

Kapitalmarknaden i ekonomisk politik – det är bra med låga räntor

THOMAS FRANZÉN

INLÄGG Företagens beslut om investeringar är centrala för samhällsekonomin. De bygger det kapital som är grunden för framtida välfärd. I en väl fungerande ekonomi reflekterar de ägarnas och ytterst spararnas värdering av framtiden. En god ägarstyrning är därmed central för samhällsekonomin. Den ser till att människors tidspreferens slår igenom i kapitalbildningen. Om viljan att spara ökar och realräntorna sjunker långsiktigt bör detta resultera i ökade investeringar. Därmed är företagets investeringsbeslut viktiga för sysselsättningen och utformningen av ekonomisk politik.

Många ekonomer behandlar brister hos mellanhänderna på den finansiella marknaden. Det finns också en lång tradition i ekonomisk vetenskap som menar att företagets krav på avkastning på kapitalet är för höga och att brister i ägarstyrningen gör att investeringarna blir för låga och kortsiktiga. Jag menar att det är viktigt att inkludera kapitalmarknaden, i betydelsen företagets investeringsbeslut, i makroanalysen. Det kan generera nya frågor och kasta ljus över aktuella problem i ekonomisk politik.

Låga räntor ger högre framtida välfärd

En långsiktigt ökad vilja att spara, bl a på grund av demografiska faktorer, är sannolikt en av anledningarna till att realräntorna har sjunkit internationellt. Det betyder att människor lägger större vikt vid framtiden. De är i ökad utsträckning beredda att avstå från konsumtion i dag till förmån för framtiden. Lägre räntor innebär att kostnaden för att finansiera

investeringar sjunker. Fler investeringar och särskilt långsiktiga investeringar blir då lönsamma. Kvartalskapitalismen minskar. Människor gynnas genom att kapitalbasen ökar, vilket höjer framtida välfärd. Till högavkastande investeringar fogas ytterligare investeringar som blir lönsamma och totalt sett blir vi rikare. I en välfungerande kapitalmarknad anpassas således investeringar till människors värdering av framtiden, vilket ger högre välfärd.

Förmögenheten ökar för det första genom att kapitalet ökar i storlek. För det andra ökar den genom att nuvärdet av framtida kapitalströmmar ökar. Det visar sig i stigande priser på tillgångsmarknader.

Värderingen av framtiden är även central i klimatpolitiken. Ju större värde framtiden har – ju lägre ränta vi räknar med – desto mer är vi beredda att investera för framtida generationer.

Det finns många som klagat på de låga räntorna. Men låga räntor är inte något ont i sig, så länge de är ett uttryck för människors långsiktiga värderingar. Centralbanker kommer att justera ner räntorna så att de speglar värderingarna. En sänkt ränta kompenserar för det efterfrågebortfall som härrör från en minskad konsumtion och investeringarna ökar. På vägen kan den lägre räntan leda till att människor känner sig förmögnare, vilket som en andrahandseffekt dämpar sparandet. Det uppstår ett samspel mellan sparande och investeringar.

Trögheter kan göra att penningpolitiken behöver leda vägen och temporärt sänka räntan mer än vad som fordras för långsiktig jämvikt. Investeringar och sparande finner då snabbare sin nya jämvikt. På detta sätt undviker man att ökat sparande leder till en onödig uppgång i arbetslösheten. Har centralbanken alltför bråttom kommer emellertid anpassningen att kunna gå för långt. Då tvingas man höja räntan mycket framö-

*Thomas Franzén är fil
dr i nationalekonomi.
Som vice riksbanks-
chef hade han bl a
ansvar för arbetet
med att år 1993,
under riksbankschef
Bengt Dennis, eta-
blera Riksbankens
mål om prisstabilitet,
det s k inflationsmål-
let. Under perioden
1995–2004 var han
chef för Riksgäl-
den. Han har också
varit vice ordfö-
rande i Nasdaq OMX
Exchanges.
jthfranzén@
gmail.com*

ver och förmögenheter som byggts på en alltför låg ränta elimineras. Det kan skapa bakslag som gör att man ändå driver upp arbetslösheten. Genom att avväga inflation mot arbetslöshet försöker centralbanker finna en strategi för hur snabbt och kraftfullt penningpolitiken ska agera.

