

Penning- och valutapolitik

TIDSKRIFT UTGIVEN AV SVERIGES RIKSBANK



2010:3

S V E R I G E S R I K S B A N K



Penning- och valutapolitik

2010:3

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK

utges av Sveriges riksbank och utkommer med 3–4 nummer per år.

ANSVARIG UTGIVARE: STEFAN INGVES

REDAKTION: STAFFAN VIOTTI, KERSTIN MITLID

OCH INFORMATIONSSSEKRETARIATET

Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm.

Telefon 08-787 00 00.

De synpunkter som framförs i signerad artikel representerar artikelförfattarens egen uppfattning och kan inte tas som uttryck för Riksbankens syn i berörda frågor.

Prenumeration på samt lösnummer av tidskriften kan beställas via

Riksbankens webbplats www.riksbank.se/Publicerat/Publikationer/Penning- och valutapolitik

E-post kontorsservicecenter@riksbank.se

Telefax 08-787 05 26

Informationssekreteriatet, Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm.

Publikationen utkommer även i en engelsk version,

Sveriges Riksbank Economic Review.

Innehåll

■ **Banksystemens roll vid finansiella kriser – en jämförelse mellan Asienkrisen och krisen i de baltiska länderna** 5

Ellen Bernhardtson och Jill Billborn

När den ansedda investmentbanken Lehman Brothers gick i konkurs i september 2008 blev det startskottet för en våg av misstro mellan finansiella aktörer, som snabbt spred sig över världen. Osäkerheten om låntagarnas kreditvärdighet ökade snabbt och utbudet av krediter minskade. Konsekvenserna blev en omfattande ekonomisk nedgång. En region som drabbades speciellt hårt var Central- och Östeuropa och i synnerhet de baltiska länderna. Idag, nästan två år senare, har ekonomierna börjat stabiliseras efter mycket stora tapp i BNP. Återhämtningen har påbörjats men väntas gå långsamt och ännu återstår många utmaningar.

■ **Why banks prefer leverage?** 23

Reimo Juks

The aim of this article is to study the implications of the new banking regulations for banks. We restrict our analysis to capital regulation. Even though the new banking regulations entail much more than updated capital regulations, increasing the quality and amount of equity in banks lies at the heart of the new regulations.

We start with a brief overview of the actual capital structure in banks. We then proceed with a detailed and structured discussion of why banks prefer debt as compared to equity. The benefits of debt are used to identify and quantify the effects of the capital regulations on banks.

■ **Prisutvecklingen på den svenska bostadsmarknaden – en fundamental analys** 37

Lars Frisell och Masih Yazdi

Under 2009 sjönk svensk BNP med 5 procent, den största ekonomiska kontraktionen sedan 1940-talet. Samma år steg bostadsutlåningen med 8 procent och huspriserna ligger på en högre nivå än före finanskrisen. Det här har satt ny fart på spekulationerna om en svensk husprisbubbla och ett förestående, betydande prisfall. I den här artikeln analyserar vi prisutvecklingen sedan slutet av 1990-talet. Vi visar att direkt kvantifierbara faktorer såsom högre disponibel inkomst och lägre realränta kan förklara

nästan 90 procent av prisuppgången. Att kvantifiera effekterna av de institutionella förändringar som har ökat tillgängligheten till krediter är svårare, men de är troligen betydande. Sammantaget ter det sig osannolikt att svenska bostäder överlag skulle vara övervärderade.

■ Det finansiella konsumentskyddet – mål, möjligheter och problem 48

Hans Bäckström

Tillsynens uppdrag - Finansinspektionens uppdrag handlar i första hand om två saker: dels att främja ett stabilt finansiellt system, dels att bidra till ett gott konsumentskydd på det finansiella området.

■ Tidigare publicerade artiklar 68

■ Banksystemens roll vid finansiella kriser – en jämförelse mellan Asienkrisen och krisen i de baltiska länderna

ELLEN BERNHARDTSON OCH JILL BILLBORN¹

Ellen Bernhardtson och Jill Billborn är ekonomer verksamma på Riksbanken, avdelningen för finansiell stabilitet

När den ansedda investmentbanken Lehman Brothers gick i konkurs i september 2008 blev det startskottet för en våg av misstro mellan finansiella aktörer, som snabbt spred sig över världen. Osäkerheten om låntagarnas kreditvärdighet ökade snabbt och utbudet av krediter minskade. Konsekvenserna blev en omfattande ekonomisk nedgång. En region som drabbades speciellt hårt var Central- och Östeuropa och i synnerhet de baltiska länderna. Idag, nästan två år senare, har ekonomierna börjat stabiliseras efter mycket stora tapp i BNP. Återhämtningen har påbörjats men väntas gå långsamt och ännu återstår många utmaningar.

Utvecklingen i de baltiska länderna från EU-medlemskapet år 2004 och fram till dess att den globala finanskrisen bröt ut 2008 påminner i många avseenden om den som skedde i flera asiatiska länder och som kulminerade i Asienkrisen i slutet av 1990-talet. I båda regionerna gick länderna från att vara reglerade ekonomier till att bli marknadsekonomier där penningpolitikens uppgift blev att upprätthålla en fast växelkurs. Båda regionerna drabbades också av en djup kris efter en längre period av hög ekonomisk tillväxt, stark kreditexpansion, varaktiga bytesbalansunderskott och kraftiga prisökningar på fastigheter. En annan gemensam faktor var att kapitalet i stor utsträckning kom från utlandet. Till en början ansågs denna utveckling vara befogad eftersom båda regionerna förväntades växa ikapp mer utvecklade länder. Men i efterhand finns det flera tecken på att överoptimismen tog över.

Samtidigt som det finns många likheter mellan regionerna finns det också stora skillnader. En sådan skillnad är banksystemet, speciellt i fråga om ägandet. I Asien skedde den mesta av utlåningen genom inhemska banker som i sin tur finansierade sig genom lån från utländska banker.

¹ Vi vill särskilt tacka Martin W Johansson, Kerstin Mitlid och Staffan Viotti för värdefulla kommentarer.

I Baltikum var och är banksystemet i stor utsträckning utlandsägt. De utländska bankerna kan ha bidragit till de obalanser som byggdes upp, men de kan också ha hjälpt till att bromsa nedgången när krisen väl var ett faktum, vilket vi kommer att diskutera i denna artikel. Det utländska ägandet kan också ha gjort det möjligt för de baltiska länderna att välja intern devalvering för att försöka återupprätta konkurrenskraften istället för en justering av växelkursen. Med intern devalvering menas att den re-ala växelkursen justeras genom att man sänker lönerna och minskar andra offentliga utgifter. Men eftersom en intern devalvering är en lång process kan det också tänkas att den leder till en mer utdragen återhämtning.

Först beskriver vi utvecklingen i de bågge områdena med början i tillväxtperioden. Därefter följer en beskrivning av vad som utlöste krisen och vilka konsekvenser den fick. Vi avslutar med en diskussion om effekterna av skillnaderna i banksystemen i de olika regionerna. Till de asiatiska tillväxtekonomierna ("Asien") under 1990-talet räknas Malaysia, Sydkorea och Thailand. Filippinerna och Indonesien inkluderas ofta i denna grupp men exkluderas här eftersom länderna är mindre utvecklade än de baltiska länderna och därför skulle göra det svårare att jämföra regionerna. De baltiska länderna Estland, Lettland och Litauen nämns i många sammanhang som Baltikum trots att det är tre länder med egna specifika förutsättningar. Men i många avseenden påminner den ekonomiska uppgången och den efterföljande nedgången i länderna mycket om varandra, liksom utvecklingen i de faktorer vi diskuterar. I den utsträckning det är relevant kommer vi att diskutera länderna var för sig.

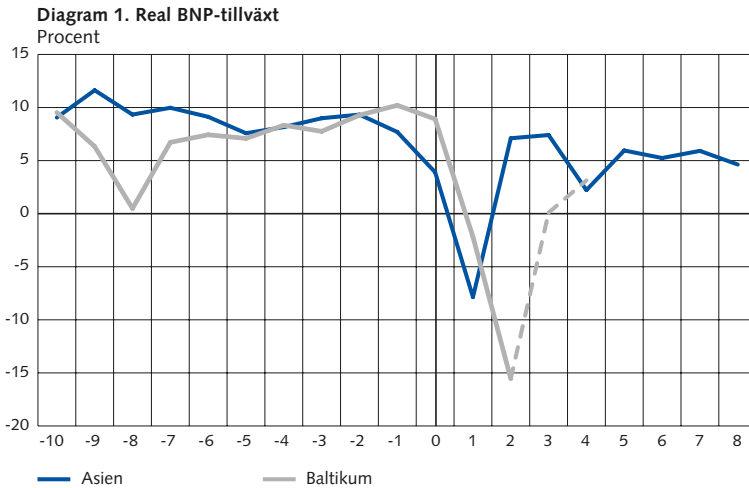
I graferna har tidpunkten för krisens utbrott, $t = 0$, satts till år 1997 i Asien och till år 2007 i Baltikum. Anledningen till det är att läsaren lättare ska kunna jämföra utvecklingen i de två regionerna fastän kriserna inträffade med tio års mellanrum. Det bör poängteras att datakvaliteten i många fall är bristfällig och att data inte är helt jämförbara mellan länderna. Resultaten ska därför tolkas med försiktighet.

Stark tillväxt åren före krisen

När Sovjetunionen upplöstes i början av 1990-talet gick de baltiska länderna från att vara planekonomier till att bli marknadsekonomier. Finansmarknaden avreglerades och en period med ekonomisk tillväxt tog fart även om den dämpades tillfälligt i slutet av 1990-talet då Rysslandskrisen² bröt ut. Men det var inte förrän de baltiska länderna blev medlemmar i

² I augusti 1998 kollapsade den ryska aktie-, penning- och valutamarknaden. Samtidigt ställde Ryssland in betalningarna på vissa statspapper. Krisen anses ha utlösts av minskat förtroende i spåren av Asienkrisen, men de grundläggande problemen kom från oförmågan att hantera de inhemska finanserna, politiska kriser och en övervärderad växelkurs. I samband med krisen kollapsade Rysslands banksystem och landet utestängdes från internationella kapitalmarknader.

EU år 2004 och året därpå knöt sina valutor till euron genom ERM II, som tillväxten på allvar tog fart. EU-medlemskapet blev startskottet för en ny era av framtidstro med tillgång till en större marknad och fri rörlighet för arbetskraft och kapital. Som en följd ökade kapitalinflödena till de baltiska länderna snabbt. Den inhemska konsumtionen som tidigare varit nedtryckt, steg kraftigt liksom investeringarna i bostäder. Under ett par år växte BNP mycket snabbt, periodvis i tvåsiffrig takt, samtidigt som reallönerna steg och levnadsstandarden förbättrades (se diagram 1 och 2). Under de tio åren som föregick krisen fördubblades BNP per capita.



Anm. Öviktat medelvärde.

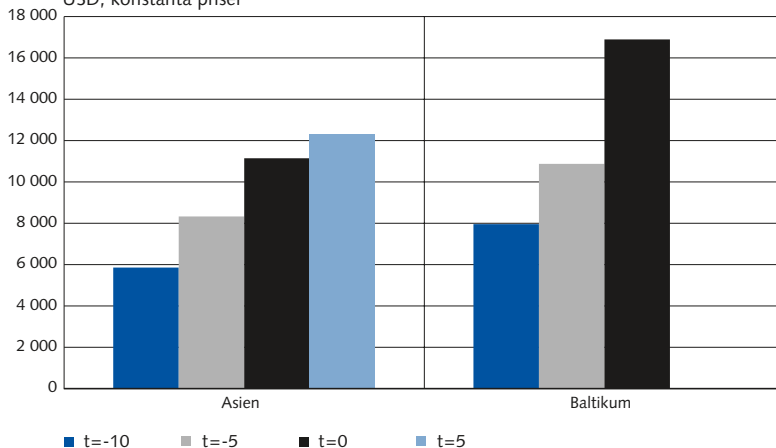
Anm. För Asien är t=0 år 1997, för de baltiska länderna är t=0 år 2007.

Anm. Streckade linjer är prognoser från Consensus Forecast, september 2010.

Källor: IMF och Consensus Economics (Inc).

En liknande omställning som i de baltiska länderna inleddes i slutet av 1970-talet i ett antal asiatiska länder, som under denna period utvecklades från jordbruksekonomier till välintegrerade marknadsekonomier. För att skapa förtroende för valutorna valde flertalet av länderna att knyta sina valutor till dollarn, vilket i sin tur ökade tillgången till kapital. Den årliga BNP-tillväxten nådde omkring åtta procent under flera år i sträck och precis som i de baltiska länderna innebar utvecklingen att levnadsstandarden förbättrades påtagligt (se diagram 1 och 2).

Diagram 2. BNP per capita, PPP-justerad
USD, konstanta priser



Anm. Öviktat medelvärde.

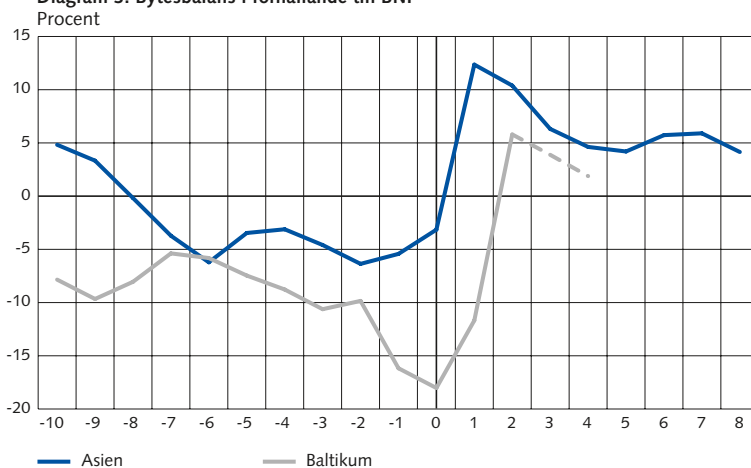
Anm. För Asien är t=0 år 1997, för de baltiska länderna är t=0 år 2007.

Källa: Världsbanken.

Den snabba ekonomiska utvecklingen i båda dessa regioner följde till en början det mönster man kan förvänta sig av transitionsekonomier som ska växa ikapp mogna ekonomier. Eftersom inkomsterna väntades vara permanent högre i framtiden uppmuntrade det till lånefinansierad konsumtion. Samtidigt attraherade de låga lönerna och den höga marginalavkastningen utländskt kapital som finansierade utvecklingen. Kapitalinflödena underlättades dessutom av en stark tilltro till de fasta växelkurserna eftersom de till synes eliminerade valutarisken. Det innebar i sin tur lägre riskpremier och lägre lånekostnader. Samtidigt ledde de höga tillväxttakterna till orealistiska förväntningar på den fortsatta tillväxten, vilket också anses ha bidragit till de stora kapitalinflödena.

Nettoinflödena av kapital till de baltiska länderna var dock större i förhållande till BNP än vad de var i de asiatiska länderna. De stora kapitalinflödena speglas i att stora bytesbalansunderskott byggdes upp i regionerna, även om det genomsnittliga underskottet var avsevärt större i Baltikum än i Asien (se diagram 3). De baltiska länderna hade vid denna tidpunkt de största underskotten i Europa. Men detta var i sig inte något anmärkningsvärt eftersom underskott i bytesbalansen under tillväxtåren kan anses vara motiverat av att länderna växer ikapp mogna ekonomier.

Diagram 3. Bytesbalans i förhållande till BNP



Anm. I bytesbalansen räknas inte kapitalinflöden in. Däremot ingår inkomster och utgifter som härrör från investeringar.

Anm. Öviktat medelvärde.

Anm. För Asien är t=0 år 1997, för de baltiska länderna är t=0 år 2007.

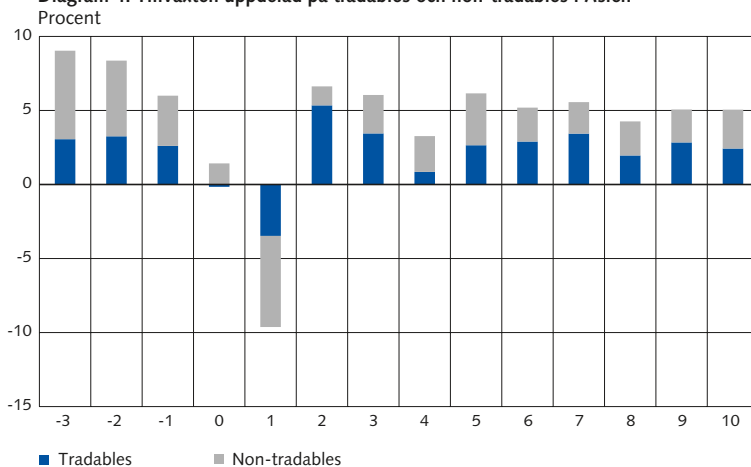
Anm. Streckade linjer är prognoser från Consensus Forecast, september 2010.

Källor: IMF och Consensus Economics (Inc).

Men ett problem var att den starka tillväxten, som följde på kapitalinflödena, drevs av investeringar i fastigheter och konsumtion. En stor del av kapitalet kanaliserades alltså till så kallade non-tradables istället för till att bygga upp en hållbar produktionskapacitet (se diagram 4 och 5). Utvecklingen var också ur denna aspekt mer extrem i Baltikum än i Asien. I Lettland stod tillväxten i non-tradables för 77 till 95 procent av den totala tillväxten före krisen. I Estland och Litauen var motsvarande siffra 65 till 85 procent. Som en följd steg priserna på mark och fastigheter kraftigt under tillväxtåren för att sedan falla avsevärt under krisen.³ I Malaysia ökade aktieindex för fastighetsrelaterade aktier med 330 procent mellan 1990 och 1993. För Thailand var motsvarande siffra 500 procent. I Estland och Litauen steg fastighetspriserna med omkring 120 procent från år 2005 till i början av 2007 då fastighetspriserna nådde sin topp.

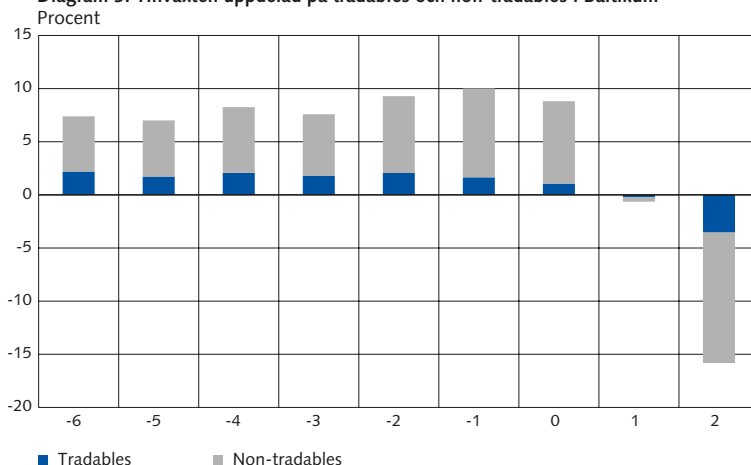
³ Se Berg (1999) och Sveriges riksbank (2007).

Diagram 4. Tillväxten uppdelad på tradables och non-tradables i Asien



Anm. Oviktat medelvärde.
 Anm. Data saknas för Malaysia.
 Anm. För Asien är t=0 år 1977.
 Källa: Reuters EcoWin.

Diagram 5. Tillväxten uppdelad på tradables och non-tradables i Baltikum

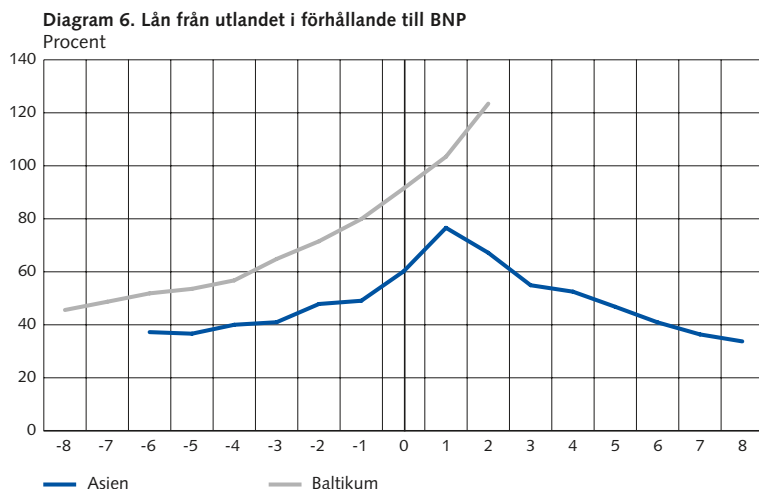


Anm. Oviktat medelvärde.
 Anm. För de baltiska länderna är t=0 år 2007.
 Källa: Reuters EcoWin.

I de baltiska länderna bidrog dessutom en expansiv finanspolitik till att stimulera ekonomin. Lönerna i den offentliga sektorn höjdes samtidigt som den generella skattebördan lättades. Budgetunderskott byggdes upp i Lettland och Litauen, trots den goda tillväxten. Estland var dock ett undantag där överskotten i statsfinanserna sparades i en så kallad stabilitetsfond. Detta minskade trycket på de offentliga finanserna när krisen bröt ut.

Till en början finansierades bytesbalansunderskotten i de baltiska länderna främst av utländska direktinvesteringar, men under senare år kom

de att domineras av banklån från företrädesvis nordiska banker.⁴ Detta speglas i att lån från utlandet i förhållande till BNP ökade (se diagram 6).



Anm. Övikttat medelvärde.

Anm. Data saknas för Sydkorea.

Anm. För Asien är t=0 år 1997, för de baltiska länderna är t=0 år 2007.

Källor: Reuters EcoWin, Eurostat och IMF.

Utlåningen till både hushåll och företag steg mycket snabbt – exempelvis ökade de lettiska hushållens upplåning med i genomsnitt 80 procent under 2006. Hög inflation i kombination med låga räntor innebar att de reala räntorna var negativa.

Även om utlåningen ökade från en låg nivå dröjde det inte länge förrän de privata skulderna i förhållande till BNP nådde nivåer inte långt under skuldsättningen i mogna ekonomier, som exempelvis Sverige. En stor del av utlåningen skedde också i euro – i Lettland var drygt 90 procent av lånestocken i utländsk valuta.

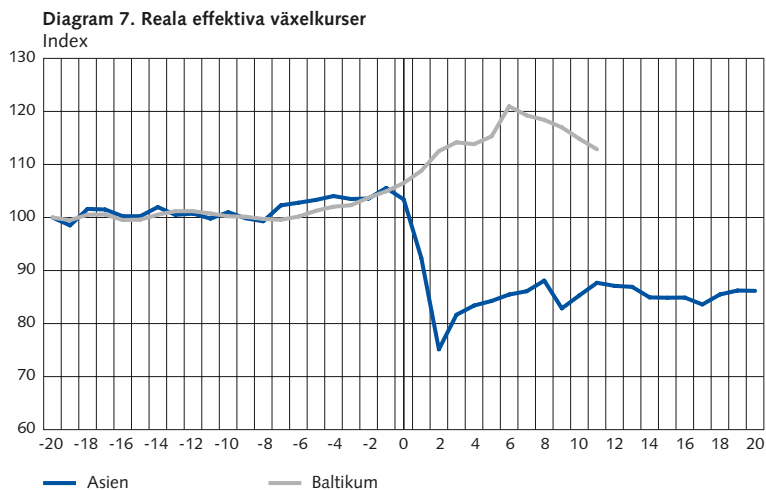
Också i Asien ökade lånen från utlandet i förhållande till BNP kraftigt. Men till skillnad från i de baltiska länderna var andelen utländska banker liten och upplåningen från utlandet kanaliserades istället genom inhemska banker. En del av kapitalinflödena gick också direkt till inhemska företag.⁵ Det var också företagssektorn som främst ökade sin upplåning och i mindre utsträckning hushållen. Utlåningen till företagen karaktäriserades av stor optimism som till viss del kan ha berott på att banken i många fall var en del av en företagsgrupp och hade till upp-

⁴ Se Sveriges riksbank (2007).

