

Efter finanskrisen

– några perspektiv på finansmarknaden



FMK
FINANSMARKNADS
KOMMITTÉN

Framtidens finansmarknad

- Lärdomar och utmaningar

Med bidrag från:

Karolina Ekholm

Luigi Guiso

Henry Montgomery

Jesper Roine

Daniel Sachs

Paolo Sodini

Finansmarknadskommittén

Finansmarknadskommittén
Finansdepartementet
103 33 Stockholm
Sweden

Tel: +46 (0) 8 405 10 00

www.finansmarknadskommitten.se

www.regeringen.se

Finansmarknadskommittén, FMK, är tillsatt av regeringen med uppdraget *att utgöra ett forum för dialog och samråd kring den finansiella sektorns villkor för att främja stabilitet, förtroende effektivitet och utvecklingsmöjligheter.*

Enligt direktiven ska kommittén

- främja en återkommande dialog mellan staten och finansbranschen
- fortlöpande bevaka den internationella utvecklingen
- diskutera hur förutsättningarna för den finansiella sektorn i Sverige kan förändras så att stabiliteten och effektiviteten förbättras
- initiera och driva aktiviteter för att utveckla finanssektorn

Ledamöter i Finansmarknadskommittén:

Johanna Lybeck-Lilja, Statssekreterare, Finansdepartementet

Johan Hansing, fd tillförordnad vd Svenska Bankföreningen

Peter Bystedt, Finansråd och chef på Finansdepartementets Finansmarknadsavdelning

Sten Dunér, VD för Länsförsäkringar, ordförande i Svensk Försäkring

Jens Henriksson, VD Nasdaq OMX Stockholmsbörsen

Olle Zetterberg, VD Stockholm Business Region AB

Sekretariat:

Pehr Wissén

Camilla Ferenius

Tom Andersson

Innehåll

Förord	7
Finansmarknadens globalisering- effektivitet vs stabilitet Karolina Ekholm	9
Kapitalförsörjning och finansiell intermediering i framtiden Daniel Sachs	35
Finanskriser och inkomstfördelning Jesper Roine	47
Consumers and financial markets Paolo Sondini and Luigi Guiso	87
Möjligheter att motverka finanskriser – lärdomar från psykologi Henry Montgomery	135
Konferens om Framtidens finansmarknad	181
Så ska framtidens företag finansieras – Om förändringar i finansmarknadens struktur	183
Mer information och rätt information – Om den mänskliga faktorn och hushållens roll på finansmarknaden	187

Förord

De finansiella marknaderna genomgår omfattande förändringar. Finansmarknads-kommittén har därför samlat framstående forskare och praktiker för att göra en konferens och en antologi om några av den svenska finansmarknadens viktigare frågeställningar. Syftet är att initiera en diskussion kring mer långsiktiga och fundamentala frågor som har väckts i finanskrisens spår.

I den här antologin presenterar sex framstående forskare och praktiker från olika utgångs-punkter sina perspektiv på skeendet på fem olika områden:

1. Hur kommer globaliseringen av finansmarknaderna att utvecklas framöver och vilka för- och nackdelar för den med sig?
2. Hur kommer framtidens kapitalförsörjning att se ut och vilka former av inter-mediering kommer vi att se?
3. Finns ett samband mellan finansiella cykler och inkomstklyftor?
4. Hur ser konsumenternas ställning på de finansiella marknaderna ut och vilken förmåga har hushållen att fatta beslut som är fördelaktiga för dem på marknaderna?
5. Vad har beteendevetenskapen att säga om krisen och behovet av reformer?

Bidragen till antologin har diskuterats vid möten i Finansmarknadskommittén och vid konferensen "Framtidens finansmarknad" den 11 december i år. Slutsatserna i antologin är författarnas egna. Det är min förhoppning att denna antologi kan utgöra ett kunskaps- underlag i den framtida policydiskussionen kring finanssektorns utveckling och hur vi skapar förutsättningar för finansiell stabilitet.

Stockholm 17 december 2012

Johanna Lybeck Lilja
Statssekreterare
Ordförande Finansmarknadskommittén

Finansmarknadernas globalisering efter den globala finanskrisen

Karolina Ekholm*

Den globala finanskrisen tycks ha lett till ett brott i den trend av ökad internationell integration som präglat finansmarknaderna under de senaste decennierna. I viss mån tycks det handla om effekter av den pågående eurokrisen och dessa kan väntas avta i takt med att eurokrisen klingar av. Men nya regleringar spelar troligtvis också roll och effekterna av dem kan vara mer bestående. Mer fragmenterade finansmarknader skulle innebära kostnader i termer av sämre kapitalallokering, riskspridning och konkurrens på bankmarknaden. På europeisk nivå skulle en bankunion – utformad på rätt sätt – kunna motverka sådana tendenser. De svenska bankerna har en gynnsam konkurrenssituation i dagsläget, delvis som en följd av att de framstår som trygga motparter jämfört med många andra europeiska banker. Starkare europeiska banker utanför Sverige är dock att föredra även ur ett renodlat svenskt perspektiv, eftersom det skulle förbättra konkurrensen och minska risken för stress på finansmarknaderna.

Inledning

När Lehman Brothers gick i konkurs den 15 september 2008 hade de internationella finansmarknaderna uppvisat tecken på stress i mer än ett år. Spreadarna på interbankmarknaderna hade varit förhöjda sedan sommaren 2007, inte bara i USA, utan även i euroområdet och Storbritannien. Även i Sverige började spreadarna stiga sommaren 2007. Under denna period var det nog för de flesta oklart i vilken utsträckning problemen på de finansiella marknaderna skulle komma att påverka utvecklingen av världsekonomin.

Lehman Brothers krasch blev dock den utlösande faktorn bakom en exceptionellt snabb nedgång i den ekonomiska aktiviteten i stora delar av världen. Bakom den snabba

* Karolina Ekholm är tjänstledig från Stockholms universitet och tjänstgör som vice riksbankschef på Sveriges Riksbank. Hon tackar Sofia Possne för hjälp med att ta fram underlag och Cecilia Roos-Isaksson för kommentarer på en tidigare version. De synpunkter som framförs i detta kapitel är hennes egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbanken.

spridningen av en finansiell chock – som ytterst hade sitt ursprung i problemen på den amerikanska bostadsmarknaden – till den realekonomiska utvecklingen runt om i världen låg en stark globalisering av finansmarknaderna. Denna globalisering, driven av en kombination av politiska beslut att underlätta handel i finansiella tillgångar och tekniska framsteg inom information och kommunikation, hade pågått i flera decennier.

Att chocken spreds så snabbt och att de realekonomiska konsekvenserna blev så stora har lett till att globaliseringen av finansmarknaderna hamnat i delvis ny dager. Fördelarna av mer integrerade marknader ur effektivitetssynpunkt har kommit att ställas mot eventuella nackdelar när det gäller att upprätthålla stabiliteten i det finansiella systemet. Bland politiska beslutsfattare och myndighetsföreträdare har en betydligt mer skeptisk inställning spritt sig. Inte minst har en tidigare ganska entydigt positiv inställning till de egna bankernas internationella konkurrensförmåga i länder med stora finansiella sektorer kommit att blandas med en oro för vad en bankkris kan göra med ekonomin. Erfarenheterna från länder som Island och Irland, där ett havererat bank-system resulterat i havererade statsfinanser, förskräcker.

Detta kapitel handlar om hur man kan se på för- och nackdelarna med finansiell integration i ljuset av finanskrisen och hur denna finanskris påverkat integrationsprocessen. Det handlar också om vilka förändringar nya regler för de finansiella instituten kan förväntas medföra. Sverige är ett land med stor finanssektor i förhållande till ekonomin i stort och där myndigheterna därför varit förhållandevis aktiva när det gäller att skärpa kraven på bankerna. Bankerna har också varit snabba med att uppfylla dessa krav, även när de bara framställts i form av rekommendationer. Deras goda efterlevnad tycks samtidigt skapa en del konkurrensfördelar, vilka ökar förutsättningarna för svenska banker att expandera utomlands och på så sätt växa sig ännu större.

Kapitlet börjar med en diskussion om för- och nackdelar med internationell integration av finansmarknaderna. Sedan följer ett avsnitt om hur finanskrisen har påverkat graden av internationell integration på dessa marknader. På vissa områden tycks graden av integration minskat, men det är svårt att veta om detta är en temporär tillbakagång eller en mer bestående trend. Efter detta avsnitt följer en diskussion om de nya regler och ramverk som har införts eller är på väg att införas. Avslutningsvis diskuteras vad konsekvenserna av ändrade förutsättningar på finansmarknaderna kan väntas innebära för svenskt vidkommande.

För- och nackdelar med finansiell integration

Globaliseringen av finansmarknaderna innefattar flera aspekter av finansiell integration.¹ Den innefattar möjligheter för företag att investera utomlands och att finansiera inhemska investeringar med aktiekapital eller lån från utlandet. Den innefattar dessutom möjligheter för individuella och institutionella investerare att handla med utländska värdepapper som aktier och obligationer. Den innefattar bankers möjligheter att expandera utomlands och deras möjligheter att låna och låna ut på internationella interbankmarknader.

Utifrån den teoretiska litteraturen finns det potentiellt sett stora fördelar med internationellt integrerade finansmarknader. Man brukar utgå från två huvudsakliga effekter: en förbättrad internationell allokering av kapital och en bättre diversifiering av risk.

När det gäller det förra – en bättre allokering av kapital – handlar det om att sparande i länder där den reala avkastningen på kapital är relativt låg kan användas till att finansiera investeringar i länder där den reala avkastningen på kapital är relativt hög. Detta skapar potentiella vinster genom att de begränsade investeringar som världens samlade sparande kan finansiera genomförs där de ger bäst avkastning. Internationell handel i finansiella tillgångar möjliggör således en separation mellan det nationella sparandet och de nationella investeringarna. Det sparande som genereras i avancerade länder med höga inkomstnivåer, som Sverige, kan användas till att finansiera investeringar i exempelvis snabbväxande utvecklingsländer där utrymmet för produktivitetshöjande investeringar är stort. Avkastningen på svenskt sparande skulle kunna bli högre än annars samtidigt som finansieringen av investeringar i tillväxtekonomier skulle bidra till att deras inkomstnivå snabbare närmade sig vår.

När forskare försökt kvantifiera denna typ av vinster har de dock inte funnit stöd för att de är särskilt stora. En ofta citerad studie av Gourinchas och Jeanne (2006) kom till exempel fram till att välfärdsvinsterna av att gå från en situation utan någon kapitalrörlighet alls till en situation med fullständigt fria kapitalrörelser motsvarade ungefär en en-procentig nivåökning av konsumtionen för en typisk tillväxtekonomi.² Ett skäl till att de uppskattade vinsterna är förhållandevis små är att den låga arbetsproduktivitet som

¹ Alsén (2009) tillhandahåller en omfattande genomgång av globaliseringen av finansmarknaden.

² Det finns dock studier som finner mer betydande effekter, se t.ex. Hoxha, Kalemli-Ozcan och Vollrath (2009).

går hand i hand med en låg inkomstnivå inte främst tycks böttna i en brist på kapital, utan på andra faktorer, som dåligt fungerande samhällsinstitutioner.

Att finansiell integration möjliggör en bättre diversifiering av risk beror på att volatiliteten i ett lands inkomst kan minskas genom att hushållen äger utländska tillgångar, förutsatt att den makroekonomiska utvecklingen skiljer sig mellan länder. Hushållen kan skydda sig mot att konsumtionen måste dras ned i samband med att landet drabbas av en negativ chock genom att hålla tillgångar vars avkastning beror på utvecklingen i utlandet istället. Resultaten från den empiriska forskningen om vinsterna med finansiell integration till följd av bättre riskspridning är blandade – det finns studier som visar betydande vinster men också studier som inte finner några vinster alls.³

Sammantaget finns det alltså, trots starka teoretiska argument för betydande samhälls-ekonomiska vinster, inte så starkt stöd i den empiriska litteraturen för att globaliseringen av finansmarknaderna verkligen skulle ha medfört sådana vinster.

