

Jan Södersten

Lönsamhet i svensk industri

Vinstutvecklingen är central för den industriella kapitalbildningen. Nedgången i investeringskvoten mellan 1972 – 1975 och 1980 – 1983 förklaras till drygt 60 procent av att den reala räntabiliteten på materiellt kapital minskat i förhållande till realräntan.

Under det senaste decenniet har industrins lönsamhet varierat på ett sätt som saknar motstycke under efterkrigstiden. Efter lågkonjunkturen 1971 – 1972 och den första oljekrisen 1973 ökade vinsterna dramatiskt för att under 1974 nå en nivå som inte uppnåtts sedan Koreakonjunkturen i början av 1950-talet. Den efterföljande nedgången blev lika dramatisk och med den stora krisen 1977 – 1978 drabbades företagen av förluster i en omfattning och av en storlek som inte förekommit sedan 1930-talet. Vinstläget förbättrades något 1979 – 1980, men först efter devalveringarna 1981 och 1982 blev uppgången mera påtaglig. Genom de allra senaste årens vinstökning har vi för 1984 och 1985 ånyo uppnått vinstnivåer som motsvarar det långsiktiga genomsnittet före 1970-talets "turbulens".

Den turbulenta vinstutvecklingen hade på den "reala" sidan sin motsvarighet i en under 1970-talet stagnerande eller fallande industriproduktion och i en under krisåren dramatisk nedgång i företagets investeringar i maskiner och i fast anläggningsskapital. Först 1984 och 1985, de år industrivinsterna återhämtats, noterar vi en mer påtaglig expansion i industriproduktion och kapitalbildning.

Vinstutvecklingen är av många skäl central i en analys av de skiftande förutsättningarna för industriell kapitalbildning i Sverige under de senaste decennierna – som en indikation på lönsamhetsutsikterna vid nyinvesteringar och som mått på företagets tillgång på egna medel för att finansiera sin verksamhet. Det är mot den bakgrunden jag i denna artikel granskar olika aspekter på industrins vinstsituation sedan mitten av 1960-talet. Jag kartlägger utvecklingstendenser för bruttovinster och räntabilitet, den förändrade avkastningsrelationen mellan reala och finansiella placeringsalternativ och belyser den förskjutning som inträffat under det senaste decenniet i valet mellan reala och finansiella investeringar.¹⁾

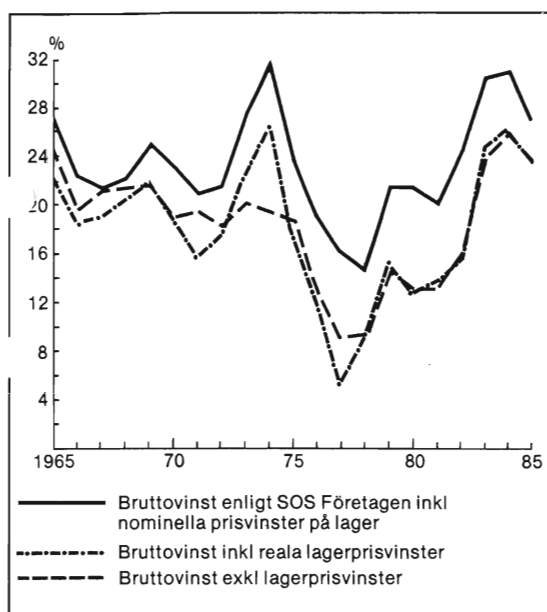
Särskild uppmärksamhet ägnas mätproblemen. Under 1970-talet accelererade inflationen från några få procent per år till tvåsiffriga tal och det är en väsentlig fråga hur detta påverkat industrins vinster och vår bild av dessa. Min bedömning är att den i inflationstider fundamentala skillnaden mellan nominella och reala begrepp alltför ofta förbises – både i den offentliga statistiken och i olika utredningar.

Jan Södersten är docent i nationalekonomi vid Uppsala Universitet och forskare vid Industriens Utredningsinstitut (IUI).

¹⁾ Kalkylerna baseras genomgående på Statistiska Centralbyråns (SCB) företagsstatistik.

