

Skapar kapitalmarknaden problem för ekonomin?

THOMAS FRANZÉN*

Författaren är före detta chef för Riksgälden och före detta vice Riksbankschef

Många ekonomer har pekat på att det finns anledning att tro att företagens krav på avkastning i flera länder har varit alltför höga under en längre tid jämfört med ägarnas preferenser, och att detta har bidragit till att företagens investeringar blivit för låga i förhållande till BNP. Det är i sådant fall inte förenligt med en välfungerande kapitalmarknad.

Det finns enligt min mening en stor risk för att brister i analysen av kapitalmarknadens funktionssätt kan ha bidragit till att utformningen av finans- och penningpolitiken har blivit för expansiv globalt sett. Det innebär också att jag anser att den ekonomiska politiken i flera länder idag kan stå i strid med en långsiktigt hållbar utveckling. Ett skäl kan vara att den försökt anpassa sig till ohållbara avkastningskrav. En alltför expansiv ekonomisk politik globalt riskerar att bidra till finanskriser med ökad arbetslöshet och social oro som följd. Regleringar av de finansiella marknaderna kan minska riskerna för nya kriser, men penningpolitiken har också ett ansvar för att beakta finansiell stabilitet.

En lämpligt utformad finanspolitik med bland annat inriktning på investeringar och industripolitik skulle kunna lindra effekterna av bristerna på kapitalmarknaden och även avlasta penningpolitiken. För att den ekonomiska politiken ska få avsedd effekt och bidra till högre investeringar bör dock den analys som ligger till grund för politiken explicit inkludera bristerna på kapitalmarknaden. Människor reagerar inte bara på åtgärder. Om analysen är otillräcklig, eller människor inte förstår eller respekterar den, påverkas effekten av åtgärderna. Osäkerhet och brist på tillit kan då komma att dominera deras beteenden och det blir svårt att nå en önskvärd utveckling. En god analys är en nödvändighet för att skapa förutsättningar för en uthållig och stabil utveckling.

Analysen påverkar således inte bara utformningen av politiken. Den ger också en grund för information till marknaden om brister i kapitalmarknaden, vilka det ligger i mångaas intresse att komma till rätta med. Fler nationalekonomer bör tillsammans med företagsekonomer och beteendevetare studera hur företag fungerar i praktiken. Det är viktigt att kartlägga förväntningar och beteenden och diskutera vad som är rationellt och förenligt med långsiktig stabilitet samt att verka för att reformera kapitalmarknaden så att den arbetar i spararnas, låntagarnas och samhällets intresse.

* Jag vill tacka Lars Östman, Per Strömberg, Sophie Nachemson-Ekwall, Peter Norman, Cecilia Skingsley, Claes Berg, Jesper Lindé och Marianne Sterner för värdefulla kommentarer på tidigare utkast samt Jessica Radeschnig för experthjälp med att ta fram figurer med Halls (2015) metod på svenska data. De åsikter som uttrycks i denna artikel är mina egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

1. Det är dags att studera kapitalmarknaden

Räntorna och inflationen har sjunkit kraftigt efter den finansiella krisen i slutet på 2008. Arbetslösheten, som steg i samband med krisen, är fortfarande hög i flera länder i euroområdet medan den fallit tillbaka i bland annat USA, Tyskland och Sverige. En del centralbanker har infört negativa styrräntor och köpt obligationer för att sänka de långa räntorna. De har alltså fört vad som kallas en "okonventionell penningpolitik" vars syfte är att öka efterfrågan på varor och tjänster och därmed inflationen.

Aktiemarknaderna har under 2015 noterat mycket höga värderingar men sedan fallit tillbaka. De påverkas i hög grad av osäkerhet om den internationella ekonomiska utvecklingen och synen på möjligheterna att nå en god tillväxt. Det finns också en oro och diskussion om risker i fastighetsmarknader och generellt en oro för vad som händer med tillgångspriser när räntenivåer blir mer normala. Utvecklingen har lett till att det skett omfattande förändringar i det globala regelverket för banker för att minska riskerna i de finansiella företag samt riskerna för framtida kraftiga störningar av den reala ekonomin.

En fråga som också kan ställas är om penningpolitiken med dagens ränteläge kanske blir för expansiv och därmed ställer "för höga" krav på regleringar av finansiella marknader eller ändringar i beskattningen. Med detta menas åtgärder som kan komma att stå i strid med strukturell och fördelningspolitisk hänsyn. Samtidigt finns en oro för att inflationen under lång tid kommer att ligga under det uppsatta inflationsmålet trots mycket låga räntor. En viktig fråga är om låga styrräntor under lång tid riskerar att leda till att inflationen permanent blir lägre, särskilt om den låga räntan tolkas som att centralbanken sänkt inflationsmålet.¹ Borio, Erdem, Filardo och Hofmann (2015) argumenterar dock för att en låg inflation eller mild deflation inte är särskilt problematisk för ekonomisk utveckling.

I denna artikel riktar jag fokus på företagens investeringar och vidareutvecklar den analys om orsaken till finansiella kriser som jag tidigare publicerat.² Jag diskuterar både nivåer på avkastningskrav och faktorer som bidrar till att avkastningen varierar i ett mikro- och företagsekonomiskt perspektiv. En central fråga är varför företag ofta anger finansiella mål för avkastningen på eget kapital som ofta ligger på 15 till 20 procent, det vill säga väsentligt högre än finansieringskostnaden för investeringar.

Ett tema i artikeln är att för höga avkastningskrav på eget kapital i företagen leder till att deras investeringar blir för låga och till att kapitalbildningen i samhället inte står i samklang med människors värderingar av framtiden. Detta är i så fall ett marknadsmisslyckande och kan vara en orsak till finansiella kriser och till svårigheterna att uppnå en stabil och hållbar tillväxt. Finansiella kriser kan i sin tur leda till att avkastningskraven stiger ytterligare, vilket förvärrar problemen. Att avkastningskraven stiger i ekonomiska kriser när osäkerheten ökar kan i och för sig ses som normalt, men om den ekonomiska politiken försöker anpassa sig till en icke-hållbar nivå på avkastningen kan den komma att bidra till osäkerheten. Artikeln

1 Se Jonson och Reslow (2015) för en empirisk analys som stödjer denna tanke.

2 Se Franzén (2005), (2009a), (2011a), (2011b), (2012b), (2013), (2014), (2015).

analyserar därför i viss utsträckning hur den ekonomiska politiken kan anpassas så att den tar hänsyn till ofullkomligheterna på kapitalmarknaden.

Artikeln ingår i en tradition inom nationalekonomin att ifrågasätta effektiviteten på kapitalmarknaden som inbegriper namn som Alfred Marshall, Arthur Pigou, John Maynard Keynes, Benjamin Graham, Andrew Haldane och Michael Sumner. De har lyft fram att kortsiktigt tänkande existerar i företag och på marknader, och att detta snedvrider investeringar genom att sätta för lågt värde på framtida intäkter.³ Forskning har också visat på empiriskt stöd för att företagen arbetar med mycket höga avkastningskrav.⁴ Företagsekonomer har också diskuterat och uttryckt förvåning över de höga avkastningsmålen. En viktig grund för denna artikel är min egen praktiska erfarenhet av arbetet i OMX Nasdaqs styrelse, men även diskussioner med såväl privata som statliga företagsledare.⁵

Artikeln har beröringspunkter med studier som visar hur kriser ökar finansiella friktioner, fördröjer återgången till den trendmässiga utvecklingen och leder till högre arbetslöshet, lägre löner och produktion. Bland annat har Hall (2015) analyserat varför företagets investeringar fallit så mycket i USA efter finanskrisen, trots att vinsterna i förhållande till bokfört kapital varit höga och snabbt återställt till höga nivåer efter det att krisen brutit ut, vilket framgår av Diagram 1.⁶ Figuren visar att även de svenska företagens avkastning efter krisåret 2009 steg till ungefär samma nivå som innan krisen. Hall noterar också att skillnaden mellan avkastningen på investeringar och den riskfria räntan, den så kallade avkastningskilen ("capital wedge" på engelska) ökat kraftigt efter finanskrisen och förblivit stor i USA, vilket kan ses i Diagram 2. Vi ser även i figuren att avkastningskilen vuxit kraftigt även i Sverige och 2012 låg på samma nivå som i USA.⁷ Hall har visat att detta kan vara en förklaring till att finanskriser blir så pass utdragna. Han talar om denna process i termer av trögheter, kostnader för kapitalförändring och förändringar i upplevd risk.⁸

3 Se till exempel Haldane (2011a).

4 Se avsnitt 2.

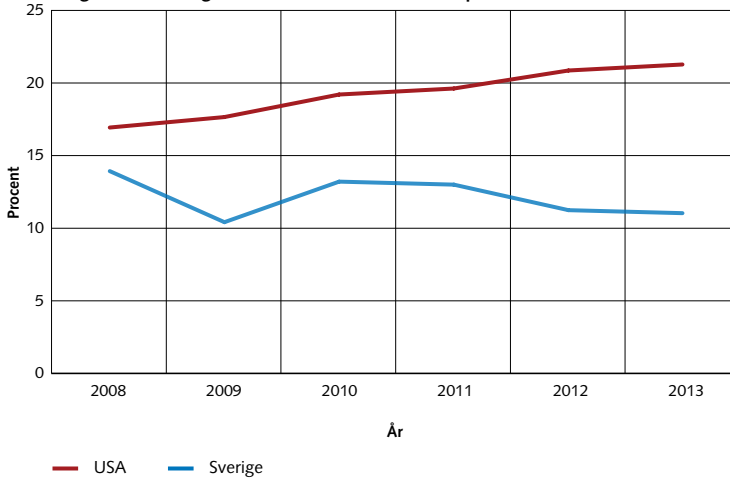
5 Se Stenhammar (2012).

6 Se även Hall (2011).

7 På grund av hur kapitalkilen beräknas går det i dagsläget inte att beräkna serien längre fram än 2012.

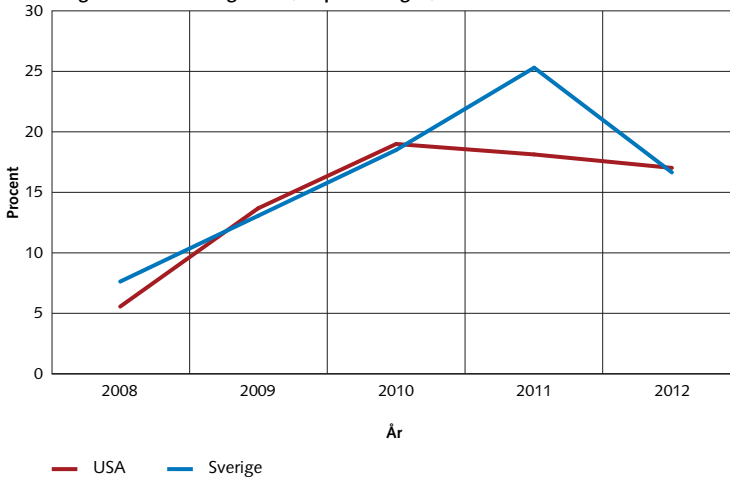
8 Andra studier om finanskrisers genomslag är Kocherlakota (2013) samt Christiano, Eichenbaum och Rebelo (2011).

Diagram 1. Företagens vinster i förhållande till kapitalstocken



Källor: USA: Hall (2015). Sverige: SCB; Egna beräkningar

Diagram 2. Avkastningskilen ("capital wedge")



Källor: USA: Hall (2015); Mått som inkluderar justeringskostnader ($\kappa=2$ i Halls Figur 11).
Sverige: SCB; Egna beräkningar

Om variationerna i avkastningskilen är betydelsefulla för den ekonomiska utvecklingen finns det också anledning att fråga sig om inte också nivåerna för avkastningskraven är betydelsefulla. Vad blir konsekvensen om företagen anger långsiktiga mål för avkastning på eget kapital runt 15–20 procent nominellt? Kan företagens mål rent av bidra till att förklara en del av höjningen av avkastningskilen?

I avsnitt 2 i denna artikel presenteras en övergripande beskrivning av företagets roll på kapitalmarknaden. Avsnitt 3–6 presenterar bakgrunden till företagets avkastningskrav och effekterna på deras beteende. Därefter diskuteras konsekvenserna för ekonomisk politik

samt hur kapitalmarknadens funktionssätt skulle kunna förbättras. Avsnitt 7–9 analyserar konsekvenser av en ekonomisk politik som försöker anpassa sig till företagens alltför höga avkastningskrav. Den kan komma att bidra till finansiella obalanser och orsaka allvarliga realekonomiska problem. I avsnitt 10 och 11 diskuteras hur penningpolitiken bör utformas när den explicit beaktar att kapitalmarknaden inte är effektiv. Målet för penningpolitiken bör göras flexibelt och väga in hänsyn till finansiell stabilitet. Finanspolitiken bör inriktas på investeringar. Synen på privatisering av offentligt ägda företag kan behöva omprövas. Artikeln betonar behovet att förbättra kapitalmarknaden. Nationalekonomer bör tillsammans med företagsekonomer ta på sig uppgiften att genom information skapa förutsättningar att förbättra kapitalmarknaden. Det innebär bland annat att förbättra ägarstyrningen så att de finansiella målen baseras på spararnas – ägarnas – värdering av framtiden.

2. Företagens roll på kapitalmarknaden

Företagens uppgift är att göra de investeringar som uppfyller spararnas krav på avkastning. Företagen kan få resurser genom att återinvestera vinster, ge ut aktier eller låna. Dessa kanaler skiljer sig åt när det gäller risk, beskattning, transaktionskostnader, informationskrav med mera. Eftersom lån ger en säkrare ström av ersättning till spararna kommer låneräntan att understiga vad spararna kräver för att köpa aktier.

Om kapitalmarknaden fungerar väl, anpassar företagen det egna kapitalet och upplåningen så att det uppstår en skillnad mellan låneränta och avkastning på eget kapital som kompenserar för skillnaden i risker mellan lånat och eget kapital. Denna skillnad varierar och beror på vilken typ av verksamhet företaget ägnar sig åt. Målet för företagen är att maximera företagets nuvärde. Det gäller således inte att maximera avkastningen på eget kapital. Ägarna är mer betjänta av att företaget får en avkastning på 10 procent på ett stort kapital än en enorm avkastning på ett minimalt kapital. Företagens uppgift är att genomföra de investeringar som uppfyller ägarnas – ytterst spararnas – avkastningskrav.

