

ERKKI KOSKELA
MARIANNE STENIUS
MATTI VIRÉN

Hur finansieras investeringarna i Finland, Norge och Sverige i framtiden?

Erkki Koskela, Marianne Stenius och Matti Virén diskuterar i sin artikel sambandet mellan sparande och investeringar i tre nordiska länder. Deras slutsatser är mycket pessimistiska. De visar att hushållen inte anpassat sitt sparande efter förändringar i statens eller företagens sparande, såsom antagits i många ekonomiska teorier. Att finansiera investeringarna i framtiden kan visa sig svårt, i synnerhet som de finner tecken på mycket imperfekta kapitalmarknader.

När man granskar sparandet i Finland, Norge och Sverige finner man några iögonenfallande drag. Framför allt gäller det den mycket låga nivån på hushållens sparande i dessa länder jämfört med andra OECD-länder. Detta faktum framgår bland annat av vidstående *tabell 1*, som belyser hushållens sparkvot för olika OECD-länder (dvs sparandet i relation till de disponibla inkomsterna). Samtliga uppgifter är genomsnittsvärden för perioden 1965—1977.

Skillnaden mellan de nordiska länderna och de ovannämnda OECD-

länderna är uppenbar. Det är dock svårt att förklara vad avvikelserna beror på. Statistiken för samtliga länder bör nämligen motsvara rekommendationerna i den nya SNA (jfr A System of National Accounts [1968]). Sålunda borde till exempel det sätt på vilket det obligatoriska försäkringssparandet beaktas i olika nationalräkenskaper inte kunna ge upphov till avvikelser. Givetvis finns det andra möjligheter till uppkomsten av bristfälliga data. Här kan vi hänvisa till den diskussion som förts i *Ekonomisk Debatt* (Berg [1980]). Trots det förefaller det svårt att sätta alla dessa skillnader i hushållens sparkvoter på datats konto.

Situationen försvåras ytterligare av att det inte finns goda teoretiska förklaringar till förekomsten av skillnader i hushållens sparkvoter i olika länder. Litteraturen på detta område är knapphändig och de resultat som hittills har erhållits är mycket oklara och motstridiga (jfr Houthakker [1960], Modigliani [1970] och Feldstein [1980]).

Förutsatt att ekonomins sparkvot inte varierar mycket från land till land,

ERKKI KOSKELA är professor i nationalekonomi vid Helsingfors universitet. Under år 1982 är han tjänstledig och fungerar som vetenskaplig rådgivare vid Finlands Bank. Pol lic MARIANNE STENIUS och pol dr MATTI VIRÉN är forskare vid Näringslivets forskningsinstitut, Helsingfors.

implicerar en låg nivå på hushållens sparkvot naturligtvis att hushållens andel av det totala sparandet i ekonomin inte är stor i Finland, Norge och Sverige. I stället har den offentliga sektorn stått för största delen av det totala sparandet i dessa länder. Denna iakttagelse får stöd av *tabell 2*, som åter visar genomsnittsvärden för perioden 1965–1977.

Olika sektorsers sparande och upplåning

För de allra senaste åren ger dock siffrorna i *tabell 2* en felaktig bild av de olika sektorernas betydelse. Om man nämligen granskar *figur 1*, som innehåller olika sektorsers sparande (netto) i relation till nationalinkomsten finner man att det ha skett relativt stora förändringar i fördelningen av sparandet under tiden efter den första oljekrisen. Den största förändringen hänför sig till den offentliga sektorns sparande. I Finland och kanske ännu tydligare i Sverige har det skett en kraftig minskning, medan utvecklingen i Norge inte är alldeles klar. Omedelbart efter oljekrisen sjönk nämligen den offentliga sektorns sparande avsevärt i Norge, men efter 1979 ökade sparandet igen. De allra senaste uppgifterna visar dock en nedgång (se till exempel OECD *Economic Survey of Norway*, March 1982). Prognosen för år 1982 är knappa 8 procent. Den norska utvecklingen kan dock uppenbarligen till stor del förklaras med hjälp av oljeinkomsterna. Dessa inkomster ökade ju kraftigt mot slutet av 1970-talet, och till exempel år 1980 motsvarade den offentliga sektorns oljeinkomster just det totala sparandet inom denna sektor. Utan dessa inkomster skulle den offentliga sektorns sparande i Norge antagligen ha genomgått en liknande utveckling som i Finland och Sverige.

