsledare som inte sköter företaget väl i denna bemärkelse. Ägarna är dock ganska ointresserade av var och hur förräntningen uppnås, och kan, beroende på risker och andra omständigheter, vara beredda att vänta mer eller mindre länge på vinsten.

Ur samhällets synpunkt är det å andra sidan önskvärt att denna marknadens kontrollfunktion utövas så att just de avkastningskrav ställs som gör att den högsta möjliga, långsiktigt stabila ekonomiska tillväxten uppnås. Denna uppgift tycks man ha klarat och klarar med mycket olika grad av framgång i de olika industriländerna. Det finns nämligen ett krux här. Vinsten och förräntningen är inte bara mätare av framgång utan även en resurs som någon förfogar över och som eventuellt skall återinvesteras, inte självklart där den uppstod. Om vinsten läcker ut ur företaget bryts det enkla sambandet ovan med tillväxten. Men att detta samband bryts är ju bra, om företaget inte kan förränta sina resurser. Tillväxten blir så småningom i motsvarande mån lägre om företaget får fortsätta att investera i olönsamma projekt. Då förnyas inte resurserna. Det är därför vi måste gå upp på en hög summeringsnivå för att det bokföringsmässiga sambandet normalt skall gälla. Det kan till och med hända att inte ens hela industrin förmår förränta (”förnya”) sina resurser så bra att den uppnår den tillväxt samhället önskar. Om investeringarna ändå fortsätter, sjunker både förräntningen och tillväxten så småningom något, som den gjort under senare år i Sverige, eller också läcker resurser ut någon annanstans där de ger bättre avkastning.⁴ Det sistnämnda verkar ha skett i England.

Därmed är vi inne på nästa led i mitt resonemang, nämligen att frågan om förräntningen av kapitalet och tillväxten i ekonomin i mycket hög grad handlar om vilken företagsledarkompetens ett land har i sin industri. (Ju högre kompetens desto högre förräntning av kapitalet kan den åstadkomma.) Industriell tillväxt skapar nämligen välfärd för många. Den industriella kompetensen finns dock bara tillgänglig i proportion till sin belöning. Denna belöning erhålls till väsentlig del via aktiemarknaden. Har man uppfattningen att den industriella kompetensen inte kräver särskilt mycket, att den lätt kan ersättas och att den existerar i överflöd, så kommer man att nedvärdera aktiemarknadens betydelse i samhällsmaskineriet.

I en väl fungerande, växande ekonomi kommer investeringen i industrin att kännetecknas av ett högt riskinnehåll. Risken består i den relativt stora variationen i ersättningen i jämförelse med andra sparformer (investeringar). Investeringar i industrin måste därför över tiden kunna räkna med en *förväntad* högre förräntning än många andra typer av investeringar för att vara attraktiva. De investeringar som faller väl ut är de som bär upp den ekonomiska tillväxten. Detta är *inte* samma sak som att alla industriinvesteringar skall förränta sig mycket bättre än tex låneräntan på kreditmarknaden. Som vi inledningsvis påpekade bör ränta och kapitalförräntning i medeltal ligga ganska nära varandra om balanserad tillväxt skall råda.

Först några exempel på olikheter i aktiemarknadens funktionssätt.

Investorerare kan vara mer eller mindre uthålliga vad gäller deras vilja eller förmåga att vänta på avkastningen. Industriell produktion hör till de verksamheter som ofta kräver mycket tålmodiga investerare.

Man brukar ibland tala om en "anglosaxisk" och en "(nord)européisk" organisation av industrins relationer till finansvärlden. Det anglosaxiska systemet motsvarar närmast den statiska, nationalekonomiska teoris ideal. Effektiva finansiella marknader driver snabbt igenom ett likformigt avkastningskrav i alla industrier. Resurser tas ur de dåliga företagen och flyttas över till de mer effektiva. De finansiella mellanhänderna (mellan sparare och investerare), låt oss kalla dem banksystemet, gör detta på distans och utan (behov av) industriellt kunnande. I det nordeuropeiska finanssystemet blandas bank- och industriledarfunktionen på en hög nivå. Industriell kompetens i bankvärlden utnyttjas för att skraddarsy långsiktiga lösningar för företagen.

Det anglosaxiska systemet kräver stora och finansiellt starka företag.⁵ Banksystemet ser i första hand till de många spararnas omedelbara intressen. I det europeiska systemet kan man nöja sig med betydligt flexiblare företagskonstruktioner och mindre finansiella centra (industribanker). Systemet kräver dock många, enskilda, stora finansiärer som med egen kompetens arbetar för att uppnå en långsiktigt hög avkastning och – vilket är väsentligt – i hög grad riskerar sina egna privata förmögenheter. Man brukar i USA ibland tala om "venture capitalists".

Den hypotes jag vill framföra här är att det europeiska systemets "specialiseringsgrad" har de största förutsättningarna att sätta det för långsiktig tillväxt i produktionen optimala förräntningskravet i industrin därför att man är bättre informerad om vilka möjligheter som

finns. Man kan till och med ha en tendens att acceptera *för låga* förräntningskrav. Det anglosaxiska systemet däremot kan ha en tendens att sätta *för höga* avkastningskrav om en motsvarande industriell kompetens inte existerar. Det senare drivs i ena änden av de många spararnas kortsiktiga och försiktiga avkastningsintressen. Resurserna kan hamna utanför industrin till men för den långsiktiga tillväxten. Industribanksystemet har sparare–kapitalister i ryggen som kan vänta medan den nödvändiga industriella kompetensen byggs upp.

För höga avkastningskrav för en enskild sektor eller ett företag är naturligtvis bra när resurserna kan förräntas bättre på annat håll. Det blir besvärligare om nästan hela industrin hamnar i den situationen (England). Men det verkligt allvarliga är när marknaderna för finansiella resurser av olika institutionella skäl blivit så kortsiktiga (närsynta) att resurser och kompetens drivs ut ur industrin. Detta kan i ökande grad ha gällt i Sverige sedan 60-talets slut och orsaken är inflation, skatteregler och ekonomisk politik i kombination, liksom osäkerhet om de framtida spelreglerna för privata affärer i allmänhet⁶ samt ränteutvecklingen i omvärlden. Jag återkommer till detta.

Några illustrationer. Vissa paradoxala statistiska resultat kan t ex endast förklaras på ovan nämnda sätt. Pratten⁷ har visat hur svenska företag både varit mer produktiva, investerat mer och växt snabbare än "liknande" engelska företag, men de har ändå varit mindre lönsamma. Detta gällde vid slutet av 60-talet. Om detta är korrekt är den enda förklaringen att engelska företag hållit uppe sin lönsamhet genom att låta bli att investera. Vinsterna har återinvesterats till högre förräntning någon annanstans, utanför industrin.