Figur 1. Bruttovinstens andel av förädlingsvärdet 1965—1985

Alternativa definitioner (procent)



Industrins bruttovinster

I fig 1 redovisas, med alternativa definitioner, bruttovinstens (driftsöverskottets) andel av förädlingsvärdet inom industrin åren 1965–1985. Den översta, heldragna kurvan baseras direkt på data från SCBs företagsstatistik, vilket bl a innebär att bruttovinsterna framräknats enligt den sk FIFU – eller först-in-först-ut-principen. Kurvan visar således vinstutvecklingen inklusive nominella lagerprisvinster. En grov uppskattning av lagervinsternas storlek kan fås genom att ingående lagerstock multipliceras med tillväxttakten i producentprisindex. Den streckade kurvan i fig 1 visar bruttovinstmarginalen efter en sådan justering, d v s exklusive nominella lagerprisvinster.

Skillnaden mellan de båda kurvorna (den heldragna och den streckade) ökar markant från 1973 och skillnaden speglar accelerationen i prisstegringarna från denna tidpunkt. Under återstoden av 1970-talet svarar lagerprisvinster för så mycket som en tredjedel av de okorrigerade bruttovinsterna. Ett intressant resultat av kalkylerna gäller bedömningen av vinstutvecklingen vid mitten av 1970-talet. Den dramatiska uppgången i företagsvinsterna 1973–1974 som berördes inledningsvis, tycks helt ha betingats av

företagens lagerprisvinster. Tolkas den kraftiga ökningen i producentprisindex – på det sätt som angetts här – under dessa år (24,1 procent enbart för 1974!) som en motsvarande ökning av återanskaffningskostnaderna för förbrukningen av insatsvaror, framstår 1974 inte alls som något rekordår.

I viss mening ger dessa kalkyler emellertid en missvisande bild av företagets vinstsituation. En fullständig eliminering av lagerprisvinster innebär nämligen att man bortser från de högst reella vinstmöjligheter som ligger i en framgångsrik inflationsanpassning, bl a av företagets lagerpolitik. Då återanskaffningspriserna för varuförbrukningen stiger snabbare (långsammare) än den allmänna inflationen, gör företagen reala inflationsvinster (-förluster) på sin lagerhållning. Betydelsen av att inkludera reala lagerprisvinster i kalkylen framgår av den punktstreckade kurvan i fig 1, som alltså visar industrins bruttovinstmarginal inklusive reala lagerprisvinster.

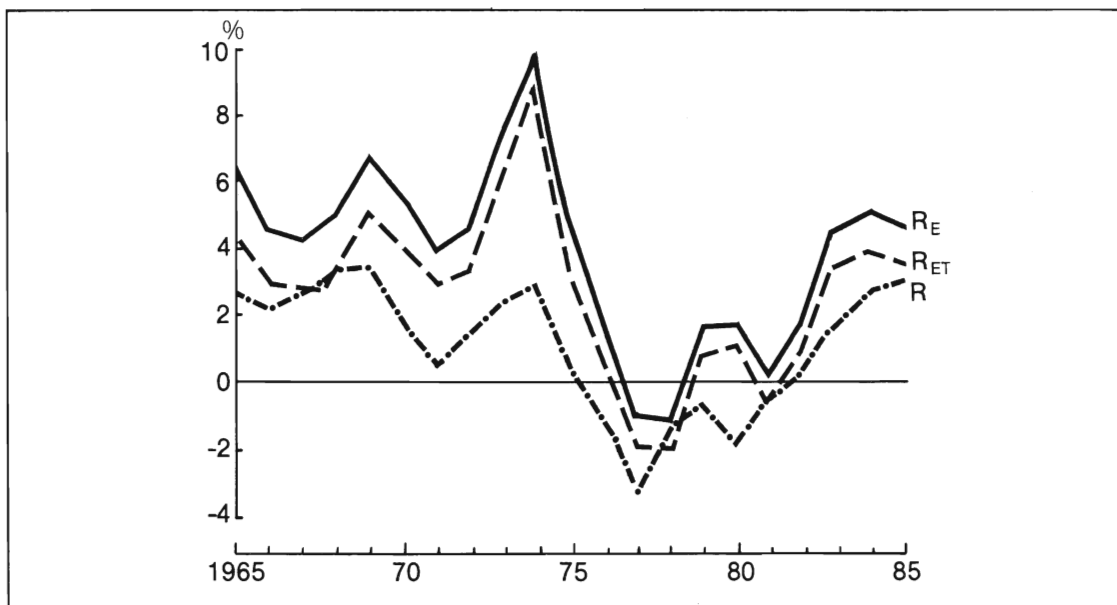
Som framgår har företagen reellt sett fått vidkännas både vinster och förluster på sin lagerhållning. Förlusterna är koncentrerade till lågkonjunkturperioderna – 1967–1968, 1971–1972 och 1977–1978 – då återanskaffningspriserna för varuförbrukningen (här mätt med producentprisindex) ökade långsammare än den allmänna inflationstakten. Motsatsen gällde 1973–1974, då växande reala lagerprisvinster drev upp vinstmarginalen till en rekordnivå. Som en intressant jämförelse kan vi också konstatera att reala lagerprisvinster inte alls spelat någon roll för den kraftiga vinstuppgången från 1983.