Om man granskar olika sektorsers nettoutlåning i de nordiska länderna

Tabell 1. Hushållens sparkvot i vissa OECD-länder, procent.

Belgien	16.1
Finland	3.8
Frankrike	13.2
Förbundsrepubliken Tyskland	15.5
Förenta staterna	7.5
Grekland	16.4
Japan	18.1
Kanada	8.0
Norge	2.4
Schweiz	13.6
Storbritannien	6.6
Sverige	4.2
Österrike	8.8

Källa: *National Accounts of OECD Countries* och Cappelen [1980]

(*figur 2*) noterar man den hittills stora betydelsen av den offentliga sektorn som finansieringskälla för de totala investeringarna i ekonomin. I början av 1970-talet var till exempel den offentliga sektorns nettoutlåning i relation till nationalinkomsten ca 5 procent. Jämförd med andra länder förefaller denna siffra mycket hög. Efter den första oljekrisen, eller åtminstone efter 1976, sjönk dock nettoutlåningen kraftigt. Det är av intresse att notera att denna utveckling skedde inte bara i Sverige utan även i Finland och i Norge, fastän förändringen var klart större i Sverige. Återigen är det svårt att säga hur denna skillnad uppkommit. För Norges del kan vi naturligtvis hänvisa till oljeinkomsterna;

Tabell 2. Olika sektorsers andel av det totala sparandet, procent.

	hus- hållen	före- tagen	den offentliga sektorn
Finland	22.8	26.6	50.7
Norge	11.0	26.4	62.7
Sverige	22.2	27.5	50.2

Källa: *National Accounts of OECD Countries* och Cappelen [1980].

för Finlands del kan man peka på det faktum att den ekonomiska politiken inte var särskilt expansiv, fränsett stimulanpolitiken år 1978. En annan sak är dock att den offentliga sektorns nettoutlåning i Finland under åren 1981–82 ytterligare sjunkit — prognosen för 1982 ger nämligen ett minustecken, och utvecklingen förefaller att fortsätta i samma riktning.

Dylika stora förändringar har inte skett med de andra sektorernas utlåning i de tre länderna. Man bör dock notera att utvecklingen för hushållens del har varit olika i Finland och i Sverige (tyvärr saknas motsvarande data för Norges del). I Finland har hushållens nettoutlåning under hela perioden varit på samma nivå, i relation till nationalinkomsten mellan 0 procent och -2 procent. I Sverige har hushållens finansieringssituation hela tiden blivit sämre, dvs trenden är ganska tydligt sjunkande.

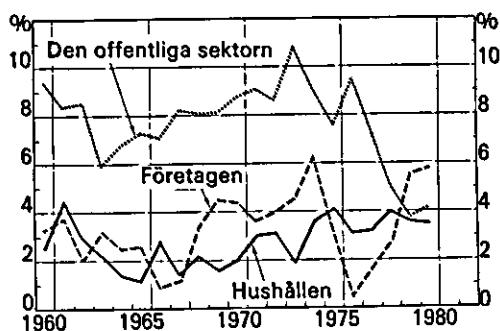
Allt detta innebär att företagens möjligheter i Sverige att få finansiering från andra sektorer blivit klart sämre än vad som är fallet i t ex Finland och i Norge, fastän situationen i de två sistnämnda länderna inte ser särskilt bra ut heller, åtminstone med tanke på framtiden.

Observationerna ovan gällande olika sektors nettosparande och nettoupplåning i Finland, Norge och Sverige kan kontrasteras mot bland annat de av Feldstein, Barro samt David och Scadding uppställda hypoteserna. Enligt dessa förmår hushållen "se igenom" de övriga sektorernas finansieringssituation och beakta denna information då de gör sina konsumtions- och sparbeslut.