De finansiella marknaderna är centrala för att man ska uppnå långsiktighet och välfärd i en ekonomi. Haldane (2011a) noterar att många teoretiska och empiriska studier har lyft fram de välfärds- och tillväxtfrämjande egenskaper hos marknaderna. De traditionella makromodeller som används för att analysera utvecklingen, utforma ekonomisk politik och skatta effekterna av den bygger oftast på att företagens investeringar bestäms i en effektiv marknad.

Det finns dock flera studier som pekar på problem på kapitalmarknaden och på att det behövs förändringar för att de finansiella marknaderna ska fungera väl. De pekar på att företagen är för kortsiktiga i sina beslut om investeringar. Med detta menas att företagen värderar framtida avkastning "för lågt" och därför är alltför fokuserade på kortsiktiga resultat.

Forskning har också visat på empiriskt stöd för att företagen arbetar med onödigt höga avkastningskrav. Neild (1964) konstaterade i en studie på företagsnivå att investeringsbeslut räknade med full "pay-back" på investeringar om 3 till 5 år medan den genomsnitt-

liga livslängden på investeringarna var 10 gånger längre. Haldane (2011a) noterar att en företagsstudie redan från 1972 finner att det förekommer avkastningskrav på upp till 25 procent. En mer nutida studie av PriceWaterhouseCoopers från 2011 tillfrågade chefer i företag noterade på FTSE-100 om hur de värderade olika avkastningsströmmar. Den indikerade enligt Haldane en diskonteringsränta som överstiger 20 procent.

Michael Mauboussin har påpekat att det är irrationellt att driva upp avkastningen genom att maximera avkastningen på eget kapital. "The goal of financial management, after all... is to maximize net present values."⁹ Mauboussin deltog i en diskussion publicerad i *Journal of Applied Corporate Finance* som bland annat lyfte fram att företagsledarna behöver tänka igenom sina avkastningskrav på investeringar och att man felaktigt tenderar tro att höga avkastningsmål är i aktieägarnas intresse. Tvärtom leder sådana till låg värdetillväxt. Barton och Wiseman (2014) fann att fondförvaltare inte agerar som ägare bör göra.

Om avkastningskraven är för höga i betydelsen att de inte beaktar aktieägarnas intresse är det fråga om ett marknadsmisslyckande. En möjlig tolkning av den stora ökningen i och nivån på avkastningsgapet som visas i Diagram 2 för USA och Sverige är att det bekräftar existensen av ett marknadsmisslyckande. Då aktiesparandet i hög grad är institutionaliserat i form av till exempel fonder gäller det att avgöra i vilken utsträckning kedjan av aktörer från sparare till företagets investeringar lyckas förmedla människors preferenser.

En del studier har fokuserat på hur aktiepriserna bestäms. Haldane (2011a) utgår exempelvis från företagets utdelningar samt aktiepriser och konstaterar att aktiemarknaden är kortsiktig i betydelsen att utdelning idag värderas högre än vad som är rationellt. Han visar också att det finns tecken på att denna kortsiktighet ökat under perioden 1995–2004 jämfört med 1985–1994.¹⁰

För att detta ska ses som ett problem måste man förutsätta att människor vill vara rationella i den mening studien definierar det och att det irrationella beteendet beror på bristande information och kunskap.

Även om aktiemarknaden skulle fungera väl i den mening som Haldane har testat, är detta inte tillräckligt för att försäkra sig om att företagets investeringar bestäms i enlighet med spararnas önskemål. De som leder företagen sätter upp mål för avkastning och utdelning. Dessa behöver inte vara i överensstämmelse med de preferenser som avläses i aktiemarknaden.

Studier av investeringsbeslut och resultaten för USA och Sverige i Diagram 1 pekar som ovan nämnts på att företagen arbetar med mycket höga avkastningskrav. Att det finns företag som annonserar finansiella mål på 15–20 procents avkastning på eget kapital när upplåningsräntorna ligger mycket lägre, är i sig ett tecken på ett fundamentalt fel i kapitalmarknadens sätt att fungera.

9 Från Briscoe, Clancy, Mauboussin, Hilal, Ostfeld, Chew och McCormack (2014).

10 Se även Black och Frazer (2002).

Avkastningen på aktier på lång sikt i reala termer ligger runt 7 procent.¹¹ Om man ser detta som ett mått på spararnas krav på avkastning på eget kapital kan avståndet till företagets finansiella mål vara en indikation på marknadsmisslyckandet.

Om företagen inte agerar enligt dessa signaler, utan sätter högre mål för avkastning, kan detta leda till att aktieägarna ifrågasätter realismen i dessa mål. Det kan i sin tur medföra att spararna tar marginal för att företagets beteende inte är hållbart på sikt. Den ökade kortsiktigheten i aktiemarknaden som Haldane har noterat skulle då kunna vara ett tecken på att spararnas skepsis till företagets förmåga att lyckas nå sina finansiella mål har ökat och därmed också risken i aktiemarknaden.

Problemen på kapitalmarknaden behöver således inte enbart bero på en viss typ av aktörer. Det kan ses som en sammanvägning av människors uppfattning av hur marknaden borde fungera och hur man uppfattar att den faktiskt fungerar. Om marknaden är dysfunktionell blir det svårt att utifrån priserna på aktiemarknaden avgöra vilka bakomliggande preferenser som aktieägarna har. Aktörerna på marknaden anpassar helt enkelt sina strategier så att de överlever på en dysfunktionell sådan. I detta ingår att det finns deltagare på marknaden som är ombud och vilkas ersättning är utformad på ett sätt som kan premiera ett mer kortsiktigt perspektiv än vad som svarar mot den egentlige spararens. Det kan gälla såväl fondförvaltare som företagsledare. Om de exempelvis tror att avkastningsnivåerna på eget kapital är avgörande för marknads värdering av företaget kommer de att anpassa sina strategier efter det.¹²

3. Kraven på hög avkastning – bakgrund

3.1 HÖG UTDELNING, SJÄLVFINANSIERING OCH TILLVÄXT

Låt oss nu titta på vilka faktorer som gör att många företag annonserar finansiella mål med höga krav på avkastning på eget kapital.

Företagen har höga ambitioner för sina utdelningar. Det är ett viktigt skäl till kraven på hög avkastning. Ofta är målet att dela ut halva vinsten. De vill heller inte vända sig till börsen för att be om kapital via nyemissioner. Börsen har blivit en plats där man delar ut pengar i stället för att skaffa kapital. Under perioden 2000 till och med 2008 har utdelningar och kontanta köp av företag från Stockholmsbörsen uppgått till 1 007 miljarder kronor samtidigt som nyintroduktioner och nyemissioner uppgått till 246 miljarder, det vill säga ungefär en fjärdedel. Av nyintroduktionerna under denna period svarade statens utförsäljning av Telia för nära en tredjedel.¹³ Även USA:s aktiebörser har fungerat som vinstutdelare snarare än kapitalkälla.

Fox och Lorch (2014) nämner på basis av Federal Reserves statistik att "nettoemissionerna av aktier på USA-börserna under det senaste decenniet (2000–2009) har varit negativa och uppgick till 287 miljarder. Det negativa talet skulle ha varit mycket större om vi dragit

11 Se exempelvis Siegel (1999).

12 Davis (2016) visar med Barclays som exempel hur marknads fixering vid avkastning på eget kapital resulterat i tveksamma värderingar.

13 Se Franzen (2009a).

bort den kraftiga kapitalefterfrågan som kom från finansiella institutioner under 2008 och 2009. Beaktar vi dessutom utdelningar så överförde företagen flera tusen miljarder till sina aktieägare under en tioårsperiod.”¹⁴

Ju större andel av vinsten ett företag delar ut desto mindre finns det kvar för investeringar och desto mindre blir utrymmet att låta företaget växa med marknaden. Genom att höja vinsten, det vill säga avkastningen före utdelning, försöker de skapa utrymme att investera och växa trots att de ökat utdelningen. Haldane (2011a) konstaterar att i genomsnitt har utdelning relativt aktiepris stigit med två tredjedelar mellan 80- och 90-talet för aktier noterade på UK FTSE och US S & P.^{15, 16}

Möjligheten att låta eget kapital växa utan att ägarna tillskjuter nytt kapital beskrivs av ekvationen

$$(1) \quad v = REKFS \times (1-t) \times (1-u)$$

där v är tillväxten i eget kapital efter utdelningar (givet oförändrad soliditet),
 $REKFS$ är avkastningen på eget kapital före skatt,
 t är skatten på vinsten, $1-t$ är således vad som återstår av vinsten efter skatt,
 u är andelen av vinsten som delas ut, $1-u$ är således vad som återstår av vinsten efter utdelningen.

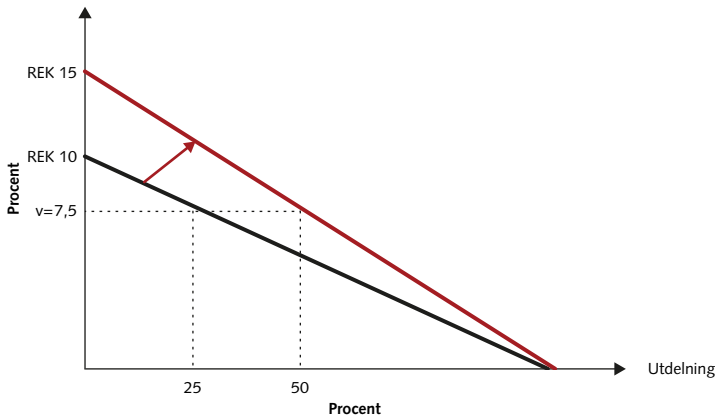
Jag bortser från bolagsskatten och konstaterar att en högre utdelning leder till högre krav på lönsamhet. Ett enkelt exempel: Ett företag har en vinst på 100 kronor och delar ut 25 procent. Då har det kvar 75 kronor att växa med. Om utdelningen höjs till 50 procent måste företaget ha 150 kronor i vinst för att kunna växa i samma takt som innan höjningen. En vinstökning på 50 procent! Detta visas i Diagram 3 där avkastningen på eget kapital behöver öka från 10 till 15 procent om tillväxten i företagets egna kapital ska vara oförändrad på 7,5 procent.

¹⁴ Översättning från Fox and Lorch (2012) sida 2.

¹⁵ Haldane (2011) ger en kort översikt över dessa frågor.

¹⁶ Det hindrar inte att man periodvis, särskilt under uppbyggnad av bubbler, får en jakt på nya företag som har låg utdelning. Under den så kallade IT-bubblan ledde hög likviditet till att investerare sökte företag med ”hög kapitalförbränning”. De hade stora underskott men höga förväntade framtida vinster, se Franzén (2009).

Diagram 3. Ökad utdelning höjer vinstkraven
 v = tillväxt i kapital; REK = avkastningsmål eget kapital



På en effektiv kapitalmarknad, som skildrats i avsnitt 2, bör utdelningen i stället utgå från ägarnas avkastningskrav justerat för investeringens risk. De företag som har många projekt som uppfyller ägarnas avkastningskrav återinvesterar vinsterna och/eller nyemitterar och växer. De som inte har så goda projekt delar i stället ut vinsterna.¹⁷

3.2 AVKASTNINGSVISIONER BLIR KRAV

Johansson och Runsten (2005) har beskrivit hur företagen i början på 1970-talet satte finansiella mål som inledningsvis hade karaktären av visioner och mål som man inte nödvändigtvis trodde sig nå upp till. Utvecklingen på finansiella marknaderna med specialiserade aktörer och analytiker gjorde så småningom att man i ökande utsträckning började granska målen och kräva att dessa uppfylldes. Därmed blev de finansiella målen alltmer styrande. Haldane och Madouros (2010) har gjort en liknande observation för den finansiella sektorns mål.

3.3 AVKASTNING OCH INFLATION

Under perioder med hög inflation är det lättare att uppfylla ett visst avkastningsmål eftersom det reala avkastningskravet är lägre. Inflationen har dock sjunkit under de senaste decennierna, men avkastningskraven har inte följt med. De reala kraven på avkastning på eget kapital har därmed stigit samtidigt som realräntorna sjunkit!

¹⁷ En orsak till att utdelningarna blev allt större var förmodligen att en del företag hade en tendens att växa till konglomerat där den ursprungliga affärsidén kom att bli otidlig.

3.4 BONUS OCH AVKASTNING

De system för prestationsersättning till företagsledare, som utformades som ett led i ägarstyrningen, blev också kopplade till uppfyllandet av avkastningsmålen.¹⁸ Detta gjorde att målen kom att styra företagets aktiviteter än mer.¹⁹ Lazonick (2010) har beskrivit hur detta ingår i en utveckling mot "financialization" av företagsmiljön som hotar långsiktig tillväxt.²⁰

3.5 BENCHMARKING OCH FLOCKBETEENDE

Benchmarking är också en metod för att fastställa finansiella mål. Detta upplevde jag påtagligt när jag satt i styrelsen för OMX. Finansanalytiker tillfrågades då om vad de såg som ett lämpligt mål för OMX. OMX var ett speciellt företag med blandning av börs- och IT-verksamhet. Det fanns inte något annat företag som hade sådan blandning. Analytikerna bedömde då att verksamheten till X procent liknade en viss typ av företag och till Y procent en annan typ. Förslaget till mål byggde på vad som var vanliga mål för dessa typer av företag. Genom att väga samman med verksamhetens andelar föreslog man ett mål för OMX.

Svenska storbanker har agerat på liknande sätt. Nordea slog i början på 2000-talet fast ett mål på lägst 15 procent i avkastning. När detta mål uppnåddes höjdes det till 17 procent. Sedan kom målet att ändras och bli relativt. Målet var att ha högre avkastning än genomsnittet.²¹ Fram till finanskrisen 2008 hade alla de svenska storbankerna satt samma relativa mål för avkastningen på det egna kapitalet. De skulle alla ha högre avkastning än genomsnittet.²² Avkastningen sjönk i samband med finanskrisen. Bankerna talar nu åter om avkastningskrav på liknande sätt som före finanskrisen.

När apoteken privatiserades år 2009 skulle staten sätta upp mål för det bolag som även fortsättningsvis ägdes av staten, Apoteket AB. Målet blev lägst 20 procent med hänvisning till att det var gängse på marknaden. Liknande resonemang låg bakom det mål om 15 procent avkastning på eget kapital som under flera år gällde för Vattenfall.

Det talas ibland om flockbeteende på finansiella marknader. Då gäller resonemangen oftast finansiella investerare och fondförvaltare, som betar sig som andra kapitalförvaltare utan att grundligt ha analyserat alternativen. I min praktiska erfarenhet har jag noterat liknande flockbeteende i företagsstyrelser, men då kallas det oftast för "benchmarking".