Real räntabilitet

Att bruttovinstmarginalen utnyttjats så flitigt som mått på lönsamhetsutvecklingen hänger naturligtvis samman med att måttet är enkelt att konstruera. Inga krav ställs t ex på data för kapitalstockar eller kalkylmässiga avskrivningar. Just denna omständighet kan samtidigt innebära en fara vid jämförelser över tiden och framför allt vid jämförelser mellan branscher och företag. I detta delavsnitt behandlas i stället industrins räntabilitet, ett mått som tillåter jämförelser över tiden, även om kapitalinsatsen per krona förädlingsvärde förändras.

Den heldragna, respektive streckade kurvan i fig 2 visar den reala räntabiliteten på eget kapital före och efter skatt. Beräkningen av räntabiliteten på eget kapital innebär allmänt sett att brut-

Figur 2. Real räntabilitet på totalt kapital (R) och på eget kapital före (R_E) och efter (R_{ET}) skatt (procent)



tovinster minskas med dels kalkylmässiga avskrivningar, dels nettot av företagets finansiella kostnader och intäkter, varefter återstoden divideras med det egna kapitalet. De kalkylmässiga avskrivningarna är beräknade på realkapitalets nedskrivna återanskaffningsvärde.²⁾ Men liksom inflationen inverkar på företagets förmögenhetsställning genom en omvärdering av realkapitalet innebär den en urholkning av finansiella tillgångar och skulder som är uttryckta i nominella belopp. I en ekonomi där förväntningarna är anpassade till inflationen har denna inflationsurgröpning sin motsvarighet i ökade marknadsräntor, som driver upp både finansiella intäkter och kostnader för företagen. En korrekt real räntabilitetsmätning måste fånga in båda dessa effekter av inflationen. I de beräkningar som redovisas i fig 2 har detta gjorts genom att det redovisade finansiella nettot (ränteutbetalningar minus finansiella intäkter) reducerats med ett belopp motsvarande inflationen gånger den (ingående) finansiella nettoskulden (skulder minus finansiella tillgångar).³⁾ I fig 2 visas också, med den punktstreckade kurvan, den reala räntabili-