Om detta alternativ däremot *inte funnits* skulle man automatiskt ha gått ned i lönsamhetskrav. Om investeringarna skett i industrin, och *om den erforderliga och rätta företagsledarkompetensen funnits* där, så hade förmodligen tillväxten där höjts.⁸ Men detta gäller bara till en viss gräns. Finns inte en tillfredsställande kompetens att förränta resurserna i industrin tar "felinvesteringarna" så småningom överhanden och resurserna förnyas sig inte. Tillväxten börjar sjunka.

Tillväxtmaskineriet i den industriella ekonomin har alltså två sidor: dels företagsledarkompetensen, dels resursernas ägare. Företagsledningen skall svara upp mot de krav på förräntning som resursernas ägare ställer och på ett sådant sätt att de resurser som skapas verkligen återinvesteras i industrin (och inte någon annanstans) till denna höga förräntning. Mycket talar för att denna optimering av förräntning och tillväxt fungerar bäst i en ekonomi där ägarskap, avkastningskontroll och industriell kompetens i hög grad förenas under ett överordnat vinstmotiv. Man kan anföra många skäl för detta påstående. För det *första* att industriell kompetens i väsentliga avseenden handlar om att kompetensen finns tillgänglig. Detta är i hög grad en belöningsfråga. För det *andra* handlar kompetensen i stor utsträckning om förmågan att *välja* (rätt företag, rätt företagsledning, rätt produkt osv) i motsats till att *investera*. För det *tredje* kan avkastningskraven i ett symbiotiskt system, där ägande och företagets skötsel kombineras, höjas på ett graderat sätt och utan att man ställer orimliga krav på företagsledningen.⁹ För det *fjärde* får, som sagt, det anglosaxiska systemet en slagsida mot att se till

de många och inte särskilt tålmodiga spararnas intressen.¹⁰ Finansiärerna är inte heller alltid väl informerade om de industriella riskerna på den nivå där investeringsbeslut i företagen fattas. Särskilt gäller detta i tider av instabilitet, inflation osv. Därför sätts avkastningskraven i motsvarande mån högre (riskkompensation), kanske för högt i förhållande till vad företagssektorn som helhet klarar eller vågar åta sig. Resurserna på marginalen investeras på annat håll.

Med dessa exempel vill jag stryka under betydelsen av en väl fungerande aktiemarknad, som sorterar fram den kompetens i företagen som ger en långsiktig tillväxtbefrämjande förräntning i näringslivet. Denna förräntning skall sedan vara vägledande för ekonomins faktorkostnader i övrigt. Den traditionella kreditmarknadsräntan är ett inslag i denna kostnadsbild.

Efter denna exkurs kan vi ta en kort, traditionell tur över de marker där sparande och investeringar sammanförs, nämligen lånemarknaden. Hur räntan bestäms och vad det finns för investeringsalternativ utanför näringsliv och industri är frågor som står i tur att besvaras.

3. Hur mycket sparande och investeringar behövs?

Tabellerna 1 visar att vissa förändringar i samhällets spar- och investeringsmönster ägt rum under de senaste 25 åren. Vad som framför allt kan noteras är att såväl hushållens och näringslivets som den offentliga sektorns traditionella roll som sparare minskat något i betydelse. En inte lika snabbt sjunkande investerings- som sparkvot har kompenseras genom en betydande internationell upplåning, i första hand under 70-talets andra hälft.

På användningssidan (investeringsidan) har såväl bostadsbyggandet som kommuner och näringsliv sänkt sina relativa anspråk på ekonomins resurser under senare år. Detta är välkända statistiska fakta från en rad studier över svensk ekonomi.

Om vi tittar närmare på tabellen finner vi att det inhemska sparandet sjunkit från en nivå på ca 25 % av BNP under hela 60-talet till en nivå under 20 % vid slutet av 70-talet. Bortfallet har kompenseras via utländsk upplåning, och därför har investeringskvoten inte fallit lika mycket. Vad som inte syns i tabellen är att den ekonomiska tillväxten avtagit kraftigt. Detta innebär tex enligt beräkningar som gjorts att hela BNP-tillväxten under 70-talet gått åt till konsumtion.¹¹ Det är framför allt den offentliga sektorn som trots ökade skatteuttag står för sparandebortfallet. Socialförsäkringssektorn (främst ATP-systemet) förmår ej längre täcka växande underskott i statens finanser. Man kan även vända på formuleringen och tala om en ekonomi som med beskattningens och inflationens hjälp finansierar en fortsatt (ökande) offentlig konsumtion via upplåning i utlandet.

TABELL 1 A. *Den svenska sparbalansen 1955–80*
Andel av BNP. Procent. BNP i löpande priser

	1955/59	1960/64	1965/69	1970/74	1975/79	1976	1977	1978	1979	1980
1. Stat och kommun	4,9	6,4	6,8	5,0	1,2	4,4	2,1	0,2	-2,2	-3,3
2. Socialförsäkringssektor	0,1	1,8	3,7	4,4	3,9	4,2	4,1	3,8	3,4	3,3
3. Bostäder	2,8	2,6	2,7	2,3	2,5	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8
4. Hushåll	4,3	4,6	4,0	3,1	3,0	2,3	3,2	3,5	2,7	4,2
5. Icke-finansiella företag	9,0	8,7	5,9	6,8	5,1	5,3	2,6	3,3	6,6	6,2
6. Finansiella företag	0,9	0,8	1,6	2,2	3,5	2,7	3,1	4,1	4,4	4,1
Samtliga inhemska sektorer	22,0	24,9	24,7	23,8	19,2	21,3	17,6	17,5	17,6	17,3
Utlandet	0,3	-0,2	0,5	-0,6	1,6	2,1	2,6	0,0	2,5	4,2
Totalt	22,3	24,7	25,2	23,2	20,8	23,4	20,2	17,5	20,1	21,5

TABELL 1 B. *Investeringarnas fördelning 1955–80*

	1955/59	1960/64	1965/69	1970/74	1975/79	1976	1977	1978	1979	1980
1. Stat och kommun	4,2	5,0	5,9	5,3	4,3	4,0	4,4	4,5	4,3	4,3
2. Bostäder	5,7	6,1	7,4	5,8	5,0	4,6	4,7	5,3	5,6	5,4
3. Hushåll	-	-	1,3	1,1	1,3	1,4	1,3	1,1	1,1	1,1
4. Näringslivet	12,4	13,6	10,6	11,0	10,2	13,4	9,8	6,6	9,1	10,8
Totalt	22,3	24,7	25,2	23,2	20,8	23,4	20,2	17,5	20,1	21,5

Några tabellkommentarer:

Tabellerna visar bruttosparandet inklusive avskrivningar. Bruttosparandet i *bostäder* blir därför i huvudsak avskrivningar, som man räknar i nationalräkenskaper. Hushållens investeringar utgörs väsentligen av egna företagens (inklusive jordbrukares) investeringar. I övrigt bör tabellens innehåll framgå av rubrikerna.