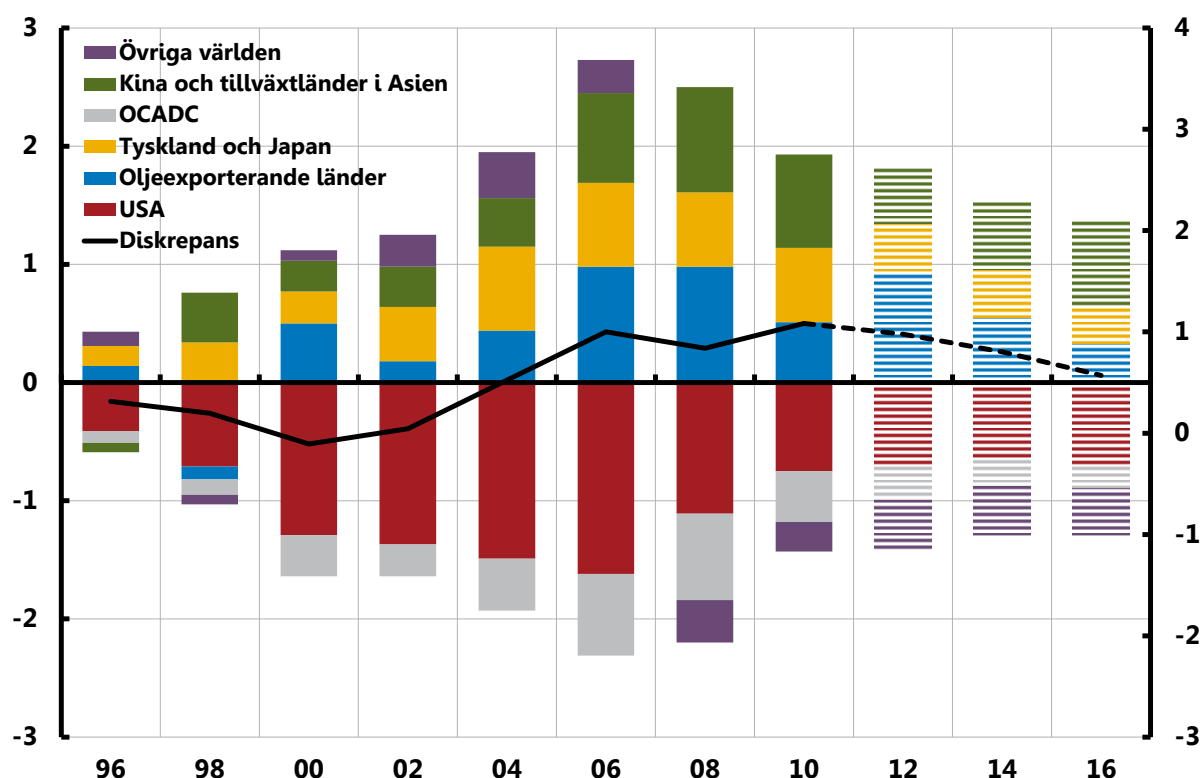
En viktig observation i sammanhanget är att det mönster som vi observerar för länders nettoflöden av kapital inte riktigt är de man skulle vänta sig utifrån teorin om kapitalmarknaderna var fullt ut integrerade. Ett sätt att studera nettoflödena är att följa bytesbalansen, som visar skillnaden mellan vad som produceras och vad som förbrukas under en viss tidsperiod. Om värdet av det som förbrukas överstiger värdet av det som produceras uppstår ett underskott som måste täckas genom ett inflöde av kapital – ett lån – från andra länder. Lånet ska dock betalas tillbaka med ränta i framtiden. När den dagen kommer måste värdet av det som produceras överstiga värdet av det som förbrukas, exempelvis genom att exporten av varor och tjänster överstiger importen av varor och tjänster. Länder med underskott i bytesbalansen importerar kapital, medan länder med överskott i bytesbalansen exporterar kapital.

Med helt integrerade kapitalmarknader skulle vi förvänta oss att kapitalrika höginkomstländer tenderar att ha överskott och låginkomstländer med brist på kapital underskott i bytesbalansen. Som framgår av Figur 1 så har Kina och tillväxtländer i Asien haft överskott sedan slutet av 1990-talet samtidigt som USA konsekvent haft stora underskott under lång tid och är det land som importerar mest kapital i världen. Kinas kapitalmarknader är förstås inte särskilt integrerade med omvärldens – den kinesiska

³ Se t.ex. Kose, Prasad och Terrones (2009).

valutan renminbi är till exempel inte fullt ut konvertibel mot andra valutor – så att Kinas kapitalflöden inte låter sig förklaras av vad man skulle förvänta sig vid fullt ut integrerade kapitalmarknader är inte så konstigt. Men fenomenet som sådant – att ett relativt fattigt men snabbväxande land exporterar kapital till ett rikt land med betydligt lägre tillväxtpotential – framstår som bakvänt och brukar omtalas i termer av globala obalanser.

Dessa globala obalanser anges ofta som en bidragande faktor till finanskrisen 2008–2009. Den rikliga tillgången till krediter i USA, delvis resultatet av omvärldens starka vilja att placera i amerikanska tillgångar, bedöms ha bidragit till den snabba skulduppbyggnaden och därmed till en ökad sårbarhet. Länder som har stora underskott i bytesbalansen under lång tid får ofta problem. Underskotten i sig innebär att en allt större skuld till utlandet byggs upp som förr eller senare måste betalas tillbaka. Om långivarnas förtroende för landets ekonomiska utsikter minskar kan de vilja ha tillbaka sina lån, vilket kan utlösa en kris då landet snabbt måste ställa om från under- till överskott.

Figur 1. Bytesbalanser för länder och regioner, procent av världens samlade BNP

Anm. OCADC innefattar Bulgarien, Kroatien, Tjeckien, Rumänien, Ungern, Irland, Litauen, Polen, Portugal, Estland, Grekland Spanien, Turkiet och Storbritannien. Diskrepansen uppstår på grund av att de samlade underskotten inte precis summerar till de samlade överskotten.

Källa: IMF WEO april 2012.

Många utvecklings- och tillväxtländer med stora ihållande underskott i bytesbalansen har drabbats av att omvärldens vilja att finansiera ytterligare underskott helt plötsligt minskat drastiskt eller försvunnit helt. Detta drabbade till exempel flera länder i Asien under den så kallade Asienkrisen.⁴ En omställning från under- till överskott kan endast ske genom att man antingen lyckas få mer intäkter från utlandet – till exempel genom ökad export – eller minskar de utgifter man har för betalningar till utlandet – till exempel genom minskad import. Det går sällan att öka exporten på kort sikt, utan i praktiken blir det importen som måste minska genom minskad konsumtion och minskade investeringar. Detta sker via en allmän nedgång i ekonomin där produktion och inkomster kanske faller markant – en process som kan leda till social oro och politisk instabilitet.

⁴ Se t.ex. Corsetti, Pesenti och Roubini (1999).

Det var många som under perioden före finanskrisen väntade sig att något liknande också skulle drabba USA. Det som utlöste den globala finanskrisen 2008-2009 var dock en i många stycken annorlunda process. Som framgår av Figur 1 har visserligen det amerikanska bytesbalansunderskottet minskat något sedan 2008, men det har fortsatt att utgöra en stor del av de samlade underskotten i världen. Så det handlade inte om ett plötsligt fall i omvärldens vilja att placera i amerikanska tillgångar, utan snarare om en förtroendekris inom den amerikanska finansiella sektorn, som var högt belånad och exponerad mot dåliga bostadslån via komplexa finansiella produkter. När problemen på den amerikanska finansmarknaden spred sig och blev till en global finanskris kom omvärldens intresse för att placera sina tillgångar i amerikanska värdepapper snarast att öka, vilket bland annat resulterade i en dollarappreciering och en nedåtpress på de amerikanska statspappersräntorna.

Bakom de nettoflöden av kapital som avspeglas i bytesbalanserna finns mycket stora bruttoflöden. Dessa bruttoflöden kan påverka stabiliteten i systemet utöver de globala obalanser som nettoflödena ger upphov till. Vissa menar till och med att de eventuella stabilitetsproblem som nettoflödena skapar helt dränks av dem som bruttoflödena för med sig.⁵ De nettoflöden som ett över- respektive underskott i bytesbalansen för med sig leder till en förändrad förmögenhetsställning gentemot utlandet genom att ett överskott ökar fordringarna på omvärlden medan ett underskott ökar skuldsättningen gentemot omvärlden. Men dessa förändringar i förmögenhetsställningen gentemot omvärlden kan vara närmast försumbara i förhållande till förändringar som sker genom kapitalvinster respektive kapitalförluster på de bestånd av tillgångar och skulder som landet har i relation till omvärlden. Dessa vinster och förluster uppstår dels för att värdet på olika typer av tillgångar ändras, dels för att växelkursen ändras så att värdet i inhemsk valuta på tillgångar och skulder denominerade i utländsk valuta förändras.

I stor utsträckning tycks de stora bruttoflöden som sker härröra från olika typer av låneinstrument, i synnerhet kortfristiga lån inom banksektorn (Obstfeld, 2012). Dessa flöden kan ha en negativ effekt på den finansiella stabiliteten eftersom kortfristiga lån tenderar att öka refinansieringsrisken och därmed risken för att likviditetsproblem snabbt sprider sig i systemet så att flera finansiella institut dras med. Bruttoflödena skapar problem därför att de utländska tillgångar som vissa aktörer har skaffat sig inte kan

⁵ Se t.ex. Borio och Disyatat (2011).

användas för att täcka de skulder som andra aktörer har skaffat sig i en situation där dessa aktörer får likviditetsproblem.

Detta utgör alltså ett sätt på vilket globaliseringen av de finansiella marknaderna kan ha negativa effekter på den finansiella stabiliteten. Stora bruttoflöden av kapital medför en risk för starka smittspridningseffekter mellan olika marknader, där problem i ett land sprider sig till andra länder och det uppstår en snöbollseffekt där problemen blir större och större, liksom kostnaderna för att hantera dem.

Det har dessutom blivit uppenbart att det kan vara oerhört besvärligt och kostsamt att hantera problemtungda banker i ett gränsöverskridande sammanhang. Skälet är att det finns många intressenter och att reglerna för avveckling av kreditinstitut är ännu mer bristfälliga på internationell nivå än på nationell nivå. Eftersom regeringar är ansvariga inför sina respektive parlament, och i slutändan väljarna, finns det också en stark tendens att favorisera nationella lösningar. Vi har också under finanskrisen sett en rad dåligt samordnade krislösningar utmynna i stora mängder statligt stöd som har pumpats in i banksektorn.⁶

När det gäller gränsöverskridande bankverksamhet så finns det emellertid en del som talar för att den också har en positiv effekt på den finansiella stabiliteten. Sammantaget tycks gränsöverskridande bankverksamhet stärka snarare än försvaga den finansiella stabiliteten.⁷ För det första är utländska banker – till skillnad från inhemska finansiella institut, i synnerhet institut i vilka staten är delägare – i regel inte lika mottagliga för statliga påtryckningar att låna ut till "prioriterade låntagare". Därför kan utländska banker bidra till att höja den sammantagna kvaliteten på låneportföljerna. Eftersom utländska banker är verksamma på mer än en marknad brukar de för det andra ha en mer geografiskt diversifierad kreditportfölj. Det innebär att de löper mindre risk att påverkas om det uppstår påfrestningar på den lokala marknaden. I och med att filialer till utlandsägda banker generellt har bättre förutsättningar att skaffa internationell

⁶ Hanteringen av Fortis och de isländska bankernas fallissemang är tydliga exempel. I fallet Fortis var myndigheterna i Beneluxländerna till att börja med överens om att rädda koncernen som helhet. När likviditetspåfrestningarna fortsatte och överenskommelsen om hur kostnaderna skulle delas visade sig vara politiskt ogenomförbar sprack enigheten så småningom. Myndigheterna hade i slutändan inget annat val än att stycka upp banken längs de nationella gränserna – något som med största sannolikhet blev mer kostsamt än en gemensam lösning för koncernen som helhet skulle ha varit.