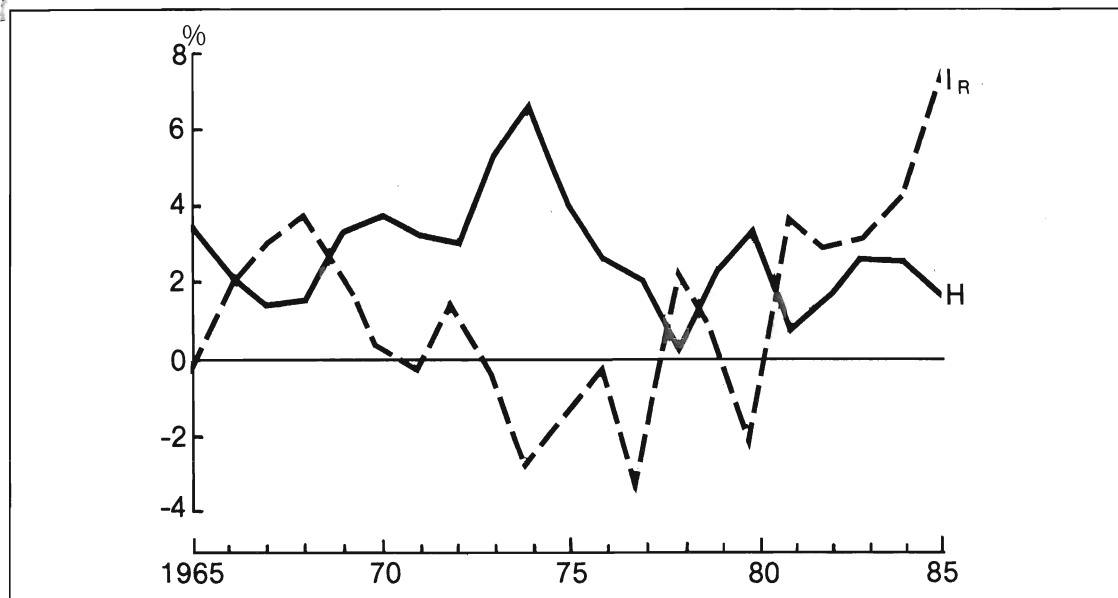
²⁾ Jag utnyttjar här egna beräkningar av industrins realkapitalstockar enligt den så kallade perpetual inventory-metoden. Beräkningarna förutsätter att den ekonomiska värdeminskningen följer ett geometriskt förlopp. Avskrivningstakten har satts till 7,7 procent per år för maskinkapitalet och 2,6 procent för byggnader, vilket motsvarar en genomsnittlig ekonomisk livslängd på ungefär 13 respektive 38 år. SCBs beräkningar av ekonomiska avskrivningar och *netto* kapitalstockar (vilka inte publiceras) bygger i praktiken på samma avskrivningstal.

teten på totalt kapital (där som tidigare realkapitalet är värderat till återanskaffningspriser), som inkluderar den reala avkastningen även på företagets finansiella tillgångar.

De olika räntabiliteterna i fig 2 ger samma bild av den långsiktiga utvecklingen som den tidigare fig 1. Bl a kan konstateras att vinststoppgången efter devalveringarna 1981 och 1982 förde upp totalräntabiliteten till en nivå jämförbar med den som gällde 1974, medan räntabiliteten på eget kapital däremot inte väsentligt överstiger lågkonjunkturårens 1966–1967 och 1971–1972.

Räntabiliteten på totalt kapital har sitt speciella intresse i detta sammanhang därför att den måliggörs en beräkning av den så kallade hävstångseffekten, som visar hur mycket avkastningen på det egna kapitalet (före skatt) överstiger just räntabiliteten på totalt kapital. Hävstångsfaktorns

³⁾ Räntabiliteten på eget kapital efter skatt har beräknats efter avdrag av faktiska skattebetalningar. Genom att subtrahera faktiska skattebetalningar jämföras de skattecrediter som tas upp genom företagets "överavskrivningar" (inkl avsättningar till lagerreserver och investeringsfonder) med eget kapital. Skattecrediterna är följaktligen också inräknade i nämnaren i räntabilitetsmättet. Skattecrediterna kan alternativt betraktas som räntefria lån, som sänker företagets genomsnittliga låneränta. Med denna tolkning blir nämnaren i räntabilitetsmättet mindre, eftersom eget kapital definieras exklusive skattecrediter. Samtidigt minskar täljaren då vinsten anges efter avdrag för både faktiska skattebetalningar och årets ökning i skattekrediten. I praktiken ger dessa alternativa beräkningsmetoder nära nog identiska resultat för räntabiliteten efter skatt.