3.6 AVKASTNING PÅ SYSSELSATT KAPITAL OCH MARGINALMÅL

Det finns alternativa sätt att uttrycka målen för avkastning. En del företag har valt att formulera mål för avkastning på totalt sysselsatt kapital, det vill säga summan av lånat och eget kapital. Eftersom låneräntan normalt är lägre än avkastningen på eget kapital blir de

18 Se exempelvis Klein (2005), ägaransvarig på tredje AP-fonden, "Om bolaget har publikt kommunicerade finansiella mål bör dessa mål användas i första hand", sida 8 och framåt.

19 Då ersättningarna till ledande befattningshavare dessutom kom att knyts till aktievärdet blev dessa angelägna om att de finansiella målen skulle stå i samklang med gängse tänkande på den finansiella marknaden.

20 Se också Pozen (2014) för aspekter på detta.

21 Se Nordea (2004).

22 Se Franzén (2005).

siffermässiga målen lägre än om de uttrycks på basis av eget kapital. Det väsentliga i sammanhanget är att bakom målet för avkastning på sysselsatt kapital ligger ett implicit krav på avkastning på eget kapital som är högre än för sysselsatt kapital.

En annan typ av mål gäller vinstmarginaler på sålda produkter. De kan också beskrivas som härledda från ett mål om avkastning på kapital. Ofta sätts marginalerna genom att företagsledningen jämför med konkurrenterna och strävar efter marginaler som är minst lika höga som deras. Jag har mött personer på finansmarknaden som menar att sådana företag inte kan kritiseras för sina avkastningsmål. De hävdar att det bara är "normal benchmarking" i en marknadsekonomi. Det viktiga för mitt resonemang är dock att titta på vilka avkastningsmål som impliceras av marginalmålen.

3.7 SVÅRT ATT JUSTERA NED FINANSIELLA MÅL MEN LÄTT ATT HÖJA DEM

Min erfarenhet visar också att det är svårt att justera ner finansiella avkastningsmål. Det upplevs som en svaghet och det finns en oro för att börsen skulle reagera negativt om ett bolag skulle göra så. Företagen är också stolta över att ha höga finansiella mål. Stenhammar (2012) resonerar i sin bok "Det ordnar sig" på ett sådant sätt. "Hög avkastning är ett mått på effektivitet" och "företag som inte är effektiva slås ut. Företagare kan inte nöja sig med att sätta medelmåttiga mål baserade på någon slags teoretisk ekonomisk filosofi. Det skulle vara förödande ... för svenskt näringsliv."²³

De ovan beskrivna resonemanget kan vara en förklaring till att de finansiella målen förblivit höga trots att både inflationen och räntan har fallit. Jag har dock stött på flera personer som mellan skål och vägg tycker att dagens avkastningskrav är ohållbara och illa underbyggda, men de ser inte någon väg att justera ner dem. Vissa aktörer menar att företaget då skulle få svårare att låna och att ratinginstituten "kräver" hög avkastning. Ett annat problem kan vara att företagsledningarna ofta får en bonus baserad på avkastningen, i form av aktier i företaget, och att de därför har en kort placeringshorisont.²⁴ Med ett stort beroende av aktiepriset vill företagsledningarna således inte utmana marknaden.

Östman (2014) har visat att avståndet mellan verksamheten, företagsledning och ägandet har ökat.²⁵ Det är i detta sammanhang som målen om hög avkastning på eget kapital har växt fram. "Den konkreta kunskapen om tillverkning, marknadsföring och produkter och det uttalade handlingsutrymmet hade flyttat till lägre nivåer än förr – då koncernledningarna styrde ... med mål, mått och krav."²⁶ Det har också växt fram en professioniserad finansiell funktion mellan ägare och företagen. Ägarna har kommit allt längre från företagets verksamhet genom att sparandet blivit allt mer institutionaliserat.

23 Från Stenhammar (2012) sida 373.

24 Från Edman, Fang och Lewellen (2013).

25 Se Östman (2014).

26 Från Östman (2014) sida 185.

4. Avkastning på sysselsatt kapital, skatter, soliditet och räntekostnader

Avkastning på eget kapital kan uppnås med belåning som skapar hävstänger och ökar lönsamheten beroende på vilken ränta företaget kan låna till. Ekvation (2) uttrycker dessa samband

$$(2) \quad REKFS = \frac{1}{1-t} \times \left(RSYSS + (RSYSS - R_L) \times \frac{L}{EK} \right)$$

där *REKFS* är avkastning på eget kapital före skatt,

RSYSS är avkastningen på totalt sysselsatt kapital,

R_L är låneräntan,

L är lånefinansierat kapital och

EK är eget kapital.

I denna artikel bortser jag från beskattningen av företagens vinster och antar således att skatten är noll. Detta innebär inte att skatter är betydelselösa. I den mån företag betalar skatt, ökar kravet på avkastning före skatt eftersom målen formuleras som nettoavkastning. De problem som analyseras i denna artikel skulle därmed sannolikt öka om skatten på företagens vinster ingick i analysen. En bredare analys skulle också behöva ta hänsyn till att företagen kan minska skatten genom olika transaktioner, till exempel genom att kanalisera vinster till skatteparadis.²⁷

Vår avkastningsekvation utan kapitalbeskattning blir då

$$(3) \quad REK = RSYSS + (RSYSS - R_L) \times \frac{L}{EK}$$

4.1 HÄVSTÅNG, SOLIDITET OCH LÅNERÄNTA

När jag har ifrågasatt de höga avkastningskraven har jag ibland kritiserats för att jag inte tar hänsyn till att de kan uppnås genom belåning och att detta blir särskilt lönsamt om räntorna är låga. En aktiv riskkapitalist menade att det är lätt att nå en hög avkastning. Det gäller bara att hitta en bra verksamhet och sedan se till att den finansieras. Han ansåg därför att det är lätt att uppnå en avkastning på 25 procent och däröver.²⁸

Den sista termen i Ekvation (3) visar att ju högre upplåningen är i förhållande till det egna kapitalet desto högre blir avkastningen på eget kapital under förutsättning att låneräntan är lägre än avkastningen på sysselsatt kapital. Om det egna kapitalet är försumbart och den så kallade hävstången går mot oändligheten, behövs endast en marginell skillnad mellan avkastningen på sysselsatt kapital och räntan för att få en mycket hög avkastning på eget kapital.

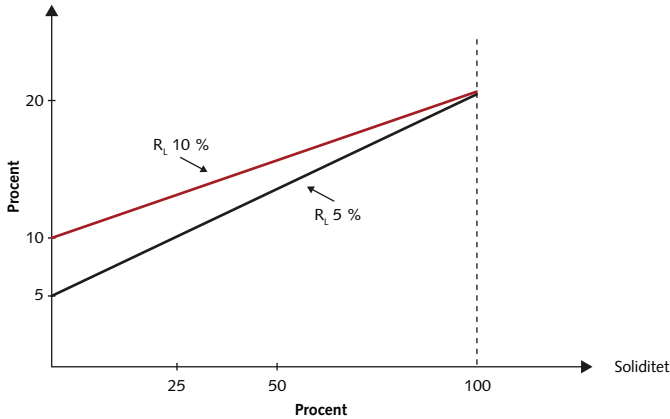
²⁷ Ett skäl till det föreslagna samgåendet mellan Pfizer och Allergen kan vara att beskattningen avses flyttas till Irland med 12,5 procent i bolagsskatt, vilket till exempel Dagens Industri (2015-11-23) påpekar.

²⁸ På en välfungerande marknad skall detta förhindras eftersom riskerna stiger med lägre belåning.

Diagram 4 visar sambandet mellan avkastningen på sysselsatt kapital, soliditet och räntenivån om utgångspunkten är att målet för avkastning på eget kapital är 20 procent.

Diagram 4. Lägre soliditet och låneränta (R_L) minskar kravet på avkastning på sysselsatt kapital

Avkastning på sysselsatt kapital RS_{YSS}



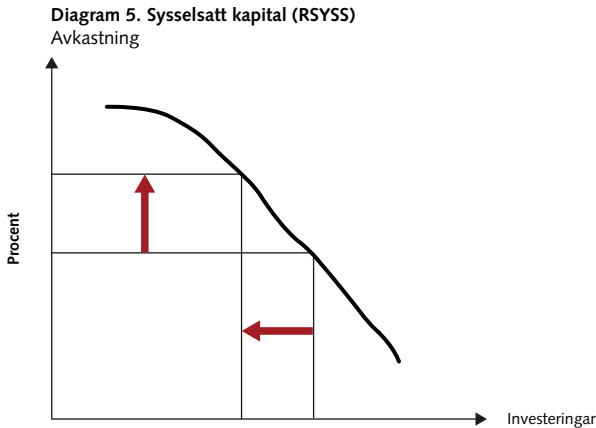
Det visar att en sänkt låneränta kan minska det krav på avkastning på sysselsatt kapital som är följden av höga krav på avkastning på eget kapital.

5. Hur fungerar mål för avkastning på eget kapital?

Låt oss då studera hur företagen kan bete sig för att uppfylla kraven på avkastning på eget kapital.

5.1 FÄRRE INVESTERINGAR OCH HÖGRE PRODUKTIVITET

Om företag har höga krav på avkastning på sina investeringar kommer de att välja investeringar som ger just hög avkastning. Låt oss tills vidare bortse från olikheter i risk. Vi förutsätter att ju högre kravet på lönsamhet är desto färre investeringar finns det som uppfyller kravet. Diagram 5 visar volymen av möjliga investeringar ordnade efter avkastning – kapitalets produktivitet.



Ju högre avkastningskrav desto färre investeringar kommer alltså att genomföras.

Vi kan också konstatera att, allt annat lika, kommer denna effekt att medföra att kapitalets produktivitet ökar. Detta är effekten av att man eliminerar investeringar med lägre avkastning. Ett högre krav på avkastning gör att man väljer lägre kapitalintensitet. Det innebär att man får fler anställda per kapitalenhet. Produktiviteten hos kapitalet ökar alltså när investeringarna minskar. Höga krav på kapitalavkastning kan se ut som resultatet av en produktivetsökning, men hög produktivitet kan också vara ett resultat av för låga investeringar.

5.2 HÖGRE AFFÄRSRISK

En annan väg att söka hög avkastning kan vara att välja investeringar med högre risk. Telia Soneras aktiviteter i Uzbekistan²⁹ som resulterade i rättstvister med mera, och svenska bankers engagemang och förluster i Baltikum i samband med finanskrisen, kan båda vara exempel på detta.³⁰ En annan metod som också ökar risken är att öka hävstången genom högre upplåning och högre utdelningar och därmed minska soliditeten. Detta är lättare när det finns en stark optimism om utvecklingen i ekonomin och då särskilt när det skapas av bubblor på tillgångsmarknaden. Strömberg (2012) har påpekat att denna problematik även gäller på riskkapitalmarknaden. För höga avkastningskrav leder till högre risktagande som tar sig uttryck i hög belåning.³¹

5.3 SÄLJA AV VERKSAMHETER

En strategi i samma anda är att sälja av verksamheter. Detta är attraktivt eftersom aktieägarna har lägre krav på avkastning på sitt kapital än på företagens finansiella mål, givet den värdering av vinsterna som görs på aktiemarknaden. Genom att sälja verksamheter

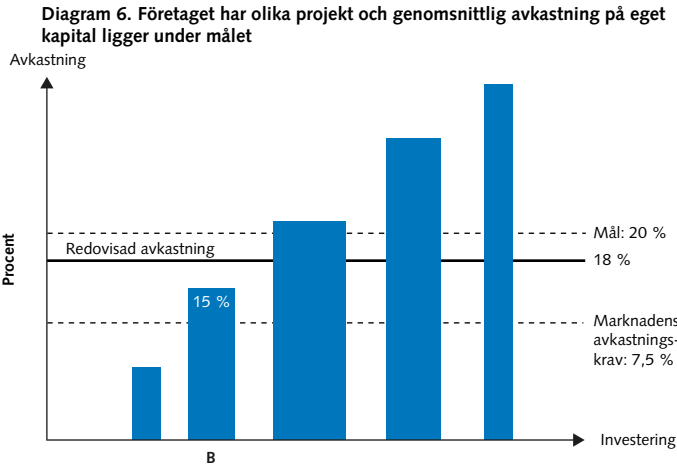
²⁹ Se SVT (2012-9-19).

³⁰ Se Larin och Bromander (2010).

³¹ Se Per Strömberg (2012).

till börsen, som betalar mer än det värde som företaget redovisar, kan företagen höja sin avkastning på eget kapital utan att detta innebär någon reell förbättring för ägarna. Det kan till och med istället medföra nackdelar.

Låt oss anta att företagens avkastningskrav är 20 procent medan aktiemarknadens är 7,5 procent. Företaget redovisar en avkastning på 18 procent. Det har delverksamheter som avkastar 5 respektive 15 procent och således drar ner den redovisade avkastningen på eget kapital under det uppsatta målet. Detta visas i Diagram 6. Bredden på staplarna är tänkt att reflektera volymen på de olika pågående projekten/investeringarna.

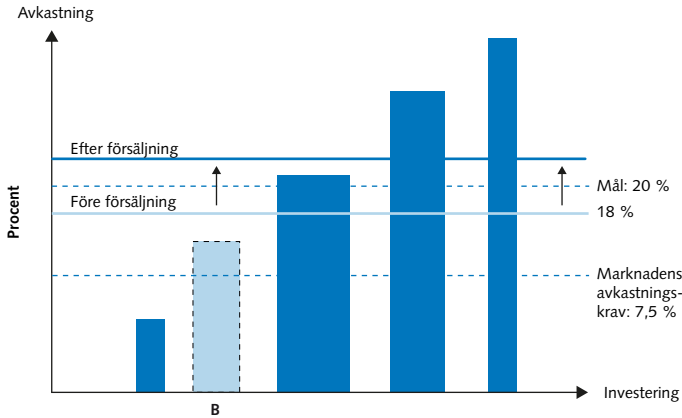


Med dessa antaganden kommer aktörerna på aktiemarknaden, allt annat lika, att vara villiga att betala dubbelt så mycket som det bokförda kapitalet för den verksamhet som skildras i stapeln B och som ger en bokförd avkastning på 15 procent. Om företaget säljer av verksamheten gör det en realisationsvinst. Delar de då ut vinsten till aktieägarna så minskar det egna kapitalet och företaget kan uppnå sitt avkastningskrav på det kapital som återstår, se Diagram 7. Man säljer dock en verksamhet som mer än väl överstiger ägarnas och börsens krav på avkastning. Någon reell förbättring har inte uppstått för aktieägarna som grupp. Beaktar man transaktionskostnaderna och att belöningar till ledningen påverkas så uppstår en onödig kostnad för företaget.