⁷ Se t.ex. Barba Navaretti, Calzolari, Pozzolo och Levi (2010), Goldberg (2002, 2004, 2008).

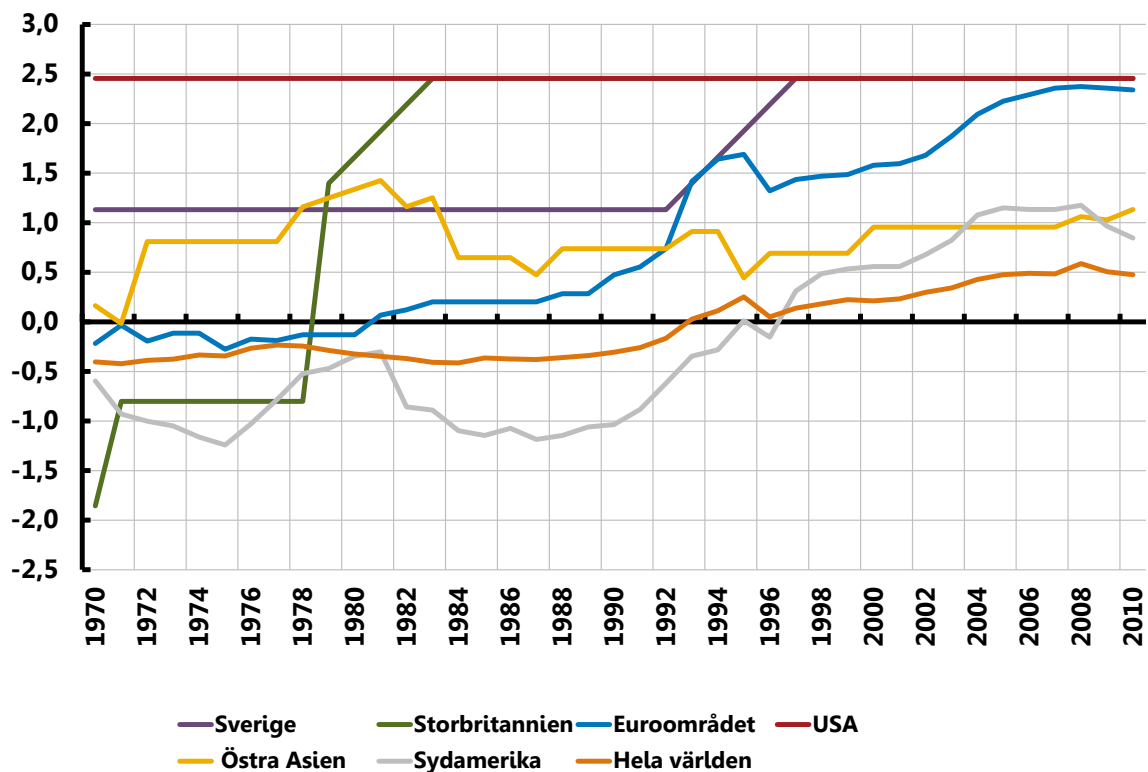
finansiering bidrar de för det tredje till att utlåningen inte blir lika ryckig över den lokala konjunkturcykeln. De kan därför ha en utjämnande inverkan på konjunkturcykeln.

Finanskrisen och graden av integration

Även om globaliserade finansmarknader vanligtvis betraktas som ett modernt fenomen är mycket av den internationalisering som skett sedan början av 1980-talet på sätt och vis en återgång till situationen före första världskrigets utbrott. Finansmarknaderna runt om i världen var då mycket väl utvecklade och kapitalet rörde sig mellan länder i stor utsträckning.⁸ Under perioden från depressionen på 1930-talet fram till slutet av 1970-talet var de finansiella marknaderna reglerade och möjligheten att köpa utländska tillgångar begränsad. Under 1980-talet avvecklades de flesta restriktioner successivt i västländerna inklusive Japan och ekonomierna öppnades för handel och kapitalflöden. Under 1990-talet gjorde utvecklingen inom informations- och kommunikationsteknik att finansmarknaderna knöts samman ännu mer och nya finansiella instrument skapades och introducerades på marknaden.

Ett sätt att studera utvecklingen när det gäller regleringen av gränsöverskridande finansiella transaktioner är att följa mått på länders så kallade finansiella öppenhet. Ett sådant mått visas i Figur 2. Enligt detta har den finansiella öppenheten för världen som helhet ökat successivt sedan 1980-talet. Inte minst i Europa har ökningen varit markant.

⁸ Se t.ex. Obstfeld och Taylor (2004).

Figur 2. Länders finansiella öppenhet, Chinn-Ito index

Anm: Indexet bygger på binära dummyvariabler som kodifiera tabulering av restriktioner för gränsöverskridande finansiella transaktioner som redovisas i IMF:s *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER). Bearbetade data för de olika geografiska områdena är oviktade medelvärden. För ytterligare information, se Chinn och Ito (2008).

Källor: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm och Riksbanken.

Det är svårt att med någon grad av tillförlitlighet uttala sig om hur finanskrisen har påverkat denna utveckling, eftersom det har gått relativt kort tid sedan den bröt ut och världen fortfarande inte har återgått till något slags normalläge. Det som ursprungligen var en global finanskris har ju övergått i en europeisk skuldskris, vilken skapar fortsatt stress på de finansiella marknaderna. Enligt Figur 2 har dock ökningen i finansiell öppenhet för världen som helhet avstannat de senaste åren.⁹ Bakom detta ligger en tendens till minskad öppenhet i Latinamerika, medan länder i Asien ökat sin öppenhet något. Som framgår av figuren har Latinamerika en historia av låg grad av finansiell öppenhet och det var egentligen inte förrän mot slutet av 1990-talet som graden av finansiell öppenhet, enligt detta mått, kom att överskrida snittet för världen som helhet.

⁹ Indexet mäter ett lands grad av öppenhet baserat på landets kapitalbalans och introducerades av Chinn och Ito (2006).

En konsekvens av finanskrisen har varit mycket låga penningpolitiska styrräntor i de länder vars realekonomiska utveckling drabbats hårt. Det gäller USA, euroområdet och Storbritannien. Flera tillväxtekonomier har upplevt ett starkt inflöde av kapital under denna period, vilket i viss utsträckning bottnar i placerares strategi att generera arbitragevinster genom att låna till låg ränta i USA, Europa och Japan för att sedan placera till högre räntor i tillväxtekonomierna, så kallad "carry trade". I de länder som blir föremål för sådana kapitalinflöden kan de uppfattas som destabiliserande, eftersom de skapar ett tryck uppåt på tillgångspriser och värdet på valutan. Flera länder har också vidtagit åtgärder för att begränsa sådana inflöden, till exempel Brasilien, Sydkorea, Peru och Thailand. Särskilt i Brasilien har tongångarna varit höga kring kapitalinflöden från länder med låga penningpolitiska styrräntor och regeringsföreträdare har talat om ett regelrätt "valutakrig".¹⁰

Huruvida dessa åtgärder har haft någon positiv effekt diskuteras för närvarande flitigt och någon konsensus har knappast utkristalliserats.¹¹ Men mycket uppmärksamhet har riktats mot det faktum att en organisation som Internationella valutafonden (IMF), vilken tidigare varit en varm förespråkare av fria kapitalflöden, har reviderat sin ståndpunkt och nu betonar de problem som kapitalflöden kan föra med sig (IMF, 2012a). De anser också att beslutsfattare i de länder som genererar kapitalutflöden har ett ansvar och bör ta hänsyn till hur deras beslut påverkar den ekonomiska och finansiella stabiliteten i även andra länder.

Under den allra senaste tiden tycks dock tillväxtländernas oro över kapitalinflöden från USA och Europa ha minskat något. Det kan dels hänga samman med att kapitalinflödena verkar ha minskat något, dels att de är mer välkomna i ett läge där även många tillväxtekonomier upplever en dämpad konjunktur. I viss mån har fokus skiftat till det potentiella problem som en neddragning av balansräkningarna i de stora internationellt verksamma bankerna kan medföra för tillväxtländerna.

I samband med de skärpta kapitalkrav som bankerna möter i finanskrisens spår från både myndigheter och potentiella investerare så har många banker fått ett behov av att dra ned sina balansräkningar. För banker med gränsöverskridande verksamhet finns en tendens att neddragningen i första hand sker utomlands. I länder där banksektorn helt

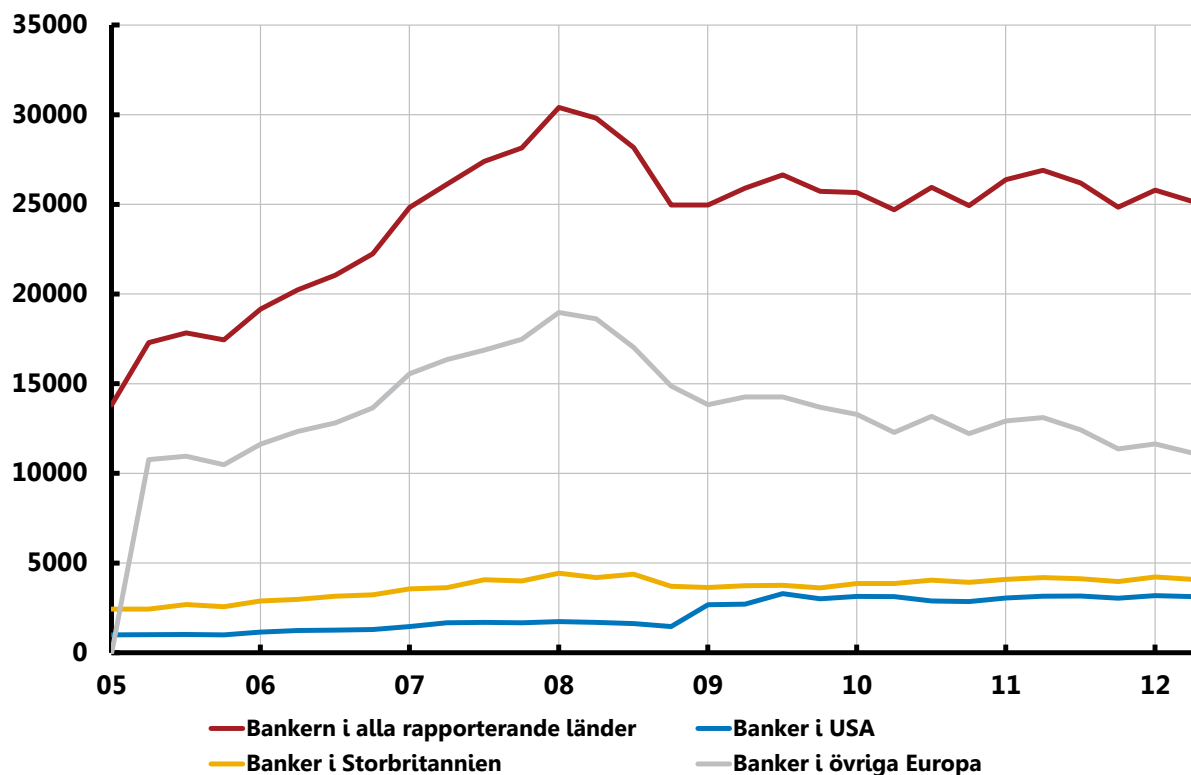
¹⁰ Den brasilianske finansministern Guido Mantega varnade för ett valutakrig i september 2010.

¹¹ En studie av Klein (2012) finner till exempel små effekter av åtgärderna.

domineras av utlandsägda banker kan detta skapa problem, eftersom det riskerar att minska kreditutbudet och därmed kan ha en dämpande effekt på den ekonomiska aktiviteten.