Kapitalmarknaden ett hinder?

Men om investeringarna inte följer människors värderingar? Om de inte ökar när räntan sjunker? Om ägarstyrningen inte fungerar? Då får vi problem.¹ Många ekonomer, alltifrån Alfred Marshall och John Edward Keynes till Benjamin Graham och John Haldane, har konstaterat att företagen sätter för höga finansiella mål som därmed blir för kortsiktiga och inte reflekterar kostnaderna för att finansiera investeringar.² De ligger ofta på 15 till 20 procent och har inte minskat när inflation och räntor har sjunkit och närmast sig noll. Det uppfattas som ett tecken på att kapitalmarknaden inte fungerar väl.

En anledning är att företagsstyrelser och -ledningar har kommit att se en hög avkastning i procent av eget kapital som ett mått på effektivitet (Stenhammar 2012, s 373; Briscou m fl 2014). Detta är helt enkelt okunskap. Målet för företaget bör vara att fortsätta att investera så länge det i en långsiktig avvägning ger en avkastning som överstiger finansieringskostnaden plus riskmarginal. Det ger det största värdet på företaget. Avkastningskraven bör anpassas och investeringarna öka när räntekostnaderna sjunker.

Företagsledning är också rädda att sänkta mål ses som en svaghet och att aktiekurserna skulle sjunka om de justerar målen. Bonus till företagsledningar

baseras också på hur hög avkastningen är på det egna kapitalet. Vi har därmed hamnat i en situation där företagens tänkande och beteende tycks stå i konflikt med en effektiv marknad.

Uppgiften för ekonomisk politik blir då mer problematisk. När räntorna sänks för att möta en långsiktig nedgång i inflationen och/eller ett ökat sparande så leder inte detta till ökade investeringar. Studier tyder t o m på att företagen höjer sina finansiella mål när räntorna, finansieringskostnaderna, sjunker. För att upprätthålla efterfrågan och inflation behöver penningpolitiken göras extremt expansiv. Uppgiften blir dels att motverka uppgången i viljan att spara, dels att kompensera för att kapitalmarknaden inte fungerar. Företagen ökar sina utdelningar. Spararna och deras ombud översköls av likviditet. Utdelningarna återinvesteras till stor del automatiskt via aktiefonder. Detta driver upp värdet på aktier som blir än mer lockande när aktiekurserna stiger. Ökningen i förmögenheterna beror då i allt högre utsträckning på den extremt låga räntan och mindre på verkliga investeringar. Vi får bubblor, finanskriser, ekonomiska bakslag. Om politiken svarar på detta genom att bli än mer expansiv så kan det uppstå en ond cirkel där människor sparar mer i brist på tilltro till politiken, medan företagen höjer sina riskmarginaler och minskar investeringarna.³ Om politiken baseras på en modell som inte inkluderar en dysfunktionell kapitalmarknad kan den bli en del av problemet i stället för en lösning.

I det långa loppet kommer de finansiella målen för företagen inte att uppnås. Företagsledningarna avlönas efter kortsiktiga resultat. De som sitter närmast penningströmmarna i de finan-

¹ Franzén (2009, 2016) ger en mer detaljerad genomgång samt referenser till olika studier.

² Haldane (2011) ger en kort översikt.

³ Se Leijonhufvud (2010) som pekar på ekonomers ansvar för att studera anpassning när ekonomier hamnat utanför normala korridorer.

siella marknaderna betalas högt för prestationer som är av litet värde för spararna (Böhm m fl 2015). En anledning till detta kan vara att bristerna i ägarstyrningen skapar ett växthusklimat för icke önskvärda beteenden.

