

## FÖRDJUPNING

# Zombieföretag och stödåtgärder under pandemin

**När spridningen av covid-19 tog fart på allvar i början av förra året drabbades världens ekonomier på ett sätt som saknar motstycke i modern tid. De stabiliseringspolitiska motåtgärderna från regeringar och centralbanker var kraftfulla och kom snabbt, vilket i hög grad har bidragit till att arbetslösheten och antalet företagskonkurser stigit mindre än vad många bedömare hade väntat sig. De flesta ekonomier ser nu ut att återhämta sig i rask takt och det finns skäl att fundera över om åtgärderna även skulle kunna generera negativa effekter, särskilt på sikt.**

Den pågående lågkonjunkturen är ovanlig så till vida att den inte har orsakats av skulduppbyggnad och överkonsumtion och/eller överinvesteringar eller andra ekonomiska obalanser. I stället beror den på en extern chock i form av en pandemi som på grund av restriktioner gjort det mer eller mindre omöjligt att konsumera vissa varor och tjänster. Om något stärker det argumenten ytterligare för att använda ekonomisk politik för att försöka överbrygga perioden med svag efterfrågan genom att stödja drabbade företag och anställda. Trots det är det viktigt att fundera över ifall det även finns negativa effekter av den expansiva ekonomiska politik som nu bedrivs, framför allt på sikt.

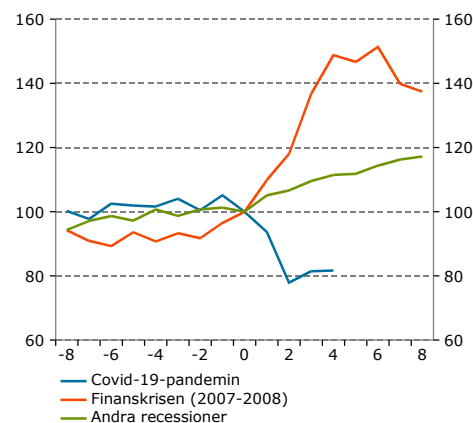
Den här fördjupningen fokuserar på en effekt som har uppmärksamats och debatterats på senare tid, nämligen risken att de stabiliseringspolitiska åtgärderna förhindrar ett hälsosamt omvandlingstryck i ekonomin och en sund omsättning på företag. Trots krisen har antalet konkurser internationellt sett varit lågt jämfört med vid tidigare konjunkturedgångar (se diagram 69) och risken är att lågproduktiva företag gynnas till priset av att mer livskraftiga företag (inklusive potentiella företag som inte uppstår) missgynnas. Det kan påverka produktiviteten i ekonomin som helhet, även på sikt. Ett sätt att analysera omvandlingstrycket i en ekonomi är att studera förekomsten av företag som över tid skulle haft svårt att överleva utan stöd eller onormalt låga räntor. Dessa företag benämns ofta zombieföretag.

### VAD ÄR ETT ZOMBIEFÖRETAG?

I vid bemärkelse är ett zombieföretag ett företag som inte är tillräckligt lönsamt för att täcka sina kostnader och samtidigt generera vinst, men som genom stöd eller fördelaktiga lånevillkor överlever ändå. De definitioner som används i litteraturen skiljer sig dock något åt, liksom vilken data som används i empiriska studier. Vissa mått fokuserar på den ränta ett företag möter och

**Diagram 69 Konkurser i omvärlden**

Index, kvartal innan recession=100



Anm. Data är från 13 olika länder och avser perioden 1990 till tredje kvartalet 2020.