Bank of International Settlements (BIS) samlar in statistik om bankers utländska fordringar och exponeringar. Figur 3 visar bankers exponeringar utomlands sedan mitten av 2000-talet baserat på deras statistik. Det är inte ett perfekt mått på bankernas utlåning utomlands, men ger en uppfattning om hur deras utländska tillgångar utvecklats sig. För världen totalt sett ser vi en tydlig ökning i dessa exponeringar under åren före finanskrisen och en tydlig nedgång under 2008. Sedan dess har de dock legat på en mer eller mindre konstant nivå. Vi ser att det inte finns några tecken på minskade exponeringar för brittiska eller amerikanska banker – i det senare fallet är det tvärtom så att exponeringarna ökade något 2008–2009. Däremot är det en tydlig minskning i exponeringarna utomlands för de europeiska bankerna, när vi exkluderar de brittiska.

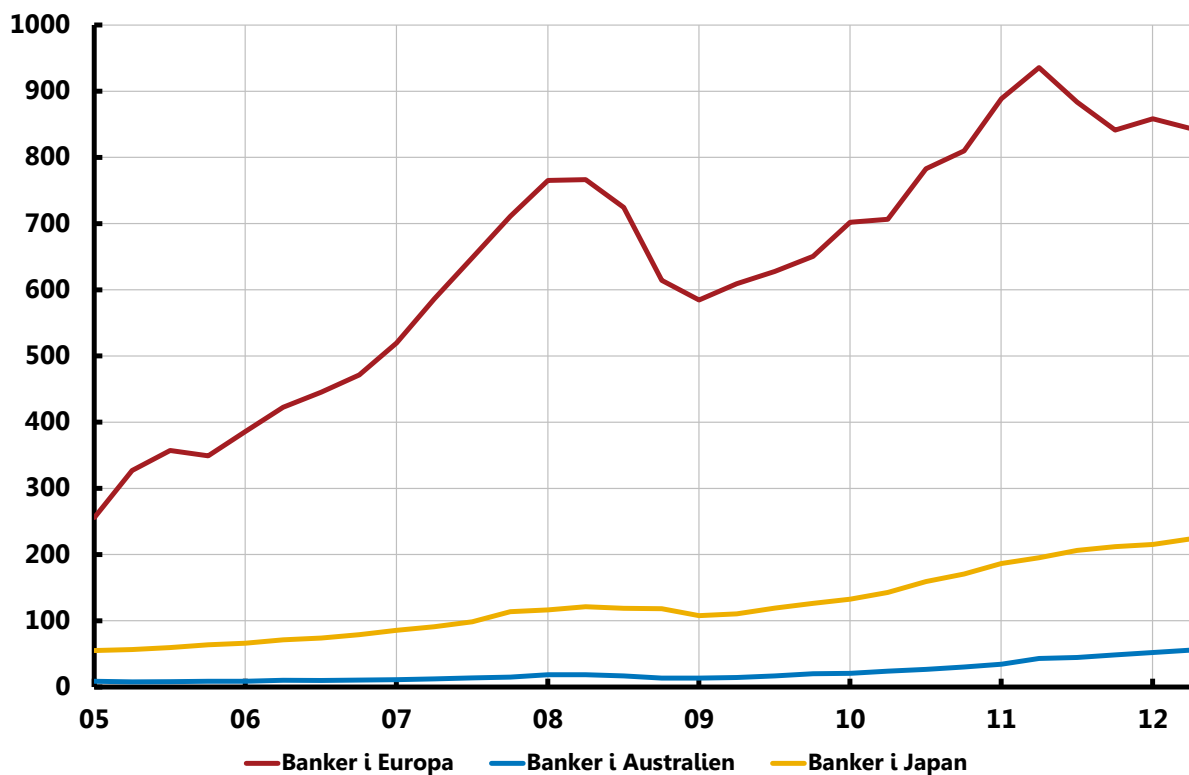
IMF har uppmärksammat risken att de europeiska bankernas neddragning av sin verksamhet i Asien skapar problem när det gäller tillgången till handelskrediter och finansieringen av stora investeringsprojekt (IMF, 2012b, kapitel 2). Detta är områden där europeiska banker typiskt sett är marknadsledande. Till viss del kan banker från andra länder passa på att öka sina marknadsandelar när tillfället ges, men särskilt finansiering av stora investeringsprojekt är en så pass specialiserad verksamhet att det kan vara svårt för andra banker att ersätta det minskade kreditutbudet från europeiska banker. Det kräver till exempel ofta syndikerade lån med långa löptider.

Figur 3. Bankers exponeringar utomlands, miljarder dollar

Anm. Banker i alla rapporterade länder innefattar de länder vars banker (minst 90% av respektive lands banksystem) som rapporterar till BIS. Det är totalt 30 länder. Banker i övriga Europa inkluderar banker i alla europeiska länder som rapporterar till BIS exklusive Storbritannien.

Källa: Bank for International Settlements.

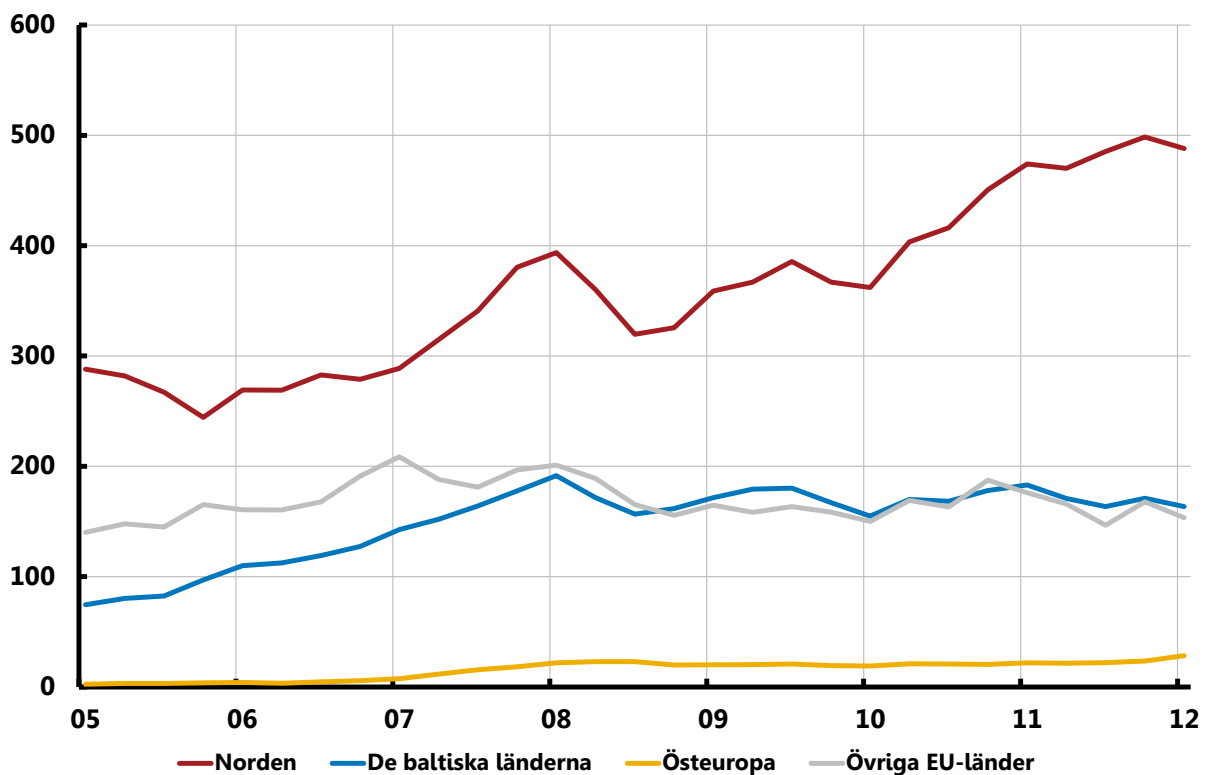
När det gäller handelskrediter tycks dock banker från andra regioner tagit över en del av de europeiska bankernas marknadsandelar i Asien. Särskilt har detta angetts gälla banker från Australien och Japan. Figur 4 visar bankers exponeringar mot länder i Asien uppdelat på europeiska, japanska och australiensiska banker. Det är tydligt att de europeiska bankernas exponeringar mot länder i Asien minskade markant under finanskrisen 2008-2009 för att sedan stiga igen. Men som framgår av figuren tycks de ha fallit sedan en bit in på 2011. För såväl japanska som australiensiska banker tycks exponeringarna mot länder i Asien ha ökat en del, men de ligger totalt sett på en väsentligt lägre nivå än de europeiska bankernas.

Figur 4. Bankers exponeringar mot länder i Asien, miljarder dollar

Anm. Innefattar de banker som rapporterar till BIS. Japan är exkluderat från länder i Asien.

Källa: Bank for International Settlements.

När det gäller de svenska bankerna generellt – vars exponeringar i utlandet framgår av Figur 5 – så finns det ingen tydlig tendens till att de minskat exponeringarna mot utlandet. Exponeringarna mot de nordiska länderna har fortsatt att öka, medan ökningen i Baltikum stannat av och i viss mån minskat. Exponeringarna mot länder i övriga Europa har legat förhållandevis konstant sedan 2005.

Figur 5. Svenska bankers exponeringar utomlands, miljarder dollar

Anm. I övriga EU-länder är de baltiska länderna samt Polen exkluderad. Östeuropa består av Polen, Ukraina samt Ryssland.

Källa: Bank for International Settlements.

Bilden blir dock lite annorlunda om vi fokuserar på de fyra största bankernas utlåning i de baltiska länderna, vilket framgår av Figur 6.¹² När det gäller utlåningen så har det skett en tydlig minskning i samband med finanskrisen. I synnerhet gäller detta Lettland och Litauen, medan nedgången är mindre uttalad i Estland.

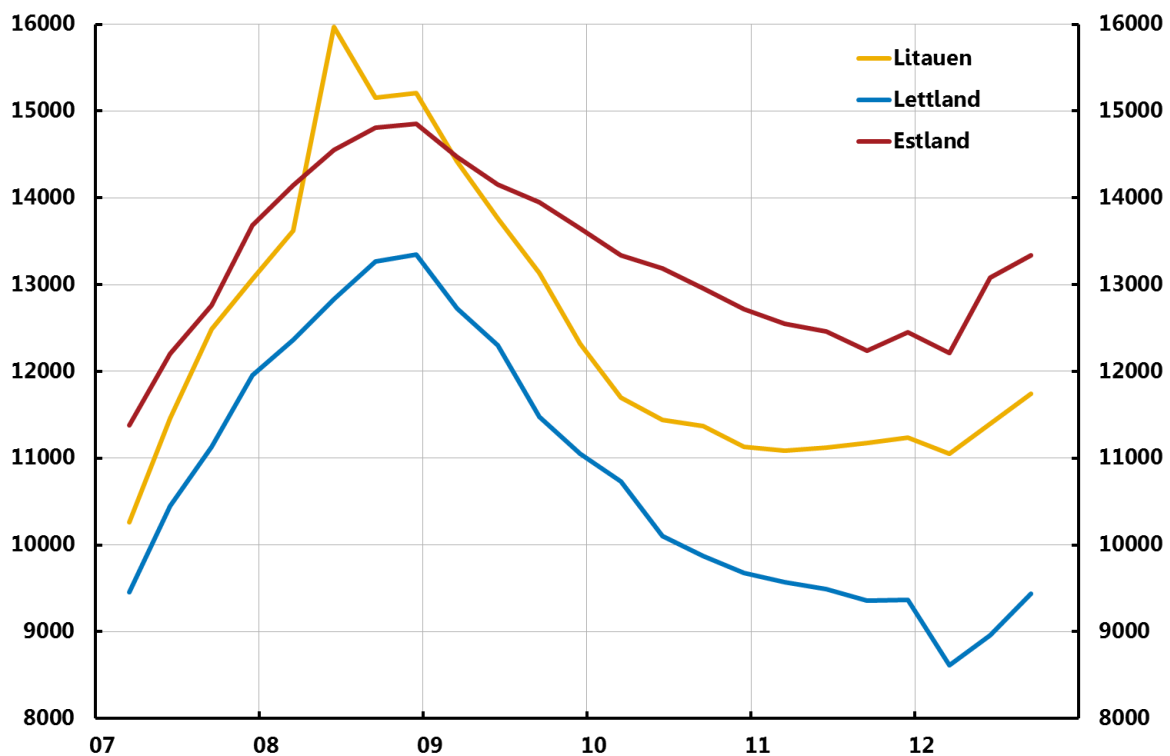
Överhuvudtaget framstår länderna i Öst- och Centraleuropa som dem som drabbats hårdast av bankernas minskade utlåning i utlandet. Ett viktigt skäl till det är att neddragningen i kreditgivningen i stor utsträckning drivs av de problem som bankerna har. Eftersom det i första hand är banker från euroområdet som har problem, och det i första hand är banker från euroområdet som är aktiva i Öst- och Centraleuropa, så blir slutresultatet en särskilt stor neddragning just där.¹³ Huruvida detta utgör ett samhälls-

¹² De exponeringar som visas i Figur 5 rapporteras utifrån vilket land den slutgiltiga risken i, vilket inte är alltid detsamma som utlåningen sker i.