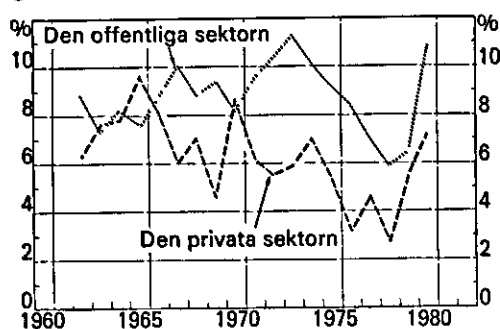
Enligt Feldstein [1973] betraktar hushållen företagens sparande (outdelade vinster) som mer eller mindre fullständiga substitut för sitt eget sparande. En ökning i företagens sparande åstadkommer med andra ord en nedgång i hushållens sparande. Hela den privata

Figur 1.

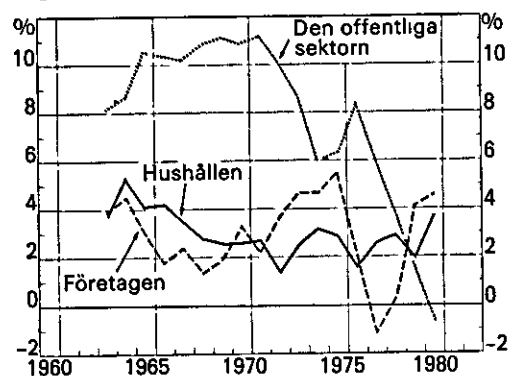
Olika sektors sparande (netto) i Finland



Olika sektors sparande (netto) i Norge



Olika sektors sparande (netto) i Sverige



sektorns sparande (i relation till nationalinkomsten) bör därför enligt denna hypotes vara stabilare än hushållens sparkvot (sparande i relation till de disponibla inkomsterna). Barros [1974] hy-

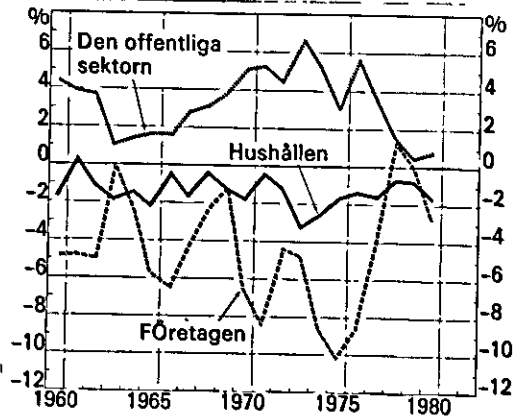
hypotes om den offentliga sektorns "skuldneutralitet" resulterar i en något annorlunda slutsats, ty enligt denna hypotes beaktar hushållen, då de gör sina beslut om konsumtion och sparande, de framtida "bördor" som förorsakats av den offentliga sektorns upplåning. Ur hushållens synvinkel är den offentliga sektorns underskott helt jämförbara med skatter: den offentliga sektorns finansieringssätt är av ingen betydelse. Denna hypotes kan tolkas så att den privata sektorns sparkvot inte kan vara stabil samtidigt som den offentliga sektorns sparkvot varierar kraftigt. Ytterligare sparande implicerar hypotesen att det totala sparandet i relation till den totala förmögenheten i ekonomin (den permanenta inkomsten) borde vara förhållandevis stabilt.

David och Scadding har för sin del erbjudit en något annorlunda tolkning av hushållens rationella beteende. Deras ultrarationalitetshypotes baserar sig på antagandet att hushållen betraktar den offentliga sektorns, med skattemedel finansierade, utgifter som konsumtion, medan utgifter som finansierats genom upplåning är investeringar. Om man dessutom tillägger antagandet att den offentliga och den privata sektorns konsumtion (liksom även investeringar) är nästan fullständiga substitut, följer härav att en ökning i skatterna eller låntagningen inte alls påverkar den privata sektorns sparande i relation till nationalinkomsten. Å andra sidan bör enligt denna hypotes den privata sektorns sparkvot vara mycket stabil över tiden.