Tar man hänsyn till att det kan finnas synergier mellan de olika verksamheterna kan beteendet innebära att avkastningen av den försålda verksamheten sjunker till förfång för ägarna som kollektiv.³²

³² Jag vill särskilt tacka Per Strömberg för denna synpunkt.

Diagram 7. Försäljning av projekt B med 15 procent avkastning höjer genomsnittet så att målet överträffas



5.4 UNDVIKA UPPKÖP PÅ BÖRSEN

Det finns ytterligare ett sätt att hålla avkastningen uppe. Det är att undvika fusioner och uppköp.

Aktörerna på börsen har lägre avkastningskrav än de mål som företagen har satt. Ett köp gör att övervärden realiserats och när dessa bokförs så sjunker avkastningen. Om ett företag köper ett annat på börsen får man betala ett pris som motsvarar marknadens avkastningskrav. Priset är alltså satt så att avkastningen på det köpta företaget blir väsentligt lägre än det avkastningsmål som företaget självt har satt. Detta innebär att den redovisade räntabiliteten sjunker om det köpta företaget redovisas till köpeskillingen. Om man ska nå tillbaka till de ursprungliga nivåerna för avkastning måste man genomföra rationaliseringar som motsvarar skillnaden mellan det köpta företags marknadsvärde och det värde som svarar mot hur företaget skulle ha värderats om marknaden hade haft ett exempelvis dubbelt så högt avkastningskrav.

5.5 LÅG AVKASTNING HÖJER KRAVEN PÅ INVESTERINGARNA

Om man sätter upp ett mål för genomsnittlig avkastning på eget kapital kommer det oundvikligen att ha konsekvenser för kraven på avkastning på nytt kapital – nya investeringar.

Kravet på avkastning på nya investeringar beror på i vilken grad företaget uppfyller avkastningsmålet i utgångsläget, omfattningen på investeringarna och hur snabbt företagsledningen vill uppnå sitt mål. Om avkastningen ligger högt över målet kan man kosta på sig att genomföra investeringar till en lönsamhet som ligger under det uppsatta målet. Den genomsnittliga avkastningen kan då fortfarande uppfylla målet. Om avkastningen i stället är lägre än målet så måste nya investeringar överträffa detta för att lyfta den genomsnittliga lönsamheten. Om till exempel den aktuella lönsamheten understiger målet om 20 procent måste nya investeringar ge en avkastning över 20 procent för att företaget ska närma sig

sitt uppsatta mål. Detta är en förklaring till att storbankerna ökat sina marginaler för att komma tillbaka till sina avkastningsmål.³³

Sambandet för kravet på avkastning på nytt kapital i förhållande till målet är

$$(4) \quad REKNY - REKMÅL = \frac{REKMÅL - REKUT}{g}$$

där *REKNY* är avkastningskrav på nytt kapital/projekt,
REKMÅL är målet för avkastning,
REKUT är avkastningen i utgångsläget,
g är den takt i vilken kapitalet förnyas under den period man vill uppnå målet.

Om det egna kapitalet ökar med 25 procent under den period då målet ska uppnås och avkastningen initialt ligger 2 procent under målet innebär det att avkastningen på nytt kapital måste ligga 8 procent över det långsiktiga målet. Är det långsiktiga målet 20 procent behöver avkastningen på nytt kapital alltså vara 28 procent.

Slutsatsen är att det implicita kravet på avkastning på investeringar stiger i dåliga tider, när utfallen underskrider målet. Detta skapar en sorts avkastningsmultiplikator som leder till att kampen för att skära i kostnader ökar och till att kraven på avkastning på investeringar ökar i tider av låg efterfrågan. Om vi betänker att låneräntorna dessutom ofta ökar i sådana situationer blir betydelsen av denna multiplikatoreffekt än större.³⁴

Som tidigare nämnts har Hall (2015) konstaterat en kraftig uppgång i avkastningskilen i USA efter den finansiella krisen. En anledning till detta kan alltså vara att företagen strävar efter att återställa avkastningen så att de uppnår de finansiella målen.

5.6 KVARTALSKAPITALISM

Ju högre kraven på avkastning är desto mindre betydelse har vinster som ligger långt fram i tiden. Detta framgår tydligast om man studerar nuvärdet av framtida inkomster. Om kraven på avkastning ligger på 20 procent så är nuvärdet av 100 kronor om 15 år 6 kronor. Är kravet i stället 5 procent blir nuvärdet 48 kronor. Det innebär att avkastning den allra närmaste perioden är viktigast när företagen utformar sina strategier och kortsiktigheten ökar ju längre tid det tar att nå upp till avkastningskraven.

³³ Se Finansinspektionen (2015).

³⁴ Professor Jaen Geanakoplos (2010) har pekat på ytterligare en psykologisk faktor, nämligen att villigheten att ta risker varierar. I tider av optimism så behövs mycket litet kapital för att finansiera projekt och investeringar. I tider av pessimism så är situationen den omvända. Det behövs mycket kapital och hög soliditet. I nedgångar tvingas många sälja av tillgångar för att dra ner sin skuldsättning. Därigenom förstoras nedgången i tillgångspriser.

I England har en av regeringen tillsatt kommitté, under ledning av Professor John Kay, studerat problemen med kortsiktighet och varför det är svårt för företag att utforma långsiktiga strategier.³⁵ Kommissionen är mycket kritisk till finansmarknadens mellanhänder som kostar mycket och vars bidrag inte alls motsvarar dessa kostnader.³⁶ Kommissionen trycker på behovet av långsiktiga ägare som skapar förutsättningar för en långsiktig industriell strategi.

En långsiktig strategi uppnås dock inte enbart genom att ägarna behåller aktierna länge. En ägare som har höga avkastningskrav saknar en långsiktig strategi om de finansiella målen premierar kortsiktighet. Långsiktigt ägande förutsätter istället att de finansiella målen utformas så att inkomster i framtiden blir rimligt värderade.

5.7 BOKFÖRDA VÄRDEN GODTYCKLIGA

Företagets bokförda värde beror i stor utsträckning på företagets historia. Om ett företag växt utan att köpa upp andra företag beror det bokförda värdet på när kapitalet anskaffats och vilka avskrivningar som gjorts. Avskrivningar beror på bokföringsregler. Det innebär att vinsten i förhållande till det bokförda värdet kan vara mycket hög om företaget varit någorlunda framgångsrikt. Låt oss anta att det bokförda värdet endast utgör hälften av företagets börsvärde. Om aktierna i ett sådant företag skulle köpas upp kontant skulle köpet bokföras till uppköpsvärdet. Därigenom skulle avkastningen på bokfört kapital på samma verksamhet sjunka till hälften. Om man i stället använder egna aktier som likvid vid uppköp kan denna effekt motverkas.

Genom att återköpa aktier kan företag minska sitt bokförda värde och på så sätt öka avkastningen på sitt bokförda kapital. Sådana uppköp har blivit vanliga och motiveras till exempel med att företaget eftersträvar en effektiv kapitalhantering.

En slutsats av detta är att det är godtyckligt och olämpligt att företag med olika bakgrund och strategier har samma mål för avkastning på bokfört kapital. Grunden för benchmarking är därför inte särskilt stabil. Likaså är det godtyckligt att låta den historiska avkastningen på bokfört värde vara styrande för framtiden.³⁷ Om företaget till följd av sin historiska utveckling har en avkastning på sitt bokförda kapital på 20 procent och använder detta som ett mål för framtiden, innebär detta att målet för nytt kapital och nya projekt kan vara extremt högt och inte heller nödvändigtvis i linje med företagets tidigare strategi.

5.8 EFFEKTIVITET OCH AVKASTNING

Styrelser som sätter höga avkastningskrav gör det ofta med tanken att företaget annars inte drivs effektivt. Om styrelsen skulle minska kravet på avkastning är man rädd att trycket på effektivitet minskar. Lönerna skulle kunna höjas mer än önskvärt och företagsledningen

³⁵ Se Kay (2012). Kay behandlar dock inte frågan om de finansiella målen.

³⁶ Se även Haldane, Brennan och Madouros (2010).

³⁷ Matts Ekman (2013), tidigare vice vd och finansdirektör på Vattenfall, tar ett lågt bokföringsvärde som ett argument för att avkastningsmålet ska sättas högt. Kapitalet anskaffades för länge sedan och är därför lågt värderat. Han argumenterar också att målet inte ska påverkas av energipriserna.

skulle kunna öka utgifterna och driva mindre lönsamma verksamheter för sin personliga tillfredsställelse.

Avkastning på eget kapital är resultatet av många händelser och aktiviteter. Vinsten kan förklaras av följande ekvation

$$(5) \quad Vinst = p \times q - A \times w - R_L \times L + \text{övrigt}$$

där p är priset på företagets varor eller tjänster

q är antalet varor,

A är antalet anställda,

w är lönen till de anställda,

R_L är låneräntan,

L är skulderna.

Om priset på varorna skulle stiga på grund av att valutakursen ändras eller om efterfrågan på företagets varor stiger, så ökar vinsten och därmed avkastningen på eget kapital. Om företagets mål är att uppnå en viss avkastning riskerar då utrymmet för dåliga affärer och dålig skötsel av företaget att öka. Det kan exempelvis leda till att företaget ägnar sig åt imperiebyggande i stället för sund affärsverksamhet. Arbetet med att effektivisera produktionen kan också komma att bedrivas mindre kraftfullt. Detta kan företagsstyrelser försöka motverka genom att höja avkastningsmålet och på så sätt upprätthålla omvandlingstrycket i företagen. Om däremot prisstegringen eller valutakursförändringen inte är permanent och priserna börjar sjunka så stiger kravet på avkastning på investeringar och rationaliseringar på ett oplanerat sätt, om inte avkastningsmålet justeras ner.

En metod att undvika detta är att sätta målen för avkastning över mycket långa tidsperioder, men det är svårt att avgöra vad som är tillfälligt, cykliskt, och långsiktigt. Om dessutom bonussystem till företagsledningen relateras till avkastningen under kortare perioder och dess mandat är kortare än en hel konjunkturcykel med potentiellt stora prisvariationer blir konsekvenserna av målen än mer diskutabla.

Det kan finnas situationer när ett företag är mycket misskött och ineffektivt. Då kan företagsledningen under en rationaliseringsperiod öka avkastningen på kapital mycket kraftigt. Problemen uppstår om företaget utgår ifrån att en sådan tillfällig uppgång i avkastningen är långsiktigt hållbar och motiverar permanent höga avkastningskrav, som man inte vill justera ned. Slutsatsen är att styrningen av företag måste bli mer nyanserad och vila på grundläggande kunskap om företagets specifika situation.³⁸ I en sådan miljö finns det också mer utrymme för långsiktigt industriellt tänkande.

³⁸ Se Chartered Financial Analyst Institute (2006). Se även Kruger, Landier och Thesmar (2011) som behandlar misstagen att använda ett enhetligt avkastningskrav.

6. Avkastningsmålen är inte kostnaden för kapital

Det är svårt att fastslå vilket krav på långsiktig avkastning som spararna har. Hushållens sparande är i stor utsträckning institutionaliserat och finns exempelvis i stora pensionsfonder. I diskussioner om pensionssparande talar man om helt andra avkastningsnivåer än när det gäller företagens finansiella mål. I det svenska allmänna pensionssystemet jämför man ofta med inkomstindex vilket beskriver hur den allmänna inkomstnivån har ändrats. De allmänna pensionsfonderna arbetar med mål för avkastningen på sparkapitalet som ligger runt 4 procent efter avräkning för inflation.³⁹ Försäkringsbolag i Sverige talar också om avkastning på pensionssparande som ligger betydligt lägre än företagens mål för avkastning på eget kapital.

Ett mer direkt sätt att undersöka spararnas krav på avkastning är att titta på den historiska avkastningen på aktier. Sådana studier pekar på en avkastning på mycket lång sikt efter inflation runt 7 procent.⁴⁰ Det finns dock många problem förknippade med att ta sådana mått som uttryck för spararnas preferenser, särskilt om man ifrågasätter marknadens effektivitet.⁴¹

6.1 BRISTANDE KONKURRENS

Om det finns konkurrenshinder kan detta vara en anledning till höga avkastningskrav. Ägarna till företaget fortsätter inte att producera tills dess att marginalkostnaden sammanfaller med priset på varan eller tjänsten. I stället låter de en "övervinst" uppstå. Skillnaden mellan företagets krav på avkastning och spararnas genomsnittliga önskemål kan då ses som ett mått på graden av monopolbeteende. Det behöver inte nödvändigtvis vara en välgrundad och uthållig strategi. Det viktiga är att företagen tycks sträva efter och kanske finna en stolthet i tanken att företaget är unikt i den meningen att det kan nå en avkastning som ligger över vad som uppnåtts historiskt. Om man dessutom beaktar att företag sätter mål genom flockbeteende ("benchmarking") där alla ligger på en hög nivå, kan detta tolkas som att företagsledarna tror att den bransch som de verkar i genomsnittligt kännetecknas av en historiskt sett hög monopolism. Flockbeteende när det gäller avkastning och marginaler innebär också att företag undviker strategier som leder till sjunkande lönsamhet. Detta medför i sin tur ett mer eller mindre medvetet oligopol-beteende.

7. Kapitalmarknaden och den ekonomiska politiken

Om företagets avkastningskrav är höga och investeringarna är låga kan räntepolitiken stimulera investeringar genom sänkta räntor och därmed kraven på avkastning på sysselsatt kapital. Hur låg kan räntan behöva bli för att uthålligt möjliggöra en avkastning på sysselsatt kapital som svarar mot den som uppnåtts långsiktigt historiskt?

³⁹ Se Tredje AP-fonden (2016).

⁴⁰ Se Siegel (1999).

⁴¹ Se avsnitt 2.

Statistik visar att avkastningen på aktier långsiktigt har legat på runt 7 procent realt. Låt oss ta det som uttryck för en långsiktigt hållbar nivå på avkastning på eget kapital. Kan vi få ett motsvarande mått för sysselsatt kapital? Låt oss också konstatera att skillnaden mellan avkastningen på aktier och långa statsobligationer historiskt har legat på 3–4 procent. Kostnaden för företagens upplåning borde vara högre om de finansierat sig med långa obligationer, men deras finansiering kan antas vara kortare vilket reducerar mätten för kostnaden för sysselsatt kapital. Å andra sidan är företagens kreditvärdighet lägre vilket höjer lånekostnaden.

Låt oss anta att den historiska avkastningen på sysselsatt kapital är 6 procent nominellt. Vi sätter in detta i vår Ekvation (3) och frågar vilken låneränta som behövs för att uppfylla ett krav på 20 procents avkastning på eget kapital. Antar vi att soliditeten skall vara 40 procent kan vi dra slutsatsen att räntan uthålligt behöver vara minus 3,3 procent.