¹³ För en empirisk analys av faktorerna bakom minskad utlåning i tillväxtekonomier, se Avdjiev, Kuti och Takáts (2012).

ekonomiskt problem för dessa länder är dock inte helt lätt att avgöra. På sätt och vis har utvecklingen i Öst- och Centraleuropa påmint om den i södra Europa och Irland före krisen, med stora bytesbalansunderskott kombinerat med snabbt ökande enhetsarbetskostnader, som tyder på försämrade konkurrenskraft. Samtidigt kan en stramare kreditgivning utgöra en anpassning till de underliggande förutsättningarna för tillväxt, som kanske inte riktigt motiverade den kreditutväxt som observerades före krisen.

Figur 6. De fyra största bankernas utlåning i de baltiska länderna, miljarder euro

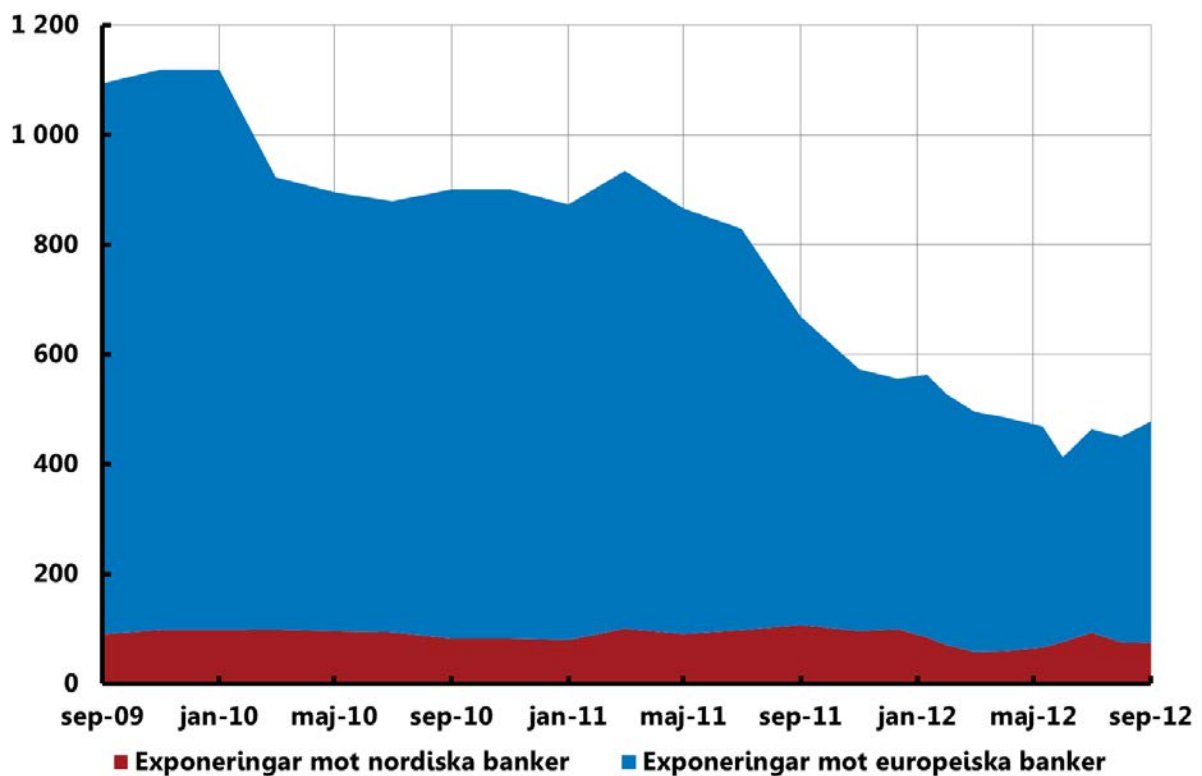


Källa: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

Enligt den senast tillgängliga BIS-statistiken har det skett en markant minskning i aktiviteten på den internationella bankmarknaden under senare tid (BIS, 2012). Under andra kvartalet 2012 minskade fordringarna mellan banker i avancerade ekonomier med 344 miljarder dollar. Merparten av denna minskning kan hänföras till minskade fordringar på banker i Storbritannien och USA. En mindre del kan hänföras till minskade fordringar på banker i euroområdet och då i första hand till minskad utlåning till banker i Tyskland, Spanien och Nederländerna. Det var i synnerhet lån mellan olika delar av internationella bankkoncerner som låg bakom de minskade fordringarna.

De svenska bankerna tycks dock inte ha påverkats nämnvärt av neddragning av aktiviteten på interbankmarknaden. De har fortsatt god tillgång till finansiering, inte minst kortfristig finansiering i dollar. Figur 7 visar hur de amerikanska penningmarknadsfondernas exponeringar mot europeiska banker har utvecklats sedan finanskrisen. Dessa fonder har dragit ned sina totala exponeringar gentemot europeiska banker till mindre än hälften av vad de var, från ca 1 100 miljarder dollar under hösten 2009 till ca 500 miljarder dollar under hösten 2012. Exponeringarna gentemot de nordiska bankerna har dock förblivit mer eller mindre konstant under denna tidsperiod.

Figur 7. Amerikanska penningmarknadsfonders exponeringar, miljarder dollar



Källor: Fitch Ratings och Riksbanken.

Det finns alltså tydliga tecken på att finanskrisen lett till vissa bakslag när det gäller den globaliseringsprocess som kännetecknat finansmarknaderna under de senaste decennierna. Huruvida detta är något temporärt – något som i framtiden kommer att se ut som ett hack i kurvorna – eller ett trendbrott är dock för tidigt att uttala sig om.

Nya regler skapar nya utmaningar

En konsekvens av finanskrisen är att beslutsfattare runtom i världen dragit slutsatsen att reglerna för de finansiella företagens verksamhet behöver stramas upp betydligt. Ett omfattande arbete har också bedrivits på det internationella planet i syfte att skapa ett nytt regelverk för finansmarknaderna. Ambitionen är att kraftigt minska sannolikheten för att en global finanskris inträffar igen och att se till att kostnaderna i så fall blir väsentligt lägre. Vissa menar att regelverken har kommit att bli så stora att man riskerar att hamna i en värld likt den man var i före avregleringarnas tid, med finansmarknader som dåligt uppfyllde sina grundläggande funktioner, nämligen att förmedla betalningar, att omvandla sparande till finansiering samt att hantera risker. Andra menar tvärtom att de nya regler som börjat ta form innebär en alltför liten skärpning och ligger alltför nära hur det såg ut före finanskrisen. Det är svårt att avgöra vad som är lagom i detta fall, så diskussionerna om hur regelverket bör utformas kommer med all säkerhet att fortsätta också efter att det nya regelverk som är på väg har implementerats.

Inom den så kallade Basel-kommittén, som är en internationellt sammansatt kommitté som tillhandahåller rekommendationer om bankreglering, har man sedan finanskrisen arbetat med att ta fram nya rekommendationer. Dessa går under beteckningen Basel-III-regelverket och innefattar flera skärpningar i förhållande till de regler som rekommenderades tidigare (Basel Committee on Banking Supervision, 2010a, 2010b). Principerna för det nya regelverket är att bankerna ska tvingas hålla mer och bättre kapital och att de ska tvingas ha större likviditetsbuffertar. Det pågår nu ett arbete i många delar av världen med att implementera dessa rekommendationer. På EU-nivå ska de nya kraven på hur mycket och vilken typ av kapital bankerna måste hålla implementeras i ett nytt direktiv och en ny förordning (vilka tillsammans brukar kallas CRD IV-paketet eller CRD IV/CRR). EU-kommissionen har presenterat ett förslag till nya kapitaltäckningsregler, men förhandlingarna kring detta är inte helt färdiga än.

EU-kommissionens förslag innehåller vissa delar som svenska regerings- och myndighetsföreträdare har varit kritiska till. En sådan del är att de kapitalkrav som sätts på banker inom EU ska vara fullt ut harmoniserade, dvs. de ska inte bara sättas utifrån en viss miniminivå, utan även begränsas uppåt, så kallad "maximum harmonisation". Detta utgör ett problematiskt inslag ur ett svenskt perspektiv, eftersom både regeringen och myndigheter som Finansinspektionen och Riksbanken vill ha högre kapitalkrav än de

som rekommenderas som miniminivåer enligt Basel III-regelverket och som alltså riskerar att också bli maximinivåer. Argumentet för att ha högre kapitalkrav är att den svenska banksektorn utgör en större risk än i andra länder helt enkelt genom sin storlek i förhållande till ekonomin som helhet. Erfarenheterna från länder med små ekonomier och stort bankväsende – som Irland och Island – talar för att konsekvenserna kan bli förödande om en regelrätt bankkris uppstår. Eftersom kostnaden för en bankkris kan förväntas vara betydligt högre för ett land som Sverige än för EU-länder med mindre banksektorer i förhållande till ekonomiernas storlek är det också motiverat att myndigheterna ställer högre krav, så att bankerna blir mindre sårbara.

Detta argument tycks dock hittills inte ha fått något avgörande gehör i förhandlingarna kring CRD IV-paketet. Utgångspunkten för EU-kommissionens analys har varit att högre kapitalkrav i ett land än i andra länder riskerar att ge detta lands banker en konkurrensfördel, genom att de framstår som bättre och därmed kan få billigare finansiering. Det handlar enligt detta synsätt om att skapa regler som gör att alla banker inom EU konkurrerar på lika villkor, så kallad "level playing field". Om myndigheterna i ett land ställer högre krav än i andra länderna gör man sig skyldig till så kallad "gold-plating", dvs. man ger de egna bankerna en stämpel på att de är bättre än andra länders banker.

I vilken utsträckning Sveriges krav på att kunna införa högre kapitaltäckningskrav än vad som gäller i andra länder kommer att tillmötesgå är i dagsläget oklart. Detta krav har också kommit att bli en del av förhandlingarna om skapandet av en europeisk bankunion. EU-kommissionen presenterade i september 2012 ett förslag om att skapa en gemensam banktillsyn som ett första steg mot en bankunion. Enligt kommissionens förslag skulle den gemensamma banktillsynen införas mycket snabbt – enligt den ursprungliga planen redan i början av 2013 – medan andra delar av en bankunion planeras införas senare.

Att en integrerad europeisk finansmarknad passar dåligt ihop med dagens regelverk och institutionella strukturer, där reglering, tillsyn, insättningsgarantier och krislösning är nationella, är väl känt och har diskuterats under många år. Komplexiteten i problemet har träffande beskrivits som det europeiska finansiella trilemmat. Med detta avses att de tre målen – finansiell stabilitet, finansiell integration och nationell finansiell självständighet – inte kan uppnås på en och samma gång (Schoenmaker, 2011).