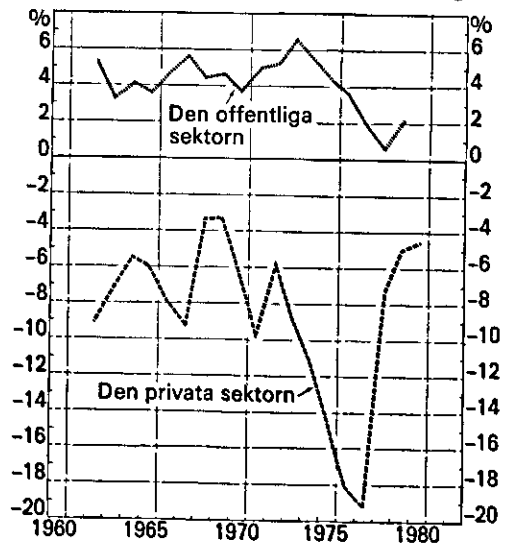
Hur förhåller sig då den empiriska evidensen till dessa hypoteser. På basis av figur 1 kan man åtminstone inte finna något klart belägg för vare sig Feldsteins eller Davids och Scaddings hypoteser. Den privata sektorns sparkvot har inte varit stabil, och någon klar substituerbarhet mellan hushållens och företagens sparande föreligger ej heller. Barros skuldneutralitetshypotes kan gi-

Figur 2.

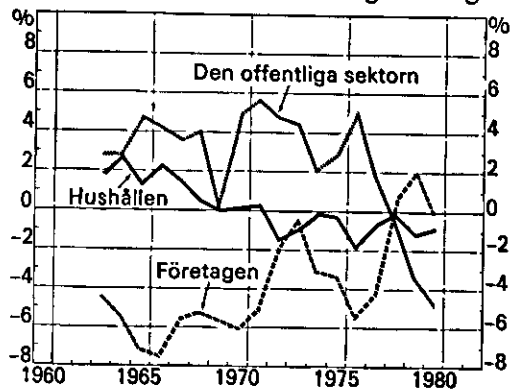
Olika sektorsers nettoutlåning i Finland



Olika sektorsers nettoutlåning i Norge



Olika sektorsers nettoutlåning i Sverige



vetvis ingalunda testas på basen av de framlagda *figurerna* (även om *figur 3* förefaller motstridig med nämnda hypotes). Det är dock skäl att notera att vi med bl a nordiska data utfört en mängd tester, av vilka inget gav stöd för skuldneutralitetshypotesen (se Koskela och Virén [1982]).

Sammanfattningsvis kan man konstatera att det i de nordiska länderna *inte förefaller att för hushållens eller de övriga ekonomiska subjektens del finnas någon sådan automatik, som kompenserar förändringarna i de övriga sektorernas sparande, utan dessa variationer reflekteras i hela samhällsekonomin spar-kvot.*

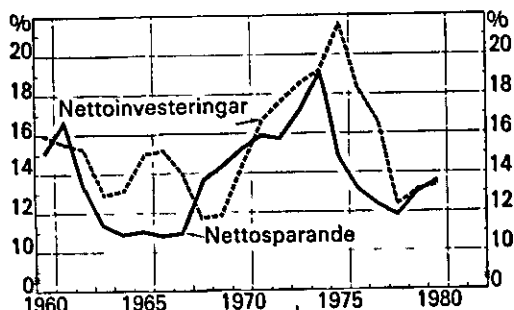
Då den offentliga sektorns sparande har sjunkit samtidigt som de övriga sektorernas sparande inte i motsvarande grad har ökat, utan snarare tvärtom sjunkit, såsom hushållens sparande i Sverige, har det totala nettosparandet i ekonomin sjunkit i praktiskt taget alla tre länderna (se *figur 3*). Det föreligger inget tvivel om sparandets trend i Sverige. För Finlands och Norges del finns det vissa tolkningsproblem. Om vi tar Finland först, upptäcker man att det totala sparandet ökade kraftigt i början av 1970-talet, men strax efter den första oljekrisen sjönk det i nästan motsvarande grad. Fastän en liten ökning kunde noteras under åren 1979–1981, pekar trenden mer eller mindre nedåt; siffrorna för 1981 och 1982 går tillbaka till nivån för år 1978. För Norges del kan man inte säga någonting entydigt om trenden: framförallt de stora förändringarna i oljeinkomsterna gör sådana tolkningar praktiskt taget omöjliga.