Källa: IMF WEO april 2021.

klassar, lite förenklat, ett företag som en zombie ifall räntan är lägre än en benchmark-ränta.<sup>30</sup> Logiken bakom att fokusera på räntan är att dessa mått fångar upp företag som inte skulle ha överlevt ifall de var tvungna att betala en normal, marknadsmässig ränta på sina lån. Andra klassar ett företag som en zombie ifall det inte fullt ut kan betala sina räntekostnader och studerar företagens så kallade räntetäckningskvot<sup>31</sup>.<sup>32</sup> Det finns studier där man adderar villkoret att Tobins Q<sup>33</sup> ska vara lågt, eftersom det indikerar en låg tillväxtpotential.<sup>34</sup> Det finns också studier där en negativ vinst- eller förädlingsvärdeutveckling eller en låg kapitalavkastning och hög skuldsättning används för att klassificera ett företag som en zombie. De flesta mått inkluderar en minsta tidsperiod under vilket det aktuella tillståndet ska ha förekommit och en del mått kräver ett minsta antal år som företaget ska ha existerat, detta eftersom många nystartade företag har låg lönsamhet.

#### SKADAR FÖREKOMSTEN AV ZOMBIEFÖRETAG EKONOMIN?

Studier har funnit att företag som klassas som zombies är mindre produktiva än genomsnittet, vilket innebär att andelen zombieföretag påverkar den aggregerade produktiviteten i ekonomin.<sup>35</sup> Zombieföretag tränger också ut mer produktiva företag, eftersom man driver upp priserna på arbetskraft, insatsvaror och finansiering, samtidigt som priserna på företagens produkter pressas av konkurrensen. De produktiva företagen kan också påverkas direkt genom att de tvingas medverka till finansieringen av subventionerna eller annat stöd till zombieföretagen. Det medför att produktiva företag anställer och investerar mindre än de annars skulle ha gjort – eller inte uppstår. Slutsatserna från de empiriska studier som gjorts är dock inte samstämmiga.

<sup>30</sup> Se Caballero, R. J. m.fl., "Zombie lending and depressed restructuring in Japan", *American Economic Review* 98:5, 2008, sid. 1943–1977 och Acharya, V. V. m.fl., "Whatever it takes: the real effects of unconventional monetary policy", *The Review of Financial Studies*, 32:9, 2019, sid. 3366–3411.

<sup>31</sup> Intäkter före ränta och skatt som andel av räntebetalningar.

<sup>32</sup> Se Adalet McGowan, M. m.fl., "The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries", OECD Economics Department Working Papers no. 1372, 2017.

<sup>33</sup> Tobins Q är kvoten mellan marknadsvärdet på en tillgång och vad det skulle kosta att ersätta samma tillgång. Ett högt Tobins Q tyder på att det är lönsamt att investera.

<sup>34</sup> Se Banerjee, R., och B. Hofmann, "The rise of zombie firms: causes and consequences", BIS Quarterly Review September 2018.

<sup>35</sup> Se Caballero, R. J. m.fl., "Zombie lending and depressed restructuring in Japan", *American Economic Review* 98:5, 2008, sid. 1943–1977 och Adalet McGowan, M. m.fl., "The walking dead?: Zombie firms and productivity performance in OECD countries", OECD Economics Department Working Papers no. 1372, 2017.

Resultaten i vissa studier bekräftar mekanismerna ovan.<sup>36</sup> Men det finns också empiriska studier där man inte finner tydliga be-  
lägg för att zombies har skadliga effekter på ekonomin.<sup>37</sup>

#### **VARFÖR UPPSTÅR ZOMBIEFÖRETAG?**

För att ett zombieföretag ska hållas vid liv krävs någon form av stöd. Det kan röra sig om subventioner och andra direkta stödåtgärder som sänker ett företags nettokostnader. Lagar och regelverk kan också spela roll för överlevnadssannolikheten för zombieföretag.<sup>38</sup> Den i litteraturen mest uppmärksammade formen av stöd är att ett företags lånekostnader av olika anledningar är lägre än vad som är marknadsmässigt och långsiktigt hållbart. Här har empiriska studier visat att banksystemets hälsa är av stor betydelse.<sup>39</sup> Incitamenten att förlänga lån till zombieföretag kan vara höga för dåligt kapitaliserade banker, eftersom man vill undvika att realisera de förluster i de egna balansräkningarna som en konkurs av det aktuella företaget skulle innebära. Eftersom det handlar om företag som har svårt att bära sina kostnader, kan långgivaren välja att sänka lånekostnaderna genom att sänka räntan på lånen, ge anstånd vad gäller amorteringar, förlänga lån trots att företaget inte uppfyllt sin skuldtjänst fullt ut, etcetera. Generellt sett låga räntor, vilket varit ett globalt fenomen de senaste ca 15 åren, spelar också in i och med att det allt annat lika underlättar för ett företag att betala sina räntekostnader, samtidigt som det kan minska pressen på långgivarna att upphöra med utlåningen och städa upp i sina balansräkningar.