EU:s medlemsstater har hittills valt att prioritera finansiell integration och sin nationella beslutsrätt. Finanskrisen har dock tydliggjort att det inte går att uppnå finansiell stabilitet och finansiell integration samtidigt som man bedriver en strängt nationell politik. Initiativet att lyfta inte bara bankregleringen, utan även tillsynen, systemet för insättningsgarantier och regelverket för att hantera finansiella institut i kris till en överstatlig nivå borde alltså välkomnas.

Men som ofta är fallet med nya omfattande regelverk så är det detaljerna i utformningen av regelverket som kommer att avgöra hur väl det fungerar. I dagsläget finns bara ett konkret förslag till det första steget, dvs. upprättandet av en gemensam banktillsyn. Konkreta förslag för de andra två komponenterna, gemensam insättningsgaranti och ett gemensamt regelverk för hur banker ska kunna räddas eller avvecklas, ska presenteras senare. En gemensam tillsyn utan de andra två komponenterna i en bankunion kan dock utgöra en minst lika bräcklig konstruktion som tidigare helt nationella regelverk. Det är till exempel svårt att överblicka vad som skulle hända i en situation där den gemensamma tillsynsmyndigheten – som ska vara Europeiska centralbanken (ECB) enligt det förslag som EU:s finansministrar enades om i mitten av december 2012 – beslutar att dra in tillståndet för en bank. En sådan situation skulle kunna bli kostsam för skattebetalarna i bankens hemland om det skulle krävas att staten tog över banken eller på annat sätt gick in med stöd för att undvika en bankkras.

Det förslag till gemensam tillsyn som man nu kommit överens om berör i första hand euroländerna, men EU-länder utanför euroområdet ska kunna delta på frivillig basis. Den svenska regeringen har dock varit kritisk till förslaget och det verkar klart att Sverige inte kommer att delta i samarbetet från början. Regeringen har tryckt på behovet att kunna ställa högre kapitalkrav på bankerna och på att kunna få inflytande över de beslut som fattas, något som inte medgavs för icke-euroländer i EU-kommissionens ursprungliga förslag. När det gäller de övriga delarna i förslaget om bankunion har regeringen också markerat att man vill säkerställa att svenska skattemedel inte används för att rädda banker i länder som inte tagit tillräckligt ansvar för att säkerställa att bankerna är stabila.

Även om den svenska regeringen har ställt sig negativ till att delta i en gemensam mekanism för banktillsyn från början tycks dock den ha varit inställd på att försöka förhandla fram en konstruktion som Sverige skulle kunna tänka sig att delta i så

småningom. Men en större klarhet i hur övriga delar av en europeisk bankunion kommer att utformas behövs förmodligen för ett ändrat ställningstagande från svensk sida.

Viljan att skapa gemensamma regelverk ska ändå ses som någonting positivt, eftersom det finns anledning till oro om den europeiska bankmarknaden skulle bli mer fragmenterad utifrån nationella linjer. Ett generellt problem med banksektorn är att den är starkt koncentrerad och det finns därför en benägenhet att hemfalla åt konkurrensbegränsande beteenden. En anledning till denna koncentration är säkert den, jämfört med andra sektorer, förhållandevis hårda regleringen. Regleringar reser vanligtvis hinder för inträde på och utträde från marknaden. Men samtidigt tycks det finnas en mekanik i bankkriser som innebär att banksektorn i slutändan blir mer koncentrerad efter en kris än den var före. En vanlig lösning när vissa banker hamnar i trångmål är att man låter en konkurrent köpa upp den. Sverige är ett bra exempel på det där förvärv i samband med bankkrisen i början av 1990-talet ledde till att antalet storbanker krympte från sju till bara fyra.

En av de få saker som möjligen kan minska konkurrensbegränsande beteenden i en koncentrerad sektor är konkurrens utifrån, eller till och med hotet av konkurrens utifrån. När nya aktörer lyckas ta sig in på lokala marknader kan det leda till ökad konkurrens och effektivitetsvinster som kan slå igenom i konsumentledet, genom ett större utbud av finansiella tjänster och/eller lägre priser.

Det är alltså viktigt att värna den gemensamma bankmarknaden inom EU, vilket inte är lätt i ett läge där vissa länder har problem med sina banksektorer. Det krävs att man i dessa länder hanterar orealiserade förluster i bankernas balansräkningar och driver fram en omstrukturering av banksektorn. Men det är ingen enkel process, eftersom det är stora värden som står på spel och starka särintressen kan försvåra den politiska process som krävs för att genomföra en omstrukturering.

Ett närliggande och delvis överlappande område där nya regler är på väg att utformas är det som kallas för makrotillsyn. Det är ett politikområde som alltså syftar till att motverka risker i det finansiella systemet som helhet, inte bara i de enskilda instituten. Kontracykliska kapitalbuffertar, lånetak, riskvikter och likviditetsbuffertar är exempel på verktyg som skulle kunna användas för detta ändamål.

På europeisk nivå har reformarbetet tagit sig uttryck i bildandet av Europeiska systemrisknämnden (European Systemic Risk Board, ESRB). Detta är det organ som ska ansvara för den övergripande makrotillsynen av det finansiella systemet i EU. I uppgifterna ingår bland annat att samla in och analysera relevanta uppgifter och identifiera och rangordna systemrisker. ESRB har dock inga egna direkta regleringsverktyg, utan får förlita sig på att åtgärder vidtas av relevanta nationella myndigheter när ESRB utfärda varningar och rekommendationer. Med en bankunion kan dock ECB komma att bli den instans som i normalfallet vidtar makrotillsynsåtgärder för de länder som ingår i unionen.

För svensk del är det viktigt att ett bra ramverk för makrotillsyn kommer på plats. Den så kallade Finanskriskommittén, som har fått i uppgift att göra en översyn av regelverket för hantering av finansiella kriser, väntas komma med förslag om hur ett sådant ramverk borde se ut. En utmaning på det internationella planet är att hantera de potentiella målkonflikter som uppstår när länder ska bedriva makrotillsyn över vad som i grund och botten är starkt globaliserade marknader. ESRB är tänkt att tjäna som det forum där EU-länderna kan informera övriga medlemmar om sin makrotillsyn och lösa eventuella konflikter som uppstår på grund av icke-önskvärda bieffekter i andra länder.

Slutsatser om konsekvenser för Sverige

Internationell integration av finansmarknaderna väntas föra med sig samhälls-ekonomiska vinster, samtidigt som vissa element i den integration som har skett under de senaste decennierna framstår som riskskapande. Det gäller de globala obalanser som avspeglas i stora och ihållande över- respektive underskott i bytesbalanserna. När underskotten inte är hållbara längre kan länder få problem att anpassa sig till en ny situation. Det gäller också de stora bruttoflöden av kapital som sker mellan länder och som skapar risker genom att de skulder till utlandet som vissa aktörer har byggt upp inte kan täckas av de tillgångar i utlandet som andra aktörer har byggt upp.

Under den allra senaste tiden tycks dock globaliseringen av finansmarknaderna ha stannat upp något och på vissa delmarknader till och med rullats tillbaka. I stor utsträckning tycks detta vara drivet av problemen i euroområdet, eftersom det till stor del handlar om minskad utlåning av och till europeiska banker. Det är fullt möjligt att

globaliseringsprocessen tar fart igen när problemen i euroområdet minskar. Nya regleringar spelar dock troligtvis också roll och effekterna av dem kan vara mer bestående.

Mer fragmenterade finansmarknader skulle innebära kostnader i termer av sämre kapitalallokering, riskspridning och konkurrens på bankmarknaden. På europeisk nivå skulle en bankunion – utformad på rätt sätt – kunna motverka sådana tendenser.

För Sveriges vidkommande utgör planerna på en europisk bankunion något som beslutsfattare och myndighetsföreträdare behöver förhålla sig till, vare sig Sverige deltar eller inte. I det senare fallet kommer ECB – som tillsynsmyndighet för euroländerna och andra EU-länder som väljer att delta i den gemensamma tillsynsmekanismen – att utgöra en part i de tillsynskollegier som finns för att myndigheter i olika länder ska kunna samarbeta i tillsynen av gränsöverskridande banker. Även om Finansinspektionen innehar ordförandeposten i de kollegier som upprättats för de svenska bankerna kommer ECB troligtvis att få stort inflytande över de beslut som fattas.¹⁴ Om Sverige skulle välja att gå med vid någon tidpunkt kommer tillsynsbesluten att fattas i ECB och Finansinspektionen bli ett slags filial som utför en del av det dagliga tillsynsarbetet. I båda fallen handlar det om att svenska beslutsfattare förlorar en del av kontrollen över de svenska bankerna.

De svenska bankerna har en gynnsam konkurrenssituation i dagsläget. De åtnjuter högt förtroende på de internationella marknaderna och kan finansiera sig förhållandevis billigt. De är relativt välkapitaliserade och har en god likviditetssituation. Detta gör dem till attraktiva motparter. Men i viss mån kan förstås de svenska bankernas gynnsamma finansieringssituation vara en konsekvens av att de svenska myndigheternas har ställt högre krav på kapitaltäckning och likviditetsbuffertar än i många andra EU-länder. Ur denna synvinkel kan resonemanget om "gold-plating" ha viss bäring på utvecklingen för de svenska bankerna. En icke avsedd bieffekt av de skärpta kraven kan vara att de svenska bankerna gynnas i den internationella konkurrensen och därmed har förut-

¹⁴ I det ursprungliga förslaget fanns det dessutom en risk för att ECB:s uppfattning alltid skulle komma att gälla när tillsynsmyndigheterna var oeniga och den Europeiska banktillsynsmyndigheten, EBA, kallades in för medling. Detta hänger samman med att euroländerna i det ursprungliga förslaget alltid skulle ha en majoritet i EBA vid så kallad bindande medling. Denna del av förslaget har dock modifierats och röstreglerna är nu tänkta att garantera att även länderna som står utanför den gemensamma tillsynsmekanismen ska kunna få inflytande över besluten.

sättningar att expandera sina marknadsandelar och växa sig ännu större. Det skulle i så fall vara något av ödets ironi, eftersom de svenska myndigheternas motiv för att gå hårdare fram än i andra länder är just bankernas storlek.

De svenska bankernas goda tillgång till kortfristig finansiering i dollar skapar en del risker ur ett stabilitetsperspektiv, eftersom det är svårt för Riksbanken att tillhandahålla likviditetsstöd i dollar i en krissituation. Sådant likviditetsstöd gavs visserligen under finanskrisen 2008-2009, men då hade Riksbanken ett swap-avtal med Federal Reserve som kraftigt underlättade möjligheterna att ge ett sådant stöd. Insikten om att en likviditetskris kan involvera andra valutor än svenska kronor är skälet till att Riksbanken har rekommenderat bankerna att uppfylla krav på likviditetsbuffertar i såväl dollar som euro, något som samtliga fyra storbanker nu också gör (Sveriges riksbank, 2012, s. 18).

Den viktigaste faktorn bakom de svenska bankernas förmånliga finansieringssituation är dock troligtvis den pågående eurokrisen. Den gör att de svenska bankerna framstår som säkrare motparter än många andra europeiska banker. I takt med att eurokrisen klingar av kan man nog alltså förvänta sig att de svenska bankerna förlorar något av den gynnsamma ställning de har idag. Även om det skulle innebära att svenska banker tappade marknadsandelar så skulle det ändå vara en mycket välkommen utveckling. Starkare europeiska banker utanför Sverige är att föredra även ur ett renodlat svenskt perspektiv. Även Sverige gynnas av en välfungerande finanssektor i euroområdet. Det inte bara främjar konkurrensen, utan minskar också risken för att stressen på de finansiella marknaderna eskalerar på ett sätt som drabbar även i grunden sunda banker.