På liknande sätt kan finans- och budgetpolitiken behöva drivas extremt expansivt med stora och ihållande budgetunderskott för att upprätthålla efterfrågan när det finns allvarliga problem i kapitalmarknaden. Detta har betydelse för långsiktig stabilitet och fördelning av välfärd (Franzén 2016, s 111–112).

På DN Debatt har professorerna John Hassler och Per Krusell (2017) visat att tendensen till sjunkande realräntor är internationell och att Sverige måste anpassa sig till den. ”Klaga inte på minusräntan, ställ om till lågräntesamhälle!”, anbefaller de. Men den viktigaste frågan gäller hur extrem penningpolitiken kan göras. Om kapitalmarknaden är dysfunktionell kan räntorna drivas ner för långt. De låga räntorna skapar då inte möjligheter. Vi drar inte nytta av de låga räntorna. Ingen marknad är helt perfekt. Ordet dysfunktionell använder jag i betydelsen att det finns så allvarliga problem att det är väsentligt för att förstå ekonomisk utveckling och för ekonomisk politik. I detta ligger också att en förbättring av marknadens funktion är påkallad.

Nationalekonomer som sysslar med ekonomisk politik arbetar oftast med ett underförstått antagande om att kapitalmarknaden i stort sett är effektiv när det gäller företagets investeringar. Jag anser att det är ett allvarligt fel.

Är kapitalmarknaden dysfunktionell?

Den fundamentala frågan är då om kapitalmarknaden är dysfunktionell. Som ekonomer har vi svårt att tro det. En vik-

tig egenskap i en marknad är att människor ser ofullkomligheter och ser att de kan tjäna pengar på att välja alternativa strategier. Marknaden korrigerar sig själv genom att man ser bristerna som möjligheter. Existensen av sådana läroprocesser är en viktig egenskap i fungerande marknader. Den viktigaste uppgiften för ekonomer är som jag ser det att identifiera och beskriva ofullkomligheter och på så sätt medverka i läroprocessen. Ekonomer har länge studerat ofullkomligheter i arbetsmarknaden. Likaså ifrågasätter de ofta de finansiella aktörerna (Hassler och Krusell 2017). Kan det finnas liknande problem i kapitalmarknaden?

En ansats att svara är att studera hur företagen resonerar när de sätter sina finansiella mål. Många studier pekar på att besluten inte är rationella.⁴ Företagens finansiella mål ligger kraftigt över finansieringskostnaderna, vilket är ett hinder för investeringarna. Utrymmet för investeringar begränsas av kraven på höga utdelningar (Cunliffe 2017). På en väl fungerande kapitalmarknad anpassas kraven på utdelningar till hur goda investeringsalternativen är. Företag med goda möjligheter ska återinvestera och/eller emittera aktier, medan de med sämre alternativ delar ut en stor del av vinsten.

Många företag förklarar sina finansiella mål genom att hänvisa till att andra företag i samma bransch har höga mål. Man kallar det *benchmarking*. Andra hävdar att ”marknaden” kräver så hög avkastning. Men marknadens värdering av företagen indikerar en diskonteringsränta som är på väsentligt lägre nivå än företagets mål. Historisk avkastning på aktier har också i genomsnitt legat på 6 till 7 procent realt. Ägarna i form av pensionsfonder klagat på den låga rän-

⁴ Se t ex Neild (1964) och Briscou m fl (2014) från ett symposium om företagsinvesteringar och utdelningspolicy arrangerat av *Journal of Political Economy*. Se också Haldanes (2011) genomgång.

tan, men diskuterar inte om företagen borde återinvestera sina vinster i större utsträckning. Detta indikerar att ägarstyrningen inte fungerar.

Regressionsstudier av bl a McKinsey pekar på att långsiktiga investeringar lönar sig framför kortsiktighet (Barton m fl 2017). Det finns vinster att göra genom ökade investeringar. Andra studerar kortsiktigheten i aktiemarknaden. Åter andra (Kay 2012) studerar och ifrågasätter de finansiella marknadernas roll. Många är överens om att avkastningskraven är höga och *sticky* (Cunliffe 2017). De är också överens om att lägre avkastningskrav på kapitalet skulle leda till högre investeringar på företagsnivå.