#### **VILKEN ROLL SPELAR DEN EKONOMISKA POLITIKEN?**

Ett lågt ränteläge kan alltså vara en bidragande orsak till ett lågt omvandlingstryck i ekonomin och den expansiva penningpolitikens påverkan på förekomsten av zombieföretag nämns ofta i

<sup>36</sup> Se t.ex. Banerjee, R., och B. Hofmann, "The rise of zombie firms: causes and consequences", BIS Quarterly Review September 2018, Acharya, V. V. m.fl., "Whatever it takes: the real effects of unconventional monetary policy", *The Review of Financial Studies*, 32:9, 2019, sid. 3366–3411, och Adalet McGowan, M. m.fl., "The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries", OECD Economics Department Working Papers no. 1372, 2017.

<sup>37</sup> Se Cella, C., "Zombie firms in Sweden: implications for the real economy and financial stability", Sveriges Riksbank Staff memo, 2020, Nurmi, S. m.fl., "The life and death of zombies – evidence from government subsidies to firms", Bank of Finland Discussion Papers no. 8, 2020 och Schivardi, F. m.fl., "Credit misallocation during the European financial crisis", Banca D'Italia Working Papers no. 1139, 2017.

<sup>38</sup> Se Jordà, Ò. m.fl., "Zombies at large? Corporate debt overhang and the macroeconomy", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no. 951, 2020.

<sup>39</sup> Se tex Adalet McGowan, M. m.fl., "The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries", OECD Economics Department Working Papers no. 1372, 2017 och Acharya, V. V. m.fl., "Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy", *The Review of Financial Studies*, 32:9, 2019, sid. 3366–3411.

litteraturen. Forskningsresultat pekar dock åt olika håll. En studie visar att räntan har påverkat andelen zombieföretag mellan 1987 och 2016.<sup>40</sup> Samtidigt finner en annan studie att andelen zombieföretag under perioden 2007 till 2013 minskade i Frankrike och Slovenien medan andelen ökade i Belgien, Italien och Spanien, trots att man har gemensam penningpolitik. Samma studie finner även relativt stora skillnader i andelen kapital allokerade i zombieföretag inom euroområdet vilket tyder på att andra faktorer spelar en större roll.<sup>41</sup>

Innan pandemin var offentligt finansierade företagsstöd en mer ovanlig förklaring till uppkomsten av zombieföretag i utvecklade länder. Detta har ändrats i och med de omfattande företagsstöd som infördes förra året och i de flesta fall finns kvar (se diagram 70). Det faktum att antalet konkurser var lägre 2020 jämfört med tidigare konjunkturedgångar (se diagram 69) har fått bedömare att varna för att den expansiva finanspolitiken riskerar att komma i vägen för ett naturligt omvandlingstryck i ekonomin.

#### HUR SER DET UT I SVERIGE?

Likt de flesta utvecklade ekonomier har Sverige haft en mycket låg styrränta efter finanskrisen, men resultaten från studier som tittat på förekomsten av zombieföretag i Sverige spretar. Enligt en studie från Riksbanken har andelen zombieföretag minskat mellan 2010 och 2016 och endast 3 procent av de företag som undersöktes kunde klassificeras som zombieföretag.<sup>42</sup> En OECD-studie finner tvärtom att andelen ökat något mellan 2007 och 2013.<sup>43</sup> En faktor som talar emot att zombieföretag skulle vara ett stort problem i Sverige är banksystemets hälsa. Svenska storbankers kapitalposition är tillfredsställande enligt Finansinspektionen<sup>44</sup> och kapitalnivåerna överstiger genomsnittet för EU.