Sparandet och investeringarna

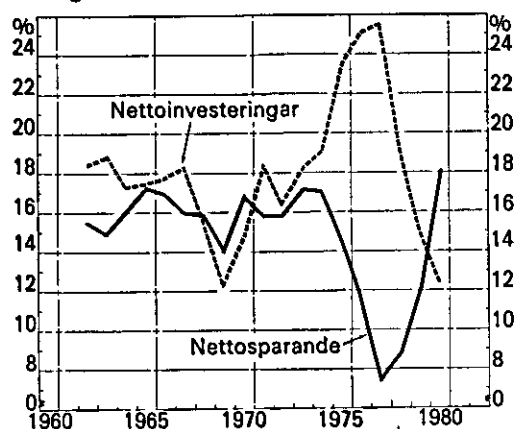
Granskar man alla tre länderna på samma gång, kan man utan tvekan hävda att det totala sparandets utveckling under de senaste åren varit oroväckande. Med tanke på finansieringen av investeringarna kan man då fråga sig hur mycket

Figur 3.

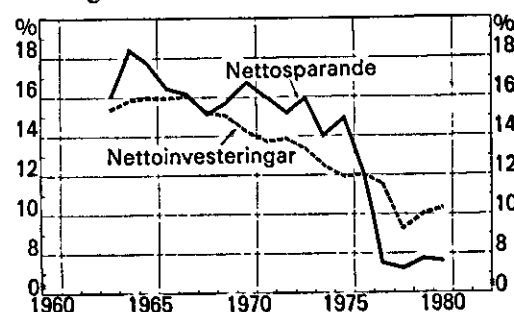
Nettosparande och nettoinvesteringar i Finland



Nettosparande och nettoinvesteringar i Norge



Nettosparande och nettoinvesteringar i Sverige



den framtida utvecklingen är beroende av utländsk upplåning. För att besvara denna fråga måste man först i någon mån granska hur mycket dessa tre länder använt utländsk finansiering, eller hur väl sparandet har motsvarat de inhemska investeringarna. Notera här att

om kapitalmarknaderna i hela Norden och hela världen vore perfekta skulle det inte finnas något samband mellan inhemskt sparande och inhemska investeringar.

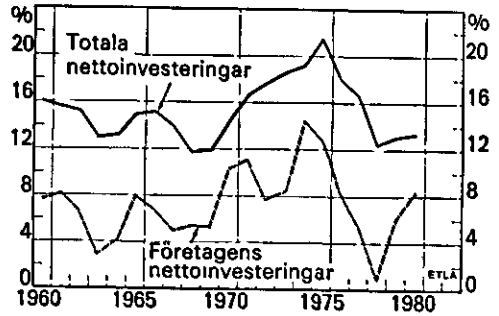
Figurerna 3 och 4 kan användas för att försöka besvara denna fråga. Man kan även tillämpa olika tidsserieanalytiska metoder för att se hur starkt sambandet faktiskt är mellan de totala nettoinvesteringarna och sparandet i de olika sektorerna.

Samtliga analyser visar tydligt att det i Finland och Sverige finns ett ganska kraftigt samband mellan de totala investeringarna och det totala sparandet. Detta samband gäller även mellan totala investeringar och hushållens och den offentliga sektorns sparande. Däremot finns det knappast något samband mellan företagens sparande och de totala investeringarna i ekonomin. Sambandet mellan företagens sparande och företagens investeringar är åter mycket starkt, nästan av typen "ett mot ett". Dessa skillnader fangår av figur 4, som visar att företagens investeringar och de totala investeringarna i Finland och Sverige utvecklats olika under perioden 1960–1980. I Norge kan man däremot inte finna något tydligt samband mellan sparande och investeringar, oberoende av investeringsbegrepp och — något förvånansvärt — oberoende av tidsperioden. Det är således inte endast efter 1973 som sambandet saknas.

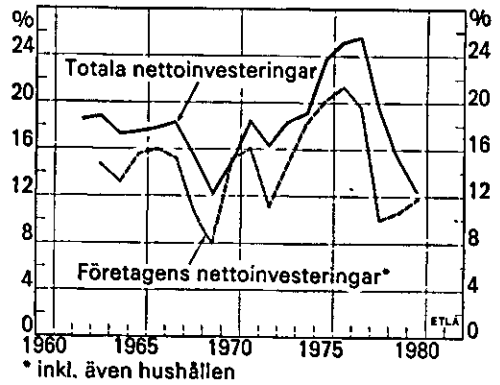
Resultaten för Finlands och Sveriges del är i överensstämmelse med de resultat som till exempel Feldstein och Horioka [1977] funnit med ett stort internationellt tvärsnittsdata. Uppenbarligen är betydelsen av de internationella kapitalmarknaderna inte så stor som man ibland hävdar. Förutom olika begränsningar påförda av myndigheterna kan detta bero på olika riskfaktorer, som vid sidan av avkastningarna måste beaktas i investeringsbeslutet. Ett flertal institutionella faktorer kan även inver-