⁵ Uppskattningar i Radelet och Sachs (1998) visar att i slutet av 1996 stod bankerna i Sydkorea för 66 procent av skulderna till utlandet medan företagen stod för 28 procent. I Malaysia stod bankerna bara för 29 procent medan företagen stod för 62 procent. I Thailand var motsvarande siffror 37 och 60 procent.

gift att försörja andra delar av företaget med krediter – ett system som ökade risken för subjektiva bedömningar och *moral hazard*. Det mesta av utlåningen skedde i inhemsk valuta och eftersom få banker försäkrade sig mot valutarisk hamnade stora risker i bankerna eller i de företag som lånat direkt från utlandet. I Thailand fanns krav på att bankerna skulle skydda sig mot valutarisk, men det gjorde de i stor utsträckning genom att ge lån i utländsk valuta till inhemska företag och valutarisken flyttade på så sätt till företagssektorn.⁶

Den snabba ekonomiska utvecklingen och de stora inflödena av kapital medförde att valutorna i båda regionerna apprecierade i reala termer. Den genomsnittliga apprecieringen i Asien var i och för sig måttlig om man jämför med tidigare erfarenheter från transitionsekonomier, men skiljde sig mycket åt mellan länderna. Malaysia, Thailand och Sydkorea hade sina valutor knutna till dollarn. När dollarn under 1995 apprecierade kraftigt gentemot yenen försämrades de asiatiska ländernas konkurrenskraft.⁷ I de baltiska länderna apprecierade den reala växelkursen strax efter att valutan knöts till euron och konkurrenskraften försvagades (se diagram 7). Utvecklingen drevs framför allt av höga löneökningar och snabbt stigande priser. I Lettland steg exempelvis de nominella lönerna med 30 procent året före krisen medan inflationen nådde nästan 18 procent. Som en följd sköts inträdet i valutaunionen på framtiden eftersom länderna bröt mot Maastrichtkravet om prisstabilitet.



Anm. Öviktat medelvärde.

Anm. Kvartalsdata. 100 vid $t = -12$, för Asien tredje kvartalet 1994 och för de baltiska länderna fjärde kvartalet 2004.

Källa: BIS.

⁶ Se Eichengreen och Hausmann (1999).

⁷ Se Corsetti et al. (1998).

Djup ekonomisk kris

ASIEN

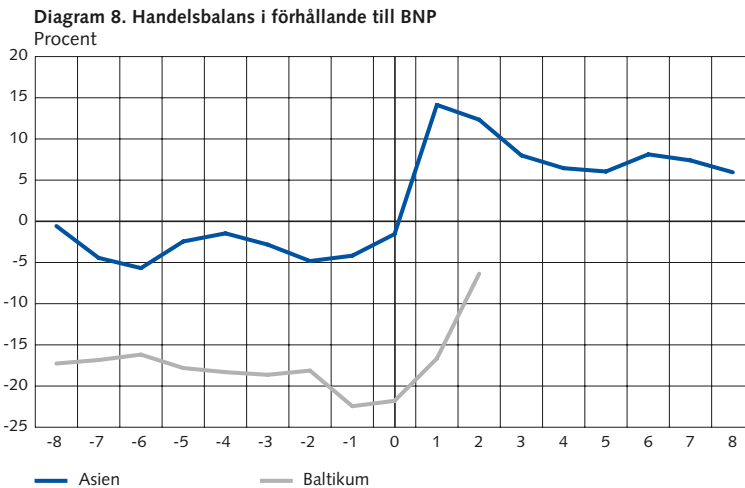
Under 1995 och 1996 kom de första tecknen på att högkonjunkturen i Asien var på väg mot sitt slut. Samtidigt blev de makroekonomiska obalanserna i regionen allt mer uppenbara. Dollarns appreciering försämrade ländernas konkurrenskraft, likaså gjorde Kinas frammarsch på exportmarknaden. När tillväxten samtidigt avtog fick många företag i regionen problem. De var dessutom ofta kraftigt belånade och hade små möjligheter att klara en period med minskad lönsamhet. I Sydkorea gick flera av de stora konglomeraten, så kallade chaebols, i konkurs. I Thailand och Malaysia var det istället den tidigare blomstrande fastighetssektorn som drabbades av omfattande konkurser. Problemen i fastighetssektorn slog direkt mot bankerna.

Händelserna ledde till att fler och fler började ifrågasätta hur länge tillväxten skulle kunna fortsätta i de asiatiska länderna och det tidigare så kraftiga kapitalinflödet började sina. Under sommaren 1996 kom de första attackerna på den thailändska valutan, bahten.⁸ Samtidigt som den thailändska centralbanken försvarade landets fasta växelkurs var man tvungen att pumpa in pengar i landets havererade banker. Det blev dessutom svårt för centralbanken att försvara växelkursen med hjälp av räntan – en högre ränta förvärrade situationen för företag och banker. I början av juli 1997 gav den thailändska centralbanken upp och släppte den fasta växelkursen. Malaysia var visserligen inte lika beroende av utländskt kapital som andra asiatiska länder, men när Thailand släppte sin fasta växelkurs minskade förtroendet för de andra ländernas växelkursregimer och pressen ökade. Malaysias centralbank släppte sin fasta växelkurs strax efter Thailand. I mitten av oktober devalverade Taiwan, vilket ytterligare ökade pressen på den koreanska valutan. Sydkorea hade då använt en stor del av sina reserver för att stötta bankfilialer i utlandet som drabbats av likviditetsproblem. Efter några försök att försvara växelkursen lät Sydkorea valutan flyta i november 1997. I och med devalveringarna blev krisen ett faktum – kapitalinflödena till länderna avstannade helt när utländska banker inte förlängde sina lån i regionen. De inhemska bankerna drabbades därför av akut likviditetskris. Devalveringarna utlöste också en spiral när skulderna till utlandet ökade, banker och företag kollapsade, tillgångspriser rasade och räntorna steg till följd av den minskade tillgången på kapital. I vissa fall tog även de inhemska spararna ut sina pengar från bankerna.

⁸ Se Kaminsky och Schmukler (1999).

Krisens påverkan på den finansiella sektorn i respektive land blev enorm, liksom de statliga räddningsinsatserna. I både Thailand och Sydkorea fokuserades statens insatser på att stänga ner insolventa banker. I Thailand tvingades 56 av totalt 91 finansiella institut i konkurs.⁹ Samtidigt fick det som återstod av det finansiella systemet stora kapitalinjektioner från staten. Sydkorea och Thailand fick stöd från IMF. Kostnaden för räddningsinsatserna innebar att de offentliga finanserna försämrades kraftigt.

Vid utgången av 1997 hade valutorna i regionen deprecierat kraftigt. De svaga valutorna skapade visserligen problem för många banker och företag, men gav samtidigt länderna hjälp i återhämtningen. I Asien byttes underskottet snabbt till ett kraftigt överskott. Redan ett år efter krisens utbrott var det genomsnittliga bytesbalansöverskottet drygt 10 procent av BNP. Till skillnad från i de baltiska länderna skedde återhämtningen i Asien under en tid då resten av världsekonomin var stark. Exporten som andel av BNP steg kraftigt, medan importen låg kvar på ungefär samma nivå. Två år efter krisens utbrott hade BNP återhämtat sig till samma nivå som vid krisens inledning samtidigt som handelsbalansen uppvisade överskott (se diagram 8).



Anm. Oviktat medelvärde.

Anm. För Asien är t=0 år 1997, för de baltiska länderna är t=0 år 2007.

Källa: Reuters EcoWin.

BALTIKUM

I de baltiska länderna började bankerna successivt strama åt utlåningen under 2007. Det bidrog till att dämpa den inhemska efterfrågan och i

⁹ Se Corsetti et al. (1998).

slutet av 2007 kom de första tecknen på att den ekonomiska tillväxten började avta. Kollapsen i ekonomin kom dock inte förrän nästan ett år senare i samband med att Lehman Brothers ansökte om konkursskydd. Riskaptiten minskade världen över och utvecklingen i de baltiska länderna började ses som allt mer ohållbar. När världsekonomin sedan gick in i recession minskade även de baltiska ländernas export. De kunde således inte ställa om till en exportdriven tillväxt när den inhemska efterfrågan avtog. Under 2009 föll BNP med 14 procent i Estland, 18 procent i Lettland och 15 procent i Litauen. Det innebar ett fall ner till 2005 års BNP-nivå. Hela uppgången under högkonjunkturen var således raderad. Samtidigt föll fastighetspriserna: från toppen i början av 2007 till botten drygt två år senare föll de nominella priserna med mellan 50 och 70 procent i de tre länderna.¹⁰

Bytesbalansen uppvisade ändå snart överskott eftersom importen föll mer än exporten. Men däremot är handelsbalansen i de baltiska länderna fortfarande negativ, trots att det har gått omkring tre år sedan nedgången i de baltiska länderna började. I Asien uppvisade handelsbalansen överskott omkring ett år efter krisen.

Arbetslösheten steg snabbt i alla de tre länderna och låntagarnas kreditvärdighet försämrades snabbt. Bankernas utlåning minskade och kreditförlusterna ökade. Stora förluster och utflöden av utländska insättningar medförde att den största inhemska banken i Lettland, Parex Banka, togs över av den lettiska staten. Samtidigt ökade pressen på valutorna, framför allt i Lettland där centralbanken tvingades stödköpa en stor mängd lats. Devalveringsspekulationerna och de växande underskotten i budgeten tvingade slutligen den lettiska regeringen att ansöka om finansiellt stöd av Internationella valutafonden (IMF) och EU, vilket beviljades i december 2008.

Istället för att skriva ner värdet på valutan valde myndigheterna i alla de tre baltiska länderna att genomföra interna devalveringar, det vill säga sänka lönerna och minska andra offentliga utgifter. På så sätt skulle man komma tillrätta med de skenande underskotten i budgetarna och återställa konkurrenskraften. Men eftersom valutorna var bundna till euron fortsatte länderna initialt att tappa i konkurrenskraft eftersom euron stärktes när investerare sökte sig till säkrare placeringar. Samtidig ökade exporten från länder utanför euroområdet där valutorna deprecierade. Det dröjde därför till andra hälften av 2009 innan de interna devalveringarna började få önskat resultat på de reala växelkurserna.

¹⁰ Avser genomsnittliga nominella kvadratmeterpriserna för lägenheter. Definitionerna kan skilja sig åt mellan länderna och jämförelser bör därför göras med försiktighet. Källor: Latvijas Banka och Lietuvos bankas.

Nu har recessionen i de baltiska länderna nått botten och återhämtningen har inletts. Exporten har ökat igen och även importen visar tecken på att tillfriskna.

Men trots detta och trots de många likheterna med de asiatiska länderna, talar flera faktorer för att återhämtningen kan gå långsammare och bli mer utdragen i Baltikum.

För det första väntas den inhemska efterfrågan vara svag en längre tid framöver. Både hushållen och företagen behöver amortera av på de stora skulderna vilket minskar utrymmet för konsumtion och investeringar. Samtidigt bidrar de interna devalveringarna till att ytterligare trycka ner den inhemska efterfrågan. Studier visar bland annat att det i exempelvis Hongkong dröjde sex år innan den reala konsumtionen återvände till samma nivå som före Asienkrisen. De reala investeringarna är däremot fortfarande lägre än vad de var före krisen.¹¹ Det kan ge en indikation på utvecklingen framöver i de baltiska länderna.

Krisen i de baltiska länderna utlöstes av att efterfrågan i omvärlden snabbt minskade när den globala finanskrisen bröt ut. Att världsekonomin som helhet befinner sig i recession är i sig unikt och har inte hänt i modern tid.¹² Till skillnad mot Asien kunde Baltikum således inte förlita sig på en stark efterfrågan från omvärlden när den inhemska efterfrågan kollapsade. Studier visar också att recessioner som dels sammanfaller med finansiella kriser, dels med recessioner i flera länder, tenderar att bli mer utdragna.¹³ Kriser förknippade med stora prisfall på fastigheter tenderar också att bli mer långvariga.¹⁴ Även om världsekonomin har börjat stärkas igen är återhämtningen bräcklig, bland annat för att den europiska skuld-krisen kastar en skugga över euroområdet framtida tillväxt. Detta skapar en osäkerhet om hur de baltiska ländernas export kommer att utvecklas. Dessutom har de baltiska länderna valt att stärka konkurrenskraften genom interna devalveringar. Det leder till en långsammare anpassningsprocess än den i Asien där den kraftiga valutadeprecieringen omedelbart förstärkte konkurrenskraften och exporten.

En annan faktor som talar för att återhämtningen i Baltikum kan ta längre tid än i Asien är att obalanserna i Baltikum ser ut att ha varit betydligt större när länderna gick in i krisen. Bytesbalansunderskotten och kapitalinflödena från utlandet var större än i Asien. Dessutom dominerades tillväxten i Baltikum i ännu större utsträckning av *non-tradables*.¹⁵ För att en hållbar exportledd återhämtning ska kunna ske krävs således investeringar i *tradables-sektorn*.

¹¹ Se IMF (2010).

¹² Se bland andra Sveriges riksbank (2009a).

¹³ Se IMF (2009a).

¹⁴ Se IMF (2009b).

¹⁵ Nationella statistikbyråer.

De interna devalveringarna kan dock underlätta denna strukturomvandling då lägre kostnader kan locka utländska företag att åter etablera sig i de baltiska länderna. Likaså kan Estlands inträde i eurosamarbetet i januari 2011 bidra till detta eftersom devalveringsrisken då helt elimineras.

Vilken roll har utländska banker spelat?

Båda kriserna föregicks av snabb kredit tillväxt. I Asien hade som sagt utländska banker liten närvaro före krisens utbrott. År 1996 kontrollerade utländska banker knappt 4 procent av tillgångarna i Thailand. I Sydkorea var motsvarande siffra 6 procent. Malaysia skiljde sig från de andra länderna genom att tillåta utländska banker att ha helägda dotterbolag i landet och andelen tillgångar som ägdes av utländska banker var därför högre än i de övriga krisdrabbade länderna, drygt 22 procent.¹⁶

Den låga andelen utländska banker i Asien berodde främst på en lång tradition av hårda regleringar av utländska bankers inträde och verksamhet. Även om utländska banker i vissa fall var tillåtna rent juridiskt, hindrades dessa från att etablera sig i landet. I Thailand hade exempelvis ingen ny banklicens utfärdats för en utländsk bank på 20 år då krisen bröt ut. Aktie- och obligationsmarknaderna i regionen var dessutom relativt outvecklade vilket ökade de inhemska bankernas betydelse för kapitalförsörjningen. Men indirekt kom de utländska bankerna att ha stor påverkan på ekonomierna genom sin utlåning till de inhemska bankerna i regionen.

I och med devalveringarna rasade förtroendet för de asiatiska ekonomierna och de inhemska bankerna fick allt svårare att finansiera sig. Kapitalinflödet till regionen minskade kraftigt och blev till och med negativt. Till allra största delen var det just lån från utländska banker som minskade medan direktinvesteringarna, som visserligen utgjorde en mycket liten del av det totala kapitalinflödet, var i det närmaste opåverkade av krisen (se diagram 6).¹⁷ Den redan omfattande ekonomiska nedgången förstärktes dessutom av att bankernas kapital minskade kraftigt till följd av stora kreditförluster.

Asienkrisen gav upphov till en omfattande omstrukturering av banksystemet och därmed till att de utländska bankernas närvaro i regionen ökade i och med att myndigheterna sålde hela eller delar av de inhemska bankerna till utländska investerare.

I de baltiska länderna började det moderna affärsbanksystemet ta form under den strukturomvandling som skedde i och med att länderna blev självständiga i början av 1990-talet. Inhemska banker som Hansabank och Parex var bland de första som började sin verksamhet vid denna

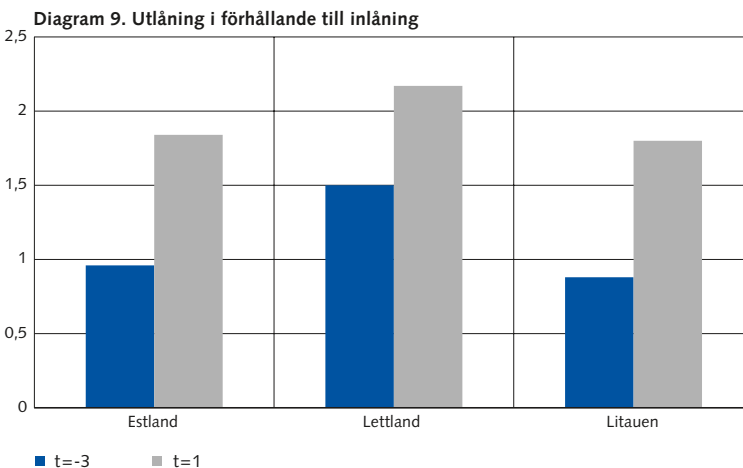
¹⁶ Se Montgomery (2003).

¹⁷ Se Radelet och Sachs (1998).

tid. I slutet av 1990-talet var de svenska bankerna Swedbank och SEB bland de första utländska bankerna som etablerade sig på den nya marknaden genom att köpa andelar i marknadsledande inhemska banker. Genom gradvis övertagande blev de svenska bankerna år 2005 majoritetsägare och de baltiska bankerna införlivades som dotterbanker i respektive bankkoncern. Dotterbankerna fick också de svenska moderbankernas namn som ett tecken på de svenska bankernas långsiktiga åtagande i de baltiska länderna. Det var runt denna tid som expansionen på allvar tog fart och de baltiska döttrarna stod för en allt större andel av bankkoncernernas rörelseresultat och utlåning. Andelen ökade också stadigt fram till dess att finanskrisen bröt ut.¹⁸

Idag dominerar de svenska och övriga nordiska bankerna de baltiska länderna i varierande utsträckning. I Estland kommer 95 procent av utlåningen från nordiska banker, varav 80 procent från svenska. Det innebär att till skillnad mot i exempelvis de asiatiska länderna vid tidpunkten för krisen, är de inhemska ägda bankerna i praktiken obefintliga. I Lettland och Litauen är andelen utländska banker något lägre och de inhemska bankerna har betydande marknadsandelar.

De svenska dotterbankerna i de baltiska länderna finansierade sig initialt till stor del med inlåning från allmänheten, men allt eftersom efterfrågan på lån ökade kom en allt större del av utlåningen att finansieras genom eurolån från moderbankerna. Den snabba kreditexpansionen visade sig i att utlåningen till hushåll och företag steg kraftigt i förhållande till inlåningen (se diagram 9).



Anm. Definieras som utlåning till allmänhet i förhållande till total inlåning i banksektorn.
Källor: Nationella centralbanker.

¹⁸ Även Nordea har verksamhet i de baltiska länderna men denna utgör en mindre del av koncernens totala utlåning.

Moderbankerna i sin tur finansierade sig främst genom att låna upp euro på de internationella kapitalmarknaderna till mycket låga räntor. Dessa kunde sedan i sin tur lånas ut direkt till de baltiska dotterbankerna. De fasta växelkurserna och förväntningarna om ett snabbt inträde i valutunionen medförde att valutarisken ansågs vara i det närmaste obefintlig varför moderbankerna troligtvis inte kompenserade sig för denna. De baltiska dotterbankerna kunde därför få tillgång till billig finansiering trots hög risk. En övertro på de baltiska ländernas ekonomi innebar samtidigt att euroräntorna mot kunderna kunde hållas låga trots att låntagarnas inkomster var i inhemsk valuta.

I förhållande till BNP var kapitalinflödena större i de baltiska länderna än i Asien. Det visar sig bland annat i kvoten utlandslån i förhållande till BNP och i andelen kortfristiga utlandslån i förhållande till de internationella reserverna. Men trots stor press på reserverna, speciellt i Lettland, lyckades centralbankerna hålla den fasta växelkursen.

En anledning till att lånen från utlandet ökade så pass mycket i Baltikum före krisen, kan vara att utlåningen skedde från moderbank till dotterbank, vilket ökar risken för subjektiva bedömningar. Dessutom hade bankerna uttalade mål att ta marknadsandelar i regionen. Dessa faktorer skulle kunna bidra till att förklara varför bytesbalansunderskotten blev så stora i Baltikum. Men även om den höga utlåningen kan ha bidragit till den djupa kris som sedan bröt ut, kan närvaron av utländska banker samtidigt ha varit en stabiliserande faktor och inneburit att omsvängningarna av kapital inte har blivit lika omfattande som i Asien.

De baltiska dotterbankerna drabbades inte av någon likviditetskris när finanskrisen bröt ut då dessa till största del kunde förlita sig på just lån från moderbankerna. De svenska moderbankernas exponeringar mot sina baltiska döttrar minskade visserligen något i samband med krisen och den efterföljande recessionen. Men i stor utsträckning fortsatte ändå moderbankerna att förse sina döttrar med krediter. Stora utestående exponeringar mot dotterbankerna gav troligtvis incitament till detta och att inte förlänga lånen skulle ha inneburit stora förluster utöver det egna kapitalet. Att inte förlänga krediterna skulle dessutom ha fördjupat den ekonomiska nedgången. Bankernas anseenden stod också på spel eftersom det troligtvis hade kostat i förtroende att dra sig ur från vad som ansågs vara en hemmamarknad.

De svenska bankerna stärkte även döttrarnas kapitalbas vilket innebar att en bankkris kunde undvikas trots stora kreditförluster. Eftersom det inte behövdes statliga åtgärder för att rädda systemviktiga banker innebar det samtidigt att statsfinanserna inte behövde belastas av kostnader för en omfattande bankkris, på samma sätt som i Asien. I Lettland tvingades dock staten kapitalisera den inhemska banken Parex.

Att kapitalinflödet till stor del kunde säkras innebar att trycket på valutorna i de baltiska länderna var lägre än i Asien. En devalvering kunde därför undvikas även om trycket mot framför allt den lettiska latens periodvis var mycket högt. Att upprätthålla den fasta växelkursen låg alltså även i bankernas egenintresse då skulderna och kreditförlusterna skulle ha stigit mycket snabbt vid händelse av en devalvering.

Avslutning

Finansiella kriser följer ofta ett liknande mönster och föregås ofta av en liknande utveckling. Det visar inte minst erfarenheterna från Asien i slutet av 1990-talet och Baltikum drygt tio år senare. En likhet mellan de två regionerna var det stora beroendet av utländskt, ofta kortfristigt kapital som kanaliserades till investeringar i så kallade non-tradables. Kapitalinflödena understöddes av fasta växelkurser som skapade förtroende för valutorna. I efterhand kan flera av de likheter som fanns mellan regionerna anses vara tecken på obalanser. Det är också möjligt att den stora andelen utländska banker bidrog till att obalanserna växte sig betydligt större i Baltikum än i Asien.

När krisen väl var ett faktum kan de baltiska länderna istället sägas ha gynnats av de utländska bankernas dominerande ställning eftersom kapitalomsvängningarna inte blev lika kraftiga som i Asien. Att dra sig ur skulle ha medfört ännu större förluster för bankerna än vad dittills hade blivit fallet. I detta avseende blev inte de baltiska ländernas höga utlandsskuld ett problem i den utsträckning som den blev i Asien. Men även om inte dotterbankerna drabbades av likviditetsbrist, straffades de svenska moderbankerna för den höga kredit- och devalveringsrisken i Baltikum. Finansieringskostnaderna steg och det blev svårt att finansiera sig på längre löptider, framför allt i utländsk valuta. Även finansiella institut utan direkta exponeringar mot Baltikum påverkades. Det medförde att svenska myndigheter tvingades vidta åtgärder för att underlätta bankernas finansiering. Riksbanken tillförde den likviditet som behövdes och Riksgälden införde det statliga garantiprogrammet för upplåning och det statliga kapitaltillskottsprogrammet för solventa banker. Detta underlättade för de svenska bankerna att fullgöra sina åtaganden i Baltikum, som därför, till skillnad mot Asien, kunde undvika en bank- och valutakris. Närvaron av utländska banker hade således en stabiliserande effekt på de baltiska länderna, men genom ett integrerat finansiellt system kom istället den finansiella stabiliteten i Sverige att påverkas.