Problemet är dock att det är svårt att med statistik *bevisa* att avkastningskraven är *för* höga i betydelsen att det är ett marknadsmisslyckande. Höga och ökande reala avkastningskrav på investeringar samtidigt som räntan är låg och sjunker kan tolkas som att riskaversionen är hög och har ökat (Hall 2010; Haldane 2011). Det finns en möjlighet att beteenden är ett uttryck för aktörernas preferenser. Därmed kan de vara förenliga med en effektiv marknad. Finanskrisen kan t ex ha orsakat att företagen blivit mindre benägna att ta risker och därför höjt riskpremien och sina reala avkastningskrav. Men frågan om företagets höga finansiella mål är äldre än finanskrisen.

Höga avkastningskrav kan också bero på brister i konkurrensen. Men kan det inte vara så att avkastningskraven är en orsak till bristande konkurrens? Alternativt att företagen överskattar sin unikhet?

En svårighet är de stora skillnaderna mellan bokförda värden på kapital och faktiska värden. Bokförda värden är ofta låga eftersom de beror på företagets historik. Om kapitalet anskaffats genom återinvesterade vinster eller genom uppköp av andra företag leder till

skillnader i bokförda värden. Företagen kan göra finansiella transaktioner och välja strategier som styrs av bokföring i stället för reala överväganden. Genom att trycka ner bokförda värden kan företagen lättare nå sina mål. Det gör dock att mål om avkastning på eget kapital är godtyckliga. Grunden för *benchmarking* är tveksam också ur detta perspektiv (Franzén 2016, s 107).

En förklaring till höjda finansiella mål, som Cunliffe (2017) i Bank of England diskuterar, är att företagen inte uppnått sina tidigare mål och därför blivit mer försiktiga med sina investeringar. Men höga avkastningsförväntningar och mål kan ha varit en faktor bakom de finansiella kriser vi upplevt.

”Frågan är inte avgjord”, säger Larry Summers (2017, s 2; egen övers) om McKinseys studie av om företagen är för kortsiktiga. ”De kan ha rätt men jag tycker inte att de har fört fram bevis som övertygar annat än de redan troende” (Summers 2017, s 2; egen övers). Han jämför med golfspelare. En del jobbar med lång swing och andra med kort. Diskussionen stannar ofta här. Det blir en trosfråga. De som liksom Haldane hävdar att marknaden inte fungerar effektivt har bevisbördan. De andra fortsätter med analyser som mer eller mindre explicit förutsätter att marknaden fungerar väl. Frågan om företagets beslut blir i stor utsträckning en diskussion på mikronivå.

Mycket av diskussionen om ekonomisk politik handlar om hur man ska få igång företagets investeringar och hur lite stimulans till företagets investeringar som kommer via den ”okonventionella” lågräntepolitik som centralbankerna bedriver. Varför lånar inte företagen mer från bankerna för att investera när räntan är så låg? Hur ska man stimulera banker att låna ut mer till företagen? Genom billig upplåning i centralbanken?

Jag tycker det är märkligt att ekonomer inte är mer nyfikna på företagens beteende. Såväl kvalitativ som kvantitativ information talar för att det kan finnas allvarliga problem i företagens beslut om investeringar. Det borde vara intressant att pröva förklaringsvärdet hos modeller som beaktar ofullkomligheter i kapitalmarknaden. Företagen utannonserar finansiella mål som ligger kraftigt över den ekonomiska tillväxten och historisk avkastning. Det vore naturligt att studera hur det kan vara så och om det har betydelse för investeringar i makroekonomisk utveckling. Är det möjligt att med hjälp av ekonomisk politik få igång en god ekonomisk utveckling med sådana finansiella mål? Påverkar det analysen av penningpolitikens uppgift? Kan kriser skapas av felställda mål? Hur påverkas löne- och inkomstfördelningen? Om frågan om en dysfunktionell kapitalmarknad inte är avgjord bör det vara en skyldighet att se hur analysen påverkas av att man inkluderar den i modellen.