Referenser

- Alsén, Niclas (2008), "Finansiella sektorn bär frukt. Analys av den finansiella sektorn ur ett svenskt perspektiv", bilaga 5 till Långtidsutredningen 2008, SOU 2008:12, Finansdepartementet.
- Avdjiev, Stefan, Zsolt Kuti och Előd Takáts (2012), "The euro area crisis and cross-border bank lending to emerging markets", *BIS Quarterly Review*, December 2012, ss. 37–47.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010a), *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bank of International Settlements, december 2010 (reviderad juni 2011).
- Basel Committee on Banking Supervision (2010b), *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, Bank of International Settlements, december 2010.
- Barba Navaretti, Giorgio, Giacomo Calzolari, Alberto Franco Pozzolo och Micol Levi (2010), "Multinational banking in Europe – financial stability and regulatory implications: lessons from the financial crisis", *Economic Policy*, vol. 25, ss. 703–753.
- BIS (2012), *BIS Quarterly Review*, December 2012.
- Borio, Claudio och Piti Disyatat (2011), "Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?" BIS Working Papers No. 346, Bank for International Settlements.
- Chinn, Menzie D. och Hiro Ito (2006). "What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions", *Journal of Development Economics*, vol. 81(1), ss. 163–192.
- Chinn, Menzie D. och Hiro Ito (2008). "A New Measure of Financial Openness". *Journal of Comparative Policy Analysis*, Volume 10, Issue 3, p. 309–322 (September).
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti och Nouriel Roubini (1999), "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", *Japan and the World Economy*, vol.11 (3), ss. 305–373.
- Goldberg, Linda (2002), "When is Foreign Bank Lending to Emerging Markets Volatile?" i *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, S. Edwards och J. Frankel (red.), National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, ss. 171–96.
- Goldberg Linda (2004), "Financial Sector FDI and Host Countries: New and Old Lessons", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, ss. 1–17.
- Goldberg Linda (2008), *Understanding Banking Sector Globalisation*, IMF Staff Papers, 2009, vol. 56, utgåva 1, ss. 171–197.
- Gourinchas, Pierre-Olivier och Olivier Jeanne (2006), "The Elusive Gains From International Financial Integration," *Review of Economic Studies*, vol. 73(3), ss. 715–741.
- Hoxha, Indrit, Sebnem Kalemli-Ozcan och Dietrich Vollrath (2009), "How Big are the Gains from International Financial Integration?", NBER Working Paper No. 14636.
- IMF (2012a), "The Liberalization and Management of Capital Flows – An Institutional View", IMF Policy Paper, 2012.
- IMF (2012b), *Global Financial Stability Report*, April 2012.
- Klein, Michael W. (2012), "Capital Controls: Gates and Walls", uppsats presenterad vid konferensen Brookings Panel on Economic Activity, September 13–14, 2012.

Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad och, Marco E. Terrones (2009), "How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels", *Journal of Development Economics*, vol. 89 (2), ss. 258–270.

Obstfeld, Maurice (2012), "Does the Current Account Still Matter?", *American Economic Review*, vol. 102 (3), ss. 1–23.

Obstfeld, Maurice och Alan M. Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press.

Schoenmaker, Dirk. (2011), "The Financial Trilemma", *Economics Letters*, vol. 111(1), ss. 57–59.

Sveriges riksbank (2012), *Finansiell stabilitet 2012:2*, Sveriges riksbank, november 2012.

Kapitalförsörjning och finansiell intermediering i framtiden

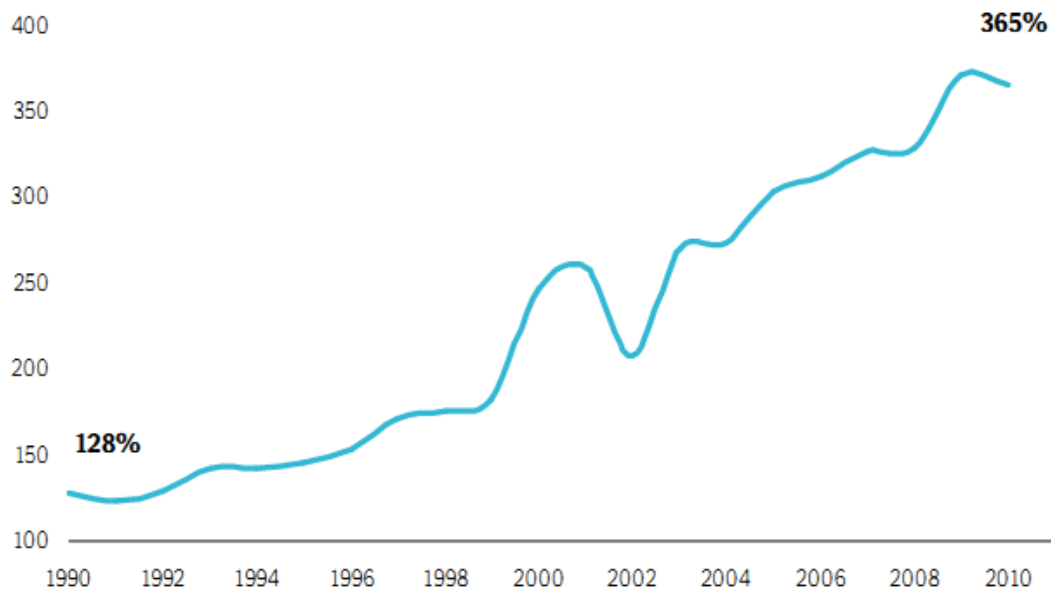
Daniel Sachs

Efter tjugo expansiva år befinner sig marknaden för företagsfinansiering i kraftig omvandling, både drivet av skärpta regleringar och andra mer marknadsdrivna krav på förändring. Inte minst har bankernas expanderande balansräkningar i Europa skapat en risk i det finansiella systemet som nu med hjälp av nya regleringar ska reverseras, vilket resulterar i en betydande risk för en kreditåtstramning i ett Europa som även fortsatt har stora finansieringsbehov. På grund av nya regleringar även för de institutionella investerarna och en åldrande befolkning är det inte heller självklart att aktiemarknaden kan fylla de behov som krympande banker inte kan ta hand om. För att klara av inte minst de medelstora företagens finansiering är det viktigt att det institutionella kapitalet i ökande omfattning kommer in på marknaden för företagsfinansiering. Detta kan både ske via obligationsmarknaden, som över tiden behöver utvecklas i termer av ökad likviditet och transparens samt en mera utvecklad självreglering, och via en växande marknad för lånefinansiering utanför banksystemet. Den strukturomvandling som pågår är i grunden positiv och nödvändig för att återigen få en marknad för företagsfinansiering som allokerar resurser på ett värdeskapande sätt och därmed stödjer tillväxt och sysselsättning.

Kriser och omvandlingstryck

Under det senaste tiotalet år har det skett flera viktiga förändringar av betydelse för finansmarknaden och den grundläggande funktion som denna marknad har som försörjare och intermediär av riskkapital och krediter i ekonomin. Inte minst har vi sedan kreditkrisen blev synlig 2008 sett ett starkt omvandlingstryck, både i form av ett behov av skärpta regleringar (t.ex. kapitaltäckningsregler och likviditetskvoter för banker) och i form av andra mer marknadsdrivna krav på förändring. Inte minst har bankernas expanderande balansräkningar i Europa skapat en risk i det finansiella systemet som nu med hjälp av nya regleringar ska reverseras vilket resulterar i en betydande risk för en kreditåtstramning i Europa.

Figur 1: Europeiska banktillgångar i relation till BNP (%)



Källa: SEB.

Som synes i grafen ovan har europeiska bankers balansräkningar gått från att vara ca 128 % av Europeisk BNP 1991 till ca 365 % av BNP 20 år senare. Delvis är detta en utveckling som behöver rättas till oavsett vad som sker på regleringsområdet, men processen snabbas på av Basel III-regler och även Solvency II.

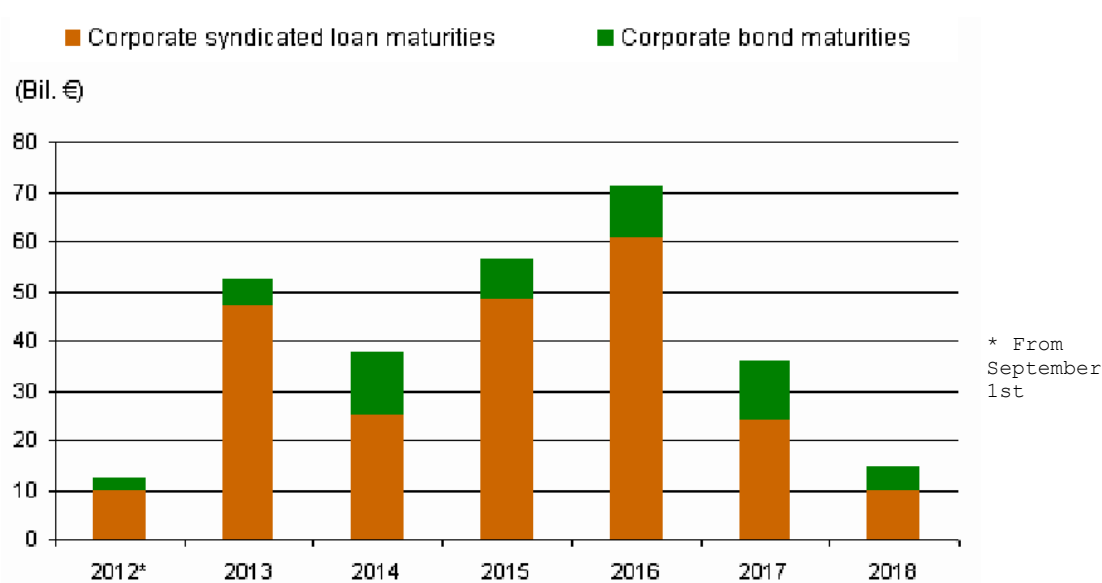
Finanskrisen 2008 visade återigen på vilka påfrestningar på det finansiella systemet som en eller flera fallerande storbanker har. Dessa s.k. systemriskerna har visat sig påtagligt öka till följd av bankmarknadens tilltagande internationalisering. Den allmänna politiska oron har oavsett de bakomliggande tekniska bristerna i bankernas balansräkning drivit på politiska initiativ. Skärpta kapitaltäckningskrav och solvensregler är en del i detta. Att de politiska initiativen i första hand sker på multilateral nivå medför automatiska generella anpassningar och åtföljande åtstramningar oavsett nationella eller andra individuella avvikelser. Detta har redan resulterat i betydande kreditåtstramningar i Europa. Det kan antas att denna förändringsprocess kommer tillta och väsentligt förändra spelplanen för kreditgivningen och den framtida kapitalförsörjningen för näringslivet.

Det finns även faktorer som har mindre med finansiellet krisen att göra som inverkar på finansmarknadernas funktionssätt. Exempelvis har flertalet internationella regelinitiativ – främst inom ramen för EU – bidragit till en ökad konkurrens och integration på de

finansiella marknaderna. Ett viktigt sådant exempel är MiFID-regelverket som bidragit till att luckra upp de nationella börsmonopolen och skärpa den internationella konkurrensen om aktiehandeln. Den framväxande Private Equity-marknaden har också kommit att utmana traditionella investeringar via börser och andra publika marknadsplatser. Med andra ord finns det flera faktorer som påverkar aktiemarknadernas roll som källa till företagens finansiering, och även som kanal för hushållens långsiktiga sparande för t.ex. pensioner.

Behoven av företagsfinansiering lär inte minska framöver. På kort sikt är behoven extra stora på grund av att vi lever med sviterna av den överfinansiering som skedde under åren 2005–2007. Som exempel kan användas marknaden för så kallade Leveraged Loans, dvs finansiering av utköpsaffärer i Europa. Så här ser förfallostrukturen ut de närmaste åren:

Figur 2: Beräknad förfalloprofil för europeiska Leveraged Loans



Källa: Standard & Poor's.