Det finns flera lärdomar från krisen i de baltiska länderna. En sådan är riskerna som är förknippade med stor utlåning i utländsk valuta när låntagarnas inkomster huvudsakligen är i inhemsk valuta. Historien är fylld

med sådana exempel där detta har lett till stora kreditförluster i bankerna vid en devalvering.¹⁹ Det visar även erfarenheter från Asienkrisen. I de baltiska länderna blev denna stora kreditrisk i sin tur en finansieringsrisk för de utländska moderbankerna och i slutändan en kostnad för myndigheterna i moderbankernas hemland, då dessa banker själva fick svårigheter att låna upp på kapitalmarknaderna.

En viktig lärdom från jämförelsen mellan kriserna är att det kan vara av avgörande betydelse hur ägandet ser ut i banksystemet. En så kraftig ekonomisk nedgång som i Baltikum skulle utifrån erfarenheterna från Asien troligtvis ha lett till att kapitalinflödena helt stryptes. Ägarstrukturen i Baltikum gav en annan utgång där kapitalet stannade i regionen, vilket fungerade som en stötdämpare när ekonomin kraschade. Det gjorde det också möjligt för myndigheterna att välja intern devalvering, istället för en devalvering av växelkursen, men till priset av en långsamare återhämtning.

¹⁹ Se exempelvis Sveriges riksbank (2009b).

Referenser

- Berg, Andrew (1999), "The Asia Crisis: Causes, Policy Responses, and Outcomes", Working Paper nr 99/138, International Monetary Fund.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti och Nouriel Roubini (1998), "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: a Macroeconomic Overview", Working Paper nr 6833, National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, Barry och Ricardo Hausmann (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility", Working Paper nr 7418, National Bureau of Economic Research.
- International Monetary Fund (2009a), "World Economic Outlook April 2009: Crisis and Recovery", www.imf.org.
- International Monetary Fund (2009b), "World Economic Outlook October 2009", www.imf.org
- International Monetary Fund (2010), "Republic of Estonia: Staff Report for the 2009 Article IV Consultation", Country Report nr 10/4, www.imf.org.
- Kaminsky, Graciela L. och Sergio L. Schmukler (1999), "What Triggers Market Jitters? A Chronicle of the Asian Crisis", *Journal of International Money and Finance* 18 (4), 537-560.
- Letlands centralbank, Latvijas Banka, www.bank.lv
- Litauens centralbank, Lietuvos bankas, www.lb.lt
- Montgomery, Heather (2003), "The Role of Foreign Banks in Post-Crisis Asia: The Importance of Method of Entry", Research Paper Series nr 51, Asian Development Bank Institute.
- Radelet, Steven och Jeffrey Sachs (1998), "The Onset of the East Asian Financial Crisis", Working Paper nr 6680, National Bureau of Economic Research.
- Sveriges riksbank (2007), "Finansiell stabilitet 2007:1", www.riksbank.se.
- Sveriges riksbank (2009a), "Finansiell stabilitet 2009:1", www.riksbank.se.
- Sveriges riksbank (2009b), "Finansiell stabilitet 2009:2", www.riksbank.se.

■ Why banks prefer leverage?

BY REIMO JUKS¹

Reimo Juks holds a PhD in finance from the Stockholm School of Economics. He works in the Financial Stability Department of the Riksbank.

Introduction

The aim of this article is to study the implications of the new banking regulations for banks. We restrict our analysis to capital regulation. Even though the new banking regulations entail much more than updated capital regulation, increasing the quality and amount of equity in banks lies at the heart of the new regulations.

We start with a brief overview of the actual capital structure in banks. We then proceed with a detailed and structured discussion of why banks prefer debt as compared to equity. The benefits of debt are used to identify and quantify the effects of the capital regulation on banks.

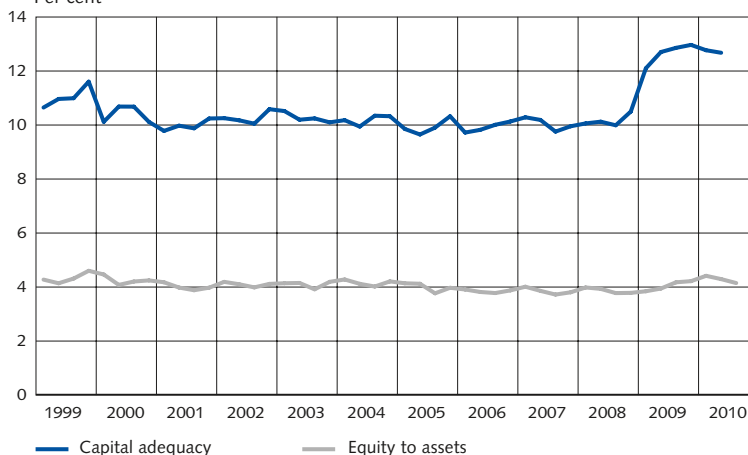
Capital structure in the banking sector

Before turning to the implications of the new capital regulation for banks, it may be useful to take a quick look at the capital structure in banks. Banks have historically had a high share of leverage in their capital structure. On average, Swedish banks have had equity-to-asset ratios close to 4% (see Figure 1).² This means that a bank loan of 100 units has on average been financed by 96 units of debt and 4 units of equity, implying a ratio of debt to capital equal to 24. Note also that the capital adequacy ratio, defined as the regulatory capital divided by risk-weighted assets, has been around 10%, that is 2 percentage points higher than the regulatory minimum. Without this voluntary buffer, the leverage ratio could have been even higher.

¹ Contact address: reimo.juks@riksbank.se. The author would like to thank Ferre De Graeve, Göran Lind, Kerstin Miltid, Olof Sandstedt, Albina Soultanaeva and Karl Walentin for helpful comments. The author is especially thankful to Staffan Viotti for his support and advice on the structure of the article.

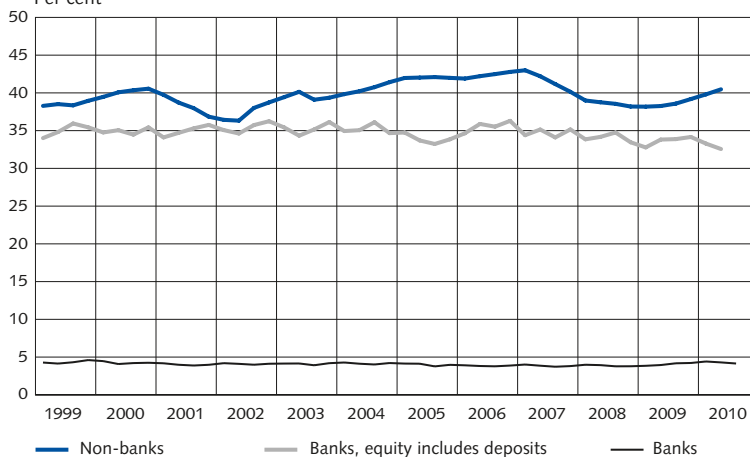
² Swedish banks are rather representative even for international banks. This ratio is similar for UK and US banks (see Haldane et al. 2009). Note also that the share of equity financing in banks have not always been that low. For instance, in 1880s banks in the US and UK had capital ratios equal to 24% and 16%, respectively (see Haldane et al. 2009).

Figure 1. Capital adequacy and equity-to-asset ratios in Swedish banks
Per cent



An even more suggestive picture appears when one compares capital structures in banks with those in non-banks (see Figure 2). On average, non-banks have equity-to-capital ratios close to 40%. This means that banks use a leverage ratio that is 16 times the one used in non-banks. One might argue that the leverage ratio in banks is high due to deposits. This is, however, incorrect: even after excluding deposits from the amount of debt, banks tend to be more leveraged than non-banks.

Figure 2. Equity-to-asset ratio in Swedish banks compared to non-banks
Per cent



Benefits of debt

Given the high leverage ratios in banks, it is natural to ask what the benefits of leverage are compared to equity financing in banks. Below we first

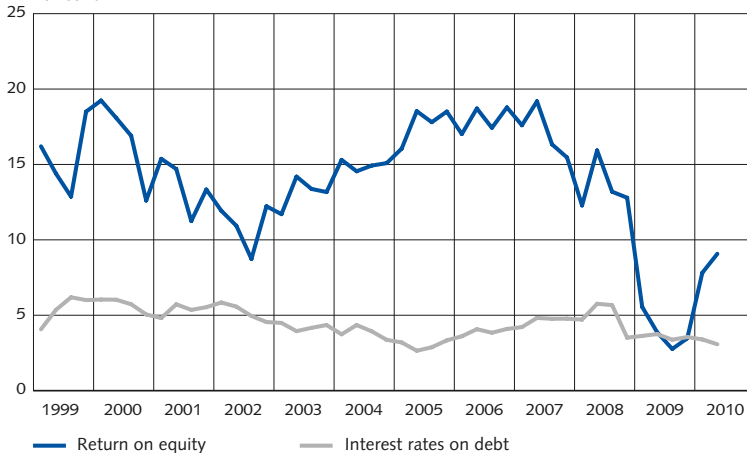
list and discuss the popular arguments made in favour of debt as compared to equity financing in banks. We then proceed with more structured arguments.

DEBT IS CHEAPER THAN EQUITY

A popular argument raised in favour of debt is that debt is cheaper than equity: the interest rates on debt are usually much lower than the required rates of return on equity. When one looks at the historical data, the cost of equity (measured in ROE) has been on average 9-10 percentage points higher than the cost of debt for the Swedish banks (see Figure 3).

A major problem with this argument is that it completely ignores the reasons why some rates of return are higher than others. When debt holders calculate their required rates of return, they take into account risks related to their investments. So do the equity holders. Therefore, the only reason why the equity holders demand a higher rate of return is because their claim is riskier than that of the debt holders.

Figure 3. Cost of equity and debt for Swedish banks
Per cent



But what is it that makes equity holders bear more risk compared to debt holders? To understand this, it is useful to think about equity holders as well as debt holders as a group of investors who together own an entity. This group of investors is entitled to the total cash flow that is generated by the entity. The risk that this group of investors must bear is determined by the magnitude and nature of this total cash flow. Entities that generate a low and uncertain cash flow are clearly more risky and hence less valuable than entities that generate a high and certain cash flow.

Importantly, this total level of risk has nothing to do with the way investors, as a group, share this risk among each other. If the entire entity were only financed by one investor, the total risk would be borne solely by that investor and the required rate of return would reflect the total risk. If the entire entity were financed by more than one investor, the total risk would still be the same, but it would be shared among many investors. The rules that determine how this risk is shared among various investors also determine the riskiness of every individual claim.

In the light of this discussion it is clear that the capital structure only determines how the total risk is borne by different claimants. Debt is a claim that is designed so that in general it assumes a very limited share of the total risk compared to equity. Thus, as banks increase the share of relatively safe leverage in their capital structure, they effectively shift a larger fraction of total risk to the equity holders. Even if a bank uses more “cheaper” forms of financing, their total financing costs will not decrease because the total risk has not changed.

The reasoning above is a simplified version of a very famous theorem in finance, called the Modigliani-Miller theorem. For more detailed information about this theorem, please see the Appendix.

DEBT HELPS TO MAXIMIZE ROE

Another popular argument raised in favour of debt stipulates that debt as opposed to equity is an essential part of the banks’ business because it helps to increase shareholder value via a higher return on equity, ROE.

This argument has two parts: (i) the relationship between leverage and ROE, and (ii) the relationship between ROE and shareholder value.

The first part of the claim is true only under certain special circumstances. ROE can be rewritten in terms of return on assets, ROA³:

$$ROE = \frac{ROA \cdot A - r \cdot D}{E} = ROA + \frac{D}{E} (ROA - r)$$

From this equation it follows that an increase in leverage ratio⁴, D/E , can increase ROE only if ROA is higher than the after-tax interest rate on debt, r . Therefore, higher leverage increases ROE in good times, but decreases ROE in bad times.

Of course, banks expect the return on assets to be on average higher than their interest rate on debt. Thus, it is true that a higher leverage ratio leads to a higher *expected* ROE. This leads to the second part of the

³ Return on assets, ROA, is defined so that it does not depend on the capital structure. This means the net income ignores the interest payments. This way of presenting ROE is taken from Admati et al. 2010.

⁴ Note that the amount of total assets is kept fixed.

claim: would shareholders prefer higher or lower *expected* ROE provided that the change in ROE comes from the pure changes in the capital structure?

Recall from the previous section that required rates of return are determined by the underlying risks. As the leverage increases, two things happen simultaneously: the expected ROE increases, but the share of total risk which is borne by the equity holders also increases. In the end, these effects balance each other so that the shareholder value remains unaffected. For an illustrative example, see the Appendix.

DEBT PROVIDES A TAX SHIELD

A relatively uncontroversial benefit of debt is related to taxes. The claim is that debt is preferable to equity because interest rate expenses can be deducted from the taxable income while dividends are not tax deductible.

The issue of taxes has two sides: the magnitude of benefits and the distribution of benefits.

As for the magnitude, Table 1 illustrates the tax effects stemming from increased equity financing on the total cost of financing. As banks substitute tax-favoured debt with equity, banks lose value due to the reduced tax shield. Taking the average interest rate on debt to be 7% and the tax rate on profits to be 30%, the changes in the weighted average cost of financing due to taxes are relatively modest. In an extreme case, banks that increase their equity-to-asset ratio by 10 percentage points (say from 4% to 14%), would experience an increased cost of funding by 21 basis points. This cost would fall by half if we were to use a more realistic 3.5% interest rate on debt.

It is important to note that the calculation presented above is likely to over- rather than underestimate the tax shield. It ignores the fact that banks have other opportunities to shield taxes, and that banks do not always have positive profits.

A completely separate issue is whether this lost tax shield is a legitimate cost to banks from the social point of view. Banks might indeed gain from this subsidy, but since this subsidy comes at the expense of the lost government revenue, this is just a wealth transfer from the government to banks and not a true cost to society. Therefore, even though the reduced tax shield might lead to an increased cost to the banks, the tax argument cannot be used against capital regulation.

DEBT HAS GOVERNMENT GUARANTEES

The most prominent explanation of why banks use so much leverage compared to equity is based on government guarantees.

To make the argument clear, let us first ask an intriguing question: what hinders non-banks from taking up as much leverage as banks do? Arguably, they also face a positive gap between the cost of equity and debt, want to make use of valuable tax shields and might also wish to cheer up their shareholders by maximizing the expected ROE.

One of the reasons why non-banks do not use a high leverage ratio is related to financial distress. The costs of financial distress are usually associated with the costs of default, such as various legal fees and the value lost during liquidation in the bankruptcy process. But financial distress can be very costly even if there is no actual default or bankruptcy. A highly levered firm is risky for various stakeholders. As a result, a levered firm finds it more difficult to sell its products, get inputs from suppliers and attract employees than an unlevered firm.

In addition to financial distress, there are two other reasons why non-banks do not use a high leverage ratio. The first is the so-called risk-shifting problem. As leverage increases, managers that act in the interests of shareholders have strong incentives to invest in projects that actually tend to decrease the total value of the firm. The reason why managers undertake these projects is that the equity owners pocket most of the gains in the event of success, while the losses in the event of failure are borne mainly by debt holders. Any actual benefit of risk-shifting for shareholders is, however, only illusory. In a rational world, debt holders will foresee the potential for risk-shifting and will demand an ex ante compensation for it. Ultimately, it is the shareholders who bear the full cost of risk-shifting.

The other reason is the so-called debt overhang problem. In the presence of a large, risky debt, firms might be unable to finance projects that would actually increase their total value. The reason is that most of the investment gains would go to the existing investors, especially to the debt holders, leaving the new investors without a required rate of return.

The costs of financial distress together with the problems of risk-shifting and debt overhang are the main reasons why the owners of non-banks are reluctant to make full use of the tax and other benefits of debt mentioned in the previous section. For banks, these leverage costs must be significantly smaller to justify an extremely high leverage ratio.

It is hard to see why these costs would be smaller for banks given the traditional maturity mismatch and hard-to-value assets in the banking sector. History has illustrated that even the slightest misperception of the bank's profitability might trigger a run on a highly levered bank. Given the illiquid nature of bank loans, such a run would be extremely costly and would probably lead to bankruptcy. Therefore, these costs usually tend to be larger rather than smaller for banks.

The reason why banks do lever up despite the seemingly high costs of leverage has to do with government guarantees. Banks, unlike non-banks, play a central role in the functioning of the entire economy. A crisis in the banking sector is likely to cause a crisis in the real economy, leading to various social-economic problems. A government cannot therefore refuse to bail out systemically-important banks. This means that governments provide explicit and implicit guarantees for banks' creditors who in turn will require a lower rate of return.⁵

Profit-oriented banks will exploit the implicit guarantees in two ways. First, they will increase the proportion of financing covered by these implicit guarantees. Secondly, they will also engage in risk-shifting activities. When extremely risky loans succeed, the banks' equity owners will pocket the gain; when they fail, the costs to equity owners will be limited to the amount of equity. It is the government who would step in to save the bank creditors, eliminating or reducing the usual market discipline of bank creditors.

How realistic is this argument of risk-shifting and government guarantees? Would not the government take steps to prevent this? Indeed, the problem of risk-shifting is nothing new to the regulators. The real challenge, however, has been to deal with it. As illustrated by the recent crisis, banks tend to find various ways to circumvent the regulations. Excessive reliance on short-term debt as well as securitize-and-buy-back types of arrangement are good examples of how banks got around the regulations. In the first case, the costs of refinancing risks were effectively transferred to the government and in the second case, larger risks could be undertaken without contributing enough equity.

One of the aims of the new banking regulations is to prevent banks from shifting various risks to the government.⁶ By demanding more and better-quality equity, the new capital regulation limit banks' ability to rely excessively on subsidized debt. Even though the reduction of subsidized debt in the banking sector increases costs to banks, it is not a cost from the social point of view. These government guarantees can be viewed in exactly the same way as the tax benefits associated with debt.

How large are the increased costs to banks from the reduction of subsidized debt? This clearly depends on the magnitude of government subsidy in bank debt. One way to calculate this subsidy is to use a capital asset pricing model (CAPM) that relates the required rate of return to the

⁵ By and large, all forms of financing sources have a certain degree of explicit and implicit guarantees. These guarantees are likely to be largest for more senior claims such as deposits and secured funding and lowest for more junior claims, just above the common equity.

⁶ The overarching goal of any regulation should be to increase general welfare. By limiting banks' ability to risk-shift, welfare is increased not only due to the lower probability of a financial crisis, but also due to limiting the resources devoted to projects that have negative net present value.

magnitude (measured as beta) and price of the risk (measured as risk premium). The discount in this framework would depend on two parameters: (i) a fall in the magnitude of risk in debt due to government guarantees and (ii) the magnitude of risk premium.

In the example presented in Table 1, an average investor in bank debt will require an interest rate that is 100 basis points lower due to the government guarantees.⁷ This result can be obtained from the realistic parameter values: bank debt has the true beta of 0.25, the debt, given that there are government guarantees, is risk free and the risk premium is 4%.

Are these effects large or small? To interpret the results correctly note that the equity-to-asset ratio rather than the capital adequacy ratio is used in the Table below. To obtain the changes in the capital adequacy ratio, the increase in the equity-to-asset ratio must be multiplied by the ratio of total assets to risk-weighted assets. For Swedish banks, this ratio was 2.5 in 2009. Therefore, an increase of 2 percentage points in the equity-to-asset ratio translates into an increase of 5 percentage points in the capital adequacy ratio, which is well above the new Basel standards. This means that the increased cost of financing to banks due to the capital regulations would be no more than 6-7 basis points.

Table 1. The increased costs of financing due to taxes and government guarantees

Changes in the cost of financing in basis points			
Increase in E/A	Tax effects	Guarantees	Guarantees and tax
2%	4.2	2.0	6.2
4%	8.4	4.0	12.4
6%	12.6	6.0	18.6
8%	16.8	8.0	24.8
10%	21.0	10.0	31.0

Notes: Interest rate on debt is 7%, tax rate is 30% and the government implicit guarantee to debt is 1%. The cost of financing is measured as the weighted average cost of capital, E/A is a proportion of equity in the financing structure

OTHER CONSIDERATIONS

In addition to the benefits of debt discussed previously, there are other arguments why debt might be preferable to equity. These include the disciplining role of debt, information sensitivity and the amount of equity capital in the economy. Even though none of these arguments can explain why banks prefer more leverage than non-banks, they do suggest some additional sources of costs to banks due to the new regulations.

Leverage as opposed to equity is considered as an important disciplining device for managers. This claim is based on the understanding

⁷ An alternative method of calculating this discount is to use credit ratings that separate government guarantees from the banks' internal financial strength. This method would give a discount of between 100-150 basis points.

that debt is a hard claim: it can force firms to bankruptcy, while equity cannot. Since bankruptcy is costly for managers, managers of leveraged firms have more incentives to act in the best interests of the owners. The weakness of this argument is that debt is a very crude disciplining device. Provided that other disciplining mechanisms are available to shareholders, such as compensation packages and the board of directors, it is not really clear why debt should play this role.

Another reason why debt might be preferable is based on asymmetric information. The new banking regulation might force banks to raise additional equity with the help of new rather than old investors. Due to asymmetric information problems, new investors are likely to require a premium over and above the risk-premium. Importantly, this discount is smaller for debt since debt is a safer claim than equity. This is a valid argument, but the effects are hard to quantify. Furthermore, with a relatively long transition period, banks can increase their equity with retained earnings which would eliminate these costs entirely.

The limited size of equity capital in aggregate is also sometimes mentioned as a reason why increasing equity financing might be costly. The claim is that the equity markets might be unable to accommodate massive equity issues by banks, unless significant discounts were offered.

While this is a legitimate concern, there are two conditions that must be fulfilled to make this effect substantial. The first condition is that professional investors, such as hedge funds, cannot arbitrage away factors that are unrelated to the fundamentals. One would think that in the presence of excess returns in the equity markets, professional investors would make use of these advantages until these excess returns are eliminated. The second condition is that non-banks themselves would not act as arbitrageurs by substituting equity with debt. For instance, if equity becomes relatively more expensive compared to debt, firms could add value by buying back some of their equity and issuing debt instead.

It is hard to see why these two conditions would hold in the current situation. There might be substantial limits to arbitrage in times of crisis, but not in normal times. Furthermore, it is hard to argue that there is or has been a shortage of risk capital. If at all, the argument is usually made in the opposite direction by claiming that the amount of capital has been too excessive to find risky investment opportunities.

Concluding remarks

We argue that the costs of the capital regulation for banks stem from taxes and government guarantees. Other costs related to various imperfections in the capital market might also arise, but are less likely. Reduced

tax shields and government guarantees are private costs to banks, but do not represent costs from the social point of view. All in all, the analysis indicates that the social as well as the private costs of equity financing in banks are small. Provided that there are substantial benefits from the higher equity financing in terms of the lower probability and costs of future financial crises, this implies a strong case for the higher capital requirements for banks.

Appendix: Modigliani-Miller theorem

The Modigliani-Miller theorem (1958) is perhaps the most important theorem in finance. Using non-arbitrage conditions, Modigliani and Miller (MM) showed that the value of the firm is not affected by its financing policy. The direct implication of this result is that various capital structure decisions, such as the proportion of equity in relation to the proportion of debt or the mix between short-term and long-term debt, are irrelevant under some conditions.

An easy way to understand the irrelevance theorem is to think in terms of risk and return. Since it is the asset side that determines the riskiness of the firm, the total cost of financing must be determined by the nature of total assets. The way a capital structure divides this risk between different investors should therefore have no consequences for the total value of the firm.

Like any theorem in science, the results of the MM theorem are obtained under some restrictive assumptions. Even though some of these assumptions are clearly at odds with reality, the MM theorem is an extremely powerful tool in understanding reality. The reason is that it presents a useful starting point for analysing any financing decision. The MM theorem pushes the analysis in the right direction: knowing the circumstance under which the financing decisions do not matter also tells us the circumstance under which they might matter.