Vart leder analysen?

Vilken nytta har man av att bredda analysen genom att inkludera idén om en dysfunktionell kapitalmarknad? Det beror naturligtvis på om man tror att det ligger någon realism i påståendet att kapitalmarknaden fungerar illa. I en snäv ansats kan analysen bli en grund för att anpassa politiken till en dysfunktionell kapitalmarknad. Uppgiften för penningpolitiken modifieras. Likaså kan utformningen av finanspolitiken ändras. En teoretisk, men ohanterlig och oönskad, lösning vore att staten går in och genomför alla ytterligare investeringar som bör göras. Då tvingar man kanske fram en anpassning i kapitalmarknaden. Ett mer realistiskt alternativ är att i större utsträckning se till att offentliga utgifter skapar framtida välfärd för att kompensera för att den privata sektorn

inte gör det i tillräcklig utsträckning.

Den största nyttan av att belysa tillkortakommanden på kapitalmarknaden är dock att ekonomerna fullgör, som jag ser det, sin viktigaste uppgift: Att bidra till kunskap och underlätta läroprocessen i marknaden och stimulera de som förvaltar pensionssparande och andra ägare att ta sitt ägaransvar. Företagen ska stämma av om företagets finansiella mål svarar mot ägarnas behov och värdering av tid. Då ser de till att avkastningen på pensionssparandet bli bättre. Det innebär att låga räntor får den uppbyggande effekt de bör ha.

Nationalekonomi handlar om tro och vetande. Tvivlet och omtänkandet är en drivkraft. Viljan att gå utanför etablerade tankestrukturer. Jag tror att en viktig uppgift för nationalekonomer, företagsekonomer och andra beteendevetare är att närmare studera beslutsfattandet om investeringar i företag och pröva vad det betyder för makroanalys. Jag tror att många behöver tänka om.

REFERENSER

- Barton, D m fl (2017), "Measuring the Economic Impact of Short-termism", Discussion Paper, McKinsey Global Institute.
- Briscou, J m fl (2014), "Capital Deployment Roundtable: A Discussion of Corporate Investment and Payout Policy", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 26, s 22-47.
- Böhm, M, D Metzger och P Strömberg (2015), "'Since You're So Rich, You Must Be Really Smart': Talent and the Finance Wage Premium", Research Paper 135, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Cunliffe, J (2017), "Are Firms Underinvesting and If So Why?", Bank of England Speech, 8 februari 2017, www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/default.aspx.
- Franzén, T (2009), "Bolagens vinstmål är en orsak till finanskriser", *Ekonomisk Debatt*, årg 27, nr 4, s 86-96.
- Franzén, T (2016), "Skapar kapitalmarknaden problem för ekonomin?", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s 90-128.
- Haldane, A (2011), "The Short Long",

- Bank of England Speech, maj 2011, www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/default.aspx.
- Hall, R E (2010), "Why Does the Economy Fall to Pieces after a Financial Crisis?", *Journal of Economic Perspectives*, vol 24, nr 4, s 3-20.
- Hassler J och P Krusell (2017), "Klaga inte på minusräntan, ställ om till lågräntesamhälle!", *Dagens Nyheter*, 18 februari 2017.
- Kay, J (2012), "The Kay Review of UK Equity Markets and Long Term Decision Making", slutrapport, www.gov.uk/government/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf.
- Leijonhufvud, A (2010), "Makroekonomi och krisen", *Ekonomisk Debatt*, årg 28, nr 4, s 40-51.
- Neild, R R (1964), "Replacement Policy", *National Institute Economic Review*, vol 30, s 30-43.
- Stenhammar, O (2012), *Det ordnar sig*, Ekerlids förlag, Falun.
- Summers, L (2017), "Do Companies Care Too Much about the Short Term? The Jury Is Still Out", Wonkblog, *Washington Post*, 9 februari 2017, www.washingtonpost.com/news/wonk/wp/2017/02/09/larry-summers-do-companies-care-too-much-about-the-short-term-the-jury-is-still-out.