Källor har för åren 1955–1959 och 1960–1964 varit Kragh, Finansiella långtidsperspektiv, *SOU 1967:6*, samt därefter SCB:s nationalräkenskaper, t ex SMN 1901:2.5.

Som en konsekvens av inflationen har den reala låneräntan, trots höga nominella räntor, länge legat i närheten av noll. En viss förändring har visserligen ägt rum nyligen. Huruvida den utvecklingen kommer att bli bestående, är ett av uppsatsens teman.

Förr eller senare – så låter ett resonemang – kommer en sådan utveckling att tvinga ned hela ekonomin på den lägre tillväxt som motsvarar den lägre reala låneräntan och den – som en följd härav – lägre reala förräntningen på existerande kapitalresurser.

Som en följd av sparutvecklingen hörs också röster som kräver åtgärder för att höja sparandet i samhället, framför allt för att få upp investeringarna i näringslivet.

Man utgår således i båda resonemangen från att den låga realräntan leder till såväl lågt sparande som låg investeringstakt. Eftersom emellertid både sparande och investeringar motsvarar vad som är rationellt för spararen resp investeraren, måste vi fråga oss:

- Är den utgångspunkten korrekt?
- Behövs mer investeringar och ett större sparande för att återställa tillväxten?
- Varför har i så fall Sverige överhuvudtaget hamnat i den här situationen med mindre sparande?

Investeringskvotens höjd

Vi börjar med en diskussion om industrins investeringar. Vi kan då från statistiken konstatera

dels att industrins produktion och vinster under hela efterkrigstiden förskjutits från tunga till mindre kapitalkrävande verksamheter i bemärkelsen stora produktionsanläggningar,

dels att investerings- och sysselsättningsanpassningen till förändrade konkurrensbetingelser släpat efter samt till och med brutits av en våg av *fel*investeringar och nyanställningar i inflationseuforins tecken i mitten av 70-talet i vad som senare blev våra krisindustrier (se figur 3),

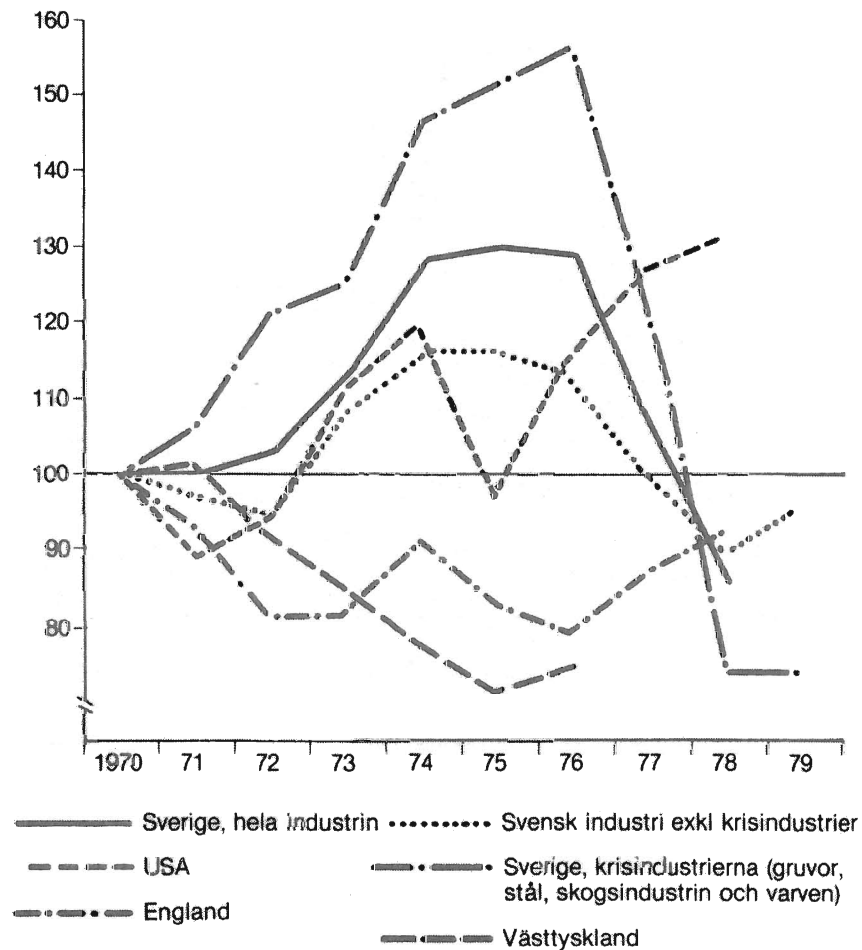
dels att krisindustrierna under 70-talets andra hälft övergick i statlig ägo. I statlig regi fortsattes investeringsexpansionen. De privatägda företagen reagerade däremot snabbt på den stagnerande efterfrågan och de minskade vinsterna.

En grundlig studie skulle säkert avslöja att en effektiv ekonomisk tillväxt i syfte att lösa Sveriges externa och interna balansproblem skulle kräva en snabb utfasning av våra krisindustrier och en snabb expansion av våra företrädesvis investeringslättas expansionsindustrier. Det är inte på något sätt självklart att industrins investeringskvot måste höjas för att detta resultat skall uppnås. Däremot skulle en sådan effektivisering av investeringarnas allokering naturligtvis kräva en annan fördelning av arbetskraften än den vi har i dag.