Figur 3. Hävstångseffekten (H) och real ränta på industriobligationer (I_R)

storlek beror av skillnaden mellan räntabiliteten på totalt kapital och företagets genomsnittliga skuldränta och av skuldernas storlek i förhållande till det egna kapitalet.⁴⁾ Hävstångsfaktorn är därmed intressant som ett mått på hur räntabiliteten på eget kapital påverkats av företagets finansiering. Som framgår av fig 3 var hävstångseffekten positiv under hela observationsperioden och uppgick i genomsnitt 1965–1983 till 3,0 procent. Genomsnittet för räntabiliteten på eget kapital var 3,9 procent under samma tid och för räntabiliteten på totalt kapital endast 0,9 procent. Nivån för egenräntabiliteten har alltså till den helt övervägande delen bestämts just av hävstångseffekten.

Företagens genomsnittliga skuldränta, sådan den rapporteras i SCBs företagsstatistik, avviker av flera skäl från aktuella marknadsräntor. Det står ändå klart att det rådande läget på kapitalmarknaden haft ett direkt och tydligt genomslag på hävstångseffekten. Som framgår av fig 3 är variationerna i hävstångsfaktorns storlek i stort en spegelbild av förändringarna i realräntan – i figuren representerad av den reala räntan på långa industriobligationer. De växande hävstångsvinsterna under 1970-talet betingades i stor utsträckning alltså av fallande, och under

flera år negativa, realräntor. Den tröga och ofullständiga anpassningen av marknadsräntan till den accelererande inflationen under 1970-talet fick på detta sätt genomslag i en uppdriven avkastning på eget kapital. Att räntabiliteten på eget kapital efter 1980-talets vinstökningar inte alls nått upp till 1974 års nivå, hänger på motsvarande sätt samman med ränteutvecklingen. Genom de höga realräntorna kom hävstångsvinsterna att bli mycket begränsade, jämfört med rekordårens på 1970-talet.

Räntabiliteten och industrins tillgångsstruktur

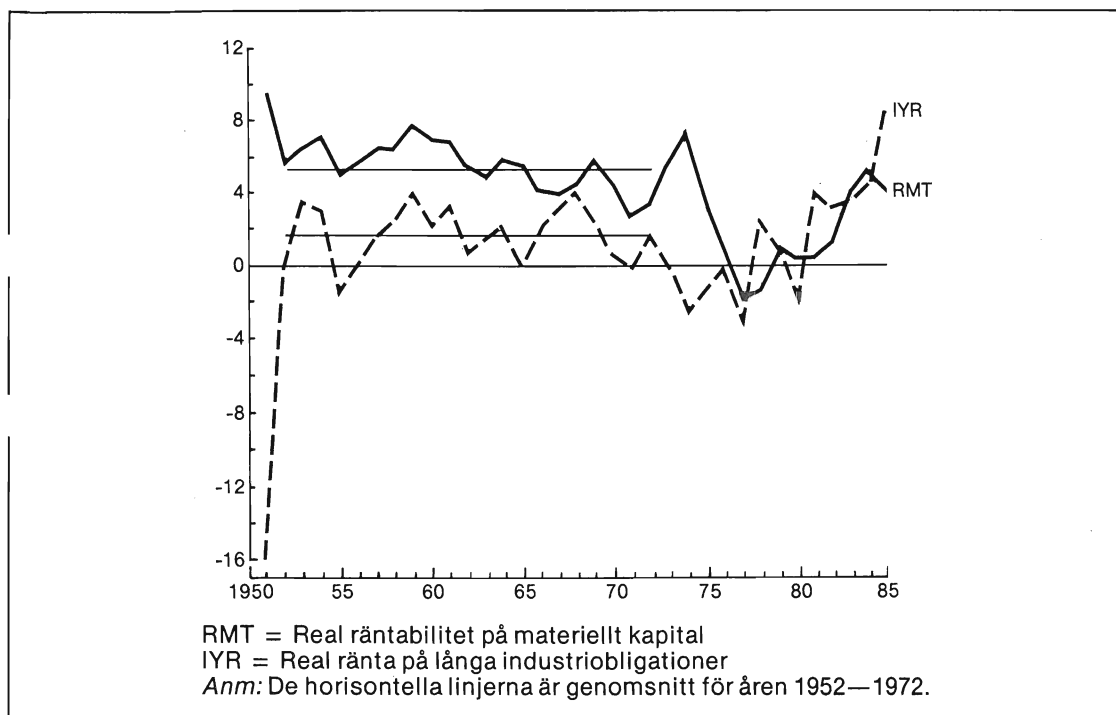
I de föregående avsnitten redovisades utvecklingen av industrins vinster under bl a krisåren på 1970-talet. Parallellt med vinstkrisen noteras, från slutet av 1970-talet, en viktig förändring på kapitalmarknaderna i form av en bättre anpassning av marknadsräntorna till inflationen. Med de stigande realräntorna påverkades också förutsättningarna för industriell kapitalbildning genom att – allt annat lika – finansieringskostnaderna för realinvesteringarna drevs upp. Alternativt uttryckt ökade incitamenten att investera i olika finansiella placeringsobjekt snarare än i osäkra och för framtiden förpliktande realinvesteringar. En tydlig illustration till detta ges i fig 4, som visar real räntabilitet på materiellt kapital (maskiner, byggnader och lager) och den reala marknadsräntan sedan början av 1950-talet. ➤)