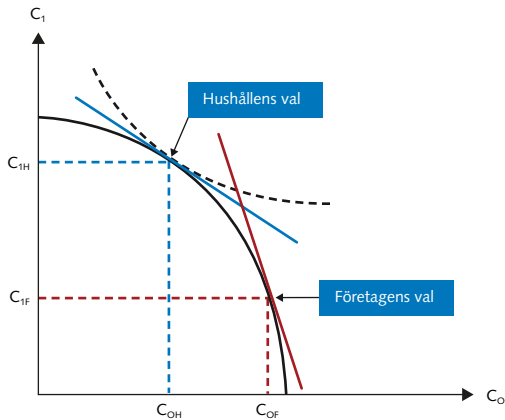
En annan möjlighet att uppnå en avkastning på 20 procent är att inflationen blir så hög att de finansiella målen närmar sig det som varit historisk avkastning på aktiemarknaden, men detta skulle förutsätta att avkastningskraven inte höjs i nominella termer till följd av att inflationen ökat.

Poängen i denna analys är inte siffran 20 procent för kravet på avkastning. Det finns företag som har högre och lägre mål. Det finns också en risk att det implicita kravet på nya aktiviteter och investeringar höjs när företagen kämpar för att höja sin avkastning. Mitt syfte är att visa att räntor kan behöva vara mycket låga eller till och med negativa för att möjliggöra att företagen når sina avkastningskrav. Det kan innebära svåra avvägningar för ekonomisk politik och fordra en ränta som står i konflikt med människors värdering av framtida välfärd.⁴²

För att illustrera det dilemma som uppstår när det finns en konflikt mellan företagets avkastningskrav och människors värdering använder jag en klassisk produktionsmöjlighetskurva. Anta att aktörerna i ekonomin existerar i två perioder. Kurvan i Diagram 8 visar olika möjliga kombinationer mellan konsumtion idag C_0 och produktion i morgon C_1 . Ju mer hushållen sparar idag desto mer kan de konsumera i morgon. Lutningen på kurvan visar utbytesförhållandet mellan konsumtionen i olika perioder, det vill säga hur man kan öka konsumtionen i framtiden genom att – spara – minska konsumtionen idag. Det innebär att det finns en underliggande investering som transformerar varor mellan perioderna. Hushållens preferenser illustreras av en indifferenskurva i figuren. På en välfungerande marknad, nås den bästa lösningen när en indifferenskurva precis tangerar produktionsmöjlighetskurvan. I denna punkt används alla möjligheter till produktion och det råder full sysselsättning. Lutningen på kurvan i den punkten visar utbytesförhållandet mellan konsumtion idag och konsumtion i morgon, alltså den ränta som ger den önskade lösningen. Det är denna lösning man skulle få om kapitalmarknaden fungerade väl och därmed reflekterade människors värdering av framtiden.

42 Summers (2014) och Krugman (2013) diskuterar "sekulär stagnation" där realräntan behöver vara negativ, men de inkluderar inte problemen med avkastningskrav och människors tidpreferens i analysen. Se också Bossone (2015).

Diagram 8. Hushållen vill ha mer investeringar och framtida konsumtion



Antag vidare att investeringar inte görs direkt av hushållen utan av företagen. Anta också att företagen inte fullt ut tar hänsyn till hushållens vilja att spara/investera. Företagen sätter således ett högt avkastningskrav på eget kapital, och då uppstår en diskrepans mellan vad hushållen önskar och vad företagen gör. I Diagram 8 visar den röda linjen den ränta som svarar mot att företagen har högre krav på avkastning på eget och sysselsatt kapital än spararna. För att uppnå full sysselsättning på företagens räntevillkor krävs att samhället som helhet väljer att konsumera mer i period noll och spara mindre än vad hushållen önskar.

7.1 FINANSPOLITIK

Ett sätt att minska sparandet är att använda finanspolitiken. Låt oss anta att staten på extremt keynesianskt sätt väljer att låta människor gräva diken och gräva igen dem. Det kan finansieras genom att staten ger ut obligationer som människor ser som en bas för sin framtida levnadsstandard. Det svarar mot att staten i period noll konsumerar så att man uppnår full sysselsättning vid punkten C_{0F} . Risken finns då att hushållen förstår att detta innebär lägre konsumtion i period noll. Hushållen sparar i obligationer för att kunna konsumera mer i framtiden. De obligationer de köpt av staten och som utgör deras förmögenhet svarar dock inte mot någon kapitaluppbyggnad, och de ger inte heller någon ökad produktionsförmåga under kommande period. De är tvärtom ett kvitto på att konsumtionen varit för hög. Staten behöver därför öka skatterna för att lösa in lånen eller avskrika dem. Om medborgarna ser denna risk kommer de att vilja spara ytterligare för att få en bättre framtid. För att motverka detta kan staten då öka sin konsumtion och låna mera vilket riskerar att leda till en ond cirkel.⁴³

Turner (2015) behandlar problemet med att finanspolitiken kan skapa förväntningar om att staten måste höja skatterna och/eller minska utgifterna. Om människor förstår detta kommer de att öka sitt sparande för att värna sin framtida standard. Barro (1989) har

43 Om staten investerar minskar detta problem men det elimineras inte. Se avsnitt 10.

belyst detta problem med Richardiansk ekvivalens. Turner diskuterar situationen i Japan vars statsskuld i slutet på 2014 motsvarade 234 procent av BNP och andelen fortsätter att växa på grund av fortsatta underskott i statsbudgeten. Det tycks som om tankar på – och planer om – att åtgärda underskotten trycker ner efterfrågan. Ju lägre räntan är på statsobligationer desto mindre blir dock den framtida belastningen på statsbudgeten. Om hushållen dessutom förmås tro att staten kommer behålla underskotten under överskådlig tid, behöver de inte oro sig för framtida skattechöjningar och utgiftsminskningar. Turner argumenterar därför för att den japanska staten skall låna räntefritt i centralbanken. Det kan dock noteras att centralbanken i slutet på 2014 redan ägde en femtedel av statsskulden. Om ekonomin befinner sig i den onda cirkel jag beskrivit ovan orsakas den låga efterfrågan av att människor sparar för att trygga sin framtida levnadsstandard samtidigt som problemen på kapitalmarknaden medför att investeringar är för låga för att möjliggöra en trygg framtid. Detta dilemma löses inte med räntefri upplåning i centralbanken. Däremot kan det ingå i ett försök att öka inflationen så att realräntan blir negativ. Därmed är vi inne på penningpolitiken.

7.2 EN OKONVENTIONELL PENNINGPOLITIK

Ett alternativ som i praktiken används i stor utsträckning för att minska sparandet är att centralbanken sänker räntan för att stimulera efterfrågan och uppnå sitt inflationsmål. Penningpolitiken påverkar resursutnyttjandet och inflationen via flera kanaler. När centralbanken sänker styrräntan sjunker normalt även de marknadsräntor som hushåll och företag möter. Under förutsättning att priserna i ekonomin är trögörliga faller även realräntan och då ökar incitamenten att konsumera och investera. Genom att sänka låneräntan stimulerar man att spara mindre och låna mer, via substitutionseffekten, och därmed öka sin konsumtion. En sänkt ränta har dock också en inkomsteffekt. Genom att avkastningen på sparande blir lägre fordras det mer sparande för att uppnå en viss konsumtion i framtiden. Detta motverkar stimulansen till konsumtion. Substitutionseffekten behöver vara större än inkomsteffekten, annars ger inte penningpolitiken någon effekt på konsumtionen.

Stimulansen till företagen att öka sina investeringar uppkommer genom att sänkt ränta på lånat kapital leder till sänkta avkastningskrav på sysselsatt kapital. En direkt effekt uppkommer genom att befintliga lån blir billigare oavsett graden av soliditet i företaget. En annan effekt är att företagen blir mer benägna att låna och därigenom minska sin soliditet. En motverkande effekt är att företagen som tidigare beskrivits kan komma att höja sina avkastningskrav eftersom det blivit lättare att uppnå avkastningsmålen. Om hushållen samtidigt ökar sin konsumtion stimulerar detta företagen att investera eftersom efterfrågan ökar.

En expansiv penningpolitik brukar även leda till att växelkursen försvagas vilket ökar exporten och minskar importen. Dessutom blir importerade varor dyrare och inflationen ökar

därmed direkt via denna kanal.⁴⁴ I den mån det problem som penningpolitiken försöker åtgärda är globalt, till exempel en internationell kris som leder till en nedgång i världshandeln, är dock växelkurskanalen svårare att använda eftersom åtgärder i olika länder kan motverka varandra.

En räntesänkning bidrar normalt också till att tillgångspriserna stiger. Eftersom möjligheterna att belåna tillgångarna ökar, stimuleras både hushåll och företag att låna mer, via den så kallade kreditkanalen. Stigande tillgångspriser får människor att känna sig förmögna och öka sin konsumtion.

De flesta centralbanker använder sig av en kort nominell ränta som främsta penningpolitiska instrument. Nominella räntor har dock en nedre gräns. Den senaste tidens erfarenheter från Schweiz, Danmark, Sverige och Japan talar dock för att den nedre gränsen inte går vid noll. Det beror på att det finns kostnader för att hålla kontanter.⁴⁵ Men det faktum att det finns en nedre gräns innebär att det kan vara svårt för centralbanken att sänka räntan kraftigt för att stimulera efterfrågan i en djup lågkonjunktur.⁴⁶ Ju mer negativ styrräntan blir desto mindre torde genomslaget till andra räntor i ekonomin bli.

Även om centralbankens styrränta har en nedre gräns finns det andra sätt att påverka realräntan. Centralbanken kan på olika sätt försöka påverka hushållens och företagets förväntningar om framtida inflation eller räntor. Dagens efterfrågan kan höjas antingen genom att man sänker dagens realränta eller genom att man skapar förväntningar om framtida låga realräntor. Om den nominella räntan redan är mycket låg, eller rentav negativ, kan centralbanken sänka styrräntan till en låg nivå och annonsera att den kommer att vara mycket låg under en längre period. Tanken är att om förväntningarna anpassas till centralbankens annonserade räntebana kommer efterfrågan att öka redan idag.

Ett annat sätt för centralbanken att göra penningpolitiken mer expansiv när inflationen är låg och styrräntan nära sin nedre gräns är att köpa tillgångar av olika slag, till exempel statsobligationer. När centralbanken köper statsobligationer kan ekonomin påverkas via flera kanaler.⁴⁷ Köpen kan utgöra en signal om att penningpolitiken kommer att vara expansiv även framöver. Köpen minskar också tillgången på obligationer, vilket pressar upp obligationspriserna så att räntorna sjunker. Till det kommer att köpen av statsobligationer kan ge spridningseffekter till priser på andra tillgångar via den så kallade portföljbalanskanalen, vilket bidrar till en bredare räntenedgång. Slutligen kan köpen bidra till att bankernas likviditetsöverskott mot centralbanken ökar. Ökad likviditet i bankerna kan leda till att de är beredda att öka utlåningen till hushåll och företag något.

Turner (2014) har påpekat att det tycks som om det fordras att den finansiella förmögenheten växer mycket snabbare än den reala ekonomin för att full sysselsättning ska

44 Se Hopkins, Lindé och Söderström (2009) för en mer utförlig beskrivning av den penningpolitiska transmissionsmekanismen.

45 Se De Graeve och Lindé (2015) och Söderström samt Westermark (2009) för en analys av penningpolitik när styrräntan nått sin nedre gräns.

46 Se Alsterlind, Armelius, Forsman, Jönsson och Wretman (2015) för en analys av hur långt reporäntan kan sänkas.

47 Enligt en studie av effekterna av de köp av statsobligationer som Riksbanken inledde 2015 har de bidragit till lägre svenska räntor, lägre ränteskillnad mot omvärlden och en svagare växelkurs. Se De Rezende, Kjellberg och Tysklind (2015).

uppnås. Detta är en sorts "skuldberoende tillväxt", där utlåningen i mycket liten utsträckning går till finansiering av reala investeringar. Turner inkluderar dock inte företagens investeringsbeslut i sin analys. Hans förslag till lösning på problemen är att hårdare reglera möjligheten till kredittagande och utlåning.

Det finns således en risk att en mycket expansiv penningpolitik bidrar till att tillgångar blir så pass övervärderade att man kan tala om en finansiell bubbla. Den låga räntan gör att människor ser att det är billigt att köpa tillgångar som aktier och bostäder samt oförmånligt att spara i räntebärande former. Höga utdelningar återinvesteras och driver upp aktiepriserna. Tillgångars värde stiger och motiverar ökad belåning. När fler aktörer agerar på liknande sätt bidrar det till fortsatt stigande priser och ökande inslag av finansiella hävstångar. Stigande aktiepriser bygger i allt högre utsträckning på lägre räntor och mindre på investeringar. Risken för en finansiell bubbla är då påtaglig.

7.3 FINANSBUBBLOR, LÅG INFLATION OCH DEFLATION

Enligt min mening beror effekten av ekonomisk politik på i vilken utsträckning den anpassas till människors preferenser, och i vilken utsträckning konsumenter, sparare och ägare förstår det sammanhang de ingår i och på hur de tolkar och reagerar på tidigare erfarenheter. De som någon gång drabbats av negativa effekter av en omlagd ekonomisk politik kan försöka gardera sig mot liknande upplevelser i framtiden.

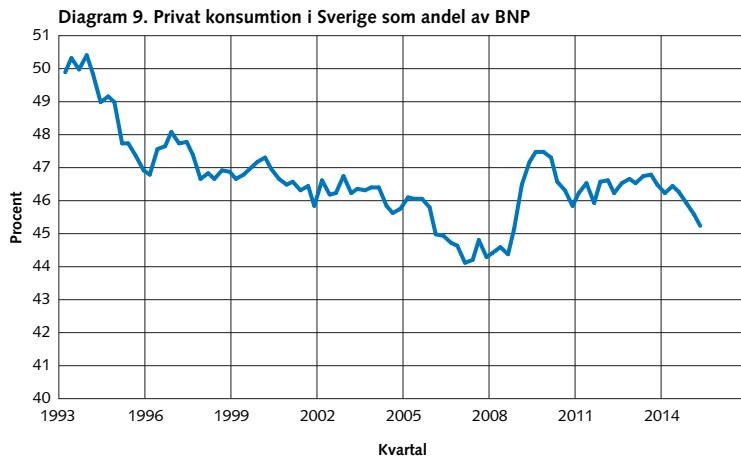
En finansbubbla skulle kunna beskrivas som att förmögenhetsökningen gör att hushållen får intrycket att ekonomins produktionsförmåga är högre än den faktiskt är. Uttryckt i termer av vårt Diagram 8 tror de att produktionsmöjlighetskurvan skiftat utåt. I denna bubbla kommer de att vilja öka sin konsumtion, och sysselsättningen ökar. Tillgångarnas värde är då baserat på en prognos om framtida prisutveckling som visar sig vara felaktig. I en sådan bubbla finns det också en risk att stater överskattar styrkan i de offentliga finanserna.