Till råga på allt är det tveksamt om investeringskvoten, rätt definie-

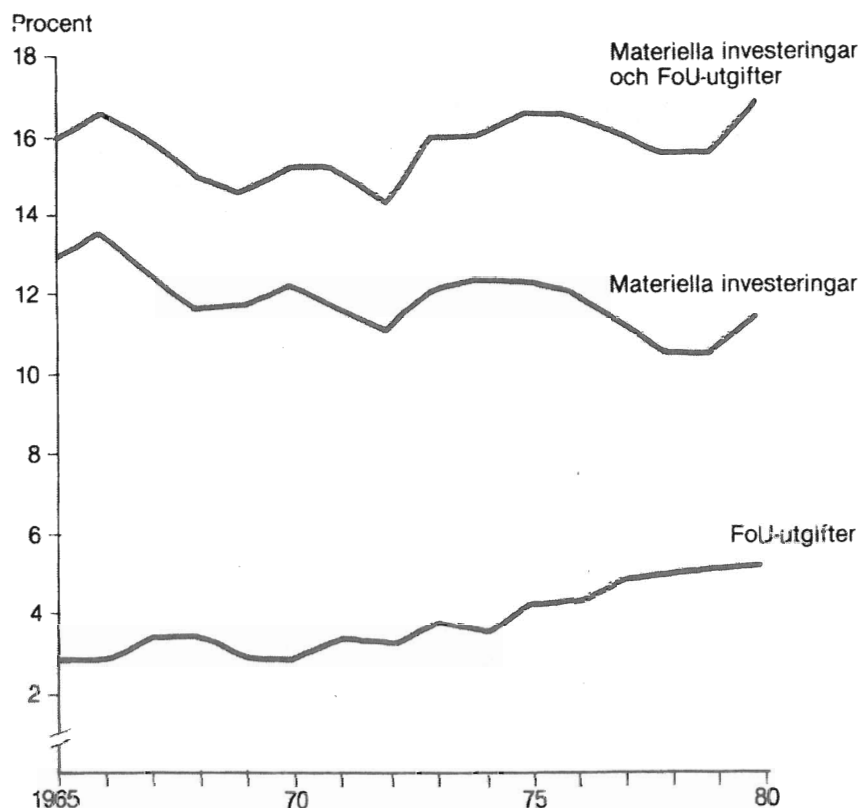
FIGUR 3. Industriinvesteringar i Sverige, Västtyskland, England och USA 1970–1979 – Relativa utvecklingen i förhållande till OECD på indexform

Index = motsvarande värde i förhållande till hela OECD (Index 100 = 1970)



rad och beräknad, verkligen har sjunkit. Som framgår av en studie som nyligen publicerats av IUI har investeringskvoten i svensk industri inte sjunkit om vi enbart betraktar den friska delen av industrin, dvs exklusive krisbranscherna. Inte heller verkar lönsamheten ha sjunkit särskilt mycket i denna del av industrin. Läger vi på de snabbt expanderande forsknings- och utvecklingsinvesteringarna har investeringskvoten i den friska delen av industrin faktiskt stigit. (Se figur 4.)¹² Vad som är oroande är däremot att även den friska delen av industrin tycks ha tappat andelar på exportmarknaderna och att vinstutvecklingen tycks ha varit sämre än den i de viktigaste konkurrentländerna.¹³

FIGUR 4. Investeringskvot i tillverkningsindustri utom krisbranscher 1965–1980



Anm 1: Investeringskvot = materiella investeringar respektive FoU-utgifter i förhållande till förädlingsvärdet.

Anm 2: Tillverkningsindustri utom krisbranscher avser SNI 31 (livsmedelsindustri), 32 (tekoindustri), 3419 (pappersindustri), 342 (grafisk industri), 35 (kemisk industri), 36 (jord- och stenindustri), 38 utom 3841 (verkstadsindustri exkl varv) samt 39 (övrig tillverkningsindustri).

Källor: Fasta investeringar: SOS Industri, SMF 1981:2.3. FoU. SCB:s forskningsstatistik.

Någon höjning av investeringskvoten som den som mäts i nationalräkenskaperna behövs med andra ord troligen inte för att få upp den industriella tillväxten. Om kvoten mellan maskin- och anläggningsinvesteringar å den ena sidan och produktionsvärdet å den andra skulle öka, är det snarare ett tecken på att vi håller på att investera oss mot en sänkt tillväxt. Det är en annan typ av investeringsstruktur som hör framtiden till. Det är dessutom inte ens självklart att en totalt högre investeringsvolym, rätt definierad och mätt, behövs för att klara den för svensk ekonomis balans nödvändiga produktions- och exporttillväxten. Däremot behövs en annan sammansättning på investeringarna än den vi har i dag, eller annorlunda uttryckt, och i konsekvens med vad vi sade inledningsvis, en högre förräntning av industrins totala kapital.

Om den friska ("normala") delen av industrin vore 10 à 15 procent större, skulle vårt externa balansproblem förmodligen inte vara ett bekymmer i dag. Man räknar allmänt med att svensk industriproduktion totalt skall växa med ca 3 procent per år under 80-talet.¹⁴ Om vi i stället kunde få den friska delen av industrin att växa med 6 procent per år (medeltalet under 60-talet), skulle förmodligen den önskade storleken och sammansättningen på industrin uppnås på drygt 5 år. En kalkyl av detta slag låter orimlig för dagens ekonomiska bedömare (årsskiftet 1981/82). Den skulle innebära att svensk industri i snabb takt hämtade igen de förlorade andelarna på exportmarknaden. Det finns dock inga "tekniska" hinder för att åstadkomma detta resultat.¹⁵ Frågan är i stället vilka förhållanden som måste råda i den svenska ekonomin för att en sådan expansionstakt skall kunna uppnås och vilka omställningspåfrestningar som politikerna kan och vågar kräva av det svenska folket.

Sparandet då?

Ett högre sparande än det vi registrerat i statistiken har de facto redan inträffat, i så måtto att näringslivets investeringar i "mjukvarukapital" automatiskt matchas av egenfinansiering (sparande). FoU-investeringarna som till största delen driftskostnadsförs i företagens bokföring har vi statistik på. Övriga investeringar i marknadsföring och utbildning kan vara betydande och växer förmodligen snabbt. Näringslivets investeringskvot i tabell 1, korrekt definierad och beräknad, kanske till och med har stigit sedan mitten på 60-talet.

Med bättre statistik och mätmetoder ser tydligen verkligheten mycket annorlunda och framför allt mer hoppningivande ut. Kanske även de ekonomisk-politiska lösningarna bör ändras? I så fall behöver sparkvoten kanske inte höjas!

En slutsats av den typen är emellertid inte självklar.

För det *första* har den inhemska sparkvoten fallit mer än investeringskvoten. Vi drar hårt på utlandssparande (se tabell 1) antingen för att finansiera vår konsumtion eller för att finansiera våra investeringar, beroende på hur man vill uttrycka sig. Detta bör vi ändra på.