⁴⁾ Sambandet framgår av det välkända uttrycket

$$R^E = R_T + S/E(R_T - R_S)$$

där R^E och R_T är räntabiliteten på eget respektive totalt kapital, där R_S är den genomsnittliga skuldräntan och S/E är kvoten mellan totala skulder och eget kapital. Den andra termen i höger led är hävstångseffekten

Figur 4. Real räntabilitet och real marknadsränta 1951—1985



Förändringarna i kapitalavkastningen under andra hälften av 1970-talet motsvarades på den reala sidan av en stagnerande eller fallande industriproduktion och en drastisk minskning av företagens investeringar i maskiner och fast anläggningskapital. Produktionsnivån 1982, efter krisåren, var exempelvis inte mycket högre än tio år tidigare och under hela perioden 1976–1982 minskade maskininvesteringarna årligen med i genomsnitt 5 procent och byggnadsinvesteringarna med 12 procent. Vi kan också konstatera en mycket påtaglig förskjutning i företagens tillgångsstruktur i riktning mot en växande andel finansiella tillgångar. Det finansiella kapitalet, exklusive kassa och handelskrediter, ökade sålunda från ca 15 procent av totalt kapital under andra hälften av 1960-talet till ca 25 procent i början av 1980-talet.

I en ekonometrisk analys av industrins tillgångsstruktur, som ingick i IUIs långtidsbedömning 1985, påvisades ett klart samband mellan å ena sidan den förändrade avkastningsrelationen mellan företagens finansiella och reala investeringar och å andra sidan det ökade innehavet av finansiella tillgångar. Den avgjort viktigaste faktorn bakom ökningen av andelen finansiellt kapital var dock den förändrade marknadsvärderingen av substansvärdet i företagen ("Tobins q").

En analys av industrins realinvesteringar för perioden 1966–1986 ger på motsvarande sätt ett starkt utslag för avkastningsvariabeln: En uppgång i real räntabilitet på materiellt kapital med en procentenhet i förhållande till den reala obligationsräntan höjer investeringskvoten (mätt som nettoinvesteringarnas andel av förädlingsvärdet) med 0,5 procentenheter. Då investeringskvoten under den analyserade perioden i genomsnitt uppgick till 5,6 procent, indikerar detta resultat ett kraftigt genomslag av lönsamhetsförändringar på industrins kapitalbildning. Nedgången i investeringskvoten mellan 1972–1975 och 1980–1983 kan, enligt denna analys, till drygt 60 procent förklaras med att den reala räntabiliteten på materiellt kapital minskat i förhållande till realräntan.⁵⁾

⁵⁾ Följande ekvation har skattats för åren 1966–1986

$$\frac{IN}{Q} = 0,52 - 0,50 R_{-1} + 0,07 KUT_{-1};$$

(-3,57) (3,00)

$$R^2 = 0,83 \quad DW = 1,96$$

t-värden är angivna inom parentes.

$\frac{IN}{Q}$ är industrins nettoinvesteringskvot. R är kvoten mellan (ett plus)

obligationsräntan och (ett plus) räntabiliteten på materiellt kapital. KUT är kapacitetsutnyttjandet. De förklarande variablerna har "laggats" ett år för att på enklast möjliga sätt fånga in tidseftersläpningen i företagets anpassning.