

Globaliseringen kan höja avkastningskravet på investeringar i Sverige

I huvudalternativet för den strukturella arbetskostnadsutvecklingen antas att det internationellt bestämda avkastningskravet på investeringar är oförändrat framöver. Antagandet bygger på att det inte finns några säkra indikationer på att avkastningskravet har förändrats på ett systematiskt sätt de senaste åren. I avsnitt 3.5 "Alternativa antaganden" visas dock att om avkastningskravet skulle öka kan det få stora effekter på den strukturella arbetskostnadsutvecklingen. I denna fördjupningsruta redogörs för två möjliga orsaker till att avkastningskravet kan öka i framtiden.

Avkastningskravet under osäkerhet

Avkastningskravet på en *real* investering, t.ex. en maskin eller fastighet, kan antas vara lika den förväntade medelavkastningen på en *finansiell* tillgång, t.ex. en aktie eller obligation, med samma risk. Dvs. avkastningskravet är lika med *alternativkostnaden* för det fysiska kapitalet, där alternativet är att investera på finansmarknaden.

Investeringar är alltid förknippade med risker, som en följd av t.ex. osäkerhet om efterfrågan i framtiden. Att bedöma risknivån i realinvesteringar är dock inte helt enkelt. Speciellt svårt är riskbedömningen av investeringar i utvecklingsländer, där det även kan finnas en risk för kapitalförstöring. Även om strejker, naturkatastrofer, statskupper osv. har en låg sannolikhet kan det få förödande resultat för investeraren om det investerade realkapitalet konfiskeras eller förstörs. Ett exempel är nationaliseringen av Lundin Petroleum's oljetillgångar i Venezuela i år.

Prissättning av risk

Det enklaste sättet att analysera risk är att jämföra avkastningens medelvärde och varians för olika

finansiella tillgångar.⁶⁹ Hög varians är då ett mått på hög risk. Genom *portföljval* kan investeraren i princip välja vilken risknivå (varians) han eller hon vill.⁷⁰ Lägst risk men också lägst förväntad avkastning ger normalt obligationer. Aktiefonder ger högre förväntad avkastning än obligationer men till betydligt högre risk. Än högre risk noteras normalt för aktiefonder som investerar i enskilda branscher och på utvecklingsmarknader. Men genom att kombinera dessa fonder kan avkastningen öka utan att risken ökar, beroende på att värdet på olika fonder inte samvarierar perfekt över tiden (s.k. diversifiering).

För varje risknivå finns det en portfölj som ger högst förväntad avkastning i jämvikt. Skillnaden mellan den förväntade avkastningen, vid en viss risknivå, och den riskfria räntan kallas för riskpremie. Jämvikt på finansmarknaden innebär att endast genom att acceptera en högre risk kan en högre riskpremie uppnås.

Nya investeringsprojekt uppkommer ständigt, och är en del av den ekonomiska utvecklingen, men enskilda projekt påverkar normalt inte riskpremien. Det som kan hända i framtiden är att stora ekonomier som Kina och Indien mognar som kapitalmarknader – och att deras storlek kan påverka riskpremien.⁷¹

Kina påverkar jämvikten på finansmarknaden

Möjligheten att investera i Kina har funnits en längre tid och utländska direktinvesteringar förekom i liten skala redan vid slutet av 1970-talet. Att lönekostnaderna i Kina är låga är heller inget nytt. En totalitär politisk regim, en outvecklad infrastruktur och kulturella skillnader har dock inneburit väsentliga hinder för industriell utveckling. Om sådana hinder fortsätter att minska blir en investering i

⁶⁹ Att beskriva jämvikten på finansmarknaden med denna s.k. *mean-variance* analys härrör från Markowitz (Journal of Finance, 1952). Sharpe (Journal of Finance, 1964) utvecklade denna till den välkända Capital Asset Pricing Model (CAPM) som tar hänsyn till samvariationen mellan tillgångar. Medelvärde och varians är tillräcklig information för individens portföljval om tillgångspriser är normalfördelade (eller om nyttofunktionen är kvadratisk). Men även i andra mer realistiska fall är det en bra utgångspunkt för en enkel analys.

⁷⁰ Med portföljval menas en fördelning av investerarens förmögenhet på olika finansiella objekt, med olika risk.

⁷¹ Persson, M. och M. Radetzki, "Kina, Sverige och globaliseringen", *Ekonomisk Debatt*, nr 1, 2006, tar också fasta på att det just är Kinas och Indiens kolossala storlek som gör globaliseringsfrågan viktig.

Kina betydligt mindre riskfylld än tidigare, samtidigt som den förväntade avkastningen är hög. Nya portföljer med högre avkastning till oförändrad risk kan då skapas. Jämvikten på finansmarknaden kan därmed förskjutas. För investeringar i Sverige innebär det ökad konkurrens om kapital, vilket kan innebära att riskpremien och därmed kapitalavkastningskravet ökar. Detta skulle hålla tillbaka den strukturella arbetskostnadsökningen.

Ökad kapitalavkastning genom globalt snabbt växande arbetskraft

Det internationellt bestämda avkastningskravet för investeringar i Sverige kan också tänkas öka fram till 2015 som en följd av ett globalt snabbt ökande arbetsutbud genom fortsatt integrering av bl.a. Kina och Indien i världsekonomin och stora omflyttningar av arbetskraft från jordbruket till industri- och tjänsteproduktion i dessa länder. Tanken är att det för världsekonomin relevanta arbetsutbudet ökar mycket snabbt och att kapital därmed blir mer knäppt jämfört med arbetskraft, vilket ökar kapitalavkastningen.⁷² Denna hypotes motsägs dock av utvecklingen fram till 2006. Dessa liksom många andra utvecklingsländer har överskott i sina bytesbalanser, dvs. sparandet är ännu högre än de höga investeringarna, vilket tenderar att reducera den internationellt bestämda kapitalavkastningen.⁷³ Invändningen stöds även av observationen att såväl den nominella som den reala riskfria räntan för närvarande är låg snarare än hög i ett historiskt perspektiv. Om den hittillsvarande globaliseringen med snabb integration av bl.a. Kina och Indien inte gett upphov till ökad knapphet på kapital förefaller det kanske mindre sannolikt att den fortsatta globaliseringen kommer att leda till en kraftigt ökande kapitalavkastning fram till 2015.

Effekten av ett globalt ökande arbetsutbud är således en av många källor till osäkerhet om framtida kapitalavkastning som i sin tur är en av många källor till osäkerhet om den framtida ökningen av den strukturella arbetskostnadsutvecklingen.

⁷² Se bl.a. Persson, M. och M. Radetzki, "Kina, Sverige och globaliseringen", *Ekonomisk Debatt*, nr 1, 2006.

⁷³ Se fördjupningsrutan "Varför är räntorna så låga" i *Konjunkturläget*, mars 2005.