För det *andra* är det inte säkert att vi politiskt klarar den strukturomvandling som krävs för att den ekonomiska tillväxten skall kunna öka vid given investeringskvot.

Lyckas vi inte bryta de ineffektiva investeringsmönster som följer vid tillväxt i den gamla, hårdvarutunga industristrukturen utan väljer klumpiga och ineffektiva lösningar på våra stora balansproblem, ja då har debattörerna rätt, då måste spar- och investeringskvot upp kraftigt och på bekostnad av konsumtionen.

Men kanske inte ens detta går längre om vi tar in *spararen* i bilden. Ineffektiv tillväxt är samma sak som låg kapitalförräntning i medeltal i industrin. På marginalen hjälps lågförräntande investeringar i stor utsträckning fram av den ekonomiska politiken, samtidigt som högräntabla projekt hålls tillbaka på grund av inflationen eller återfinns utanför industrin. I vilken utsträckning kommer spararen-svensken i fortsätt-

ningen att vara beredd att skjuta till de resurser som behövs ur sin konsumtion på villkor som skulle få en rationell beslutsfattare att dra sig ur affären? Resurserna tillskjuts antingen genom frivilligt sparande på traditionellt sätt eller genom beskattning via den offentliga sektorn. Ställer spararen-skattebetalaren inte upp, kommer de högre förräntningskraven att tvingas på vår ekonomi. Vad vi sagt hittills är att det kanske inte spelar så stor roll för den ekonomiska tillväxten om dessa högre förräntningskrav och en effektivare investerings- och arbetsfördelning tvingas fram.¹⁶ Vad vi strax skall söka visa är att spararen i själva verket varit mycket rationell och att balansproblemen i svensk ekonomi även kan ses som en konsekvens av att spararna i växande utsträckning dragit sig ur sin gamla roll, dvs politikern har kanske inte något val.

Låt oss rekapitulera:

Produktion i ett rationellt ordnat samhälle skall organiseras för att ge företagen vinst och individer och hushåll högsta möjliga konsumtions-tillfredsställelse. Produktion är inget självändamål och endast i privilegierade undantagsfall en njutning.

Ett ekonomiskt system

- där spararen får tillbaka mindre i reala termer än han sätter in
- där investeraren uppnår en acceptabel förräntning endast genom ett utnyttjande av skatteregler snarare än att applicera sin industriella kompetens
- där räntor efter korrektion för inflation ligger nära eller under noll demonstrerar antingen kraftfulla symptom på obalans eller är en ekonomi utan tillväxt.

Vid ingången till 80-talet är denna obalans så stor att en betydande del av sparandet måste "lånas in" från utlandet. Detta kan endast ske till internationella marknadsräntor.

Resten av sparandet kommer från inhemska källor: från industrin, där man får förmoda att marknadens avkastningskrav ställs, eller från hushållen och offentlig sektor. Vi observerade redan inledningsvis att skatterna kunde styra industrins eget sparande fel mot investeringar som gav aktieägarna bästa möjliga avkastning, men däremot en lägre (icke tillväxtbefrämjande) förräntning inne i företaget.¹⁷ Vad gäller de övriga källorna till inhemskt sparande står hushållen (individer, löntagare) i bakgrunden antingen som skattebetalare eller som privata sparare-investerare. De påverkar alltså i hög grad via sina arbets-, köp- och sparbeslut utvecklingen. Vilka krav ställer individen-spararen för att ställa upp på en långsiktigt bra lösning för Sverige?

4. Den lille spararen – hur sofistikerad är han eller hon?

Tidigare sparade individen (hushållet, löntagaren) för att kunna leva väl på ålderdomen och för att kunna brygga över tillfälliga, svåra perioder (arbetslöshet, sjukdom osv). Stora delar av det spar(försäkrings)kapital som behövdes för att klara denna uppgift har i dag socialiserats inom den

offentliga sektorn. I själva verket utgörs nästan hela den svenska utjämnings- och transfereringspolitiken av ett försäkringssystem som omfördelar inkomsterna över varje individs livscykel (barndaghem, utbildning, sjukvård, arbetslöshet, pension osv). Ganska lite handlar om utjämnning *mellan* individer sett över hela livscykeln.¹⁸ Varför sparar då individer fortfarande? Självfallet för att bli förmögna, ekonomiskt oberoende, för att kunna lämna arv och (kanske till och med) för att kunna motverka effekterna av den utjämningspolitik som förts.

Svenska folket har undan för undan lärt sig vilka möjligheter vårt skattesystem och vår inflation erbjuder att spara ur sina *brutto*inkomster. Spararen har delvis vältrat av sig kapitalinkomstskatten. Han har som en konsekvens blivit en ganska sofistikerad men sårbar kapitalist. Om detta är en korrekt tolkning – och det är min hypotes tills vi vet bättre från empiriska studier – kan konsekvenserna för sparandet av de ändringar i vårt regelsystem som planeras bli häftiga.

Låt mig bygga upp mitt argument för att spararen är en rationell individ bättre.

I en nyligen publicerad artikel hävdar Lawrence Summers (ekonom från MIT)¹⁹ bla

- att endast en teori som fångar individens eller individernas konsumtions- och sparbeslut över hela livscykeln kan klara sig i realistiska, ekonometriska test,
- att en sådan teori bör ta hänsyn till individens önskan att spara för att lämna en förmögenhet efter sig,
- att tidigare studier formulerat konsumtions- och sparbeslutet så snävt att man i förväg uteslutit möjligheten av att korrekt fånga sparandets "räntekänslighet" (eller snarare "förräntningskänslighet"), som är hög,
- att borttagande av kapitalinkomstbeskattning och en övergång till ren konsumtionsbeskattning är mycket tillväxtbefrämjande. Effekten över en livscykel blir tex för den normale amerikanen ca sex årsinkomster.

Från en serie experiment på en komplicerad simuleringsmodell drar Summers slutsatsen att, tvärt emot vad många trott, hushållens sparande blir kraftigt räntekänsligt när man tagit hänsyn bla till förmögenhetsmotivet och till befolkningens ålderssammansättning. Sparandet är dessutom inte enbart till för att klara konsumtionen efter pensionering utan motiveras även i hög grad av en önskan att lämna arv. I tidigare studier har man missat denna preferens genom att i de modeller man testat förutsätta att hushållen inte önskar bygga upp en förmögenhet. Eftersom räntan i första hand påverkar förmögenheten har man därmed även missat räntekänsligheten. En av Summers mera konkreta slutsatser är att en höjd ränta i första hand höjer värdet av sparandet för framtida konsumtion. Man sänker konsumtionen och sparar mer. Där emot ändrar en permanent högre ränta inte mer än obetydligt proportionen mellan sparande och konsumtion över livscykeln. Poängen är att det högre sparandet ger mer produktion totalt att dela upp mellan sparande och konsumtion. Summers drar därför slutsatsen att välfärdskostnaden av att beskatta kapitalinkomster kan ha kraftigt underskattats.