There are two assumptions behind MM.⁸ The first is the so-called “**perfect markets**” assumption, which means that equity or debt issuances are fairly priced. The second is the so-called “**exogenous total cash flow**” assumption, which means that the total cash flow to all the firm’s claimants is unaffected by the firm’s financing choices. Both of these assumptions might fail under certain circumstances, breaking the irrelevance theorem.

The **perfect market** assumption is satisfied if markets are complete (i.e. any claim can be replicated), competitive and strong-form efficient, that is, all the private and public information is reflected in prices.

⁸ See Titman (2002) for a similar way of dividing the assumptions.

It is the last assumption that fails most often in real life. Managers usually know more about the underlying investment opportunities than outsiders, which introduces a wedge between external and internal financing (e.g. retained earnings). This in turn means that the value-maximizing firms tend to follow a pecking order. They rely first on internal sources, then on safe debt, risky debt and finally equity, which is the most information-sensitive claim.

The fact that markets are not strong-form efficient gives rise to the demand side for capital, as explained previously. However, the supply of investors' capital has so far played no role. If markets are complete and competitive, the supply of investors' capital is perfectly elastic at a price that reflects the fundamental value of future cash flows. This renders no role for investors' tastes and market timing.

However, even market completeness and competitiveness might be questioned in real life. It is well known that markets can be hot and cold, especially for junior claims such as equity and junk bonds. It is also clear that markets are not necessarily complete. Investors cannot necessarily undo all the financing choices of the firm to obtain their desired pattern of cash flows.

The **exogenous cash flow** assumption is satisfied if there is no asymmetric tax treatment, no cost of financial distress, no transaction or agency costs. All these assumptions are likely to fail in real life.

Taxes usually make debt financing cheaper than equity financing. Since interest rate payments are tax deductible while dividend payments are not, the total cash flows to all investors are no longer independent of the capital structure.

Debt has the potential to increase the total cash flows also in the absence of taxes. Leverage is considered as a disciplining device for managers. Since debt can force firms to bankruptcy, which is costly for managers, managers of leveraged firms have more incentives to act in the best interests of the firms' investors.

But debt can also reduce total cash flows. A highly-levered firm is likely to be perceived as risky by various stakeholders. As a result, it will find it more difficult to sell its products, get inputs from suppliers and attract employees than it would with a lower level of leverage. A high level of risky debt also leads to conflicts of interest between shareholders and debt holders, which also reduces the firm's value.

A stylized example

An entrepreneur has an investment project, which requires 1 unit of investment capital today. The cash flow that the project generates in the next period depends on the state of the economy: 3.15 units in a state of boom

and 1.05 units in a state of bust. The states occur with equal probabilities. The risk-free interest rate is 5%. The investment of 1 unit to the stock market index would generate 2.8 units in a state of boom and 0 units in a state of bust. These assumptions are summarized in the table below.

	BOOM	BUST	Expected
Cash flow to firm	3.15	1.05	2.1
Cash flow from stock market	2.8	0	1.4
Return	180%	-100%	40%
Investment needed	1		
Risk-free interest rate	5%		

How should the entrepreneur finance the project to maximize the value to himself? Let us consider two options: pure equity financing and pure debt financing.

Equity financing

The entrepreneur could sell a stake in the firm to outside investors. Since the funds required to undertake the investment project are equal to 1 unit, the stake sold to the new equity holders must be worth 1 unit. In order to calculate the percentage of the firm that must be sold to the outside investors, we must know the value of the entire firm which is given by the magnitude and nature of the cash flows. How much would any person be willing to pay today to obtain the cash flow in the next period as outlined above?

PRICING BY ARBITRAGE

One way to obtain the value of the cash flows generated by the firm is to replicate the firm's cash flows using the portfolio of stocks and risk-free bonds. An investment of A units in stocks and B units in bonds today would generate $2.8*A + 1.05*B$ in the boom and $1.05*B$ in the bust. To replicate the firm's cash flows, A and B must be 0.75 and 1 respectively (see the Table below). Two assets that have exactly the same cash flows must

REPLICATING PORTFOLIO	BOOM	BUST
Invest in stocks A	$A*2.8$	0
Invest in risk-free bonds B	$B*1.05$	$B*1.05$
Replication portfolio	$A*2.8+B*1.05$	$B*1.05$
Value if $A=0.75$ and $B=1$	3.15	1.05
Cash flow to be replicated	3.15	1.05

also have exactly the same value on an arbitrage-free market. Therefore, the value of the firm's cash flows is $0.75+1=1.75$.

Given the total value of the firm, it is easy to calculate the fraction that must be sold to the outside investors. This fraction is equal to $1/1.75$ or approximately 57.1%. The expected cash flow to new investors is 1.2 units, implying a rate of return equal to 20%. The expected cash flow and value to the entrepreneur are 0.9 and 0.75 units, respectively.

DEBT FINANCING

Alternatively, the entrepreneur could borrow all the money from the debt markets. The debt would be risk-free since the cash flows in all the states from the firm would be enough to make the debt payments. The cash flows to the entrepreneur would be as presented in the Table below. Note that the entrepreneur now obtains much higher expected cash flows than before with the equity financing (1.05 compared with 0.9), but the variation in the cash flows has also increased.

PURE EQUITY	BOOM	BUST	Expected
Cash flow to firm	3.15	1.05	2.10
New investors (57.1%)	1.80	0.60	1.20
Entrepreneur (42.9%)	1.35	0.45	0.90
DEBT FINANCING			
Cash flow to firm	3.15	1.05	2.10
Debt payment	1.05	1.05	1.05
Cash flow to entrepreneur	2.10	0.00	1.05

To find out how the entrepreneur values these cash flows, we can use the same replicating portfolio and non-arbitrage technique as before. It can be easily shown that the cash flows to the entrepreneur in the case of debt financing can be replicated by the investment to stocks equal to 0.75.

We can conclude that the value of the cash flows to the entrepreneur does not depend on whether debt or outside equity is used to finance the project. The result can easily be generalized to any combination of debt and equity financing, including risky debt. Note also that no specific asset-pricing model was needed to obtain this result.

References

- Admait, Anant R., DeMarzo, Peter M., Hellwig, Martin F. and Pfleiderer, Paul, 2010. Fallacies, Irrelevant Facts and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Banks' Equity is Not Expensive. Stanford GSB Research Paper No. 2063.
- Haldane, Andrew G., Alessandri, Piergiorgio, 2009. Banking on the State. BIS Review 139/2009.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller, 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, Vol. 48 (3), pp. 261-297.
- Titman, Sheridan, 2002. The Modigliani and Miller theorem and the Integration of Financial Markets, *Financial Management*, vol. 31(1), pp. 101-115.

■ Prisutvecklingen på den svenska bostadsmarknaden – en fundamental analys

LARS FRISELL OCH MASIH YAZDI¹

Lars Frisell är chefsekonom på Finansinspektionen, Masih Yazdi är bankanalytiker på Erik Penser Bankaktiebolag.

Under 2009 sjönk svensk BNP med 5 procent, den största ekonomiska kontraktionen sedan 1940-talet.² Samma år steg bostadsutlåningen med 8 procent och huspriserna ligger på en högre nivå än före finanskrisen. Det här har satt ny fart på spekulationerna om en svensk husprisbubbla och ett förestående, betydande prisfall. I den här artikeln analyserar vi prisutvecklingen sedan slutet av 1990-talet. Vi visar att direkt kvantifierbara faktorer såsom högre disponibel inkomst och lägre realränta kan förklara nästan 90 procent av prisuppgången. Att kvantifiera effekterna av de institutionella förändringar som har ökat tillgängligheten till krediter är svårare, men de är troligen betydande. Sammantaget ter det sig osannolikt att svenska bostäder överlag skulle vara övervärderade.

En kort historik

I många länder innebar finanskrisen slutet på en lång period av stadigt stigande huspriser. Redan 2007 hade priserna börjat stagnera på en del marknader, i synnerhet i de delstater i USA där de så kallade subprimelånen hade växt som snabbast. I Irland, Spanien och vissa amerikanska delstater har priserna fallit med 40 procent sedan toppen 2006–2007. Lägenhetspriserna i Köpenhamns innerstad är i dag 25 procent lägre än för två år sedan, och i Riga har priserna mer än halverats sedan toppnoteringarna. Men i Sverige har priset uteblivit. År 2008 gick priserna förvisso ned med omkring 5 procent (se figur 1), men denna nedgång har redan återhämtats.

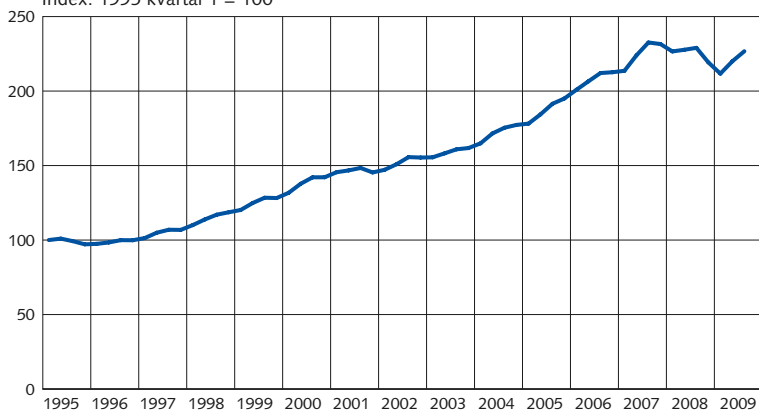
Liksom de flesta västländer kan Sverige blicka tillbaka på en exceptionell husprisutveckling de senaste 15 åren. Priserna bottnade i början av 1996 i efterdyningarna av bank- och fastighetskrisen. Sedan dess har huspriserna stigit kontinuerligt i 15 år, med undantag för några enstaka

¹ Författarna tackar Kerstin Mitlid, Albina Soultaneva och Vanessa Sternbeck-Fryxell för värdefulla bidrag till den här artikeln i olika skeden.

² Se R.Edvinsson (2005), "Growth, Accumulation, Crisis - With New Macroeconomic Data for Sweden 1800-2000".

kvartal under IT-kraschen och under krisen. Och ökningen har varit dramatisk. Mellan 1997 och 2009 steg SCB:s fastighetsprisindex för permanenta småhus med cirka 176 procent. Deflaterat med konsumentprisindex ger detta en avkastning på 133 procent eller en genomsnittlig (geometrisk) real avkastning på 6,7 procent årligen – en fantastisk investering.³

Figur 1. SCB Fastighetsprisindex
Index: 1995 kvartal 1 = 100



Källa: SCB.

Husprisutvecklingen har gått hand i hand med hushållens skuldsättning. Hushållens reala skulder har mer än dubblerats sedan mitten av 1990-talet, medan hushållens reala inkomster endast har ökat med 50 procent.⁴ Nästan 90 procent av de svenska hushållens skulder har hus eller bostadsrätt som pant och bostäderna svarar för knappt hälften av hushållens tillgångar.

Figur 2 visar de svenska hushållens skuld- och räntekvot sedan 1993, det vill säga hushållens skulder respektive räntekostnader efter skatt som andel av deras disponibla inkomster. Den streckade linjen visar en prognos för två år framåt, där vi har antagit att skuldkvoten fortsätter växa i rådande takt och att räntekostnaderna stiger i samma takt som Riksbankens reporäntebana.

³ Standardavvikelsen för prisökningstakten för dessa år var cirka 2,0 procent. Det ger en så kallad Sharpekvot för den reala avkastningen för fastighetsindexet på över 3 procent, vilket är ett högt värde med alla måttstockar.

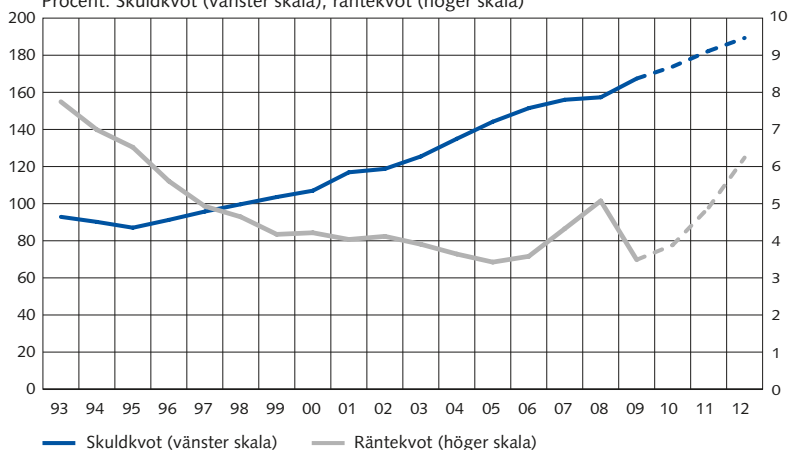
⁴ Hushållens belåningsgrad, det vill säga skulderna som andel av tillgångarnas värde, har däremot inte ökat och uppgår till knappt 30 procent. Hushållens nominella nettoförmögenhet är större än någonsin och även den reala förmögenheten väntas snart passera den tidigare toppnoteringen från andra kvartalet 2007.

Alarmerande utsikter?

I dag ligger skuldkvoten på cirka 170 procent, vilket med råge överträffar nivåerna före 1990-talets bankkris. Särskilt iögonfallande var utvecklingen under 2009 då arbetslösheten steg med 2,2 procentenheter och BNP sjönk med 5,1 procent, vilket var den största ekonomiska kontraktionen sedan 1930-talet. Trots detta fortsatte huspriserna att stiga och hushållens skuldsättning växte med över 8 procent. Räntekvoten är samtidigt historiskt låg, dels tack vare det extrema ränteläget, dels till följd av att de flesta hushåll i dag har rörliga räntor. Men rörliga boräntor slår förstås åt båda håll – om reporäntan följer Riksbankens prognos från oktober 2010 kommer den att nå över 5 procent inom ett par år, även om skuldkvoten skulle stå still. Det skulle resultera i den högsta räntekvoten sedan låginflationspolitiken fick fäste.

Figur 2. Hushållens skuld- och räntekvot

Procent. Skuldkvot (vänster skala), räntekvot (höger skala)



Källor: SCB och egna beräkningar.

Den här utvecklingen – och de "alarmerande" utsikterna – har fått ett antal experter att förutspå ett kommande prisfall på marknaden. I en rapport från februari 2010 menar Statens bostadskreditnämnd (BKN) att svenska småhus är övervärderade med cirka 20 procent.⁵ Enligt BKN har den nödvändiga priskorrigeringen skjutits upp tack vare den extremt låga reporäntan, men prisjusteringen kommer att inträffa i samband med kommande räntehöjningar. BKN når sin slutsats genom att jämföra kostnaden för boende i ett egenägt hem och kostnaden för att bo i en hyresrätt. På lång sikt och vid jämvikt på marknaden ska den implicita hyran för den ägda bostaden (som beror på boräntor, skatter, drift och underhåll,

⁵ "En bostadsbubbla kostar", Statens bostadskreditnämnd, Marknadsrapport februari 2010.

avskrivningar samt förväntade kapitalvinster) vara lika stor som hyran för en hyresrätt. En normaliserad bostadsränta om 5,5 procent betyder enligt BKN att priserna behöver sjunka med cirka 20 procent.

Utländska bedömare förväntar sig ännu mer dramatiska prisfall. I Internationella valutafondens (IMF) Global Financial Stability Report från april 2010 jämförs priset på olika tillgångar med variabler som dessa priser historiskt sett har haft hög korrelation med. Rapporten visar att bostadspriserna i Sverige för närvarande ligger 2,6 standardavvikelse över den normala nivån. Den avvikelsen är den största av alla tillgångsslag och för alla länder som ingår i IMF:s analys. I The Economist's sammanställning av globala huspriser i oktober 2010 anges svenska huspriser vara övervärderade med 41,5 procent.⁶ En nästan identisk siffra nåddes i en studie 2009 från Europiska centralbanken (ECB) av 18 industriländer. Studien visade att svenska bostäder var mest övervärderade av alla som ingick i studien, och att det skulle krävas ett prisfall på 40 procent för att nå jämvikt på den svenska bostadsmarknaden.⁷

Både The Economist och forskarna på ECB når slutsatsen genom att jämföra huspriser och hyror under en längre tid. Man menar att den här metoden fungerar även om hyror är reglerade, eftersom det är *förändringen* i kvoten mellan priser och hyror som används som input, snarare än kvoten i sig. Vi menar tvärtom att metoden sannolikt ger gravt felaktiga resultat eftersom den inte tar hänsyn till de förändringar i utbud och efterfrågan som slår olika mot den reglerade hyresmarknaden och den fria bostadsmarknaden. Framförallt ignorerar man det senaste decenniets förändringar på de finansiella marknaderna, som både sänkt kostnaden för bostadsfinansiering och ökat tillgången till den.

Vår analys pekar på att svenska bostäder inte är övervärderade. Plötsliga husprisfall kan naturligtvis ske, det visar inte minst de senaste årens erfarenheter, men på lång sikt är det troligare att priserna fortsätter uppåt även i ett normaliserat ränteläge.

Inkomster och räntekostnader

För att bedöma huruvida småhusen i Sverige var övervärderade i slutet av 2009 gör vi tre antaganden. Det första antagandet är att småhusen inte var övervärderade (åtminstone) under första kvartalet 1997. Vid den tidpunkten hade priserna passerat botten men hade ännu långt kvar till toppnoteringen 1991, och Riksbankens inflationsmål om två procent hade förankrats bland hushållen. Det andra antagandet är att hushållen i dag är

⁶ "Floor to ceiling", The Economist, October 23rd-29th, p. 82. Liksom vi använder The Economist 1997 som jämförelseår.

⁷ Agnello, Luca och Ludger Schuknecht, "Booms and Busts in the Housing Markets – Determinants and Implications", ECB working paper No 1071, July 2009.

villiga att lägga åtminstone lika stor andel av sina disponibla inkomster på sitt boende som då. Detta bör vara ett konservativt antagande eftersom bostadsbristen på attraktiva orter har ökat. Mycket talar också för att investeringar i bostädernas standard har höjt kvaliteten på boendekonsumtion i förhållande till annan konsumtion (till exempel kläder och mat), vilket motiverar att boendet tar en högre andel av inkomsten. För det tredje antar vi att övriga boenderelaterade kostnader sammantaget inte har stigit väsentligt mer än den allmänna inflationen.⁸

ÖKNING AV DE DISPONIBLA INKOMSTERNA

Mellan 1997 och 2009 ökade hushållens disponibla inkomster från i genomsnitt 198 000 kronor till 330 000 kronor per år, vilket är en ökning med 76 procent.⁹ Deflaterat med konsumentprisindex ger detta en real ökning om 50 procent på 12 år, en kraftig välståndsökning. Särskilt extraordinär var utvecklingen i början av 2000-talet efter IT-kraschen. Ökningen i disponibla inkomster beror både på högre reallöner och på skattesänkningar. Allt annat lika skulle huspriserna alltså kunnat ha ökat med 50 procent i reala termer för att räntekvoten skulle vara kvar på 1997 års nivå.

Vi har utgått från att de disponibla inkomsterna driver huspriserna i förhållandet ett till ett, men det innebär sannolikt en underskattning. Hushållen med de allra lägsta inkomsterna har svårare att få lån och bor i relativt stor utsträckning i hyresrätt, och de disponibla inkomsterna för kreditvärdiga hushåll har ökat mer än de genomsnittliga inkomsterna under perioden.¹⁰ Eftersom möjligheten att substituera mellan boende i hus (eller bostadsrätt) och i hyresrätt är begränsad, och torde huspriserna snarare följa den högre inkomstutvecklingen. Det är dock ytterst svårt att säga vilken inkomstpercentil som representerar "marginalköparen" så vi fortsätter att utgå från den genomsnittliga inkomstökningen.

LÄGRE REALA BORÄNTOR

Hushållens nominella räntekostnader steg snabbt under slutet av 1980-talet, i takt med den tvåsiffriga inflationen. Efter att Riksbankens inflationsmål om 2 procent vunnit trovärdighet följde ett dramatiskt fall i inflation och räntenivåer i slutet av 1990-talet. Den stora nedgången i nominella räntor har överskuggat den betydande minskningen av hushållens *real*

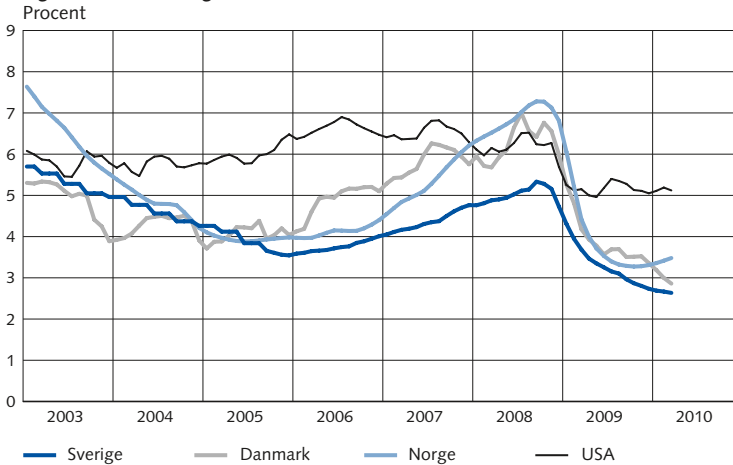
⁸ Detta antagande är mindre konservativt. Exempelvis har elpriserna - i synnerhet under de senaste åren - stigit snabbt.

⁹ Den disponibla inkomstutvecklingen för 2009 hade ännu inte fastställts i den officiella statistiken. Vår beräkning för det året är baserad på Konjunkturinstitutets uppskattning.

¹⁰ Exempelvis ökade skillnaden mellan medelinkomsten och medianinkomsten, från cirka 21 procent 1997 till cirka 27 procent 2009.

räntekostnader som också inleddes i slutet av 1990-talet. Minskningen av hushållens realräntor har tre komponenter: lägre realränta, bankernas lägre marginaler på bolån samt förskjutningen mot allt kortare räntebindningstider.¹¹ Sverige tillhör i dag de länder som har allra lägst bolånekostnad.

Figur 3. Genomsnittliga boräntor i olika länder



Källa: Reuters Ecowin.

Riksbanken bedömer regelbundet nivån på en "normal" reporänta. I princip ska reporäntan långsiktigt motsvara inflationsmålet plus realräntan, där realräntan motsvarar den långsiktiga årliga produktivitetstillväxten i Sverige. Många bedömare menar att realräntan faktiskt har sjunkit sedan 1990-talet, även om det är svårt att kvantifiera den. I februari 2010 ändrade Riksbanken själv sin bedömning av var den normala reporäntan bör ligga – från intervallet 3,5–5,0 procent till intervallet 3,5–4,5 procent. Detta innebär att den genomsnittliga normala reporäntan har sjunkit från 4,25 procent till 4,00 procent. Inflationsmålet har dock inte ändrats och hushållens inflationsförväntningar ligger väl förankrade kring 2 procent. Vi tolkar detta som en blygsam minskning av den förväntade realräntan, från 2,25 till 2,00 procent.

Bankernas räntemarginaler för bolån har minskat kraftigt det senaste årtiondet. Utvecklingen förklaras av större konkurrens, effektiviseringar, och lägre kapitalkrav för bostadsutlåning till följd av införandet av Basel 2-regelverket. Mellan 1997 och 2009 halverades i princip bankernas

¹¹ Eftersom (nominella) räntekostnader är avdragsgilla från skatten spelar även det nominella ränteläget roll för de reala kostnaderna, liksom avdragsrättens utformning. När inflationsförväntningarna sänktes i mitten av 1990-talet var emellertid de nominella räntorna tämligen stabila ända till finanskrisen. I och med skattereformen 1991 blev avdragsrätten för skuldräntor 30 procent, oavsett individens marginalskatt. Sedan dess har avdragsrätten justerats en gång.

påslag (utöver sin korta finansieringskostnad), från cirka 1,5 procent till 0,7 procent.¹²

Under de senaste 15 åren har hushållens räntebindingstider sjunkit allt mer. Andelen av bolånen som löpte med rörlig ränta var cirka 8 procent 1997 jämfört med cirka 69 procent år 2009.¹³ Med andra ord betalar allt färre hushåll för den försäkringspremie som bundna lån innebär. Den här förändringen i hushållens beteende ökar deras ränterisk men ger dem också lägre långsiktiga räntekostnader. I vår analys har vi gjort det förenklande antagandet att alla bundna lån har en räntebindingstid på fem år medan rörliga lån har en räntebindingstid på tre månader. I verkligheten har även de bundna lånen blivit allt kortare – ytterst få hushåll binder till exempel räntan på tio år idag. Mellan 1997 och 2009 var den genomsnittliga premien cirka 0,8 procentenheter för att binda lånet i fem år, jämfört med att ha tre månaders räntebindingstid.