En sådan finansiell hävstångscykel pågår ofta till dess att någon "öväntad" händelse inträffar som utlöser den omvända mekanismen. Människor blir osäkra och vill realisera de värdestegringar de uppnått. Om många agerar samtidigt blir prisfallen kraftiga. Därmed uppstår en spiral nedåt som fortplantas genom det finansiella systemet och drabbar den reala ekonomin. Människor känner att de framtida möjligheterna krympt. För en högt belånad aktör kan förlustspiralen bli dramatisk. Efterfrågan på varor och tjänster sjunker kraftigt och arbetslösheten stiger. Hög skuldsättning i den privata sektorn kan därför vara en indikator på risken för en finansiell kris som leder till en djup nedgång i ekonomin. Efter en sådan nedgång kan det ta lång tid för ekonomin att återhämta sig. Ett skäl kan vara att det tar tid att reparera det finansiella systemet. Ett annat skäl är att det kan ta tid att minska skuldsättningen i den privata sektorn. Strukturella underskott i offentliga budgetar kan också uppenbaras i efterdyningarna av en finanskris. Till det kommer att åtgärder för att kapitalisera banker och återställa förtroendet för den finansiella sektorn kan bidra till att skuldsättningen ökar i den offentliga sektorn. Det betyder också att länder riskerar att fastna i en ond cirkel. Risken är att hög skuldsättning i den privata sektorn håller tillbaka

en återhämtning i ekonomin, vilket i sin tur gör det svårt att minska skulderna som andel av BNP. Ökad skuldsättning i den offentliga sektorn håller tillbaka framtidstro hos företag och hushåll. Risken är att man fastnar i ett läge med höga skulder och låg tillväxt.

Ett grundläggande dilemma uppstår om finans- och penningpolitiken på grund av brister på kapitalmarknaden försöker få människor att spara mindre än vad som är långsiktigt hållbart. Politiken riskerar att tappa förtroende och bli en del av problemet. För att återvinna förtroende och handlingsutrymme behöver det politiska systemet visa att det inte begår samma misstag som innan krisen, vilket kan vara svårt att göra på ett trovärdigt sätt.

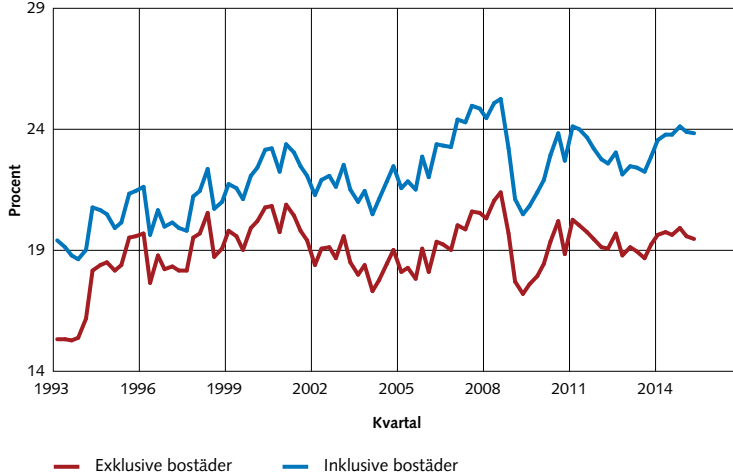
Om hushållens och företagens framtidstro och förtroende för den ekonomiska politiken är svagt kan det hålla tillbaka efterfrågan och bidra till att inflationen sjunker. Diagram 9 visar att hushållens konsumtion i Sverige som andel av BNP idag är låg i ett historiskt perspektiv och Diagram 10 att investeringarnas andel av BNP inte ökat nämnvärt trots rekordlåg ränta: uppgången i investeringarna är driven av ökningen i bostadsinvesteringarna. Med en expansiv penningpolitik försöker centralbanken få upp inflationen. Det låga ränteläget håller ned räntekostnaden för den höga skuldsättningen och riskerar hämma viljan att minska skulderna och bidra till ekonomiska obalanser. Frågan är därför om låg inflation, kanske rent av deflation, kan ses som ekonomins sätt att tillgodose människors önskan om en positiv avkastning på sitt sparande. I så fall skulle synen på låg inflation och risker med måttfull deflation kanske behöva nyanseras.⁴⁸



Källa: SCB: Hushållens konsumtion, inklusive icke-vinstdrivande organisationer, som andel av BNP. Löpande priser

48 Jonsson och Reslow (2015) och Kocherlochta (2010) visar i Irving Fishers (1977) anda att det finns en risk att långsiktigt låga räntor bidrar till att inflationen blir låg på lång sikt. Detta är en konsekvens av den så kallade Fisher-relationen, som är ett samband mellan real ränta (som antas stabil), inflation och nominell ränta.

Diagram 10. Bruttoinvesteringar i Sverige som andel av BNP



Källa: SCB: Totala bruttoinvesteringar (inklusive lagerinvesteringar) som andel av BNP. Löpande priser

7.4 SKULDBEROENDE, REGLERINGAR OCH PENNINGPOLITIK

De ekonometriska modeller som används av bland annat centralbanker som ett led i prognoser och analyser bygger på att företagen är rationella och maximerar nuvärdet av framtida vinster.⁴⁹ De fångar alltså inte de beteenden som jag lyft fram. Det innebär att modellerna definitionsmässigt bortser från att de problem man möter beror på fundamentala brister på kapitalmarknaden.

Centralbankerna baserar dock sina beslut både på modeller och bedömningar av faktorer som inte fångas av modellerna. Det finns kunskap utanför modellens ramar. Erfarenheten visar till exempel att hög skuldsättning och höga tillgångspriser ofta föregår finanskriser och leder till arbetslöshet samt allvarliga avbräck i real produktion. Diskussionen om betydelsen av sådana faktorer har gått i vågor. Efter att IT-bubblan hade spruckit kring millennieskiftet fanns det ekonomer som menade att centralbankerna borde ha fört en försiktigare penningpolitik och därför i framtiden bör väga in utvecklingen på tillgångsmarknaderna i sina bedömningar. Målet behöver inte vara att spräcka en bubbla. Det kan vara att bidra till att motverka eller minska omfattningen av kriser genom – "leaning against the wind".

Ett hänsynstagande till andra faktorer än de som ryms i en viss modell behöver inte stå i konflikt med viljan att uppnå ett etablerat och utannonserat inflationsmål. Tvärtom kan det innebära att analysen fulländas samt att prognoserna blir bättre och politiken uppfyller sitt mål.⁵⁰ Men insikten om modellens begränsningar kan också leda till revideringar av såväl målet som utformningen av politiken. De instrument för regleringar, så kallade

49 Riksbankens modell RAMSES är ett exempel, se Adolfsson, Laséen, Lindé och Villani (2007).

50 Detta innebär att jag ifrågasätter den kritik av Riksbankens politik som siktar in på att inflationen kommit att avvika från inflationsmålet och beräknar effekterna av det utifrån en modell som inte inkluderar komplikationer på kapitalmarknaden. Se till exempel Svensson (2014a, 2014b). Se även Andersson och Jonung (2014).

makrotillsynsåtgärder, som håller på att införas i många länder är ett sådant sätt att utveckla politiken för att minska de risker som uppstår på de finansiella marknaderna.⁵¹ Sådana regleringar kan också avlasta penningpolitiken från vissa hänsynstaganden så att den i högre grad kan fokusera på prisstabilitet.

Som bäst fungerar detta om hänsynstagandet till risker för instabilitet bygger på en förståelse av – och hur de kan beaktas i modeller för – vad som driver fram sådana risker. Det innebär en insikt i hur penningpolitiken påverkar dessa risker. Som jag visat tidigare innebär exempelvis en lägre låneränta att det, allt annat lika, blir lättare för företagen att uppnå och överträffa sina finansiella mål. Det kan till och med bli ett argument för dem att höja avkastningskraven.

I avsnitt 7.3 har jag pekat på risken för en ond spiral som skapas om den ekonomiska politiken driver fram återkommande finansiella bubblor genom att inte beakta dysfunktionaliteten på kapitalmarknaden. Det blir då svårt för människor att på ett rationellt sätt anpassa sig till den ekonomiska politiken. Nivån på, och uppgången i, avkastningskilen som Hall (2015) analyserat för USA, och som jag visat även är relevant i Sverige, skulle i detta perspektiv kunna vara en följd av en minskad tilltro till den kunskap som ekonomisk politik vilar på.

Centralbankernas analyser och kunskapsspridande kan vara minst lika viktiga som deras faktiska åtgärder. En välgrundad analys av en brist på kapitalmarknaden leder till en bättre hantering av styrräntor med mera. Den gör också att förståelsen för politiken ökar samt att aktörerna på marknaden kan få anledning att ompröva resonemang och beteenden, vilket vi återkommer till.

8. Omprövning av penningpolitiken

Vilka slutsatser kan dras för den svenska penningpolitiken av min analys? Riksbankschefen Stefan Ingves har påpekat följande:

”Ett annat centralt bekymmer är att bostadspriserna och hushållens skuldsättning ökar snabbt... det skulle behövas två styrräntor – en för företag och en annan, högre, ränta för hushållen. Framöver räknar Riksbanken med att hushållens skulder stiger snabbare än inkomsterna, vilket också ökar behovet av beslut om åtgärder inom andra politikområden än penningpolitik.”⁵²

Själv tycker jag att det är viktigt att utgå ifrån en analys av hur företagens agerande bidrar till samhällsekonomiska obalanser när åtgärder som påverkar hushållens skuldsättning övervägs. Jag har försökt att visa hur företagens investeringsbeslut sker i en miljö som syftar till mycket hög avkastning på eget kapital. Det leder till alltför låga investeringar och därmed en lägre välfärd i framtiden än vad som vore möjligt med en större kapitalstock. Så länge bristerna i kapitalmarknadens funktionssätt kvarstår finns en risk att en alltför expansiv penningpolitik som försöker uppnå en inflation i linje med målet och ett stabilt

51 Se Niemeyer (2016).

52 Se Sveriges riksbank (2014).

resursutnyttjande bidrar till finansiella bubblor och ökade risker för bakslag i den reala ekonomin. Jag har också försökt visa att lägre låneräntor kan höja avkastningen på eget kapital för företagen, vilket kan uppfattas som att de uppsatta avkastningsmålen är bra och till och med höjs. Det finns därmed anledning att tro att penningpolitiken kan bidra till ökade obalanser som härrör från en dåligt fungerande kapitalmarknad, om inte dess brister korrigeras av andra åtgärder.

Min avsikt är inte att leda i bevis att styrräntan ska ändras med en eller delar av procentenheter. Avsikten är främst att berika diskussionen och bidra till att utveckla synen på penningpolitiken. En väl avvägd politik behöver inte i alla lägen innebära att det nuvarande inflationsmålet om 2 procent uppnås. Det bör inte ses som ett misslyckande utan som ett tecken på att transmissionsmekanismen som överför ränteändringar till inflationen har förändrats. Därmed har möjligheten att styra mot målet för inflationen minskat. Inflationen har blivit låg av många skäl, som inte har med den inhemska penningpolitiken att göra.⁵³ Jag menar att det svenska inflationsmålet kan behöva omprövas i ljuset av detta.⁵⁴

9. Jämförelse med nytänkandet på arbetsmarknaden

Ekonomier består av tänkande människor. Det innebär möjligheter att tänka om och ändra beteenden när det har gått fel. Det är väl fungerande läroprocesser som är marknadsekonomins styrka. I kriser kan många behöva tänka om. Inte bara marknadsaktörer utan också de som har till uppdrag att analysera och utforma finans- och penningpolitiken.

En sådan krisperiod hade vi i Sverige för cirka 30 år sedan. Under en lång period hade lönerna ökat mycket mer än produktiviteten. Det medförde hög inflation, försämrad konkurrenskraft och arbetslöshet. Den ekonomiska politiken försökte råda bot på detta genom att öka de offentliga utgifterna och devalvera kronan. Lönerna och inflationen steg. Inkomstpolitik samt pris- och lönereregleringar användes för att minska inflationen. Stora devalveringar i början på 80-talet skulle ge en ny start med bättre konkurrenskraft och därmed högre sysselsättning, men lönerna fortsatte att öka alltför mycket varje år vilket bidrog till hög inflation. När efterfrågan sjönk blev det uppenbart att vi hade ett stort underliggande budgetunderskott. Den ekonomiska politiken hade blivit en del av problemet. Genom att den hade kommit att stödja ohållbara beteenden hade förtroendet för de offentliga finanserna och den fasta växelkursen undergrävt och handlingsutrymmet minskat.

Under 1980-talet övergav flera länder en ekonomisk politik som möjliggjorde och förvärrade felbeteenden. Omläggningen av politiken ledde till att inflationstakten minskade. I en del länder skedde detta genom att man behöll den fasta växelkursen. I andra länder, som till exempel USA och Kanada, valde man att prioritera en låg inflation. Centralbankerna höj-

53 Se Andersson, Corbo och Löf (2015) samt Andersson (2016).

54 Se Woodford (2012) i Riksbankens kvartalsskrift för en prövande hållning till vad centralbanker kan lära av finanskriser och Svenssons (2012) kommentar i samma utgåva. Se även Eichengreen, Prasad och Rajan (2011) samt Smets (2013).

de räntorna för att dämpa inflationen, vilket också innebar ett stålbad för arbetsmarknaden när arbetslösheten steg under en period.

Ofta beskrivs dessa processer enbart som stålbad framtvingat av yttre tvång, men jag vill betona att anpassningarna till väsentlig del beror på att såväl människor som sysslar med ekonomisk politik liksom de som betraktas som marknadsaktörer kommer till nya insikter. Det tog dock lång tid att utveckla en politik som förändrade mekanismerna på arbetsmarknaden och processen gick olika snabbt i olika länder.

Den viktigaste förändringen för Sveriges del var den som ägde rum i lönebildningen. Ett nytänkande på arbetsmarknaden blev nödvändigt när allt ställdes på sin spets i början på 1990-talet. Riksbankens politik inriktades då på prisstabilitet och arbetslösheten sköt i höjden. Nytänkandet ledde till att löneavtalen så småningom kom att anpassa sig till det ekonomiska utrymmet och inflationsmålet. En anledning till att förändringen var möjlig var att det fanns en struktur för lärande och ansvarstagande i organisationerna på arbetsmarknaden, som ledde fram till ett samarbetsavtal mellan facken och arbetsgivarna år 1997 under namnet "industriavtalet". Detta bidrog till att bromsa uppgången i arbetslösheten och till att lägga en grund för långsiktigt högre sysselsättning.