I ett antal teoretiska och statistiska studier från 70-talet²⁰ pekar man till och med på vikten av att betrakta en strävan att bygga upp en förmögenhet som en normal familjeangelägenhet. Föräldrarna upplever glädje av att vidarebefordra resurser till sina barn och planerar sin ekonomi därefter. Vissa resultat från USA pekar dessutom på att dessa arv fördelas på ett förmögenhetsutjämnande sätt inom familjerna och att denna tendens har betydligt starkare, utjämnande effekter på konsumtionen totalt än vad till exempel arvsbeskattningen åstadkommer.²¹

Mot denna sk livscykelteori kan ställas en enklare "transaktionsteori". Individerna är i de flesta fall inte alls en *sofistikerad sparare-investera-re*. Han spar endast för att bygga upp en transaktionsförmögenhet som klarar hans konsumtion över tillfälliga inkomstförluster eller köpbehov. Egnahemsförvärvet etc är då enbart motiverat av hans konsumtionsbehov och ägaren är behagligt omedveten om vinstmöjligheter och förlustrisker i denna del av sin investeringsportfölj. Varianter på denna teori har klarat sig förhållandevis väl tidigare i tester på tidsseriedata och synes också stödjas av intervjustudier.²² Den säger att med ökade socialförsäkringsarrangemang och kollektiva pensionssystem finns det ingen anledning att vänta sig att den privata förmögenheten skall växa som en andel av inkomsten. Enligt denna teori bör portföljaspekten tonas ned. Sparandet är inte särskilt räntekänsligt – tvärtom Summers argument ovan.

Sparandet är till för att klara likviditetsspåfrestningar under denna hypotes. Det hålls företrädesvis på bank etc. Förmögenhetstillväxt via fastighetsinnehav blir därmed "oplanerade kapitalvinster" som man inte medvetet strävat mot. Däremot blir sparandet känsligt för inflation som gröper ur bankbokens köpkraft. Man sparar mer vid inflation.

Likaså ökar osäkerhet (t ex om jobbet) sparandet. Man måste gardera sig för större inkomstbortfall.

Palmer har i sin doktorsavhandling²³ testat olika delar av bägge dessa hypoteser på svenska data, dock utan att specificera ett särskilt portföljförmögenhetsmotiv som Summers förordar. Han finner en stark pensions-ATP-effekt av förväntat slag, en tendens hos alla svenskar att spara sådana inkomsthöjningar som betraktas som tillfälliga respektive ej sänka konsumtionen vid tillfälliga inkomstbortfall, en svag – och ej väl säkerställd – ränteeffekt, en positiv inflationseffekt på sparandet och en svag men "korrekt" osäkerhets- (arbetslöshets-)effekt. Han finner också att konsumenten blir försiktigare i sina konsumtionsvanor när regeringen driver en politik med växande budgetunderskott. Individerna förväntar sig att detta kommer att följas av elände och höjda reella skatter och väljer att spara mer för att kunna hålla uppe konsumtionen senare. (Han luras, med andra ord.) Resultaten är således något blandade men pekar mot en "transaktionsförklaring över livscykeln". Spararen betar sig investeringsmässigt oskickligt.

Medan Summers drar "empiriska" slutsatser från en komplicerad simuleringsmodell – som ej är ekonometriskt skattad (för komplicerat) men bygger på rimliga förutsättningar – har Palmer skattat en mer förenklad makromodell på svenska data. I Palmers modell är vissa viktiga resultat hos Summers med, medan andra förutsatts bort. Vem skall man tro på?

Enda möjligheten att ge svar är att ekonometriskt testa en modell som

på en gång innehåller både Summers och Palmers tankegångar. Detta är både praktiskt och teoretiskt omöjligt om modellen inte specificeras dynamiskt på mikro(hushålls)nivå, testas på denna nivå och sedan analyseras experimentellt. Detta kan inte göras förrän den stora hushållsstudie som för närvarande håller på att rulla igång som ett gemensamt projekt mellan IUI och Göteborgs Universitet²⁴ slutförts.

Det allvarliga med dagens ekonomisk-politiska situation är dock att om vi för ekonomisk politik efter den ena hypotesen och den är fel, förvärrar vi situationen snarare än tvärtom.

Till detta vill jag lägga att Summers simuleringsresultat visserligen är teoretiska, men att hans antaganden på den nivå de görs är rimliga. De motsägs inte heller av Palmers resultat eller av andra studier.²⁵ Därav följer att vi i den ekonomiska politiken bör räkna med en betydligt kraftigare "räntekänslighet" hos hushållssparandet än man tidigare varit benägen att tro. Med detta menar vi möjligheterna att förränta sparmedlen reallt och efter skatt.

Den illusion vi har levt i beror på att vi inte kunnat se några statistiska effekter av en höjning av *bankräntan* från 6 till 7 procent när inflationen har löpt vid 10 procent. Den rationelle spararen har helt enkelt valt en annan metod att spara. Han har investerat, framför allt i ett eget hem och en sommarstuga, och han har i olika hög grad belånat investeringen för att kunna höja förräntningen på den egna insatsen. Han har kanske ägnat ett antal förberedande år åt traditionellt sparande för att bygga upp sin lånekapacitet i banksystemet, vanligtvis till insatsen i ett eget hem. Han har kanske till och med under 70-talet vant sig vid en så hög förräntning på sitt sparande att det krävs mycket kraftig stimulans – av typen skattefondkonton – för att han skall ställa sina resurser till förfogande. Problemet är att den lille spararen av naturliga skäl har tagit lång tid på sig att lära sig hur han skall bete sig optimalt. Han är därför i motsvarande grad sårbar vid förändringar i det regelsystem han har lärt sig och anpassat sig till.

Det är möjligt att jag med dessa formuleringar överdrivit spararens rationalitet, medvetenhet och skicklighet i sitt handlande. Jag tycker det är viktigt att framhäva honom/henne på detta sätt i kontrast till den vanliga bilden av den lille spararen som aningen dum i ekonomiska sammanhang. Det går inte med hänvisning till existerande empiriska studier att motsäga tesen att individerna reagerat mycket rationellt under senare år. Vid en bedömning av de samhällsekonomiska konsekvenserna av sparandet och den ekonomiska politiken är det därför förståeligt att, tills vi vet bättre, inte underskatta småspararens intellektuella förmåga och ekonomiska medvetenhet. Vi kan då feltolka hans motiv som investerare och underskatta hans förmåga att "blockera" dåligt genomtänkt ekonomisk politik.