Nedanstående tabell visar hur den reala boräntan har förändrats från 1997 till 2009 och vilken effekt detta bör ha haft på huspriserna, utifrån våra övriga antaganden.

Tabell 1: Real boränta 1997 och 2009

Procent	1997	2009
Realränta	2,25	2,00
Förväntad inflation	2,00	2,00
Tillägg för bankrisk	0,25	0,25
Tillägg för bankens marginal	1,50	0,70
Tillägg för försäkringspremie	0,74	0,25
Ränta före skatt	6,74	5,20
Ränta efter skatt	4,72	3,64
Real ränta efter skatt	2,72	1,64
Minskning av realräntan		39,70
Motsvarar prisökning		65,70

Källa: Egna beräkningar

Siffror över hushållens inflationsförväntningar visar att Riksbankens inflationsmål har varit väl förankrat sedan 1997.¹⁴ Inflationsförväntningarna på lite längre sikt, två och fem år, har hela tiden legat nära målet på 2 procent, vilket också är den siffra vi använder i analysen ovan. Därtill har vi använt ett påslag om 0,25 procentenheter, vilket är den genomsnittliga riskpremie som marknaden har krävt av bankerna de senaste 10–15

¹² Det bör påpekas att analysen av marginaler är vanskelig eftersom officiella data (såsom listpriser) ofta är missvisande.

¹³ SCB har nyligen ändrat sin definition av rörlig ränta så att den inkluderar tre månaders bindingstid.

¹⁴ Däremot var reporäntan i början av 1997 fortfarande hög, hela 5,5 procent. Skulle vi ha utgått från den faktiska realräntan vid tidpunkten (det vill säga rådande reporänta minus inflationsförväntningar) skulle räntornas effekt bli mycket större, och ensam förklara över 90 procent av uppgången i bostadspriserna. Vi har dock utgått från att hushållen förväntade sig en snabb normalisering av reporäntan.

åren.¹⁵ Slutligen antar vi att det representativa hushållet hade rätt till 30 procents ränteavdrag vid båda tidpunkterna.

Uträkningen visar att den (genomsnittliga) reala boräntan har sjunkit från 2,72 procent till 1,64 procent, vilket betyder att bokostnaden (eller alternativkostnaden) sjunkit med cirka 40 procent sedan 1997. Det tål att upprepas att beräkningen utgår från ett normaliserat ränteläge och inte bygger på dagens extremt låga räntor.

Sammantaget indikerar vår analys att högre reala disponibla inkomster och lägre reala boräntor tillsammans kan förklara cirka 87 procent av prisuppgången sedan 1997 (116 av 133 procentenheter i fastighetsprisindex).

Andra faktorer

Under 2000-talet har det skett stora förändringar i bankernas utlåningspolicy, i synnerhet för bostadskrediter. De viktigaste förändringarna är minskade krav på kontantinsatser och amorteringar, som båda har gjort det lättare för människor att komma in på bostadsmarknaden. Unga hushåll med liten förmögenhet och relativt små inkomster – men med höga förväntade framtida inkomster – kan i dag konkurrera med hushåll som är redan är inne på bostadsmarknaden på ett helt annat sätt än för 10–15 år sedan. Det här kan ha haft en betydande effekt på bostadspriserna.¹⁶

Våra data visar att den genomsnittliga amorteringstiden steg från 49 till 87 år under perioden 2002–2009, vilket nära nog är en fördubbling. Före 2002 finns inga tillförlitliga siffror över amorteringstiderna, men de var med all sannolikhet ännu kortare i mitten av 1990-talet. Kravet på kontantinsats har minskat, från generellt 25 procent 1997 till cirka 10 procent 2009. Den del av bostadslånet som betraktas som topplån - det vill säga den del som traditionellt sågs som alltför riskfylld för att ligga i hypoteksinstitutets bok - har minskat i motsvarande utsträckning,

En annan förändring är införandet av så kallade seniorlån. Sedan några år tillbaka kan personer med mycket lågt belånade bostäder öka belåningen även om deras inkomst inte räcker till de löpande räntebetalningarna.

Det är ytterst svårt att kvantifiera priseffekten av de generösare kreditreglerna. Det skulle kräva information om vilka hushåll som var bundna av de tidigare restriktionerna (vid olika tidpunkter), och hur just dessa hushåll har påverkats av andra förändringar som har ägt rum, till exempel på skatteområdet. Låt oss därför bara illustrera den potentiella effekten:

¹⁵ Åren innan finanskrisen var riskpremierna betydligt lägre än så, för att stiga väsentligt under krisen. Detta kompenserades dock av extremt låg reporänta. Vi antar ett normaliserat läge vad gäller både marginaler och reporäntenivå.

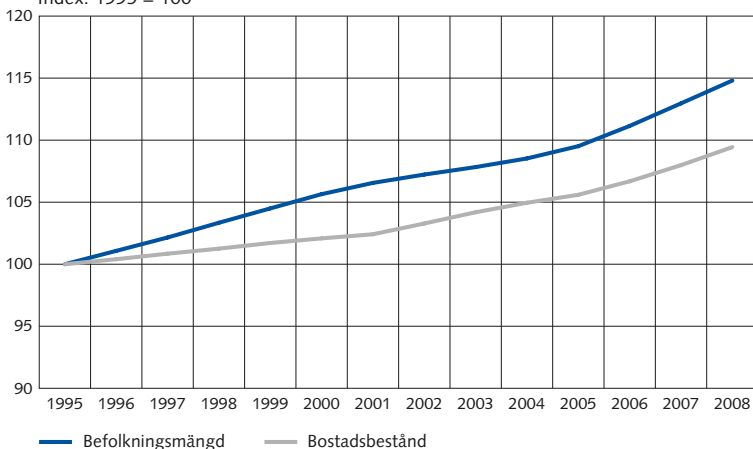
¹⁶ "The rise in U.S. Household indebtedness: Causes and consequences", K. Dynan and D. Kohn, Finance and Economics Discussion Series 2007-37.

Med 49 års rak amortering blir den årliga utgiften drygt 2 procent av köpeskillingen, medan den blir 1,1 procent med 87 års amorteringstid. Om vi använder informationen i tabellen ovan var de årliga utgifterna efter skatt 6,7 procent av köpeskillingen 1997, men bara 4,7 procent år 2009. De hushåll som tvingades begränsa sitt bolån på grund av utgifterna snarare än kostnaden kan därmed betala cirka 40 procent mer i reala termer för samma bostad idag.

En annan faktor som har förändrats är fastighetsskatten, som har sänkts i flera steg från 1997 till 2009. År 2008 ersattes den statliga fastighetsskatten med en kommunal fastighetsavgift. Fastighetsskatten finansierades i princip fullt ut inom bostadssektorn, men den kommunala fastighetsavgiften täcker endast 75 procent av den tidigare fastighetsskatten. Resten finansieras genom taket i uppskovet, genom räntan som tas ut på uppskovet samt genom den ökade kapitalvinstskatten vid bostadsförsäljningar (från 20 procent till 22 procent). Övergången till den lägre fastighetsavgiften innebar därför att hushållens kassaflöde förbättrades.

Slutligen bör jämviktspriset naturligtvis även påverkas av tillgången på bostäder. Sett över hela riket har faktiskt bostadsbeståndet (småhus, lägenheter och flerbostadshus) ökat mer än befolkningmängden sedan 1997. Det skulle indikera att bostäder blivit en relativt mindre knapp resurs, vilket talar för ett lägre jämviktspris. Men det är troligen inte bostadsbeståndet i riket som är avgörande för prisutvecklingen. I regioner med stark tillväxt, såsom Malmö och Stockholm, har som sagt befolkningmängden ökat betydligt mer än bostadsbeståndet. Många hyresrätter har förvisso ombildats till bostadsrätter, men detta har inte ökat det totala utbudet av bostäder.

Figur 4. Befolkningsmängd och bostadsbestånd i Stockholm
Index: 1995 = 100



Källa: SCB.

Slutsats

Det senaste decenniet har vi sett en kraftig prisutveckling på bostäder, ackompanjerat av en växande lånestock för att finansiera bostadsköpen. Till och med under 2009 steg de svenska bopriserna med modiga 8 procent, trots att västvärlden drabbades av den värsta lågkonjunkturen under efterkrigstiden. Många bedömare, däribland IMF och The Economist, drar slutsatsen att svenska bostäder är övervärderade med så mycket som 40 procent.

I denna artikel visar vi tvärtom att prisutvecklingen på bostäder till stor del kan förklaras av två reala faktorer: högre disponibla inkomster och strukturellt lägre reala boräntor. Vi kommer fram till detta genom att jämföra den (reala) kostnaden för boendet som andel av den disponibla inkomsten mellan 1997 och 2009, givet en reporänta i jämvikt. Jämförelsen bygger huvudsakligen på två konservativa antaganden: att svenska bostäder inte var övervärderade 1997 samt att hushållen i dag är villiga att lägga lika stor del av sina disponibla inkomster på sitt boende som de var då. Bedömare som drar slutsatsen att svenska bostäder är kraftigt övervärderade använder enligt vår mening en felaktig metod. De jämför bostadspriser med hyresnivåer och andra tillgångspriser, och förbiser därmed de betydande strukturella förändringar som har skett på kreditmarknaden under det senaste decenniet, både när det gäller kostnaden för bostadsfinansiering och tillgången till finansiering. Vår slutsats är att svenska bostadspriser sannolikt inte alls är övervärderade, även vid en normaliserad räntenivå.

Priserna på bostadsmarknaden kan naturligtvis ändå sjunka, särskilt på lokala marknader. Liksom för andra tillgångar styrs bostadspriset till stor del av förväntningarna om det framtida prisläget. I Stockholms innerstad föll priset på bostadsrätter i praktiken med cirka 15 procent under hösten 2008, eftersom många köpare drog sig ur marknaden. Men transaktionerna var få eftersom säljarna hellre väntade i stället för att acceptera de rådande priserna. Prisfall – liksom prisuppgångar – kan lätt bli självförverkligande.

Många faktorer påverkar analysen. I den här artikeln har vi utgått från 2009 års reala inkomster, skatter och räntemarginaler. Alla dessa faktorer kan förändras. Hushållens disponibla inkomster förväntas fortsätta stiga de kommande åren, om än i något än lägre takt. Baselkommittén för banktillsyn har nyligen beslutat om högre kapital- och likviditetskrav för banker, det så kallade Basel 3-regelverket. Om kapital- och finansieringskostnaderna ökar för bankerna bör det i sin tur innebära högre räntor för hushållen. Samtidigt torde investerarnas avkastningskrav sjunka när banker blir mer stabila, så ökningen av kapitalkostnaden beräknas bli liten.

Den första oktober 2010 trädde Finansinspektionens (FI) bolånetak i kraft. FI hoppas att regleringen påverkar hushållens beteende, framför allt genom att amorteringen av de högsta lånen ökar, men den förväntas inte ha någon märkbar effekt på bostadspriserna i stort. Man ska inte förvänta sig ett prisfall på den svenska bostadsmarknaden de närmaste åren utan en fortsatt – om än något mer moderat – prisökning.

■ Det finansiella konsument-skyddet – mål, möjligheter och problem

HANS BÄCKSTRÖM

Hans Bäckström arbetar som analytiker på Finansinspektionen. Han har tidigare arbetat på bland annat Riksbanken, Finansdepartementet och SEB. Han har även arbetat som sekreterare i ett antal statliga utredningar, bland annat Finansmarknadsutredningen och Förtroendekommisionen.

Tillsynens uppdrag

Finansinspektionens uppdrag handlar i första hand om två saker: dels att främja ett stabilt finansiellt system, dels att bidra till ett gott konsument-skydd på det finansiella området.¹

Motiven för att staten särskilt ska engagera sig i förhållandena på finansmarknaden kan sammanfattas i dessa punkter:

- **Finanssektorn är viktig för att samhällsekonomin ska fungera.** Ytterst syftar finansiell reglering och tillsyn till att finansiella system och marknader ska fungera på ett sätt som är samhällsekonomiskt effektivt. Betalningar ska kunna genomföras, värdepappershandel ska kunna bedrivas och krediter ska kunna förmedlas i princip alla lägen. I annat fall drabbas hela samhället av stora kostnader och skador.
- **Finanssektorn är känslig för störningar, som lätt kan sprida sig.** Det här beror på att framför allt bankerna har en likvid skuld-sida (i form av inlåning) och en illikvid tillgångssida (i form av utlåning), samtidigt som finansföretagen finansiellt är nära sammanflätade med varandra. Därför påverkar likviditetsstörningar eller sviktande förtroende för en aktör ofta snabbt även andra aktörer. Risken att störningar ska fortplantas och slå ut finanssektorns funktionsförmåga brukar kallas för systemrisk.
- **Marknaden kan inte hantera systemriskerna ensam.** Störningar som får systemhotande dimensioner kan varken förhindras eller hanteras enbart av företagen själva. Därför har staten en viktig roll att spela på finansområdet, bland annat genom att utöva reglering och tillsyn.

¹ Se till exempel *Prop. 2010/11:1* (budgetpropositionen): "De övergripande målen för Finansinspektionen är att bidra till ett stabilt och väl fungerande finansiellt system och till konsumentskyddet inom det finansiella området [...]."

- **Även mindre aktörer kan påverka marknaden negativt.** Det är normalt bara de stora finansiella företagen, i synnerhet de större bankerna, som har potential att skapa direkta, akuta hot mot systemstabiliteten. Men även mindre aktörer kan påverka marknadernas funktionssätt negativt, exempelvis genom att skada förtroendet för marknaden.² Med andra ord finns det ibland externaliteter, och därmed också systemaspekter, att ta hänsyn till även för mindre aktörer.
- **Konsumenten har ofta ett stort informationsunderläge gentemot producenten.** Systemriskerna är inte det enda skälet till att samhället behöver engagera sig på finansområdet – behovet av konsumentskydd är en annan anledning. Finansiella tjänster är nämligen ofta komplicerade, samtidigt som det kan röra sig om stora värden för den enskilda individen. Visserligen är behovet av konsumentskydd inte unikt för finansområdet, men det finns ändå en väsentlig gradskillnad jämfört med de flesta andra områden, bland annat beroende på att det ofta är svårt att ens i efterhand bedöma kvaliteten på tjänsterna.
- **Konsumentskyddet har två dimensioner.** *Den ena dimensionen* handlar om att skydda konsumenternas tillgångar och fordringar, som de finansiella företagen förvaltar i en eller annan form. För detta räcker det inte med att "systemet" generellt är stabilt. De enskilda finansiella företagen måste också vara finansiellt och operativt stabila, så att de kan uppfylla sina åtaganden mot sparare, försäkringstagare och placerare. *Den andra dimensionen* av konsumentskyddet handlar om att se till att konsumenterna får korrekt, relevant och begriplig information om de tjänster som erbjuds, liksom att villkoren för tjänsterna är rimliga.

Går man in lite djupare på vad dessa mål innebär, och hur de kan eller bör hanteras, kan man ganska snabbt konstatera att det handlar om komplexa mål som ofta kräver grannliga avvägningar.³ Icke desto mindre kan målet om finansiell stabilitet numera anses vara hyggligt väldefinierat från analytisk utgångspunkt. Målet är dessutom väl förankrat bland aktörerna – det finns en bred konsensus om att det är nödvändigt att staten är delaktig, liksom samstämmighet om de övergripande principerna för hur stat och Riksbank ska agera och rollfördelningen mellan dessa.

² Carnegie och HQ Bank, som Finansinspektionen ingrep mot år 2007 respektive 2010, kan ses som exempel på detta. I vissa lägen kan även en liten aktör få betydelse för stabiliteten i systemet, vilket vi kunde se exempel på senast hösten 2008.

³ Ett konkret exempel: att en bank är finansiellt stabil är ett centralt konsumentintresse. Men stabilitet handlar i grunden om att banken är lönsam, och lönsamheten kan bland annat byggas på att konsumenten betalar höga räntor och avgifter till banken.

När det gäller målet om gott konsumentskydd är bilden däremot anorlunda. Lagar, regelverk och bemyndiganden är genomgående oprecisa och otydliga, både beträffande vad konsumentskyddet på det finansiella området mer precist ska innebära och beträffande vem som ska ansvara för vad. Det senare handlar om avvägningen mellan konsumentens eget ansvar, företagets ansvar och statens ansvar. Statens ansvar måste i sin tur fördelas mellan olika myndigheter, främst (men inte enbart) mellan Finansinspektionen (FI) och Konsumentverket.

Samtidigt är åtgärder som berör konsumentskyddsfrågor oftast den del av den finansiella tillsynen som närmast berör och bevakas av den breda allmänheten och av media. Det är ett problem att målen och ansvarsfördelningen är otydliga, vilket också bidrar till att det är svårt att kommunicera vad den finansiella tillsynen gör (eller inte gör) och varför. Därför finns det anledning att diskutera och försöka utveckla tänkandet och förhållningssättet kring det finansiella konsumentskyddet. Den här artikeln har ambitionen att diskutera några – men inte alla – aspekter på detta.

Varför konsumentskydd?

NÅGRA MOTIV

Att staten på många områden och i olika former ägnar sig åt konsumentskydd kan motiveras utifrån flera olika utgångspunkter. Ett motiv, som ofta är centralt men som inte kommer att diskuteras vidare här, är det fördelningspolitiska: precis som inom många andra områden finns det här skäl att anta att människor med lägre utbildning och lägre inkomst generellt sett inte bara har sämre förkunskaper, utan också sämre möjligheter att söka och värdera information, framföra klagomål, driva rättsprocesser och så vidare. Därför har de också en sämre förhandlingsposition gentemot företagen.⁴ Insatser för ökat konsumentskydd kan alltså vara till fördel i första hand för de svaga grupperna i samhället. Inte minst i USA har just finanssektorn ibland använts som kanal för uttalat socialpolitiska och fördelningspolitiska ambitioner: de herostratiskt ryktbara *sub-prime*-lånen är ett (uppenbart misslyckat) exempel.

En annan infallsvinkel på konsumentskyddet är att se statliga insatser som ett sätt att skapa en bättre balans mellan marknadens parter – producenter och konsumenter – så att marknaden blir effektivare i slutänden. Då hamnar fokus på att företräda konsumenternas generella intresse, snarare än på att ge råd och hjälp åt enskilda konsumenter. Den här synen utgår från premissen att konsumenten befinner sig i ett mer eller mindre utpräglat strukturellt underläge, eftersom

⁴ Se bland annat Campbell, Jackson m.fl., *The Regulation of Consumer Financial Products: An introductory Essay with Four Case Studies*.

- konsumenten har svårt att bedöma producentens vilja och förmåga att uppfylla sina åtaganden, i synnerhet på längre sikt
- konsumenten har sämre tillgång till relevant information om varan eller tjänsten
- konsumenten varken har praktiska eller kunskapsmässiga förutsättningar för att ta till sig och agera rationellt utifrån den information som finns.

FI försöker att åtgärda detta med i princip tre typer av tillsyn:

- Att övervaka företagens finansiella och operativa stabilitet, det vill säga säkerställa att konsumenternas tillgångar är säkra och att företagen kan leverera det de åtagit sig.
- Att säkerställa att företagen ägs och drivs av seriösa personer, bland annat genom att vandelspröva ägare och företagsledning. Dessa kan då förväntas ha ambitionen att informera sina kunder och även i övrigt behandla dem korrekt och hederligt.⁵
- Att säkerställa att företagen lämnar korrekt och relevant information till konsumenterna, hanterar intressekonflikter på ett bra sätt och även i övrigt uppför sig på ett acceptabelt vis gentemot kunderna.

Annorlunda uttryckt innebär alltså FI:s konsumentskyddspolicy att FI ska utforma regler för samt kontrollera och övervaka företag och marknader som konsumenterna inte kan (eller svårligen kan) kontrollera själva.

Dessutom har FI på senare år, på regeringens uppdrag, försökt minska informationsunderläget genom att främja en bättre konsumentutbildning. Syftet är att försöka åstadkomma en högre kunskapsnivå i finansiella frågor. Konsumenterna ska få ett slags hjälp till självhjälp, så att de blir bättre rustade att själva fatta rationella beslut när de konfronteras med finansiella erbjudanden och finansiell information.

Kunskapsunderläget som fundament – men är finanssektorn så unik?

Grundsynen är att konsumenten i huvudsak är rationell och fullt kapabel att själv fatta vettiga beslut – förutsatt att han eller hon får relevant och begriplig information. Men är då informationsobalansen mellan säljare och köpare inom finanssektorn så unik att den motiverar denna särskilda uppmärksamhet från samhällets sida? En person som ska köpa en bil eller bostad – som också är kostsamma och komplicerade produkter – är ju normalt sett också i ett tydligt kunskapsunderläge gentemot säljaren.

⁵ "Fit and proper" är givetvis en grundläggande förutsättning för att finansmarknaden ska fungera väl, både från system- och konsument synpunkt.

Konsumentskyddets roll och plats inom ramen för tillsyn och reglering har varit mer eller mindre framträdande över tiden, till viss del beroende på vilka frågor som stått i fokus inom ekonomin och finansmarknaden. I propositionen för den nya banklagstiftning som trädde i kraft år 2004, som byggde på den så kallade Banklagskommitténs betänkande och som i hög grad var ett svar på det tidiga 1990-talets stabilitetskris, står bland annat följande:

"Målen med statens politik på det finansiella området är att främja ett stabilt och effektivt finansiellt system med gott konsumentskydd. Effektivitet och konsumentskydd är dock inte unika mål för det finansiella området utan generella mål som kan sägas gälla för hela ekonomin."

Propositionstexten går att tolka som att systemstabiliteten är det helt dominerande intresset, och att det egentligen inte finns några specifika konsumentskyddsproblem för finanssektorn. Den tolkningen stärks av att propositionen inte heller tar upp några resonemang eller överväganden kring konsumentskyddet i övrigt.⁶

Men även om man anser att konsumentskyddsproblematiken på finansområdet är av en speciell karaktär, som därför motiverar särskilda statliga insatser, måste man komma ihåg att långt ifrån alla finansiella tjänster är dyra, svårbedömda eller besitter någon annan egenskap som motiverar ett statligt engagemang. Det krävs ju till exempel inga sofistikerade finansiella kunskaper för att välja och utnyttja grundläggande betaltjänster eller en hemförsäkring.⁷ Det är också stora skillnader både i efterfrågan på finansiella tjänster och i skyddsbehov hos olika individer, beroende på faktorer som inkomst, utbildning, ålder och attityd. Behovet av konsumentskydd varierar alltså stort för olika delar av det finansiella produktsortimentet och för olika individer – vilket i praktiken innebär att man inte kan bedriva en meningsfull konsumentskyddspolitik varken för finansiella tjänster i största allmänhet eller för konsumenter i största allmänhet. I stället måste den konsumentskyddsmotiverade finanstillsynen, precis som systemtillsynen, fokuseras på de områden där det finns tydliga risker och problem.

Likafullt är det flera förhållanden som gör bilden mer komplicerad på det finansiella området än på de flesta andra. Utöver det grundläggande

⁶ Se *Prop. 2002/03:139, "Reformerade regler för bank- och finansieringsrörelse"*, s. 156. Om tolkningen stämmer fullföljdes å andra sidan inte konsekvenserna av resonemanget fullt ut, för om systemstabilitet skulle vara det enda väsentliga och unika målet för statens aktivitet på finansområdet borde exempelvis FI:s tillsynsuppdrag rimligen ha omformulerats radikalt. Bara en bråkdel, högt räknat 1 procent av de i dag cirka 3 900 företag som är under FI:s tillsyn, kan nämligen anses vara uppenbart relevanta för systemstabiliteten.