Figur 4

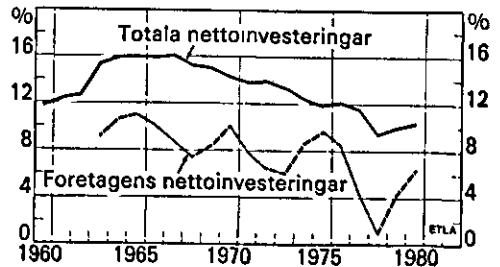
Totala och företagens nettoinvesteringar i Finland



Totala och företagens nettoinvesteringar i Norge



Totala och företagens nettoinvesteringar i Sverige.



ka. I detta sammanhang kan nämnas bl a olika faktorer som binder pensionsskyddsfondernas placeringspolitik samt kopplingarna mellan bostadssparande och -investeringar.

Det faktum, att företagens sparande i Finland och Sverige väldigt långt används till företagens egna investeringar, tyder på att kapitalmarknaderna i

dessa länder fungerar ofullständigt. Empiriska analyser med investeringsfunktioner pekar också på detta.

Sammanfattning

I ovanstående analys har det framkommit vissa oroväckande drag i sparbetendet i Finland, Norge och Sverige. Dyliga drag är speciellt hushållens låga sparkvot och ett snabbt avtagande sparande inom den offentliga sektorn. Å andra sidan ger våra analyser, trots att de inte alls är formaliserade, vid handen, att någon automatik inte kompenserar variationerna i det sektorvisa sparandet. Sålunda kräver ett minskat totalt sparande i ekonomin, och de finansieringsproblem som är förknippade med detta, sina egna lösningar. De internationella kapitalmarknaderna erbjuder knappast någon enkel lösning, i synnerhet med dagens institutionella förhållanden i Finland och Sverige. Därför återstår inte annat än frågan på vilket sätt nivån på de totala sparandet i ekonomin, speciellt hushållens sparande, kan höjas. Detta är säkert en frågeställning som förtjänar hög prioritet inom forskningen, isynnerhet eftersom frågan såsom vi påvisat ovan är helt öppen.

Referenser

- A System of National Accounts*, [1968], Series F, Nr 2, United Nations, New York.
- Barro, R. J., [1974], "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, 1095—1117.
- Berg, L., [1980], "Hushållssparandet under 1970-talet", *Ekonomisk Debatt*, årg 8, nr 6.
- Cappelen, Å., [1980], *Income Distribution and Consumption 1962—1980*, Statistisk Sentralbyrå, Oslo.
- David, P. A. och Scadding, J. L., [1974], "Private Savings, 'Ultrarationality', Aggregation and Denison's Law", *Journal of Political Economy*, 225—249.
- Feldstein, M. S., [1973], "Tax Incentives, Corporate Savings, and Capital Accumulation in the United States", *Journal of Public Economics*, 159—171.
- [1980] "International Differences in Social Security and Saving", *Journal of Public Economics*, 225—244.
- Feldstein, M. S. och Horioka, C., [1977], "Domestic Saving and International Capital Flows", *The Economic Journal*, 314—329.
- Houthakker, H. S., [1960] "An International Comparison of Personal Savings", *Bulletin of International Statistical Institute*, 55—69.
- Koskela, E. A och Virén, M., [1982] "Debt Neutrality: Some International Evidence", Finlands Bank, Forskningsrapport nr 8/82.
- Modigliani, F., [1970], "The Life-Cycle Hypothesis and Inter-Country Differences in the Savings Ratio", i Eltis, W. och Scott, M. och Wolfe, J. (ed.) *Induction, Growth and Trade: Essays in Honour of Sir Roy Harrod* Clarendon Press, Oxford, 197—225.
- National Accounts of OECD Countries. OECD Economic Survey of Norway 1982*, OECD, Paris.