5. Epilog

Med denna utgångspunkt (se föregående avsnitt) kan man säga att vi i Sverige under årens lopp "lyckats" bygga in ett farligt destabiliserande

element i vår ekonomi. Under många år har hushållen skattevägen, eller trots låga räntor, förmåtts förse samhället med billiga investeringspengar. Ekonomin har svarat med att bli inflationistisk. På olika sätt har felinvesteringar i ökande grad ägt rum.

När så hushållen så småningom upptäckt att det finns andra sätt att investera sitt sparande än på traditionellt sätt ”i bank”, eller valt att konsumera i stället, och när statsmakten upptäcker att även sparande via offentliga budgetar och pensionssystem inte längre räcker, uppstår ett mycket obehagligt balansproblem. Något måste göras.

Men det är inte sparandet eller investeringarna som i första hand skall upp utan förräntningen av industrins kapital i medeltal genom en förbättrad allokering av investeringarna. Detta kan endast ske genom att investeringar och (ännu viktigare) sysselsättning koncentreras dit där förräntningen redan är hög. Storleken på sparande och investering behöver vi då inte ta ställning till. *Den ekonomiska tillväxten kan förmodligen höjas kraftigt vid en oförändrad investeringskvot.*

I en stor och/eller sluten ekonomi, där man inte behöver fundera så mycket på omvärlden, kan man eventuellt klara sitt ekonomisk-politiska problem genom att medvetet välja en lägre tillväxt. I en avancerad, specialiserad ekonomi med hög materiell standard som den svenska går inte detta utan våldsamma omställningsproblem, och Sverige har redan i hög grad avhänt sig *valfriheten* genom att under flera år ha *valt* att kompensera det otillräckliga inhemska sparandet via internationell upplåning. Därmed tvingas den internationella räntan in i landet.

Men vi skall inte tappa modet för det. Det finns självfallet lösningar. Mitt bidrag till denna diskussion är uppfattningen att dessa kommer att bli onödigt kostsamma och resurskrävande om inte den ekonomisk-politiska lösningen innebär att en effektivare sortering av investeringarna i ekonomin än tidigare äger rum, till exempel efter de avkastningskrav som det internationella ränteläget ställer upp. Vi skall vara tacksamma att större delen av svensk industri långsiktigt väl klarar internationella förräntningskrav. En effektivare sortering av investeringarna är samma sak som att förräntningen av industrins resurser i medeltal höjs. Det kan bland annat åstadkommas genom att en högre real låneränta etableras i det inhemska kreditsystemet, som tvingar upp avkastningskraven i företagen i medeltal och samtidigt möjliggör en höjd real ersättning efter skatt till spararna. Mitt argument har varit att spararna i fortsättningen inte kommer att ställa upp med de resurser som krävs i den alternativa lösningen med ineffektiv, resurskrävande tillväxt och med högre sparkrav. I det långa loppet kommer det inte att gå att hålla uppe den ekonomiska tillväxten genom att med ekonomisk politik, med skatter eller med lock och pock hålla en konstlat låg ränta i ekonomin. Framtida generationers ekonomiska välfärd kanske till och med är beroende av att vi i dag har tillräckligt många sofistikerade sparare som i första hand ser om sitt eget hus och ägnar sig åt familjens förmögenhetstillväxt – och gör det omöjligt att föra en ekonomisk politik som leder mot ökad obalans.

Noter

¹ Det är i medeltal relativt enkelt att visa att om spararen deltar i en nyemission och har fått löfte om att behålla två procent real förräntning efter alla skatter, så måste företaget internt förränta samma slant med hela 45 procent. Vid noll inflation sjunker kravet till 16 procent, men det ligger fortfarande långt över den förräntning svenskt industrikapital uppnått i medeltal något år under de senaste 100 åren (se figur 2). Det klarar alltså företaget normalt inte, och aktieägarens förräntning blir i motsvarande mån lägre under de ovan givna förutsättningarna. Se Rundfelt, *Capital Gains, Taxation and Effective Rates of Return in Business Taxation Finance and Firm Behavior*, IUI Conference Reports, 1981:1.

Ett resultat av dessa villkor är att mindre än 5 procent av börsföretagens totala finansiering kommer från aktiemarknaden. Tar man hela industrin, blir ägartillskottet ännu mindre, ca 2,5 procent. Se Lindberg-Södersten, Uppsats för projektet *International Tax Comparisons*, IUI, 1981 (arbets-PM).

² Se Wicksell, *Föreläsningar i nationalekonomi*, första delen, häfte II, om penningar och kredit, Lund 1906 (s 181 ff), samt Erik Dahméns tolkning av Wicksell i tillväxttermer i *Industriell Utveckling i Sverige – teori och verklighet under ett sekel*, IUI, Stockholm 1980 (s 44–45).

³ Detta gäller exakt om produktionsapparaten ser ut så att kvoten mellan produktionsvärde och kapital alltid är konstant och externfinansieringsgraden bibehålls oförändrad.

⁴ I värsta fall pumpas nya resurser in som kompensation och utan krav på avkastning (subventioner) och förstärker på sikt stagnationsförloppet.

⁵ Många av dessa stora företag har i själva verket *inom sig* byggt upp stora delar av den industribankfunktion vi talar om. Se Eliasson, *Business Economic Planning, Theory, Practice and Comparison*, John Wiley & Sons, 1976, s 142 ff.

⁶ Se Lundgren-Ståhl, *Industripolitikens spelregler*, Industriförbundets förlag, Stockholm 1981.

⁷ Se Pratten: *A Comparison of the Performance of Swedish and UK Companies*, Cambridge University Press, 1976.

⁸ Huruvida denna erforderliga kompetens finns (fanns) i England vet vi inte. Resultaten hittills av Mrs Thatchers experiment tyder tyvärr på att den inte finns i tillräcklig omfattning. Men det är ännu för tidigt att yttra sig om detta.

⁹ Att ställa rätt dimensionerade avkastningskrav (varken för höga eller för låga) är i själva verket en av ledningens svåraste uppgifter i de stora företagen. Se t ex Eliasson, *Business Economic Planning – Theory, Practice and Comparison*, John Wiley & Sons, 1976.