⁷ Här åsyftas att det är ganska enkelt att förstå en hemförsäkrings principiella konstruktion och funktion. Men de mer specifika villkoren, om när och hur försäkringen kan utnyttjas, kan förstås vara ganska snåriga.

faktum att finansiella företag på olika sätt anförtros att förvalta den överväldigande delen av människors finansiella tillgångar – vilket redan i sig ställer speciella krav på hur företagen bedriver sin verksamhet – finns det också några mer specifika aspekter att ta hänsyn till, nämligen att

- vissa produkter har en avgörande betydelse för kundens hela ekonomiska situation
- vissa produkter har en mycket lång "leveranstid", exempelvis pensionssparande
- det ofta är svårt för kunden att ens i efterhand kunna avgöra om produkten varit bra eller dålig, och i vilken mån detta varit producentens förtjänst eller fel.

Återgår vi till jämförelsen med att köpa en bil eller bostad visar det sig i de fallen oftast både tydligare och snabbare om produkterna inte håller vad de lovar, liksom vad detta i så fall beror på. Att det är så svårt att utvärdera de finansiella tjänsternas kvalitet med rimlig snabbhet och exakthet innebär dessutom att det är svårt att hantera problemen med hjälp av garantier, som ju annars är en marknadslösning som brukar fungera bra för andra komplexa produkter, till exempel bilar.

Det här ger en särskild dimension åt behovet av statlig reglering och tillsyn. Ett område som i vissa avseenden är mycket likt det finansiella området är sjukvården: här finns ofta samma kombination av komplexitet, stor och varaktig betydelse för den enskildes livssituation och svårigheter att utvärdera effekter och kvalitet. Och av just de skälen är sjukvården också en verksamhet som har utvecklade kontrollrutiner och regelverk (exempelvis krav på legitimation), och som står under statlig tillsyn (i detta fall genom Socialstyrelsen) – just för att konsumentintresset ska kunna säkerställas.

Betydelsen av förtroende

Produkternas komplexitet är dessutom ett viktigt skäl till att det förvisso luddiga och ibland missbrukade begreppet *förtroende* är så centralt för finanssektorn, precis som inom sjukvården. Ett grundläggande mål för den finansiella tillsynen är ju att minska konsumenternas informationsunderläge. Men det är inte realistiskt att tro att det ska gå att eliminera underläget helt – en tydlig skillnad kommer att kvarstå, även i den bästa av världar. Om kunden inte har kunskap, tid eller möjlighet att i övrigt matcha producentens kunskapsövertag, ställs han eller hon inför två alternativ: antingen att köpa tjänsten och förlita sig på att producenten är kompetent och seriös, eller också att avstå från tjänsten. Det senare kan

i vissa fall vara praktiskt taget omöjligt, eller i varje fall både riskabelt och kostsamt. Med andra ord måste förtroendet ta vid där den säkra kunskapen tar slut – om ett utbyte ska kunna äga rum.⁸

Informationsobalansen är alltså ett viktigt skäl till att förtroende är en betydelsefull faktor på den finansiella marknaden.⁹ En annan viktig faktor är att det finns mycket tydliga externaliteter, så att förtroendeproblem i ett företag eller på en delmarknad lätt sprids vidare till andra. I vissa fall kan förtroendeproblemen dessutom bli direkt stabilitetshotande. Den klassiska typen av finanskris – en "run" eller uttagsanstormning mot en bank – är det uppenbara exemplet. De globala likviditetsproblemen under hösten 2008 kan också i hög grad ses som ett utflöde av bristande förtroende mellan aktörerna.

På en marknad där det finns en önskvärd nivå av förtroende kan den som agerar på marknaden köpa och sälja och vara rimligt säker på att han eller hon inte blir lurad, att överenskommelser hålls och att motparten följer spelreglerna, skrivna såväl som oskrivna. Saknas detta förtroende försämrar marknads funktionsförmåga och effektivitet, och brister förtroendet måste motparterna skydda sig med mer eller mindre kostsamma försäkringsarrangemang, detaljerade avtal och så vidare. Förtroende är alltså inte bara en trivselfaktor, utan i hög grad också en effektivitetsfråga.¹⁰

Att det finns förtroende på en marknad innebär dock inte att marknaden kan (eller ens bör) bli riskfri. Förtroende innebär att mötet mellan säljare och köpare – att transaktionshanteringen och informationen kring denna – fungerar på ett förväntat korrekt sätt, men inte att affärernas utfall garanteras i någon mening. Att förutsätta att exempelvis en fondförvaltare alltid ska ge minst x procent i avkastning är inte ett uttryck för ett konstruktivt förtroende, utan ett uttryck för fromma förhoppningar.

Samhället kan på olika sätt bidra till att stärka uppbyggnaden av förtroendet. Främst handlar det om att skapa regler, att övervaka att reglerna följs och att ingripa mot den som bryter mot dem. Ett konkret exempel är den så kallade ägar- och ledningsprövning som FI gör, som syftar till att förhindra att kriminellt belastade eller i övrigt uppenbart olämpliga personer bedriver finansiell verksamhet. Men staten kan bara tillhandahålla det grovmaskiga nätet. Det nödvändiga, mer finmaskiga nätet byggs upp av de etiska normer och förhållningssätt som finns och

⁸ Omvänt behövs inget förtroende för säljaren om köparen känner till alla relevanta fakta om produkten. Man behöver ju inte ha förtroende för en tobakshandlare för att våga köpa en kvällstidning eller en chokladbit.

⁹ I diskussioner om förtroendebegreppet hävdas det ofta att förtroende inte är en egenskap i sig, utan att det uttrycker en *relation* mellan två eller flera parter. Den egenskap som möjliggör en sådan relation är *trovärdighet*, som i sin tur kan vara en funktion av faktorer som kompetens, öppenhet och integritet.

¹⁰ Det finns en ganska omfattande litteratur som beskriver och analyserar betydelsen av tillit och förtroende, ibland betecknad *det sociala kapitalet*, för den ekonomiska utvecklingen. I kapitel 2 i Förtroendekommissionens betänkande (SOU 2004:47) diskuteras detta relativt ingående.

utvecklas på marknaden och i samhället i stort. Och i detta ingår också ett mått av sund skepsis och kritiskt ifrågasättande, byggt på insikten att det alltid finns motstående intressen på en marknad.

... MEN ÄR KONSUMENTEN VERKLIGEN RATIONELL?

I grunden för FI:s konsumentskyddspolicy har det generellt sett alltid funnits en outtalad princip om att konsumenten i allt väsentligt är rationell – problemet är brist på information och brist på kunskap att bearbeta information. Skulle man kunna åtgärda detta skulle också konsumentskyddsproblemet i princip vara löst.

Om konsumenten får korrekt och relevant information om en produkt och kan förstå informationen faller det alltså på konsumentens eget ansvar att fatta mer eller mindre riskfyllda finansiella beslut – och att ta konsekvenserna av detta. Utifrån det synsättet kan inte – och ska inte – staten tillhandahålla skyddsnet mot finansiella risker, eller ens förhindra enskilda individer att medvetet välja att ta finansiella risker.¹¹

På senare år har det dock hänt saker som ställer frågan om konsumentskyddets mål och medel i ett delvis nytt ljus.

Generellt kan man säga att finanskrisen har inneburit att fenomenet "bristande rationalitet" i marknadsuppträdandet har uppmärksammats i större utsträckning. Krisen visade nämligen upp en ganska rikhaltig provkarta på beteenden och fenomen som knappast kan beskrivas som rationella. Det har lett till ett förnyat intresse för den så kallade beteendekonomin, ett område där man sedan länge arbetat med att försöka uppnå en mer realistisk bild av människors förutsättningar att uppträda rationellt, samt att införliva denna i ekonomisk teori.

Mer specifikt har rationalitetsproblematiken uppmärksammats i och med diskussionen kring så kallade SMS-lån, liksom det bolånetak som FI tog beslut om under hösten. Bolånetaket kan ses som en åtgärd som går längre än att bara försöka ge konsumenten mer och bättre information, eftersom det innebär att FI anger ett generellt tak för vilken riskexponering som en konsument får ha för krediter där bostaden utgör säkerhet för lånet. En mycket hög belåning kan vara ett uttryck för att vissa låntagare inte fått klart för sig vilka risker de tar, men kan också bero på att vissa låntagare överexponerat sig för finansiella risker på ett irrationellt sätt, trots att de i princip känt till riskerna. I så fall kan man tolka regleringen som att FI faktiskt underkänner vissa konsumenters, eller låntagares, förmåga att agera på ett långsiktigt och rationellt sätt.

Man kan alltså tänka sig att konsumenterna, utöver att vara dåligt informerade, också uppvisar olika slag av beteendestörningar. Sådana be-

¹¹ Det förra är givetvis en förutsättning för det senare, om inte svårartad *moral hazard* ska uppstå.

teendestörningar botten i att konsumenterna är kortsiktiga eller i övrigt systematiskt irrationella vad gäller vissa finansiella beslut. Därtill kan det vara så att konsumenterna – eller för den delen producenterna – tar för stora risker i vissa lägen, eftersom de välgrundat eller ogrundat förväntar sig att någon annan (läs staten) ska bära kostnaderna för dåliga utfall. Detta brukar kallas för *moral hazard*.¹²

Den grundläggande frågan är då om och under vilka förutsättningar det är rimligt och acceptabelt att en myndighet underkänner konsumentens rationalitet och direkt eller indirekt driver fram ett annat beteende. Har en myndighet rätt att uppträda som förmyndare?

För det första går det att konstatera att det, på gott och ont, finns inslag av detta i ganska ymnig omfattning inom en hel rad samhällsombuden. Alkoholpolitiken är ett uppenbart exempel; lagen om bilbältesanvändning ett annat. Listan över den sortens regler kan göras lång, och förslagen på nya initiativ i den vägen kommer och går ständigt i den politiska och mediala debatten. Extraskatt på godis och onyttig mat, hjälmtvång för cyklister och kvotering av föräldrapenning är bara några exempel som varit i svang på senare tid. Men sedan länge finns det sådana inslag även i de finansiella regelverken, även om dessa inte har dominerat bilden. Till exempel står följande i FI:s allmänna råd 2005:3 (*Finansinspektionens allmänna råd om krediter i konsumentförhållanden*):

"Vid bostadskrediter bör kreditgivaren upprätta en boendekostnads kalkyl som ett led i bedömningen av kredittagarens återbetalningsförmåga. Kredittagaren bör informeras om kalkylens innebörd, samt att den kan påverkas av beslutade men ännu inte genomförda ändringar i skatte- och bidragssystemen som är av väsentlig betydelse. Kredittagaren bör också informeras om hur ändrade räntenivåer påverkar kalkylen."

Det här handlar förstas till viss del om att kreditgivaren ska hantera sina egna risker gentemot låntagaren, men innefattar också en ambition om att konsumenten inte ska skuldsätta sig på ett ohållbart sätt. Underförstått hävdar texten också att kunden inte alltid kan eller vill inse de risker detta innebär. Ett annat exempel kan hämtas från försäkringsområdet, där såväl avdragsrätten för pensionssparande som regeln om att pensionssparande inte får lyftas före 55 års ålder i grunden kan ses som ett uttryck för en ambition att "hjälpa" spararna till långsiktighet.

¹² När det gäller lån till hushåll kan det noteras att banker och andra kreditgivare inte har särskilt starka motiv att vara restriktiva med utlåningen, eftersom enskilda personer normalt aldrig kan få sina skulder avskrivna (till exempel genom konkurs). Vad som än händer har banken kundens hela liv på sig att få tillbaka sina utlånade pengar, och kan därför känna sig ganska trygga.

Är konsumenten underinformerad, irrationell eller både och?

TRE MODELLER

Den principiellt grundläggande frågan gäller alltså hur man ser på konsumenten som aktör. Är konsumenten välinformerad eller oinformerad, rationell eller mindre rationell? Är konsumenten informerad eller rationell i vissa avseenden och i vissa situationer, men inte i andra? Vad är regel och vad är undantag? Dessa bedömningar styr i grunden synen på behovet av konsumentskydd och hur det bör utformas.

I den neoklassiska världen bodde *the economic man*, en köpare eller konsument som i likhet med producenten är fullständigt informerad och helt rationell. Anser man att det är en hygglig approximation av verkligheten¹³ finns det knappast något behov av konsumentpolitik överhuvudtaget, varken på det finansiella området eller på några andra områden.

I nästa steg i den ekonomiska teoriutvecklingen modifierade man hypotesen om perfekt information. Inom många områden – där marknaden för begagnade bilar är ett klassiskt exempel¹⁴ – har säljaren ett svårforcerat informationsövertag över köparen, även om köparen är fullständigt rationell. Denna tankemodell bildar utgångspunkt för den konsumentskyddsfilosofi som FI tillämpat och fortfarande tillämpar. Producenterna har ett kunskaps- och informationsövertag som FI ska bidra till att reducera, eller åtminstone hantera på ett sätt som gör konsumenten till en mer jämbördig marknadspart.

Tar man ytterligare ett steg i reviderandet av de neoklassiska hypoteserna försvinner så förutsättningen att konsumenten alltid eller nästan alltid är rationell. Det här är utgångspunkten för den så kallade beteendekonomin, där man försökt integrera en psykologiskt mer realistisk bild av hur konsumenter faktiskt agerar.¹⁵ I en studie som brittiska FSA (Financial Services Authority) har gjort hävdas det exempelvis att det är psykologin, snarare än folks kunskaper och insikter, som styr deras faktiska uppträdande på finansmarknaderna.¹⁶

¹³ Det bör dock påpekas att ingen seriös ekonom någonsin trott eller hävdade att denna modell avbildar den empiriska verkligheten, i synnerhet inte på individnivå. En teoretisk modell ska ses som en karta som ska göra det lättare att hitta i terrängen, och genom att medvetet förenkla och renodla verkligheten – ibland på ett mycket långtgående sätt – kan grundläggande drivkrafter och mekanismer friläggas. Det är utifrån graden av hjälpsamhet i detta som en teori eller modell bör utvärderas. Den naiva kritiken av ekonomisk teori och ekonomiska modeller för att inte detaljerat och igenkännligt beskriva "verkligheten" är alltså oftast rätt poänglös.

¹⁴ George Akerlof (1970), "The market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism" i *Quarterly Journal of Economics* 84(3).

¹⁵ Detta diskuteras i *Beteendekonomin och konsumentpolitik* av Robert Östling, utgiven av Integrations- och jämställdhetsdepartementet, 2009-03-11. Se också *Consumer Financial Protection* av Campbell-Jackson m.fl.

¹⁶ *Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective*, utgiven av FSA, juli 2008. Andra studier pekar dock åt andra hållet; se exempelvis Campbell-Jackson m.fl., s. 9.

IRRATIONALITET PÅ OLIKA NIVÅER

Något mer konkret innebär detta att man bland annat tar hänsyn till *information overload*, det vill säga den tid det tar och de stora praktiska svårigheter det ofta kan innebära för en enskild konsument att söka, ta emot och välja information, och att utifrån detta välja och genomföra de beslut som maximerar hans eller hennes nytta. Alltför mycket information eller alltför många handlingsalternativ har i vissa undersökningar visat sig leda till sämre beslut. Informations- och valöverbastning kan också leda till att man undviker eller skjuter upp beslut.

Konsumenten behöver alltså inte vara "dum" för att agera irrationellt. Det kan lika gärna vara en följd av att han eller hon inte hunnit, eller känt sig tillräckligt intresserad av,¹⁷ att ta in, bedöma och agera på tillgänglig och korrekt information, eller en följd av att konsumenten saknar kunskaper för att kunna värdera informationen. Här skulle man dock kunna säga att det snarare är fråga om bristande kapacitet att ta in och bearbeta information, än irrationalitet i ordets gängse bemärkelse.

Vidare går det att konstatera att många beslut som kan klassas som irrationella handlar mer om stor osäkerhet eller stor riskbenägenhet än om vanlig dumhet – i beslutssituationen kan det finnas en tydlig risk, men också en någorlunda hygglig chans att det kan gå bra. Den som exempelvis belånar sin bostad mycket högt tar visserligen en stor risk, men kan också bli en vinnare om räntor, bostadspriser, inkomster och så vidare går hans eller hennes väg. Hur mycket man än tvivlar på sannolikheten för ett positivt utfall kan det ändå inte uteslutas – och det finns ju anledning att påpeka att ingen, inte ens statliga myndigheter, faktiskt vet hur framtiden kommer att gestalta sig. Många till synes irrationella finansbeslut har alltså drag av spel och lotteri – låt vara med, kan tyckas, betänkligt stora insatser.

DET MANIFESTERADE FELTÄNKET

Vid sidan av detta hör det också till det mänskliga psykets välbekanta drag att det ibland inte bara handlar om att inte hinna läsa på och informera sig, eller att ta stora men i princip kalkylerade risker. Det kan också vara så att vi i vissa stycken prioriterar kortsiktiga mål på bekostnad av långsiktiga, gör uppenbart felaktiga riskbedömningar och uppvisar allihanda inkonsekvenser när vi tar beslut. Här går det att rada upp nästan hur många vardagliga exempel som helst: man motionerar inte så ofta som man vet att man borde, man cyklar utan hjälm, man äter för mycket godis och onyttig mat, man struntar i säkerhetsbältet eller tar horribelt dyra SMS-lån i den sena natten.

¹⁷ I flera undersökningar har det visat sig att den ganska utbredda inställningen till finansiella frågor som ett tråkigt område i praktiken är en viktig orsak till att många beslut fattas på basis av bristfälliga kunskaper.

På senare år har det bedrivits relativt omfattande forskning i dessa frågor. Några fenomen som skulle kunna ses som exempel på irrationalitet är följande:¹⁸

SJÄLVKONTROLLSPROBLEM

Självkontrollproblem kan spela en roll för alla beslut som innebär någon form av uppoffring på kort sikt för att få en förbättring på längre sikt. Det kan handla om att avstå konsumtion här och nu för att i stället till exempel pensionsspara, men också om rökning, frekvent alkoholkonsumtion, intag av onyttig mat, undvikande av fysisk träning och mycket annat. I samtliga fall finns det risk för att man inte lyckas leva upp till sina mer långsiktiga intressen. Man kan därför argumentera för offentliga ingrepp som kan hjälpa medborgarna med deras självkontrollproblem, som statliga pensions- och socialförsäkringssystem, fördyring av tobak och alkohol via beskattning och så vidare.

INRAMNINGSEFFEKTER

Inramning (*framing*) handlar om hur beslutsalternativ presenteras och på ett mer eller mindre relevant sätt kopplas till andra beslut. En form av inramning som ofta används i reklamsammanhang är när kunden påstås kunna spara pengar genom att köpa en vara till nedsatt pris, trots att det bara handlar om en besparing i jämförelse med om kunden hade köpt varan till ordinarie pris – vilket ju inte behöver vara den relevanta jämförelsen. En annan typ av inramningseffekt är vad som ibland kallas för mental bokföring (*mental accounting*): att man kan ha ett "mentalt konto" för små utgifter och ett annat för större. Det här kan ta sig uttryck i att man utan större grubblerier lägger 50 000 kr på extrautrustning till nya huset eller nya bilen, samtidigt som man jagar extrapris på köttfärs.

FÖRLUSTAVERSION

Psykologiska experiment har visat att människor ofta är mer känsliga för förluster än vinster, det vill säga att en förlust upplevs som värre än en lika stor minskning av en vinst. Förlustaversion innebär att den referenspunkt som avgör vad som definieras som en förlust respektive vinst blir utslagsgivande. Inköpspriset för en vara kan till exempel vara en sådan – mer eller mindre relevant – referenspunkt.

Det har också ofta visat sig att människor är mer riskbenägna när det gäller förluster än vinster, i den meningen att exempelvis spelare (och

¹⁸ Se Kahneman, D.; Tversky, A.: "Prospect Theory: An analysis of Decision under Risk" i *Econometrica* 47(2), 1979. Se även Östling: *Beteendekonometri och konsumentpolitik*, s. 17-27.

investerare!) som förlorat mycket kan ta väldigt stora risker för att försöka "vinna tillbaka" förluster - med andra ord kasta goda pengar efter dåliga.

SANNOLIKHETSKALKYLER

Inom traditionell ekonomisk teori antar man, underförstått, att de flesta människor har en i huvudsak korrekt bild av hur sannolikhetsfördelningen ser ut för olika tänkbara utfall av till exempel ett placeringsbeslut eller lånebeslut, och att de agerar därefter. Det har dock dokumenterats många vanliga och systematiska avvikelser från de förväntningsbilder som är sannolikhetsteoretiskt rimliga. Exempelvis tycks det finnas en systematisk benägenhet hos många människor att överskatta risker med låg sannolikhet eller begränsade potentiella konsekvenser, och att samtidigt underskatta risker med högre sannolikhet eller med större negativa konsekvenser, och att agera därefter. Det kan förklara varför många gärna betalar en dyr försäkring för sin tv, men snålar med hemförsäkringen eller olycksfallsförsäkringen, och varför många påtagligt ökar risken för att drabbas av allvarliga trafikskador (och böter) genom att köra för fort, trots att tidsvinsten oftast är marginell.

Är irrationaliteten systematisk?

Det är nästan trivialt att konstatera att tesen om den begränsat rationella konsumenten uppenbarligen är sann om man ser till hur människor faktiskt agerar i vardagen. De allra flesta – artikelförfattaren inräknad – torde utan större besvär kunna känna igen sig i flera av de exempel som nämns ovan. Men ändå är det *inte* ett tillräckligt motiv för att frångå hypotesen om rationalitet som huvudspår när man ska beskriva och analysera konsumentbeteenden och behovet av konsumentskydd.

Frågan är nämligen om och i vilken utsträckning det finns en *systematik* och *dominans* när det gäller irrationalitet. Man kan utmärkt väl behålla ett grundantagande om att den enskilda konsumenten beter sig rationellt om man ser till hans eller hennes agerande över en längre tid – man kan ju anses huvudsakligen (om än inte perfekt) rationell, trots att man då och då gör sina misstag och tar sina snedsteg. Och ser man till konsumentkollektivet i stort kan man också tänka sig att misstag och feltänk hos olika individer i stort tar ut varandra. Det faktum att ett mindre antal individer konsekvent beter sig mer eller mindre korkat, och att de allra flesta då och då fattar mindre klyftiga beslut, innebär alltså inte att irrationalitet ska ses som det karaktäristiska och genomsnittliga beteendet. Därför ska det heller inte vara *utgångspunkten* för analys och policy när det gäller konsumentskydd. Men däremot är det en faktor som ska beaktas.

Några slutsatser för reglering och tillsyn

I vilka avseenden skulle man då kunna hävda att det finns en både påtaglig och systematisk irrationalitet i marknadsuppträdandet som bör påverka hur en finansiell konsumentskyddspolicy formuleras och tillämpas? Här finns naturligtvis ett besvärande problem att varken det ena eller det andra kan beläggas med kvantitativa data, såvitt bekant inte ens i indikativ form.

Dock är det inte alltför djärvt att se de förhållanden som nämnts som så pass vanliga och i vissa sammanhang som så pass betydelsefulla att de bör finnas med och vägas in i diskussionerna om utformningen av regler och tillsyn.

Nästa steg blir då att fundera ut hur och på vilket sätt irrationaliteten bör hanteras inom ramen för FI:s konsumentskyddspolicy.

Ett grundläggande problem för den som vill ingripa för att korrigera irrationalitet är självklart att den som ska korrigera – vanligen staten i någon skepnad – inte nödvändigtvis har korrekt information eller i övrigt vet bäst. Detta talar för att återhållsamhet och försiktighet bör vara det grundläggande förhållningssättet vid statliga korrigeringsförsök. Man ska också komma ihåg att FI inte kan reglera konsumenternas beteende, utan enbart *företagens* uppträdande. Utgångspunkten blir då att genom regler förhindra att företag på ett otillbörligt sätt utnyttjar eller försöker utnyttja konsumenternas svaga sidor i sin marknadsföring, i sitt sätt att presentera information, i sitt sätt att utforma avtal och så vidare.