Sedan covid-19-pandemin började har Sverige fört en mycket expansiv finanspolitik och ett stort fokus har varit att stötta företag drabbade av kraftiga inkomstbortfall. Sammantaget

<sup>40</sup> Se Banerjee, R. och B. Hofmann, "The rise of zombie firms: causes and consequences", BIS Quarterly Review September 2018.

<sup>41</sup> Se Adalet McGowan, M. m.fl., "The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries", OECD Economics Department Working Papers no. 1372, 2017 och Obstfeld, M. och R. Duval, "Tight monetary policy is not the answer to weak productivity growth", Vox EU, 2018.

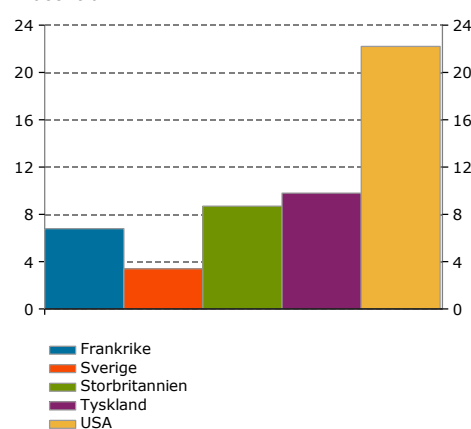
<sup>42</sup> Se Cella, C., "Zombie firms in Sweden: implications for the real economy and financial stability", Sveriges Riksbank Staff memo, 2020.

<sup>43</sup> Se Adalet McGowan, M. m.fl., "The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries", OECD Economics Department Working Papers no. 1372, 2017.

<sup>44</sup> Se Finansinspektionen, "Stabiliteten i det finansiella systemet", november 2020.

Diagram 70 Coronastöd 2020

Procent av BNP

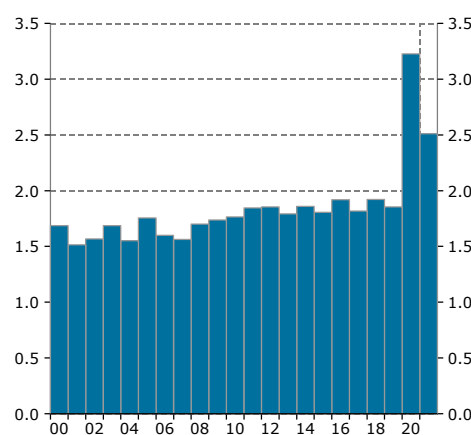


Anm. Avser budgetpåverkande aktiva åtgärder (exklusive hälso- och sjukvård). Utgiftsökningar och inkomstminskningar kopplade till automatiska stabilisatorer inkluderas därmed inte.

Källa: IMF Fiscal Monitor april 2021.

Diagram 71 Transfereringar till företag

Procent av BNP



Anm. Prognosen för 2021 baseras på budgetproposition och ändringsbudgetar för 2021.

Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

fördubblades nästan transfereringar till företag som andel av BNP 2020 och nivån antas förbli hög i år (se diagram 71).<sup>45</sup> En effekt av detta är att konkurserna inte ökat trots pandemin (se diagram 72). En stor andel av åtgärderna avser att täcka företagens kostnader för korttidspermittering. Den bransch som fått mest stöd genom korttidspermitteringar är tillverkningsindustrin. Om man i stället tittar på utbetalningar som andel av förädlingsvärde har hotell och restaurang samt kultur, nöje och fritid fått mest stöd (se diagram 73). Jämför man årets utbetalningar med 2020 har andelen till dessa branscher ökat medan utbetalningar till tillverkningsindustrin minskat rejält.

Det är sannolikt att många av de företag som fått stöd skulle klassificeras som zombieföretag enligt de mått som presenteras ovan om nuvarande situation skulle bli långvarig. Dessa mått är dock inte relevanta i nuläget då ökningen av andelen företag beroende av stöd till stor del förklaras av de restriktioner och den självpåtagna sociala distansering som gäller för närvarande. Det faktum att konkurserna inte ökat trots pandemin talar ändå för att en del av företagsstöden går till företag som i en normal konjunktur nedgång skulle haft svårt att överleva.