En slutsats är att ju tidigare och grundligare en läroprocess är desto lägre blir de sociala kostnaderna för en omställning och resultatet blir stabilare. En annan slutsats är att marknadens sätt att fungera sätter gränser för vilken tillväxt och sysselsättning som kan åstadkommas med ekonomisk politik.

10. Finns det ett lärande – en jämvikt?

Jag menar att det finns en stor risk att politiken globalt sett har blivit alltför expansiv. Räntorna ligger på extremt låga nivåer och statsfinanserna är svaga i många länder. Det finns en oro för vad som händer i finansiella marknader när räntor kommer tillbaka till normala nivåer. Likaså finns det en oro för att förväntningar om högre räntor, högre skatter och lägre statsutgifter motverkar effekterna av penning- och finanspolitiken. Det dämpar efterfrågan och inflationen samt höjer arbetslösheten.

Många betonar att ekonomisk politik måste vara uthållig för att vara framgångsrik och att man måste lyckas övertyga människor om att den är trovärdig i sin uthållighet. Om om den utveckling som politiken åstadkommer på grund av brister i kapitalmarknaden inte överensstämmer med den människor önskar finns en risk att ekonomin råkar in en ond cirkel med kriser, sjunkande efterfrågan, arbetslöshet, låg tillväxt och deflation. Konsekvensen blir en bristande trovärdighet för politiken och att osäkerhet dominerar människors beteende.

För att undvika en sådan utveckling fordras att politiken bygger på en god analys av vad som ligger bakom dagens problem. En nödvändig förutsättning för att kunna åtgärda problemen. En god analys ger dels en grund för att vidta åtgärder och dels en grund för information som gör att människor får ökad tilltro till politiken. Det ger tillsammans en bättre förutsättning för att politiken blir framgångsrik.

Jag menar att en orsak till dagens ekonomiska problem är att kapitalmarknaden inte fungerar och att det finns risker om den ekonomiska politiken bidrar till att försöka uppfylla företagets höga krav på avkastning på eget kapital. Därför är det nödvändigt att inkludera företagets investeringsbeteende i makroanalysen.

10.1 FÖRBÄTTRA KAPITALMARKNADEN

En central första slutsats är då att kapitalmarknaden behöver förbättras. Det förutsätter att aktörer och beslutsfattare inser att höga avkastningskrav är ett problem. Orsaken till att avkastningskraven sätts så högt är bristande insikt hos företagsledare och mellanhänder på kapitalmarknaden. De tycks tro att höga avkastningskrav innebär hög effektivitet och en del ser invändningar som "någon slags teoretisk ekonomisk filosofi." Ägarstyrningen är undermålig eftersom företagen inte agerar i ägarnas intresse.⁵⁵ Som finansanalytiker konstaterat:

"Att investerare, tillgångsförvaltare och företagsledare är så besatta av att nå kortsiktiga resultat, leder till att man förstör långsiktiga värden, sänker marknadens effektivitet, reducerar avkastning från investeringar och skadar arbetet med att förbättra ägarstyrningen".⁵⁶

Det finns uppenbarligen ett informations- och agentproblem. Företagens ledning ska vara agenter åt ägarna – det vill säga ytterst spararna i aktier och fonder. Det betyder att vi behöver en diskussion om hur man kommer tillrätta med problemen med ägarstyrning där såväl företags- som nationalekonomer samarbetar och engagerar sig. Det finns goda idéer om strategier på börs- och företagsnivå hos Barton och Wiseman (2014), Haldane (2011) och Posen (2014).⁵⁷ Den viktigaste ägarstyrningsfrågan är att se till att företagets mål om avkastning överensstämmer med spararnas värderingar.⁵⁸ Det innebär att det institutionella kapitalet måste engagera sig i den fundamentala uppgiften – att fastställa företagets finansiella mål. Det ansiktslösa kapitalet måste ta sitt ägaransvar.⁵⁹

Motstånd mot nytänkande kan också ha politiska orsaker. En är att man vill värna om företagets roll och frihet. En annan är att så länge man förutsätter att företagen fungerar optimalt kommer åtgärder och stimulanser att sikta in sig på andra aktörer, vilket kan vara politiskt attraktivt. Åtgärder koncentreras på att sänka ingångslöner, subventionera företag som anställer arbetskraft, ändra trygghetslagar, sänka företagsskatter samt subventionera företagets investeringar och liknande åtgärder för att "förbättra företagsklimatet". En ytterligare orsak är att många på den finansiella marknaden lever gott på att frågan om målen för avkastning inte genomlyses. Med orimliga och dåligt genomlysta mål är det lättare att försvara orimliga nivåer för bonusar och löner. Särskilt finanssektorns ersättningar har växt mycket kraftigt.⁶⁰

55 Se Stout (2012).

56 Översatt från Krehmeyer, Orsagh och Schacht (2006), sida 1.

57 Se även Aspen Institute (2009).

58 Franzén (2009b, 2012a) tar upp effekter på företagets etik.

59 Se Stout (2012) och Nachemson-Ekwall (2014) för synpunkter på detta.

60 Se exempelvis Turner (2014).

Bankerna har ett särskilt ansvar. Det gäller inte bara att deras egna avkastningskrav fördyrar företagens upplåning, utan det gäller också att deras höga krav på avkastning kan färga av sig på hur de hanterar sina kunder. Det kan medföra att de kräver att deras företagskunder skall ha hög avkastning, vilket medför att det är svårt att låna för företag som vill arbeta med lägre och rimligare krav.⁶¹

10.2 FÖRSIKTIGARE PENNINGPOLITIK OCH FLER MAKROTILLSYNSÅTGÄRDER

En andra möjlig slutsats är att centralbanker bör vara försiktigare och undvika att överstimulera marknaden. Därmed minskar riskerna för finansiella kriser. Det kan till exempel innebära att man gör inflationsmålet mer flexibelt. Smets (2013) har gett argument som talar för att penningpolitiken bör ta hänsyn till finansiell stabilitet. Jonung (2015) har argumenterat för att Riksbanken med hänsyn till finansiell stabilitet bör höja räntan med hänvisning till hänsyn till den finansiella stabiliteten.

Makrotillsynsåtgärder kan minska riskerna i det finansiella systemet och motverka finansiella bubblor. En angelägen åtgärd vore att kräva att finansiella företag ökar sitt egna kapital i relation till utlåningen så att aktieägarna får ta en större del av förlusterna.⁶²

I Sverige har det låga ränteläget tillsammans med en dåligt fungerande bostadsmarknad bidragit till kraftiga ökningar i hushållens skulder och fastighetspriser, vilket skapar en risk för en finansiell och realekonomisk kris ifall de ekonomiska utsikterna oväntat skulle försämrats. Diskussionen har därmed kommit att fokusera på bostadsmarknaden och hushållens bostadslån. Regleringar för att minska belåningsgraden har genomförts, och regler som tvingar fram amorteringar kommer snart att implementeras. Dessa åtgärder har oundvikligen också effekter på fördelningen av inkomster och förmögenheter.

En successiv minskning av hushållens avdragsrätt för räntor diskuteras också i syfte att dämpa hushållens lån och uppgången i fastighetspriser.⁶³ En sådan förändring skulle dock, som påpekas av Persson (2014), kunna rubba symmetrin mellan spar- och låneräntor i skattesystemet. Ett annat alternativ som inte rubbar symmetrin är att återinföra en fastighetsskatt vilket innebär att man beskattar kapitalvärdet på fastigheter. Effekten av sådana åtgärder beror i sin tur på hur den ekonomiska politiken reagerar på den åtstramning av hushållens efterfrågan och investeringar som kan bli följden.

61 I utformningen av kapitaltäckningsregler för banker argumenterar en del för att man inte bör höja kraven på kapitaltäckning eftersom detta skulle minska utlåningen och fördyra för bankernas kunder. Se till exempel Cassidy (2013). Detta beror på att bankerna kräver en så hög avkastning på eget kapital. Ett exempel på att till och med regleringar kan komma att anpassas efter företagens avkastningskrav.

62 Se till exempel Admati, Hellwig och Pfleiderer (2011), Admati och Hellwig (2011).

63 Se till exempel OECD (2015).

10.3 EXPANSIV FINANSPOLITIK

En ytterligare möjlighet är att lätta bördan på penningpolitiken genom att föra en mer expansiv finanspolitik. I Sverige finns ett utrymme för detta men i många länder är det mycket begränsat. Om finanspolitiken inriktas på investeringar och kapitalbildning så är detta en naturlig slutsats utifrån analysen ovan. I en teoretisk analys kan hävdas att finanspolitiken skall bidra till att genomföra de investeringar som borde ha genomförts av företagen på en välfungerande kapitalmarknad. Det skulle innebära en rejäl omprövning av den privatiseringspolitik som bedrivs i en del länder och i synen på statsstöd. I praktiken skulle den offentliga sektorn kunna börja konkurrera med den privata sektorn och på det sättet kanske kunna tvinga fram en anpassning på kapitalmarknaden. Jag vill understryka att detta är en teoretiskt möjlig slutsats. Det finns en rad invändningar mot denna eftersom den skulle leda till ökat statligt företagande med alla dess välkända problem, men en sådan analys kan åtminstone motivera en omprövning av privatiseringsstrategier, vilket skulle kunna ge ett litet bidrag till förbättring av huvudproblemet.⁶⁴

Uttryckt mer neutralt kan ökade offentliga investeringar som ökar den möjliga framtida produktionen och välfärden vara en rimlig metod att möta problemen med företagens låga investeringar. Man bör dock komma ihåg att de inte kommer att vara fullgoda substitut till privata investeringar.

11. Framåtblick

Nationalekonomi handlar om att hitta vägar för ekonomin att bete sig så att resultatet svarar mot människornas förhoppningar om framtiden. Det gäller inte enbart att på kort sikt försöka uppnå en inflation i linje med målet och fullt resursutnyttjande. Det finns dock en tendens hos nationalekonomer att undvika problem som de inte kan lösa med den traditionella verktygslådan. Axel Leijonhufvud (2010) har länge hävdad att ekonomer försummar sin viktigaste uppgift – att studera vad som händer i dysfunktionella tillstånd då ekonomin hamnar utanför de normala korridorerna där de självläkande krafterna inte är tillräckligt verksamma. Assar Lindbeck (2010) har pekat på att modellerna som används inte visar hur "normala finansiella regimer" utvecklas till "krisregimer".

Jag menar att det finns mycket som talar för att den globala ekonomin är i en krisregim som till stor del orsakats av en dåligt fungerande kapitalmarknad. Genom att den ekonomiska analysen inte explicit har inkluderat kapitalmarknaden har den ekonomiska politiken i flera länder kommit att försöka tillgodose för höga krav på avkastning. Det är svårt att inrymma krav på avkastning om 15–20 procent i ekonomier som växer med några enstaka procentenheter. Strävan efter att hålla uppe tillväxten och inflationen har som jag ser det bland annat lett till att penningpolitiken blivit för expansiv och att det är svårt att få en klar bild av värdet av tillgångar och skulder. Penningpolitiken kan visserligen kompletteras med

⁶⁴ Dåvarande finansmarknadsminister Norman inledde en omprövning av de statligt ägda företagens finansiella mål vilket resulterade i en reducering av avkastningskraven, se Regeringskansliet (2012). Han hoppades att detta skulle bli en förebild för privata företag, se Dagens industri (2011a). Detta sågs av en del som försök till statlig centralstyrning, se Dagens industri (2011b). Franzén (2013) kommenterar detta.

makrotillsynsåtgärder men penningpolitiken kan inte helt bortse från att ta hänsyn till den finansiella stabiliteten. Det finns en oro både för lägre och högre räntor. Det finns en oro både för fortsatta budgetunderskott och för att man sanerar offentliga finanser. Det finns en diskussion om behov av nedskrivningar av staters skulder och hur detta slår på finansiella företag samt offentliga finanser.

För att komma ur denna krisregim fordras många åtgärder som grundas på en analys som inkluderar företagens roll på kapitalmarknaden. Detta ökar också förutsättningarna för att politiken förstås och mottas på rätt sätt. Det minskar osäkerheten.

Jag önskar att nationalekonomer tillsammans med företagsekonomer och beteendevetare studerar hur företag fungerar i praktiken. Det är dags att kartlägga förväntningar och beteenden och diskutera vad som är rationellt och förenligt med långsiktig stabilitet och verka för att reformera kapitalmarknaden så att den arbetar i spararnas och samhällets intresse. Det innebär också att det behövs en omprövning av de finansiella mellanhändernas roll, som diskuteras av Kay (2012).

Detta innebär inte att jag tar avstånd från keynesiansk stimulanspolitik, men den måste sättas in i sitt sammanhang. Utrymmet för finans- och penningpolitik är inte obegränsat. Det är därför viktigt att ta hänsyn till problemen på kapitalmarknaden, men framför allt är det centralt att genom analys och insikt skapa förutsättningar för att korrigera det marknadsmisslyckande som ligger bakom problemen.