Om FI ska ingripa i en fråga, där motiven går utöver vad som kan ses som traditionella krav på relevant och korrekt information, bör man för det första kunna visa att det i det konkreta fallet finns klara indikationer på irrationella beteenden i väsentlig omfattning, och det på ett underbyggt sätt. För det andra bör man kunna visa att det kan leda till betydande problem för enskilda konsumenter och för samhället. Och för det tredje bör man ha övertygande argument för att de åtgärder som FI kan genomföra är relevanta och effektiva.

Sammanfattningsvis skulle man kunna formulera fem punkter för en generell konsumentskyddspolicy på det finansiella området. FI bör alltså göra följande:

- 1) Se till att leveransförmågan säkerställs genom att företagen har erforderlig kapitalstyrka och riskhantering.
- 2) Se till att konsumenten får relevant, korrekt och begriplig information om produkter och villkor.
- 3) Underbygga förtroendet för finansmarknaden, dess aktörer och dess produkter, bland annat genom att se till att företagen ägs och drivs av seriösa personer, och att de har fungerade styr- och kontrollsystem.

- 4) Främja ökad kunskap om finansiella frågor och produkter hos konsumenterna. Kunniga konsumenter skapar krav på ökad effektivitet, krav på bättre och mer transparenta produkter och minskar samtidigt svängrummet för mindre seriösa aktörer.
- 5) Kunna ingripa om och när det finns tydliga indikationer på systematiska irrationella beteendemönster hos konsumenterna som kan få betydande negativa effekter för breda konsumentgrupper, och stävja dessa risker genom regler riktade mot de finansiella företagen, om det låter sig göras på ett effektivt sätt.

Den tre första punkterna utgör i kortfattad form fundamentet i den verksamhet som FI har bedrivit och fortfarande bedriver på konsumentskyddsområdet. Den fjärde punkten, där FI på senare år har gjort aktiva insatser, är ett viktigt komplement till dessa punkter. Den femte punkten, slutligen, är en möjlighet som kan utnyttjas i vissa specifika situationer.

Vem ska ha ansvaret och vem ska göra vad?

EN MÅL-MEDEL-MATRIS

Ovan har diskuterats några frågeställningar om hur en statlig konsumentskyddspolicy på det finansiella området kan motiveras och hur innehållet i en policy kan se ut. Som framgick av inledningen rör dock den ganska betydande oklarheten runt det finansiella konsumentskyddet inte bara dess mål, medel och ambitioner, utan också hur ansvaret mellan olika aktörer bör fördelas. Nedan följer några reflektioner kring det sistnämnda, med fokus på arbets- och ansvarsfördelningen på den statliga sidan.

I inledningen diskuterades några av de grundläggande målen för finansiell tillsyn. Man kan säga att tillsynen har två huvudmål, som i sin tur kan brytas ned i olika delmål som kan och behöver hanteras med delvis olika metoder. Figuren nedan är ett försök att strukturera detta.¹⁹ Självklart innebär sådana försök alltid ett visst mått av förenkling och schablonisering av verkligheten, så även detta. Gränserna mellan de olika rutorna är långtifrån lika skarpa i verkligheten; i viss mån handlar det om samma saker sedda från olika infallsvinklar. Figuren fyller ändå en funktion som utgångspunkt för vilken typ av frågor som tillsynen innefattar och för hur tillsynen kan organiseras och struktureras. Det bör för övrigt noteras att hanteringen av enskilda konsumenters ärenden och problem inte karteras här, eftersom en sådan hantering inte omfattas av det man normalt menar med tillsyn. Samtidigt är det självklart en viktig – och resurskrävande – verksamhet, om man betraktar samhällets konsumentskydd i hela dess vidd.

¹⁹ En tidigare variant av figuren återfinns i *SOU 2003:22*, "Framtida finansiell tillsyn".

MÅL TILLSYNS- FOKUS	SKYDDA SYSTEMET	SKYDDA KONSUMENTEN
STABILITET (<i>Prudential Supervision</i>)	Finansiell och operativ stabilitet och adekvat riskhantering hos centrala finansiella företag.	God finansiell stadga och riskkontroll i företag som förvaltar kunders tillgångar. Åtaganden gentemot insättare, försäkringstagare, fondandelsägare etc. ska uppfyllas.
MARKNADS- UPPFÖRANDE och INFRASTRUKTUR (<i>Market Conduct</i>)	Genomlysning och säkerhet i handelssystem, på marknadsplatser och i clearing och avveckling. Fungerande styrning/ kontroll, redovisning och revision i finansiella företag. Motverka finansiellt relaterad brottslighet, bl.a. genom vandelsprövning av ägare och ledning.	Korrekt och relevant information till konsumenter och investerare, skäliga villkor och korrekt behandling av kunder. Höja konsumenternas kunskapsnivå, i vissa fall agera direkt i konsumenternas långsiktiga intresse.

Med någon förenkling har problemen när det gäller hur tillsynsmålen ska formuleras, och hur och av vem tillsynen ska bedrivas, varit koncentrerade till rutan längst ned till höger. De två översta rutorna är ganska entydiga och avgränsade, och utgör ganska uppenbart den finansiella tillsynens kärna. Den nedre vänstra rutan är också i huvudsak en naturlig arbetsuppgift för den finansiella tillsynen, fastän det finns gråzoner där även andra myndigheter måste agera. Den optimala arbets- och ansvarsfördelningen mellan myndigheterna är heller långtifrån självklar här.

När det gäller den nedre högra rutan – det vill säga det som allmänt torde associeras till begreppet konsumentskydd – är arbets- och ansvarsfördelningen betydligt mer oklar. Till att börja med finns det ett delat ansvar mellan FI och Konsumentverket och utifrån olika regleringsmässiga plattformar: FI agerar på basis av den näringsrättsliga lagstiftningen (som bland annat innefattar rörelseregler och annan specifik finansiell lagstiftning), medan Konsumentverket agerar på basis av bland annat marknadsföringslagen och avtalsvillkorslagen. Därtill är ett antal andra aktörer involverade, exempelvis de så kallade konsumentbyråerna och Allmänna reklamationsnämnden (ARN). Till skillnad från FI och Konsumentverket kan konsumentbyråerna, ARN och Konsumentombudsmannen (KO) driva enskilda konsumenters ärenden.

Denna splittrade struktur är sannolikt tveksam ur effektivitetssynpunkt och den är definitivt dålig ur konsumentens synvinkel – det är inte lätt för konsumenten att veta vem han eller hon ska vända sig till vid problem. FI har visserligen sedan länge ett både omfattande och formaliserat samarbete med Konsumentverket, men ur konsumentens perspektiv löser det inte problemet i någon större utsträckning.

Följaktligen har detta diskuterats återkommande och i olika sammanhang. Ibland har man sett lösningen i att Konsumentverket tar hela eller en större del av ansvaret (så exempelvis den konsumentpolitiska utredningen²⁰), ibland i att FI tar en mer tydligt ledande roll (så exempelvis Förtroendekommissionen²¹). Men samtidigt har man i bägge dessa, liksom andra, fall noterat flera problem med att koncentrera verksamheten till endera myndigheten. När det gäller FI har man pekat på risken för de intresse- och resurskonflikter som kan uppstå i vissa lägen, och när det gäller Konsumentverket har man bland annat påpekat att verket saknar den kompetens och närhet till den finansiella marknaden som är viktig för att tillsynen ska bli effektiv. Därför har förslagen i bägge dessa fall landat i tyngdpunktsförskjutningar snarare än renodlingar.

Den utveckling av konsumentskyddsarbetet som förvisso skett under senare år – exempelvis har konsumentbyråerna fått ökade resurser och FI har arbetat aktivt med konsumentutbildningsfrågorna – har alltså skett inom ramen för ett i huvudsak oförändrat och uppsplittrat ansvar.

Finns det då några nya fakta på bordet som kan motivera nya grepp? Kanske, kanske inte. De olika argument för och motargument mot de lösningar som framförts genom åren är fortfarande relevanta. Men förändringar i den finansiella och institutionella miljön innebär också att olika argument och aspekter både kan växa och avta i relevans och styrka, så att en lösning som var bra i går kanske är mindre bra i dag, och direkt dålig i morgon.

I detta sammanhang finns det två tydliga och viktiga omvärldsfaktorer.

- Betydelsen av ett gott konsumentskydd på finansmarknaderna växer i takt med att det finansiella produktutbudet till hushållen blir alltmer omfattande och i vissa delar alltmer komplext.
- Den stabilitetsinriktade finansiella tillsynen får alltmer omfattande uppgifter, bland annat på grund av en ökad internationell harmonisering av regelverken (såväl inom EU som globalt) som dels innebär mer omfattande regler på många områden, dels nödvändiggör ett tätare internationellt tillsynssamarbete. Denna process har drivits på ytterligare av erfarenheterna från finanskrisen.

²⁰ SOU 2000:29, "Starka konsumenter i en gränslös värld".

²¹ SOU 2004:47. Se särskilt kapitel 10.

Med andra ord växer trycket och behovet av insatser på den finansiella tillsynens bägge huvudområden. Sett från en tillsynsmyndighets horisont kan detta leda till olika slutsatser. Å ena sidan kan man se det som ett argument för fler och bättre insatser – och för ökade resurser – på bägge tillsynsområdena, så att man kan utnyttja kunskaperna om de olika aspekterna av finanssektorns förhållanden på ett samlat sätt och ta vara på synergier mellan de olika områdena. Å andra sidan kan man också se det som ett skäl till att renodla verksamheterna, där den finansiella tillsynsmyndigheten fokuserar på en eller flera av rutorna i figuren ovan, medan något annat organ tar över ansvaret för de övriga rutorna.

Utrikes exempel

I USA har kongressen under året beslutat om att koncentrera och uppgradera konsumentskyddsarbetet på det finansiella området, och i detta syfte har myndigheten *Consumer Financial Protection Bureau* grundats inom ramen för lagen *Dodd-Frank Act*. Tanken är att myndigheten ska få en stark och oberoende ställning och kunna arbeta brett, både med övergripande frågor och med handfast hjälp till enskilda konsumenter. Finansiell utbildning är också ett av de definierade verksamhetsområdena. Myndigheten kommer att ha en egen budget, men inom ramen för *Federal Reserve*, det amerikanska centralbankssystemet.

I Storbritannien har *Financial Services Authority* (FSA) sedan många år en bred tillsynsroll beträffande det finansiella konsumentskyddet. Grovt översatt till svenska förhållanden kan man säga att FSA förenar FI:s och Konsumentverkets roll (på det finansiella området) under en och samma hatt. I och med att *Bank of England* under året fått ett uttalat överordnat ansvar för den finansiella systemstabiliteten har det skett en tyngdpunktsförskjutning av FSA:s uppgifter, som nu kan sägas vara mer inriktade på konsumentskydd i vid mening.

På senare tid har det alltså skett intressanta förändringar av det institutionella upplägget i viktiga länder i vår omvärld. Fastän utländska lösningar och erfarenheter sällan eller aldrig kan kopieras rakt av på svenska förhållanden, finns det ändå självklart all anledning att fundera över vad som kan vara relevant och tillämpligt här.²²

²² Se exempelvis *A Report on the Mandate, Structure and Resources of the Swedish Financial Supervisory Authority* av Howell E. Jackson, James S. Reid (2010), s. 34: "In recent debates over financial consumer protection in the United States, one of the most contentious issues was the relationship between the newly created Consumer Financial Protection Bureau and traditional supervisory agencies. While the resulting legislation is hardly a model of jurisdictional clarity, the legislation does offer one approach to separating supervision from consumer protection and Swedish officials might wish to consider how the United States has addressed this matter".

Några alternativa modeller

En lösning inspirerad av den nya amerikanska modellen som bygger på renodlingsprincipen skulle kunna vara att avgränsa FI:s uppdrag till finansiella *företag* och till relationerna mellan dessa. FI skulle då inte längre syssla med relationen företag – konsument. I stället skulle det ansvaret kunna överföras till Konsumentverket, eventuellt i samverkan med konsumentbyråerna, eller till en ny myndighet för finansiellt konsumentskydd med drag av den nya amerikanska myndigheten och/eller FSA, om man bedömer att finansiellt konsumentskydd behöver ett avgränsat mandat och egna resurser. I så fall skulle FI:s konsumentskyddsansvar avgränsas till kapitalvärdeskyddet, det vill säga till företagens finansiella och operativa stabilitet – en uppgift som nära ansluter till systemstabilitetsmålet.

Detta skulle innebära ett tydligare uppdrag och tydligare ansvar för alla involverande myndigheter, vilket vore positivt ur alla aspekter och inte minst för konsumenterna. Dessutom skulle FI få ett tydligare fokus eftersom antalet företag under FI:s tillsyn skulle kunna bli påtagligt färre. Flera kategorier av finansiella företag saknar nämligen relevans både ur systemaspekt och ur kapitalskyddsaspekt (exempelvis skadeförsäkringsbolag och försäkringsförmedlare), och över dessa skulle FI i så fall inte ha något tillsynsansvar.

En alternativ modell skulle kunna vara att FI istället behåller och vidgar sin roll till att också omfatta de aspekter av finanstillsynen som nu bedrivs av Konsumentverket, men att det sker i en del av FI som har eget mandat och en egen budget – detta torde vara nödvändigt för att undvika resurskonflikter och "gökungeffekter". Kopplingen till FI:s övriga verksamhet skulle kunna ligga i en administrativ och policymässig samordning. Ett sådant upplägg har visst släktskap med det förslag som Förtroendekommissionen lanserade tidigare. Eventuellt skulle en sådan modell också kunna tillämpas om och i den mån FI får ytterligare tillsynsuppgifter utanför finanstillsynens kärnområde.

Sammanfattningsvis finns det inte heller nu någon självklar bästa lösning att presentera. Men de växande kraven på den finansiella tillsynens olika områden gör det nödvändigt att utveckla både tydligare och mer ändamålsenliga organisatoriska lösningar än de som vi har i dagsläget.

Referenser:

SVENSKT OFFICIELLT TRYCK:

SOU 2004:47: *Näringslivet och förtroendet* (Förtroendekommissionen).

SOU 2000:29: *Starka konsumenter i en gränslös värld* (Konsumentpolitiska utredningen).

SOU 2003:22: *Framtida finansiell tillsyn*.

Prop. 2002/03:139: *Reformerade regler för bank- och finansieringsrörelse*.

ÖVRIGT:

Akerlof, G.: "The market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism" i *Quarterly Journal of Economics* 84(3) (1970).

Campbell, J., Jackson, H. m.fl.: *Consumer Financial Protection* (2010).

Campbell, J., Jackson, H. m.fl.: *The Regulation of Consumer Financial Products: An introductory Essay with Four Case Studies* (2010).

DeMeza, D., m.fl.: *Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective*, utgiven av Financial Services Authority (FSA) (2008).

Jackson, H.; Reid, J.: *A Report on the Mandate, Structure and Resources of the Swedish Financial Supervisory Authority* (2010).

Kahneman, D.; Tversky, A.: "Prospect Theory: An analysis of Decision under Risk" i *Econometrica* 47(2) (1979).

Östling, R. *Beteendeekonomi och konsumentpolitik*, Integrations- och jämställdhetsdepartementet (2009).

■ Tidigare utgivna artiklar

Kronemissioner i utlandet <i>Loulou Wallman</i>	1990:1
Valutamarknaden i april 1989 – en global undersökning <i>Robert Bergqvist</i>	1990:1
Betalningsbalansen 1989 <i>Gunnar Blomberg</i>	1990:2
Återinvesterade vinstmedel och direktinvesteringstillgångar <i>Fredrika Röckert</i>	1990:2
Utländsägandet – lagen om utländska företagsförvärv <i>Per Arne Ström</i>	1990:2
Den internationella valutamarknaden 1989 och 1990 <i>Robert Bergqvist</i>	1990:3
Avvecklingen av valutaregleringen – effekter på lång och kort sikt <i>Christina Lindenius</i>	1990:3
Kreditmarknaden t.o.m. tredje kvartalet 1990 <i>Marianne Biljer</i> och <i>Per Arne Ström</i>	1990:4
Färre lån och större amorteringar – Riksbankens hushållsenkät första halvåret 1990 <i>Anna Thoursie</i>	1990:4
Nya uppgifter om resevalutautflödet <i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Bytesbalansen reviderad <i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Competition and Regulation: Trends in financial systems <i>David T. Llewellyn</i>	1990:4
Utländska bankfilialers lånemöjligheter i Riksbanken <i>Loulou Wallman</i>	1991:1
EMU-processen under 1990 – en uppsummering <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1991:1
Den norska kronans koppling till ECU <i>Christina Lindenius</i>	1991:1
Betalningsbalansen 1990 <i>Fredrika Röckert</i>	1991:2
Det svenska innehavet av utländska portföljaktier <i>Martin Falk</i>	1991:2
Affärsbankernas resultatutveckling <i>Bo Dahlheim</i> , <i>Peter Lagerlöf</i> och <i>Per Arne Ström</i>	1991:2
De internationella kapitaltäckningsreglerna – arbetet går vidare <i>Göran Lind</i> och <i>Åke Törnqvist</i>	1991:2
Värna Valutafondens monetära roll! <i>Margareta Kyhlberg</i>	1991:2
Finansbolagen – sektor i omvandling <i>Marianne Biljer</i>	1991:3
Den svenska kronans koppling till ecu <i>Hans Lindberg</i> och <i>Christina Lindenius</i>	1991:3
Privat ecu – egenskaper och utveckling <i>Jonny Nilsson</i>	1991:3
Den internationella valutamarknaden 1990 och 1991 – EMS-blocket expanderar <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Leif Johansson</i>	1991:4
EES-avtalet och Riksbanken <i>Jan Nipstad</i>	1991:4
Hushållsenkäten första halvåret 1991 <i>Siv Stjernborg</i>	1991:4
Riksbanken och primary dealers <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Ann Westman Mårtensson</i>	1992:1
Ekonomisk och monetär union – startskottet i Maastricht <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1992:1
Den europeiska monetära unionen – konvergenskrav och anpassningsbehov <i>Christian Nilsson</i>	1992:1
Kreditmarknaden 1991 <i>Marianne Biljer</i>	1992:2
Banksektorns resultatutveckling i Sverige och i övriga Norden <i>Bo Dahlheim</i> , <i>Göran Lind</i> och <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1992:2
Avreglering av certifikat- och obligationsmarknaderna i svenska kronor <i>Loulou Wallman</i>	1992:2
Utländska förvärv av aktier i svenska företag <i>Rolf Skog</i>	1992:2
EES-avtalet och de finansiella marknaderna <i>Jan Nipstad</i>	1992:2
Budgetunderskottet och finanspolitikens inriktning <i>Krister Andersson</i>	1992:3
Utländets placeringar i svenska räntebärande värdepapper <i>Martin Falk</i> och <i>Tomas Niemelä</i>	1992:3
The Performance of Banks in the UK and Scandinavia: A Case Study in Competition and Deregulation <i>David T. Llewellyn</i>	1992:3
Den internationella valutamarknaden 1991 och 1992 <i>Marie Kjellsson</i>	1992:4
Valutamarknaden i april 1992 <i>Robert Bergqvist</i>	1992:4
Räntetrappan <i>Ann Westman Mårtensson</i>	1992:4
Kommunernas ekonomi <i>Maude Svensson</i>	1992:4
Östeuropas reformsträvanden <i>Christina Nordh</i>	1992:4
Penningpolitiska indikatorer <i>Yngve Lindh</i>	1993:1

Betalningssystemen i brytningstid <i>Hans Bäckström</i>	1993:1
Annus horribilis för EMU <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1993:1
Betalningsbalansen 1992 <i>Martin Falk</i> och <i>Anders Lindström</i>	1993:2
Kreditmarknaden 1992 <i>Marianne Biljer</i> och <i>Johanna Jonsson</i>	1993:2
Utvecklingen i banksektorn 1992 <i>Bo Dahlheim</i> , <i>Göran Lind</i> och <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1993:2
Strukturell sparandebriest – ett långvarigt problem i svensk ekonomi <i>Annika Alexius</i> och <i>Gunnar Blomberg</i>	1993:2
Riksbankens hushållsenkät 1992 <i>Eeva Seppälä</i>	1993:2
Fördelar och nackdelar med EMU <i>Annika Alexius</i> och <i>Yngve Lindh</i>	1993:2
Konvergensprocessen i EG-länderna inför en ekonomisk och monetär union <i>Maria Landell</i> och <i>Magnus Lindberg</i>	1993:2
Kapitaltäckning för marknadsrisker <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Mats Ericsson</i>	1993:3
Värdepapperisering på den svenska kreditmarknaden <i>Willem van der Hoeven</i>	1993:3
Statliga indexobligationer <i>Kerstin Hallsten</i>	1993:3
Skattning av terminsräntor <i>Lars E.O. Svensson</i>	1993:3
Den internationella valutamarknaden under 1992 och 1993 <i>Kerstin Mitlid</i> och <i>Karolina Björklund</i>	1993:4
Skuldsanering pågår <i>Daniel Barr</i> och <i>Kurt Gustavsson</i>	1993:4
Kommer Sverige att gå Finlands väg? <i>Maria Landell</i>	1993:4
Penningpolitiska styrmedel i EMU <i>Kari Lotsberg</i> och <i>Ann Westman</i>	1993:4
Penningpolitikens effekter på räntebildningen <i>Annika Alexius</i>	1994:1
Tillgångsprisernas roll i ekonomin <i>Claes Berg</i> och <i>Mats Galvenius</i>	1994:1
Andra fasen i EMU-processen <i>Louise Lundberg</i>	1994:1
Betalningsbalansen 1993 under rörlig växelkurs <i>Anders Lindström</i> och <i>Tomas Lundberg</i>	1994:2
Utlandets innehav av svenska värdepapper <i>Mattias Croneborg</i> och <i>Johan Östberg</i>	1994:2
Kreditmarknaden <i>Johanna Jonsson</i>	1994:2
Utvecklingen i banksektorn 1993 <i>Göran Lind</i> och <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1994:2
Riksbanken och systemrisken i derivatmarknaden <i>Marianne Wolfbrandt</i>	1994:2
Riksbanken reducerar kassakraven för bankerna till noll <i>Kari Lotsberg</i>	1994:2
Riksbankens nya räntestyrningssystem <i>Lars Hörngren</i>	1994:2
Hushållsenkäten <i>Eeva Seppälä</i>	1994:2
Statsskulden, räntorna och utländska placeras beteende <i>Thomas Franzén</i>	1994:3
Monetära index – indikatorer för penningpolitiken <i>Bengt Hansson</i> och <i>Hans Lindberg</i>	1994:3
Sveriges nettoskuld till utlandet <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Anders Lindström</i>	1994:3
Riksbanken, RIX och systemrisken <i>Daniel Barr</i>	1994:3
RIX – Riksbankens system för clearing och avveckling <i>Bertil Persson</i>	1994:3
Den internationella valutamarknaden <i>Martin Edlund</i> och <i>Kerstin Mitlid</i>	1994:4
Avkastningskurvan och investerarnas beteende <i>Lars Hörngren</i> och <i>Fredrika Lindsjö</i>	1994:4
Direktinvesteringar – tolkning och innebörd <i>Johan Östberg</i>	1994:4
Pristabilitet och penningpolitik <i>Urban Bäckström</i>	1995:1
Samordning av den ekonomiska politiken i EU <i>Christina Lindenius</i>	1995:1
Bankernas inlåningsmonopol och konkurrensen om sparandet <i>Daniel Barr</i> och <i>Lars Hörngren</i>	1995:1
Bankernas räntor och Riksbankens ränteanalys <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:1
Riksbanken och valutamarknaden <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Ann Westman</i>	1995:1
Betalningsbalans 1994 – kapitalflöden och växelkurs <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Mattias Croneborg</i>	1995:2
Pristabilitet och ekonomisk tillväxt <i>Mats Galvenius</i> och <i>Yngve Lindh</i>	1995:2
Produktionsgap och inflation i ett historiskt perspektiv <i>Mikael Apel</i>	1995:2
Kreditmarknaden 1994 – skuldsättningen minskar <i>Felice Marlor</i>	1995:2
Bankerna och bostadsinstituten 1994 <i>Björn Hasselgren</i> och <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:2