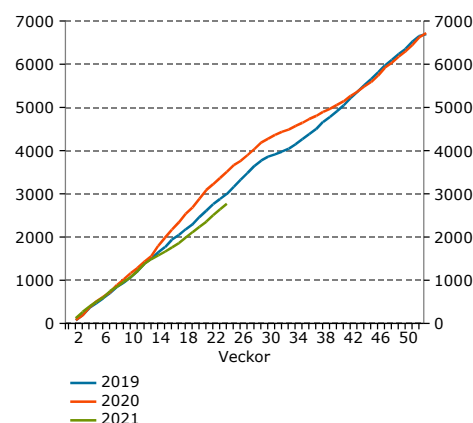
#### SAMHÄLLSEKONOMISKT LÖNSAMT ATT STÖTTA FÖRETAG UNDER EN PANDEMI

I den aktuella debatten går bedömningarna isär om huruvida förekomsten av zombieföretag är ett stort problem eller inte. Det är rimligt att anta att de ovan beskrivna mekanismerna och kostnaderna förknippade med zombieföretag existerar, men det faktum att resultaten i den empiriska forskningen spretar indikerar att problemen kan vara mindre än vad som hävdas på en del håll. Vidare kan det vara så att den sammantagna nyttan av ett högt omvandlingstryck varierar över tid.

Med de mycket speciella förutsättningar som en pandemi skapar, är det befogat att fokus på kort sikt ligger på att förhindra att lågkonjunkturen blir för djup och medför att antalet långtidsarbetslösa skjuter i höjden. Många företag som under pandemin är zombies i den meningen att de inte kan täcka sina kostnader och samtidigt generera vinst kommer att erfara detta när restriktionerna försvinner och efterfrågan på deras produkter återvänder. Det är inte ett hälsosamt omvandlingstryck att dessa företag går i konkurs under pandemin och det finns även samhällsekonomiska kostnader förknippade med att nya företag måste startas i stället för att befintliga företag lever vidare.

**Diagram 72 Konkurser i Sverige**

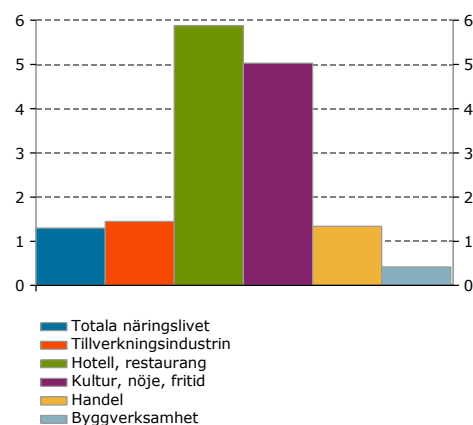
Antal konkurser, ackumulerade veckovärden



Källa: UC, som är en del av Enento Group.

**Diagram 73 KTP-utbetalningar**

Procent av förädlingsvärde 2019, löpande priser



Anm. Avser transfereringar till företag för korttidspermitteringar 2020 samt till och med 18 juni 2021 som procent av respektive branschens förädlingsvärde.

Källor: SCB, Tillväxtverket och Konjunkturinstitutet.

<sup>45</sup> År 2020 genomfördes stödåtgärder riktade mot företag om ca 100 miljarder kronor, eller 2 procent av BNP. En betydande del gick till att rädda jobb och företag, främst i form av korttidspermittering av personal samt temporärt sänkta arbetsgivar- och egenavgifter som tillsammans kostade staten över 60 miljarder kronor.

Samtidigt är det stöd som håller svenska företag under armarna annorlunda utformade än normalt och utgörs till största delen av statliga subventioner. Beloppen är stora och stöden är ganska generellt utformade. Det är viktigt att åtgärderna inte ligger kvar längre än nödvändigt, både för att förhindra att antalet zombieföretag blir så många att de utgör ett problem för ekonomin, att företag som egentligen saknar behov får ta del av stödet, samt för att värna det finansiella ramverkets trovärdighet.