Referenser

- Admati, Amat och Martin Hellwig (2011), *The Bankers new Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton University Press.
- Admati, Amat DeMarzo, Martin Hellwig och Paul Pfleiderer (2011), "Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive", Working Paper nr. 86, Rock Center for Corporate Governance, Stanford Graduate School of Business March 23.
- Adolfson, Malin, Stefan Laséen, Jesper Lindé och Mattias Villani (2007), "RAMSES – En ny allmän jämviktsmodell för penningpolitisk analys", *Penning- och valutapolitik* 2, Sveriges riksbank, s. 33–65.
- Alsterlind, Jan, Hanna Armelius, David Forsman, Björn Jönsson och Anna-Lena Wretman (2015), "Hur långt kan reporäntan sänkas?", *Ekonomiska kommentarer* 11, Sveriges riksbank.
- Alsterlind, Jan, Henrik Eriksson, Maria Sandström och David Vestin (2015), "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", *Ekonomiska kommentarer* 12, Sveriges riksbank.
- Andersson, Björn (2016), "En analys av drivkrafterna bakom inflationens utveckling 1995–2015", i denna utgåva av *Penning- och valutapolitik*, Sveriges riksbank.
- Andersson, Björn, Vesna Corbo och Mårten Löf (2015), "Varför har inflationen varit så låg?", *Penning- och valutapolitik* 3, Sveriges riksbank, s. 5–46.
- Andersson Fredrik N. G. och Lars Jonung (2014), "Riksbanken och inflationen 1995–2012 – missar Svensson målet?", *Ekonomisk Debatt* 3, s. 36–48.
- Aspen Institute (2009), "Overcoming Short-Termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management", The Aspen Institute Business and Society Program.
- Bankfokus (2015) Nr. 3, "Starka banker är bra för Sverige", Intervju med Bankföreningens VD Hans Lindberg.
- Barro, Robert J. (1989), "The Richardian Approach to Budget Deficits", *Journal of Economic Perspective* 3(2), s. 37–54.
- Barton, Dominic och Mark Wiseman (2014), "Focusing Capital on the Long Run" *Harvard Business Review* 92(1/2), s. 48–55.
- Benigno, Gianluca och Luca Fornaro (2015), "Stagnation Traps", *2015 Meeting Papers* 810, Society for Economic Dynamics.
- Black, Angela och Patricia Frazer (2002), "Stock Market Short-termism – An International Perspective", *Journal of Multinational Financial Management* 12(2), s. 135–138.
- Borio, Claudio E., Magdalena Erdem, Andrew J. Filardo och Boris Hofmann (2015), "The Costs of Deflations: A Historical Perspective", Bank for International Settlements Quarterly Review, March, s. 31–54.
- Bossone, Biagio (2015), "Krugman, Summers and Secular Stagnation", *Roubini EconoMonitor*, Tillgänglig på <http://www.economonitor.com/blog/author/bbossone> den 5 november 2015.
- Briscoe, John, Paul Clancy, Michael Mauboussin, Paul Hilal, Scott Ostfeld, Don Chew och John McCormack. Moderated by Greg Milano (2014), "Capital Deployment Roundtable: A Discussion of Corporate Investment and Payout Policy", *Journal of Applied Corporate Finance* 26(4), s. 22–47.
- Christiano, Lawrence J., Eichenbaum Martin och Rebelo Sergio (2011), "When Is the Government Spending Multiplier Large?", *Journal of Political Economy* 119(1), s. 78–121.
- Cochrane, John H. (2015), "The New Keynesian Liquidity Trap", Booth School of Business, University of Chicago.
- Dagens Industri (2011a), "Norman sänker kraven på vinst", 2011-11-01.

- Dagens Industri (2011b), "Peter Norman får mothugg", 2011-11-02.
- Dagens Industri (2015), "Pfizer och Allergan går samman", 2015-11-23.
- Davis, Daniel (2016), "Banks Should Not Fixate on Double-Digit Returns", *Financial Times* 2013-01-13.
- De Graeve, Ferre och Jesper Lindé (2015), "Effects of Unconventional Monetary Policy: Theory and Evidence", *Penning och valutapolitik* 1, Sveriges riksbank, s. 41.
- DeLong, J. Brad, and Larry H. Summers (2012), "Fiscal Policy in a Depressed Economy", *Brookings Paper on Economic Activity*, s. 233–297.
- De Rezende, Rafael, David Kjellberg och Oskar Tysklind (2015), "Effekter på finansiella priser av Riksbankens statsobligationsköp", *Ekonomiska kommentarer* 13, Sveriges riksbank.
- Edman, Alex, Vivian W. Fang och Katharina A. Lewellen (2013), "Equity Vesting and Managerial Myopia", Draft August 27 2013, NBER Working Paper No. 19407.
- Eichengreen, Barry, Eswar Prasad och Raghuram Rajan (2011), "Rethinking Central Banking", Committee on International Economic Policy and Reform, Brookings Institution Research Report 2011/09.
- Ekman Matts (2013), "Vattenfall behöver ha mer fokus på affärerna", *Brännpunkt SvD* 2013-02-15.
- Federal Reserve Bank of St Louis (2015), FRED Economic Data, Tillgänglig på <https://research.stlouisfed.org/fred2>.
- Finansinspektionen (2015), "Stabiliteten i det finansiella systemet" 2015-12-01.
- Fisher Irving (1977) (1930), *The Theory of Interest*, Philadelphia: *Porcupine Press*.
- Fox, Justin and Jay W. Lorsch (2012), "What Good Are Shareholders?", *Harvard Business Review* 90(7/8).
- Franzén, Thomas (2005), "Bolagen måste sänka vinstmålen", *Privata Affärer* 1(1).
- Franzén, Thomas (2009a), "Bolagens vinstmål är en orsak till finanskriser", *Ekonomisk Debatt* 27(4).
- Franzén, Thomas (2009b), "Företagens och ägarnas rätt till anständighet", s. 22–41 i Antologin *Etik i Arbetsliv och Affärer*, Red. De Geer och Trollestad, SNS förlag.
- Franzén, Thomas (2011a), "De skyhöga avkastningskraven måste sänkas", s. 84–93 i *Ta ansvar, en idé- och debattantologi om företagens ansvar*, Utgiven av Unionen.
- Franzén, Thomas (2011b), "Företagens krav har skapat krisen", *SvD Brännpunkt* 2011-10-10.
- Franzén, Thomas (2012a), "Vad blev det av samtalet om bonusar", s. 98–116 i Antologin *Etik och integritet*, Red. Hans, De Geer och Claes Trollestad.
- Franzén, Thomas (2012b), "The Winners are Those who Adjust to Lower Returns on Equity", Tal vid Nordic Financial Union, september 2012, Tillgänglig på <http://nordicfinancialunions.org/news/the-hunt-for-high-returns-breed-crises/>.
- Franzén, Thomas (2013), "Marknaden bygger en ny finansbubbla", *SvD Brännpunkt* 2013-08-05.
- Franzén Thomas (2014), "Penningpolitik och makrotillsyn i en globaliserad värld", Inlägg i Nationalekonomiska föreningens förhandlingar 2014-05-28, *Ekonomisk Debatt* 6, s. 81–85.
- Franzén Thomas (2015), "Riksbankens agerande är strutspolitik", *SvD Näringsliv* 2015-01-21.
- Garcia-Schmidt, Mariana och Michael Woodford (2015), "Are Low Interest Rates Deflationary? A Paradox of Perfect-Foresight Analysis", NBER, Working Paper 21614.
- Geanakoplos, John (2010), "Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle" FRBNY Economic Policy Review.

Guibourg, Gabriella, Magnus, Jonsson, Björn Lagerwall och Christian Nilsson (2015), "Makrotillsyn – effekterna på ekonomin och interaktionen med penningpolitiken", *Penning- och valutapolitik 2*, Sveriges riksbank, s. 29–47.

Haldane, Andrew (2010), "Patience and Finance", Bank of England Speech, Tillgänglig på www.bankofengland.co.uk/publications/speeches.

Haldane, Andrew (2011a), "The Short Long", Bank of England Speech, Tillgänglig på www.bankofengland.co.uk/publications/speeches.

Haldane Andrew G (2011b), "Control Rights (and Wrongs)", Bank of England Speech, Tillgänglig på www.bankofengland.co.uk/publications/speeches.

Haldane, Andrew (2012), "The Dog and the Frisbee", Bank of England Speech, Tillgänglig på www.bankofengland.co.uk/publications/speeches.

Haldane, Andrew, Brennan, Simon och Vasileios Madouros (2010), "What is the Contribution of the Financial Sector: Miracle or Mirage?" in Turner, Haldane, Woolley, Wadhvani, Goodhart, Smithers och Johnson(2010), "The Future of Finance: The LSE Report", *London School of Economics and Political Science*, Tillgänglig på <http://harr123et.files.wordpress.com/2010/07/futureoffinance-chapter21.pdf>.

Hall, Robert E. (2010), "Why Does the Economy Fall to Pieces after a Financial Crisis?", *Journal of Economic Perspectives* 24(4), s. 3–20.

Hall, Robert E. (2011), "The High Sensitivity of Economic Activity to Financial Frictions", *The Economic Journal* 121(552), s. 351–378.

Hall, Robert E. (2015), "Macroeconomics of Persistent Slumps", Kapitel under utgivning i *Handbook of Macroeconomics*.

Hopkins, Elisabeth, Jesper Lindé och Ulf Söderström (2009), "Den penningpolitiska transmissionsmekanismen", *Penning- och valutapolitik 2*, Sveriges riksbank, s. 31–50.

IMF (2014), *World Economic Outlook*, Chapter 3, International Monetary Fund.

Johnsson, Magnus och Anders Reslow (2015), "Ränta och inflation i ljuset av Irving Fisher", *Penning- och valutapolitik 2*, Sveriges riksbank, s. 5–28.

Johansson, Sven-Erik och Mikael Runsten (2005), *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt*, Tredje upplagan, Studentlitteratur.

Jonung, Lars, "Riksbanken bäddar för kris", *SvD* 2015-11-07.

Kay John (2012), "The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making", *Final Report*, 112, Tillgänglig på www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf.

Klein Pernilla (2005), "Aktierelaterade incitamentsprogram", *AnalysPM*, Tredje AP-fonden.

Kocherlakota, Narayana R. (2013), "Impact of Land Price Fall When Labour Markets are Incomplete", *Research Paper* April 2013, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Krehmeyer, Dean, Matthew Orsagh och Kurt N. Schacht, "Breaking the Short Term Cycle, Discussion and Recommendations on How Corporate Leaders, Asset Managers, Investors and Analysts Can Refocus on Long-term Value", *Chartered Financial Analyst Institute Centre for Financial Market, Integrity/Business Roundtable Institute for Corporate Ethics*.

Kruger Philipp, Augustin Landier och David Thesmar (2011), "The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate", *TSE Working Paper*, s. 11–222.

Krugman, Paul (2013), "Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers", Tillgänglig på http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/?_r=0 den 16 november 2013.

Krusell, Per och Tony Smith (2014), "Därför köper vi inte Pikketys prognos", *Ekonomistas* 2014-05-29.

- Larin, Daniel och Björn Bromander (2010), "Finanskrisen – en jämförande studie över hur de svenska storbankerna påverkats", Kandidatuppsats, Högskolan i Borås, Institutionen för Data och Affärsvetenskap (IDA).
- Lazonick, William (2010), "Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. Corporation. Business", *History Review* 84, s. 675–702.
- Leijonhufvud, Axel (2010), "Makroekonomi och krisen", *Ekonomisk Debatt* 4, s. 40–51.
- Lindbeck, Assar (2010), "Lärdomar av finanskrisen", *Ekonomisk Debatt* 4, s. 5–19.
- Lo, Andrew W. (2012), "Reading About the Financial Crisis: A 21-Book Review", *Journal of Economic Literature* 50(1), s. 151–78.
- Marshall, Andrew (1890), "Principles of Economics", Macmillan and Company Ltd.
- Nachemson-Ekwall, Sophie (2014), *Fientliga bud: Teorierna, maktspelet, kortsiktigheten*, Falun, SNS förlag.
- National Economic Development Office (1965), "Investment in Machines Tools", HMSO.
- Neild, R. R. (1964), "Replacement Policy", *National Institute Economic Review* 30(11), s. 30–43.
- Niemeyer, Jonas (2016), "Basel III – vad och varför?", i denna utgåva av *Penning- och valutapolitik*, Sveriges riksbank.
- Nordea (2005), Bokslutskommuniké 2004, Pressmeddelande.
- Persson, Mats (2014), "Bör ränteavdragen avskaffas?", *Ekonomistas* 2014-11-21.
- Pigou, Arthur C. (1920), "The Economics of Welfare", Macmillan and Company Ltd.
- Piketty, Thomas (2014), *Capital in the Twenty-First Century*, Cambridge, MA, Harvard University Press.
- Pozen Robert C. (2014), "Curbing Short-Termism in Corporate America: Focus on Executive Compensation", *Governance Studies (Brooking Institute)* 1(18).
- Regeringskansliet (2012), "Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande", Tillgänglig på <http://www.regeringen.se/rapporter>.
- Reinhart, Carmen M. och Rogoff, Kennet S. (2010), *Annorlunda nu: Åtta sekel av finansiell dårskap*, SNS förlag.
- Siegel, J. (1999), *Stocks for the Long Run*, New York, McGraw-Hill.
- Smets, Frank (2013), "Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?", *Penning- och valutapolitik*, 2013(3), s. 121–159.
- Stenhammar, Olof (2012), *Det ordnar sig*, Falun, Ekerlids förlag.
- Stout, Lynn A. (2012), "The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations and the Public", Berret-Koehler Publishers.
- Strömberg, Per (2012), "Riskkapitalfonder, skuldsättning och incitament", *Ekonomisk Debatt* 7, s. 5–16.
- Summers, Lawrence H. (2014), "Reflections on the New 'Secular Stagnation Hypothesis'", *Vox*, Tillgänglig på <http://www.voxeu.org/article/larry-summers-secular-stagnation>.
- Sumner, Michael T. (1974), "Taxation and Investment Incentives in a Vintage Investment Model: Comment", *Journal of Public Economics* 3(2), s. 185–194.
- Svensson, Lars E. O. (2012), "Comment on Michael Woodford, Inflation Targeting and Financial Stability", *Sveriges Riksbank Economic Review* 1, s. 33–38.
- Svensson, Lars E. O. (2014a), "De senaste årens penningpolitik – Leaning against the wind", *Ekonomisk Debatt* 3, s. 6–24.

Svensson, Lars E. O. (2014b), "Skärp den demokratiska kontrollen av Riksbanken", *DN Debatt* 2014-05-28.

Sveriges riksbank (2014), Penningpolitiskt Protokoll, december 2014.

SVT (2012), Uppdrag Granskning: Telia-Sonera i miljardaffär med diktatur, 2012-09-19.

Söderström, Ulf och Andreas Westermark (2009), "Penningpolitik när styrräntan är noll", *Penning- och valutapolitik*, 2009(2), Sveriges riksbank, s. 5–30.

Tredje AP-fonden (2016), Tredje AP-fonden presenterar bra resultat, Pressmeddelande 2016-02-18, Tillgänglig på <http://www.ap3.se/News/pressarkiv/Sidor/TredjeAP-fondenpresenterarbraresultatfor2015.aspx>

Turner, Adair, (2014), "Wealth, Debt, Inequality and Low Interest Rates: Four Big Trends And Some Implications", Tal vid Cms Business School, 26-03-2014.

Wahlroos, Björn (2014), Sommar, Sveriges Radio, 2014-08-12.

Woodford, Michael (2012), "Inflation Targeting and Financial Stability", *Penning- och valutapolitik* 2012(2), Sveriges riksbank, s. 7–28.

Wolf, Michael (2012), Intervju i SVT Agenda, 2012-02-12.

Zenner, Marc, Evan Juneck och Ram Chivukula (2014), "Bridging the Gap between Interest Rates and Investments", *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), s. 75–80.

Östman, Lars (2014), *De ekonomiska styrformerna och samhället*, Recito Förlag.