Riksbankens hushållsenkät 1994 – ökat finansiellt sparande <i>Hans Dillén</i>	1995:2
Penningpolitisk styrning i teori och praktik <i>Lars Hörngren</i>	1995:3
Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson and Siegel Method <i>Lars E. O. Svensson</i>	1995:3
Hushållens sparande i privatobligationer <i>Lotte Schou</i> och <i>Marianne Wolfbrandt</i>	1995:3
Turismen styr resevalutan <i>Fredrika Röckert</i>	1995:3
Riksbanken och det europeiska monetära samarbetet <i>Urban Bäckström</i>	1995:4
Strategi och instrument i etapp tre av EMU <i>Claes Berg</i>	1995:4
EMU och sysselsättningen <i>Krister Andersson</i> och <i>Anatoli Annenkov</i>	1995:4
EMU:s slutmål – en gemensam valuta <i>Stefan Ingves</i> och <i>Agneta Brandimarti</i>	1995:4
EU, EMU och betalningssystemet <i>Hans Bäckström</i>	1995:4
Hantering av bankkrisen – sedd i efterhand <i>Stefan Ingves</i> och <i>Göran Lind</i>	1996:1
Kronans reala jämviktskurs <i>Annika Alexius</i> och <i>Hans Lindberg</i>	1996:1
Snabba kast i internationella kapitalflöden <i>Fredrika Röckert</i> och <i>Karin Stillerud</i>	1996:1
Den svenska derivatmarknaden domineras av ett fåtal aktörer <i>Antti Koivisto</i> och <i>Marianne Wolfbrandt</i>	1996:1
"Herstatt-risken" och det internationella banksystemet <i>Hans Bäckström</i>	1996:1
Penningpolitiska strategier för den europeiska centralbanken <i>Claes Berg</i>	1996:2
Producent- och importpriser samt KPI – starkt samband på disaggregerad nivå <i>Hans Dellmo</i>	1996:2
Riksbankens hushållsenkät 1995: Nyupplåningen minskar <i>Peter Lundkvist</i>	1996:2
Penningpolitik, inflation och arbetslöshet <i>Mikael Apel</i> och <i>Lars Heikensten</i>	1996:3
Potentiell produktion och produktionsgap <i>Mikael Apel</i> , <i>Jan Hansen</i> och <i>Hans Lindberg</i>	1996:3
Statens förändrade roll på finansmarknaderna <i>Martin Blåvarg</i> och <i>Stefan Ingves</i>	1996:3
Sveriges utlandsskuld ur olika perspektiv <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Tomas Lundberg</i>	1996:4
Riksbankens räntestyrningssystem <i>Karolina Holmberg</i>	1996:4
Strukturella perspektiv på de offentliga finanserna <i>Johan Fall</i>	1996:4
Penningpolitiken och arbetslösheten <i>Urban Bäckström</i>	1997:1
Macroeconomic indicators of systemic risk <i>Felice Marlor</i>	1997:1
Strukturumvandlingen och prisbildningen <i>Tor Borg</i> och <i>Mattias Croneborg</i>	1997:1
Elektroniska pengar – risker, möjligheter, frågetecken <i>Hans Bäckström</i> och <i>Peter Stenkula</i>	1997:1
Har inflationsprocessen förändrats? <i>Claes Berg</i> och <i>Peter Lundkvist</i>	1997:2
Förväntningar om EMU och ränteutvecklingen <i>Hans Dillén</i> och <i>Martin Edlund</i>	1997:2
EMU 1999 – en lägesrapport <i>Jonas Eriksson</i> och <i>Loulou Wallman</i>	1997:2
Riksbanken hushållsenkät 1996: Nyupplåningen ökar <i>Peter Lundkvist</i>	1997:2
Den svenska repomarknaden <i>Christian Ragnartz</i> och <i>Johan Östberg</i>	1997:3/4
Floaten i betalningssystemet <i>Johanna Lybeck</i>	1997:3/4
Lärdomar av den nederländska modellen <i>Jonas A. Eriksson</i> och <i>Eva Uddén-Jondal</i>	1997:3/4
Kronans roll utanför EMU <i>Kerstin Mitlid</i>	1998:1
EMU snart verklighet – hur påverkas den ekonomiska politiken? <i>Lars Heikensten</i> och <i>Fredrika Lindsjö</i>	1998:1
Fem år med prisstabilitetsmål <i>Urban Bäckström</i>	1998:1
Samspelet för finansiell stabilitet <i>Göran Lind</i>	1998:1
Varför är det bra med en självständig Riksbank <i>Mikael Apel</i> och <i>Staffan Viotti</i>	1998:2
Ska Riksbanken bry sig om aktiepriser? <i>Ossian Ekdahl</i> , <i>Jonas A. Eriksson</i> och <i>Felice Marlor</i>	1998:2
Valutakurser och valutoptioner som EMU-indikatorer <i>Javiera Aguilar</i> och <i>Peter Hördahl</i>	1998:2
Value at Risk <i>Lina El Jahel</i> , <i>William Perraudin</i> och <i>Peter Sellin</i>	1998:2
Effektivitet i betalningssystemet – ett nätverksperspektiv <i>Gabriela Guibourg</i>	1998:3
Värdepapperisering – en framtida finansieringsform? <i>Martin Blåvarg</i> och <i>Per Lilja</i>	1998:3
Sambanden mellan konkurrens och inflation <i>Marcus Asplund</i> och <i>Richard Friberg</i>	1998:3
The New Lady of Threadneedle Street <i>Edward George</i>	1998:3
The inflation target five years on <i>Mervyn King</i>	1998:3

Kan man skapa ett globalt nätverk för betalningar? <i>Hans Bäckström och Stefan Ingves</i>	1998:4
Varför ska man använda räntindex? <i>Christian Ragnartz</i>	1998:4
Internationella valutafondens utveckling och finansiella struktur <i>Maria Götherström</i>	1998:4
Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering <i>Lars Heikensten</i>	1999:1
Hedgefonder – orosstiftare? <i>Per Walter och Pär Krause</i>	1999:1
Optionspriser och marknadens förväntningar <i>Javiera Aguilar och Peter Hördahl</i>	1999:1
Managing and Preventing Financial Crises <i>Martin Andersson och Staffan Viotti</i>	1999:1
Den aktuella penningpolitiken <i>Urban Bäckström</i>	1999:2
Inflationsprognos med osäkerhetsintervall <i>Mårten Blix och Peter Sellin</i>	1999:2
Marknadsvärderad utlandsställning <i>Gunnar Blomberg och Johan Östberg</i>	1999:2
Därför har Sverige bytt stabiliseringspolitisk regim <i>Villy Bergström</i>	1999:2
Mot nya nationella och internationella bankregler <i>Göran Lind och Johan Molin</i>	1999:3
Valutareservens ränterisk <i>Christian Ragnartz</i>	1999:3
Inflation Forecast Targeting <i>Claes Berg</i>	1999:3
Den aktuella penningpolitiken <i>Urban Bäckström</i>	1999:4
Olika sätt att bedriva inflationspolitik – teori och praktik <i>Mikael Apel, Marianne Nessén, Ulf Söderström och Anders Vredin</i>	1999:4
Strukturella förändringar i banksektorn – drivkrafter och konsekvenser <i>Per Lilja</i>	1999:4
Ekonomisk-politisk samordning i EU/EMU <i>Lars Heikensten och Tomas Ernhagen</i>	2000:1
Finns det en "ny ekonomi" och kommer den till Europa? <i>Jonas A. Eriksson och Martin Ådahl</i>	2000:1
Makroindikationer på kreditrisker vid företagsutlåning <i>Lena Lindhe</i>	2000:1
Internationella portföljinvesteringar <i>Roger Josefsson</i>	2000:1
Den aktuella penningpolitiken <i>Urban Bäckström</i>	2000:2
Makroekonomiskt beroende av demografen: En nyckel till bättre framtidsbedömningar <i>Thomas Lindh</i>	2000:2
Euron och svensk bostadsfinansiering <i>Margareta Kettis och Lars Nyberg</i>	2000:2
Conducting Monetary Policy with a Collegial Board: The New Swedish Legislation One Year On <i>Claes Berg och Hans Lindberg</i>	2000:2
Hantering av bankkriser – förslag till nytt regelverk <i>Staffan Viotti</i>	2000:3
Banklagskommitténs huvud- och slutbetänkande	2000:3
Att besegra inflationen – en introduktion till Sargents analys <i>Ulf Söderström och Anders Vredin</i>	2000:3
The conquest of American inflation: A summary <i>Thomas J. Sargent and Ulf Söderström</i>	2000:3
Den aktuella penningpolitiken <i>Urban Bäckström</i>	2000:4
Kreditvärdering och konjunkturcykeln: kan konkurser prognosticeras? <i>Tor Jacobson och Jesper Lindé</i>	2000:4
Ansökarländernas val av växelkursystem inför EMU <i>Martin Ådahl</i>	2000:4
Lönespridning mellan olika sektorer i Sverige <i>Sara Tägtström</i>	2000:4
Trends in Swedish Public Finances – Past and Future <i>Yngve Lindh and Henry Ohlsson</i>	2000:4
Självständiga centralbanker i demokratier? <i>Villy Bergström</i>	2001:1
Räntestyrring i penningpolitiken – hur går det till? <i>Kerstin Mitlid och Magnus Vesterlund</i>	2001:1
Förändrad lönebildning i en förändrad omvärld? <i>Kent Friberg och Eva Uddén Sonnegård</i>	2001:1
Riksbankens yttrande över betänkandet Offentlig administration i Sverige av banker i kris (SOU 2000:66)	2001:1
Hur kan centralbanker främja finansiell stabilitet? <i>Tor Jacobson, Johan Molin och Anders Vredin</i>	2001:2
Regulation and banks' incentives to control risk <i>Arnoud W.A. Boot</i>	2001:2
Maintaining financial stability: Possible policy options <i>Philip Lowe</i>	2001:2
Dealing with financial instability: The central bank's tool kit <i>Arturo Estrella</i>	2001:2
Skattepolitiska utmaningar och prioriteringar <i>Robert Boije</i>	2001:2
Fastighetsskattens roll i skattesystemet <i>Peter Englund</i>	2001:2

Riksbankens roll som övervakare av den finansiella infrastrukturen <i>Martin Andersson, Gabriela Guibourg och Björn Segendorff</i>	2001:3
Internationella valutafondens kvoter – om funktion och inflytande <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	2001:3
How good is the forecasting performance of major institutions? <i>Mårten Blix, Joachim Wadejford, Ulrika Wienecke and Martin Ådahl</i>	2001:3
Aktieindexoptioner som framåtblickande indikator <i>Magnus Lomakka</i>	2001:3
Ett finansiellt mått på inflationsförväntningar <i>Malin Andersson och Henrik Degré</i>	2001:3
Om prisstabilitet och finansiell stabilitet <i>Sonja Daltung</i>	2001:4
Kontant användningen i den svenska ekonomin <i>Martin Andersson och Gabriela Guibourg</i>	2001:4
Hur kan man förklara löneutvecklingen? <i>Lars Calmfors och Eva Uddén Sonnegård</i>	2001:4
Hushållen, aktiemarknaden och det finansiella systemet <i>Urban Bäckström</i>	2002:1
Riksbankens valutainterventioner – beredning, beslut och kommunikation <i>Lars Heikensten och Anders Borg</i>	2002:1
Realränta och penningpolitik <i>Magnus Jonsson</i>	2002:1
Guldreservens roll och avkastning på guld <i>Annette Henriksen</i>	2002:1
Centralbankers behov av eget kapital <i>Tomas Ernhagen, Magnus Vesterlund och Staffan Viotti</i>	2002:2
Inter-bank exposures and systemic risk <i>Martin Blåvarg and Patrick Nimander</i>	2002:2
Rixmod – Riksbankens makromodell för penningpolitisk analys <i>Christian Nilsson</i>	2002:2
Bör skatteavvikelser integreras i budgetprocessen? <i>Robert Boije</i>	2002:2
Avkastningskurvan och Riksbankens signalering <i>Malin Andersson, Hans Dillén och Peter Sellin</i>	2002:3
Konsolidering inom den svenska banksektorn: ett centralbanksperspektiv <i>Lars Frisell och Martin Noréus</i>	2002:3
An evaluation of forecasts for the Swedish economy <i>Mårten Blix, Kent Friberg and Fredrik Åkerlind</i>	2002:3
The art of targeting inflation <i>Lars Heikensten and Anders Vredin</i>	2002:4
IRB-ansatsen i Baselkommitténs förslag till nya kapitaltäckningsregler: några simuleringsbaserade illustrationer <i>Tor Jacobson, Jesper Lindé och Kasper Roszbach</i>	2002:4
Reformerad hantering av internationella finanskriser <i>Ola Melander</i>	2002:4
Riksbankens yttrande över betänkandet "Stabiliseringspolitik i valutaunionen" SOU 2002:16	2002:4
Är det bra med globalisering? <i>Villy Bergström</i>	2003:1
Nationell stabiliseringspolitik vid ett svenskt medlemskap i EMU <i>Robert Boije och Hovick Shahnazarian</i>	2003:1
Hur påverkas ekonomin av inflationsmålet? <i>Malin Adolfson och Ulf Söderström</i>	2003:1
The use of market indicators in financial stability analyses <i>Mattias Persson and Martin Blåvarg</i>	2003:2
Kortbetalningar i Sverige <i>Lars Nyberg och Gabriela Guibourg</i>	2003:2
Restposten i betalningsbalansen – ett problem? <i>Gunnar Blomberg, Lars Forss och Ingvar Karlsson</i>	2003:2
Särskilda dragningsrätter – ett smörjmedel <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	2003:2
Riksbankens yttrande över betänkandet Framtida finansiell tillsyn SOU 2003:22	2003:2
On central bank efficiency <i>Mårten Blix, Sonja Daltung and Lars Heikensten</i>	2003:3
An Inflation Reports Report <i>Eric M. Leeper</i>	2003:3
Finansiella bubblor och penningpolitik <i>Hans Dillén och Peter Sellin</i>	2003:3
IMF – utveckling, kritik och uppgifter framöver <i>David Farelus</i>	2003:3
Krisövning ger krisfärdighet <i>Göran Lind</i>	2003:4
Payment system efficiency and pro-competitive regulation <i>Mats A. Bergman</i>	2003:4
Är "löneglidning" ett problem? <i>Eva Uddén Sonnegård</i>	2003:4
Den offentliga sektorns strukturella sparande <i>Robert Boije</i>	2004:1
The peaks and troughs of the Stability and Growth Pact <i>Jonas Fischer</i>	2004:1
Lessons from the past: What can we learn from the history of centralized wage bargaining? <i>Michelle Alexopoulos and Jon Cohen</i>	2004:1

Kan vi bli bäst igen? Kapitalbildningens roll för den långsiktiga tillväxten <i>Villy Bergström</i>	2004:2
Den finansiella acceleratoren och företagets investeringar <i>Claes Berg, Jan Hansen och Peter Sellin</i>	2004:2
Den svenska bankkrisen – ursprung och konsekvenser <i>Peter Englund</i>	2004:2
Assessment of the Riksbank's Work on Financial Stability Issues <i>Franklin Allen, Lennart Francke and Mark W. Swinburne</i>	2004:3
Effektivitet i kontantförsörjningen <i>Sonja Daltung och Mithra Ericson</i>	2004:3
Inflation och relativa prisförändringar i den svenska ekonomin <i>Bengt Assarsson</i>	2004:3
Ett decennium med inflationsmål <i>Lars Heikensten</i>	2004:4
Hushållens inflationsåsikter – historien om två undersökningar <i>Stefan Palmqvist och Lena Strömberg</i>	2004:4
Prissättningsbeteendet i svenska företag <i>Mikael Apel, Richard Friberg och Kerstin Hallsten</i>	2004:4
Riksbanken och sysselsättningen <i>Villy Bergström, Annika Svensson och Martin Ådahl</i>	2005:1
Penningpolitik med inflationsmål – erfarenheter från 20 länder <i>Claes Berg</i>	2005:1
Den "nya ekonomin" och svensk produktivitet på 2000-talet <i>Björn Andersson och Martin Ådahl</i>	2005:1
On the need to focus more on the asymmetry problem within the EU Fiscal Policy Framework <i>Robert Boije</i>	2005:1
Basel II – nytt regelverk för bankkapital <i>Göran Lind</i>	2005:2
Penningpolitiska förväntningar och terminspremier <i>Jan Alsterlind och Hans Dillén</i>	2005:2
Riksbankens räntestyrning – penningpolitik i praktiken <i>Annika Otz</i>	2005:2
Dag Hammarskjölds insats som ekonom och ämbetsman i Sverige <i>Assar Lindbäck</i>	2005:3
Vägvalets tid. Dag Hammarskjöld och Riksbanken under 1930-talet <i>Hans Landberg</i>	2005:3
Ämbetsman eller politiker? Om Dag Hammarskjölds roll i fyrtytalets svenska regeringspolitik <i>Örjan Appelqvist</i>	2005:3
Hammarskjöld, Sverige och Bretton Woods <i>Göran Ahlström och Benny Carlsson</i>	2005:3
Nationalekonomen Dag Hammarskjöld <i>Börje Kragh</i>	2005:3
De senaste tio åren – erfarenheter och slutsatser <i>Lars Heikensten</i>	2005:4
Penningpolitik och arbetslöshet <i>Villy Bergström och Robert Boije</i>	2005:4
The future relationship between financial stability and supervision in the EU <i>Eva Srejber och Martin Noreus</i>	2005:4
Den svenska marknaden för likviditetsutjämning <i>Pia Kronestedt Metz</i>	2005:4
Finansiell tillgångsförvaltning i Riksbanken <i>Tomas Ernhagen och Fredrik Olsson</i>	2006:1
Kontroll av legala risker i förvaltningen av finansiella tillgångar <i>Magnus Georgsson</i>	2006:1
Stora bytesbalansöverskott och svag utlandsställning – hur hänger det ihop? <i>Gunnar Blomberg och Maria Falk</i>	2006:1
Effektiva växelkurser – i teori och praktik <i>Jan Alsterlind</i>	2006:1
Det offentliga ramverket för banker i EU – en introduktion <i>Jonas Niemeyer</i>	2006:2
Supervisory arrangements, LoLR and crisis management in a single European market <i>Arnoud W. A. Boot</i>	2006:2
Burden sharing in a banking crisis in Europe <i>Charles Goodhart and Dirk Schoenmaker</i>	2006:2
Cross-border financial supervision in Europe: goals and transition paths <i>David G. Mayes</i>	2006:2
Sund internationell praxis grunden för bankreformer <i>Stefan Ingves och Göran Lind</i>	2007:1
Penningpolitiken och akademikerna: en studie av svensk penningpolitik med inflationsmål <i>Mikael Apel, Lars Heikensten och Per Jansson</i>	2007:1
Globaliseringens effekter på arbetsmarknaden i Sverige <i>Eleni Savvidou</i>	2007:1
Inflationsmålet ligger fast, men metoderna kan utvecklas Remissvar på Giavazzi/Mishkins utredning	2007:1
Penningpolitiken i den nya neoklassiska syntesen: en introduktion <i>Marvin Goodfriend</i>	2007:2
RAMSES – en ny allmänjämviktsmodell för penningpolitisk analys <i>Malin Adolfsen, Stefan Laséen, Jesper Lindé och Mattias Villani</i>	2007:2
Ökad konkurrens och inflation <i>Magnus Jonsson</i>	2007:2
Flexibel inflationsmålspolitik – hur ska centralbanker ta realekonomisk hänsyn? <i>Stefan Palmqvist</i>	2007:2

Riksbankens prognoser för importpriser och inflation <i>Bengt Assarsson</i>	2007:3
Finns det ett optimalt sätt att strukturera tillsyn? <i>Stefan Ingves och Göran Lind</i>	2007:3
Nya inflationsmått för penningpolitisk analys <i>Jesper Hansson och Jesper Johansson</i>	2007:3
En utvärdering av Riksbankens prognosförmåga <i>Michael K Andersson, Gustav Karlsson och Josef Svensson</i>	2007:3
Stabilitetsrapporten 10 år – ett bokslut <i>Martin Andersson</i>	2008:1
Låneportföljförvaltning: Bra eller dåliga nyheter för den finansiella stabiliteten? <i>Anthony M. Santomero</i>	2008:1
Finansmarknaderna och de finansiella strukturerna – om hedgefonder <i>Kent Janér</i>	2008:1
Oron på de finansiella marknaderna – orsaker och konsekvenser <i>Lars Nyberg, Mattias Persson och Martin W. Johansson</i>	2008:1
Matchningsprocessen på den svenska arbetsmarknaden: En regional analys <i>Ted Aranki och Mårten Löf</i>	2008:1
Can the authorities manage crises in the financial system? <i>Johan Molin och Stefan Ingves</i>	2008:2
Varför behöver vi mått på underliggande inflation? <i>Jesper Hansson, Jesper Johansson och Stefan Palmqvist</i>	2008:2
Kort- och kontantbetalningar – ett samhällsekonomiskt perspektiv <i>Mats Bergman, Gabriela Guibourg och Björn Segendorf</i>	2008:2
hStress tests: Objectives, challenges and modelling choices <i>Mathias Drehmann</i>	2008:2
Transparens med en flexibel inflationsmålpolitik: erfarenheter och svårigheter <i>Lars E.O. Svensson</i>	2009:1
The new macro models: washing our hands and watching for Icebergs <i>Jon Faust</i>	2009:1
Beslutsprocessen – hur det går det till när Riksbankens direktion ska bestämma om reporäntan <i>Kerstin Hallsten och Sara Tägtström</i>	2009:1
Hedgefonder och finansiella kriser <i>Maria Strömqvist</i>	2009:1
IMF:s övervakning av den finansiella sektorn <i>Björn Segendorf och Åsa Ekelund</i>	2009:1
Penningpolitik när styrräntan är noll <i>Ulf Söderström och Andreas Westermark</i>	2009:2
Den penningpolitiska transmissionsmekanismen <i>Elisabeth Hopkins, Jesper Lindé och Ulf Söderström</i>	2009:2
Transmissionsmekanismen och den finansiella krisen <i>Elisabeth Hopkins, Jesper Lindé och Ulf Söderström</i>	2009:2
Sambandet mellan IT-investeringar, konkurrens, organisationsförändringar och produktivitet <i>Bengt Pettersson</i>	2009:2
Riskpremien på den svenska penningmarknaden – erfarenheter från krisen <i>Albina Soultanaeva och Maria Strömqvist</i>	2009:3
Prognosmakares förmåga – vad brukar vi utvärdera och vad vill vi utvärdera? <i>Michael K. Andersson och Ted N. Aranki</i>	2009:3
Lönebildningen i Sverige <i>Kent Friberg</i>	2009:3
Anchoring Fiscal Expectations <i>Eric M. Leeper</i>	2009:3
Riksbankens kommunikation av makroekonomisk osäkerhet <i>David Kjellberg och Mattias Villani</i>	2010:1
Förväntningar om och utvärdering av penningpolitiken: Vilken roll spelar öppenhet och kommunikation? <i>Lars E. O. Svensson</i>	2010:1
Riksbankens direktion och arbetet med penningpolitiken – erfarenheter från de första tio åren <i>Mikael Apel, Carl Andreas Claussen och Petra Lennartsdotter</i>	2010:1
Hur har Riksbanken hanterat den finansiella krisen? <i>Johan Molin</i>	2010:1
Efter krisen – vägen mot ett stabilare finansiellt system <i>Lars Nyberg och Tom Andersson</i>	2010:2
Penningmarknadsfonder och den finansiella stabiliteten <i>Gudrun Gunnarsdottir and Maria Strömqvist</i>	2010:2
EU:s framtida tillsyn – kommer den att fungera? <i>Tom Andersson</i>	2010:2

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel 08-787 00 00
Fax 08-21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