¹⁰ Notera att industribanksystemet normalt har stora företag som stora och stabila inlåningskunder.

¹¹ Se Ysander-Nordström: *Offentlig service och industriell tillväxt*, IUI Forskningsrapport nr 11, 1980.

¹² Se Örtengrens uppsats, s 102, i Carlsson, Örtengren, Lantz, Pousette, Jagrén och Bergholm, *Industrin inför 80-talet*, IUI 1981.

¹³ Enligt beräkningar på IUI av Eva Christina Horwitz.

¹⁴ Se Eliasson, "Sweden choosing the 80ies" i *Projections for the European Economy to 1990*, IFO-institutet, München 1981.

¹⁵ En variant på denna kalkyl, kallad *moderniseringsfallet*, har genomförts i Ysander-Nordström, op cit, s 48 ff.

¹⁶ För att den som tänker i termer av en negativt lutande investeringsefterfrågekurva inte skall missförstå argumentet vill jag understryka följande tre saker. För det första talar vi om en delvis sluten ekonomi där räntan delvis bestäms "endogent". Ett tillstånd där sparmedel via skattesystemet, eller genom att spararen luras av inflationspolitiken, tvingas ut till för låg ränta (man ökar investeringarna genom att gå under jämviktsräntan) kan inte vara evigt. Förr eller senare uppstår motverkande krafter som tvingar upp räntan och/eller ned investeringarna. Man skulle, som vi påpekade inledningsvis, kunna tala om en Wickselliansk kumulativ process som till sist bryts ned endogent och övergår i sin motsats eller ekonomisk stagnation. Vi har kunnat studera denna process ganska ingående

på institutets mikro-till-makrosimuleringsmodell. Den sträcker sig över årtionden. Ett led i mitt argument är att vi med hjälp av ekonomisk politik under hela efterkrigstiden gradvis försatt oss i detta sluttillstånd eller bakvatten av den "kumulativa processen".

För det *andra* hävdar jag att den traditionella, ränteberoende investeringskurvan inte bör användas för att analysera svensk efterkrigsekonomi. Skattesystem, kapitalmarknadsreglering och, särskilt under senare år, subventioner har prioriterat resurstillförseln till lågförräntande verksamheter. I en fullsysselsättningsekonomi innebär detta automatiskt att investeringar och tillväxt hållits tillbaka i andra, bättre delar av industrin.

För det *tredje*, slutligen, gäller att de högsta förräntningsmöjligheterna under 70-talets inflationsår i hög utsträckning legat utanför industrin i inflationssäkra investeringar (fastigheter etc).

Slutsatsen blir att den höga investeringskvoten under efterkrigstiden i hög grad kan förklaras av ett undertryckande av expansionen i de högförräntande industrierna, en prioritering av investeringar i lågväxande verksamheter (basindustrierna) och en gradvis förskjutning av de verkligt högräntabla projekten ut ur industrin i takt med att inflationen ökade. Det är fullt möjligt att företagen i många fall själva genom felbedömningar bidragit till denna utveckling.

¹⁷ Se Eliasson–Lindberg: "Allocation and Growth Effects of Corporate Income Taxation – Some Experiments in Quantification on a Micro-to-Macro-Model of the Swedish Economy" i *Business Taxation . . .*, op cit.

¹⁸ Se Ysanders kapitel 9 i Eliasson, Carlsson, Ysander m fl, op cit, 1979.

¹⁹ Se Summers: "Capital Taxation and Accumulation in a Life Cycle Growth Model", *AER*, September 1981. Se även Boskin, "Taxation, Saving and the Rate of Interest", *JPE*, April 1978.

²⁰ Se t ex Becker–Tomes, "Child Endowments and the Quantity and Quality of Children", *JPE*, August 1976 samt Blinder, "A Model of Inherited Wealth", *QJE*, November 1973.

²¹ Se t ex Tomes, "The Family, Inheritance and the Intergenerational Transmission of Inequality". *JPE*, October 1981.

²² Se t ex Wikner m fl, *Hushållens sparande och samhället*, Svenska sparbanksföreningen, 1975. Även Lindqvist lutar i sin på hushållsintervjuer baserade studie åt att transaktionsmotivet är det huvudsakliga och att den stora massan hushåll inte är rationella investerare (sparare). Se hans: *Hushållens sparande*, EFI, Stockholm 1981.

Jag har själv utgått från denna förklaring till hushållens sparande som *enda* motiv i den mikrobaserade makromodell som finns på IUI. Se Eliasson, *A Micro-to-Macro-Model of the Swedish Economy*, IUI Conference Reports 1978:1.

²³ Se Palmer, *Determination of Personal Consumption – Theoretical Foundations and Empirical Evidence from Sweden*, Stockholm 1981.

²⁴ Se Eliasson–Klevmarken, *Household Market and Non-Market Activities*, IUI Forskningsrapport nr 12, 1981.

²⁵ T ex Bentzel–Berg, *The Role of Demographic Factors as a Determinant of Savings*, University of Uppsala, Department of Economics, Working Paper nr 2, 1980, samt Boskin, op cit 1978.

Utgivna publikationer

Fullständig förteckning över utgivna skrifter kan erhållas på begäran.

Publikationer på engelska

1982

Studies in Labor Market Behavior Sweden and the United States. Proceedings of a Symposium at IUI, Stockholm, July 10–11, 1979. IUI Conference 1981:2. 442 pp.

On the Complete Systems Approach to Demand Analysis. N. Anders Klevmarken. 91 pp.

1981

Business Taxation, Finance and Firm Behavior. Proceedings of a Symposium at IUI, Stockholm, August 28–29, 1978. IUI Conference Reports 1981:1. 435 pp.

Sweden — Choosing the 80's. Gunnar Eliasson. Booklet No. 124. 31 pp.

The Content of Productivity Growth in Swedish Manufacturing. Bo Carlsson. Booklet No. 123. 21 pp.

Publikationer på svenska

1982

Sparande, industriell kompetens och ekonomisk tillväxt. Gunnar Eliasson. Småtryck nr 125. 21 s.

Framtida energikriser. Tord Eng. Forskningsrapport nr 14. 94 s.

Trycksaksmarknaden under 80-talet. Bertil Lindström. Forskningsrapport nr 13. 288 s.

1981

Industrin inför 80-talet Bo Carlsson, Johan Örtengren, Petra Lantz, Tomas Pousette, Lars Jagrén, Fredrik Bergholm. 495 s.

Industristödspolitiken och dess inverkan på samhällsekonomin. Bo Carlsson, Fredrik Bergholm, Thomas Lindberg. 153 s.