Som synes förfaller mellan 50–70 miljarder Euro i lån och obligationer per år de kommande fyra åren. Detta ska jämföras med en nytgivningstakt på ca 20–30 miljarder Euro i dagsläget. Dessutom har belåningsnivåerna för företagsaffärer gått från ca 6 gånger rörelseresultatet (EBITDA) som högst 2007 till lite drygt 4 gånger rörelseresultatet för de senaste åren vilket innebär att många företag lever med belåningsnivåer som i dagens marknad anses som för höga och därför kommer behoven av risk-

bärande kapital och av omstruktureringar också att öka över tiden. Det kommer att ta lång tid att bli av med konsekvenserna av denna överutlåning. Förutom detta behov så behöver samtidigt de normala refinansieringsbehoven hanteras samt att man verkligen får hoppas att europeiska företag kommer att ha mera offensiva kapitalbehov för expansion; rörelsekapital, investeringar och förvärv.

Framtidens kapitalförsörjning – bankernas roll

Marknaden för företagsfinansiering befinner sig sålunda i kraftfull förändring. Givetvis går det inte att veta hur framtidens kapitalförsörjning kommer att se ut, men det går att urskilja ett antal tendenser. Traditionellt sätt har företagsfinansiering i Europa och kanske särskilt i Norra Europa skett via lånefinansiering från banker och eget kapitalfinansiering från privata investerare och så småningom börserna i tilltagande omfattning.

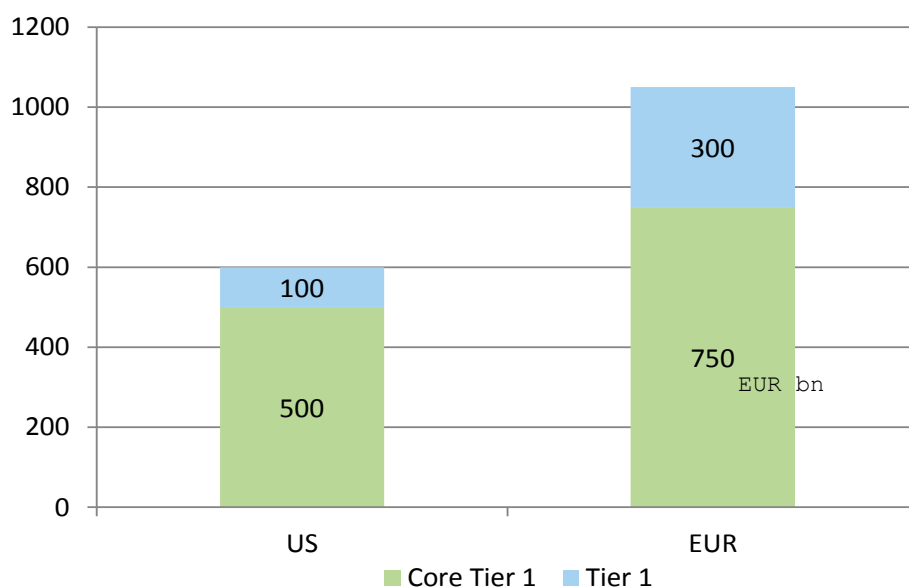
Det är i detta sammanhang viktigt att göra en distinktion – det som detta kapitel handlar om är marknaden för företagsfinansiering vilket är en del av det man brett definierat brukar kalla för finansmarknaden. Aktiemarknaden – både den publika och den privata "private equity" marknaden – är till väldigt liten del aktiv i företagsfinansiering. De flesta aktieaffärer görs i andrahandsmarknaden och kapitalet kommer sällan företagen till del. De senaste åren har de årliga nyemissionerna på börserna motsvarat lite drygt 1 dags handelsomsättning i andrahandsmarknaden – det är alltså fraktioner av en procent av omsättningen som går in i företagen som finansiering. Av det kapital som investerats i private equity-fonder under åren 2005 t.o.m. september 2011 är 93,5 % så kallat utköpskapital som går till förvärv av företag, men inte bidrar till företags finansiering. När det gäller mindre företag så är de i allmänhet finansierade via ägarkapital och bankfinansiering.

Marknaden för företagsfinansiering har därför varit väldigt beroende av bankerna. Jämfört med USA är europeiska företag extremt beroende av banker för sin finansiering. För större företag har obligationsmarknaden länge utgjort ett alternativ till bankfinansiering, men inslaget av obligationsfinansiering har ökat på senare år till stor del drivet av att bankerna har tvingats bli mer restriktiva i sin kreditgivning och säkerligen även för att företagen efter 2008 på ett tydligare sätt upplevt värdet av en diversifierad kapitalisering. Även medelstora företag har i ökad utsträckning börjat vända sig till obligationsmarknaden. Sedan 2006 har obligationsfinansieringens andel av ny

finansiering till nordiska företag gått från ca 1/10 till drygt 1/3 för de första åtta månaderna 2012.

Samtidigt behöver ju bankerna återställa sitt kapital. Detta kan teoretiskt ske på två huvudsakliga sätt; antingen genom stärkande av det egna kapitalet via nyemissioner eller andra kapitaltillskott eller genom att krympa balansräkningen. På grund av aktie- marknadens stora volatilitet och den höga kapitalkostnaden för banker så är det tydligt att den huvudsakliga metoden som väljs är att minska balansräkningen. Detta kan till del ske via utförsäljningar av tillgångar så som fastighetsportföljer m.m., men en del av detta är också en mera restriktiv utlåning. Statistik visar att vi nu är inne i en kreditåtstramning i Europa där bankernas nettoutlåning minskar. En bedömning tyder på att europeiska banker skulle behöva upp till 1 000 miljarder Euro i nytt kapital fram till att Basel III ska vara fullt införd 2019 – vilket gör att en stor del av lösningen av bankernas kapitalproblematik behöver vara krympande balansräkningar.

Figur 3: Basel III:s påverkan (beräknat underskott 2019)

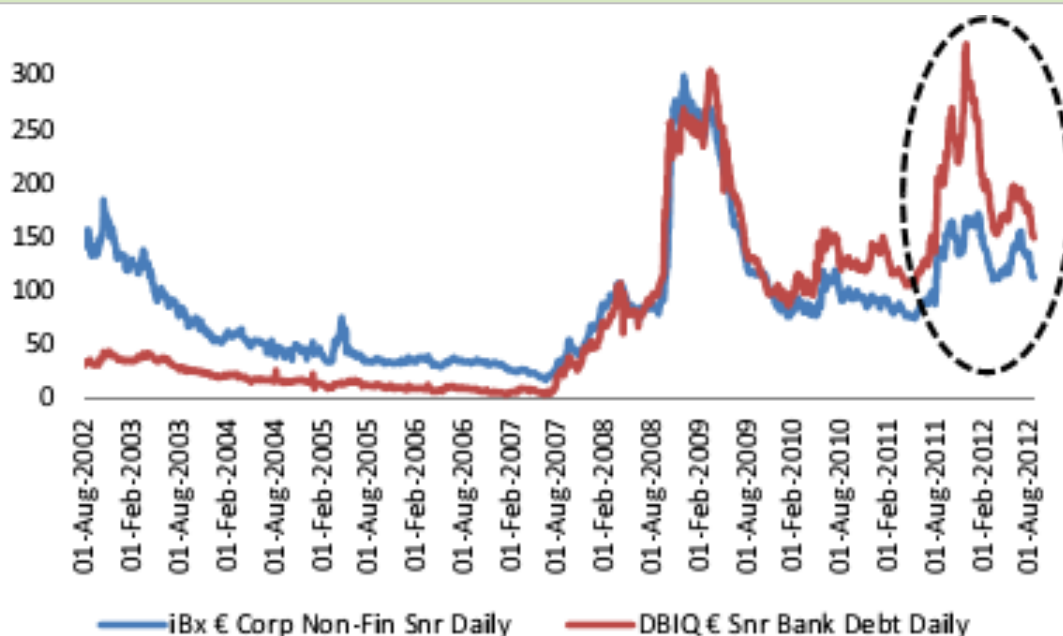


Källa: SEB.

I takt med att Basel III-reglerna införs så kommer inte bara tillgången, men också pris-sättningen på bankfinansiering att förändras. En fundamental förändring som illustreras av nedanstående graf är att vi för 10 år sedan hade klart högre riskpremie på lån till företagssektorn (exklusive finansiella företag) än för banker; i Europa ca 1,5 % jämfört med ca 0,2–0,3 % för bankerna. Efter den stora turbulens som följde efter att kredit-

krisen blev synlig 2008 så har detta förhållande reverserats. Idag ligger bankernas riskpremie i snitt på ca 1,5 % och de icke-finansiella företagens på ca 1 %. Flera nordiska banker har gått från att kunna låna upp pengar med ca 0,1 % marginal till att behöva erbjuda en marginal på 2–3 %. Självklart innebär detta att bankerna behöver ta mera betalt eller, som i många fall med större kunder, låna ut pengar med förlust. Den förändrade relativa relationen mellan företagens direkta kapitalkostnad och bankernas innebär också att incitamenten har ökat för företag att finansiera sig via kapitalmarknaden. En egen beräkning av de svenska bankernas vägda kapitalkostnad inklusive eget kapitalandel ger vid handen att riskpremien kanske var ca 0,5 % före 2008, medan den nu är på ca 1,75–2 %.

Figur 4: Banker vs. företags (investment grade) kapitalkostnad



Källa: Bloomberg.

Ytterligare en aspekt av den förändrade finansieringsmarknaden och den större kapitalknapphet som präglar banksystemet är att det blir allt större konkurrens om kapitalet. I en tid då stora finansieringsbehov att lösa så riskerar finansiering av till exempel företag trängas undan. En rimlig slutsats av dessa förändringar blir att bankerna inte med självklarhet kommer att kunna fortsätta bära behoven av företagsfinansiering under kommande decennier.

Framtidens kapitalförsörjning – hoppet står till aktiemarknaden, eller...?

Kan vi då hoppas att aktiemarknaden kan ersätta en del av det tomrum som bankerna lämnar efter sig? Det är svårt att tro det. Dels, som synes ovan, så är aktiemarknadens roll i marknaden för företagsfinansiering generellt begränsad numera, dels vet vi att i den marknadsvolatilitet som vi har levt med sedan 2008 så är fönstren för nyemissioner oftare stängda än öppna. Dessutom förändras förutsättningarna även för aktiemarknaden. McKinsey kom i december 2011 ut med en studie av aktiemarknaden under namnet "The emerging Equity Gap". De förutser ett globalt "Equity Gap", en brist på eget kapital, om 12,3 trillioner USD till 2020. Det här är en global observation och delvis hänger den ihop med att en större del av det globala placeringskapitalet kommer från nya marknader som bl.a. Kina, Indien och andra länder som inte har en lika utvecklad eget kapital-kultur som vi har i väst. Men även i Europa förutses "Equity Gap" om ca 3 trillioner USD.

En betydande förklaring till denna europeiska brist på eget kapital är demografi. Europa har en åldrande befolkning – andelen invånare över 60 utgör idag knappt 15 % av befolkningen, men kommer om ett antal decennier att vara över 20 %. Detta innebär också att européer går från att spara till att börja leva upp sina besparingar i ökande utsträckning. Med detta följer minskande riskvilja och eget-kapitalandel i kapitalförvaltningen.

En annan förklaring till de förutsedda bristerna av eget kapital är ny reglering och nya krav som ställs på institutionerna. Det viktigaste inslaget i denna förändring är Solvency II. Denna nya reglering beräknar försäkringsbolags och vissa pensionsbolags kapitalkrav utifrån underliggande tillgångars och skulders risk. Jämfört med dagens regelverk innebär detta en lägre tolerans för vissa sorters mera riskfyllda tillgångar som t ex aktier. Det innebär att vi med stor sannolikhet kommer att se en minskande aktieandel i europeiska försäkringsbolags portföljer. Redan under de gångna 10 åren har aktieandelarna förändrats radikalt och detta kommer sannolikt att fortsätta under de kommande 10 åren. I Tyskland har försäkringsbolagens aktieandel gått från 31 % 2001 till 17 % 2010. I Storbritannien är förändringen under motsvarande period en minskning från 46 % till 34 %.

Pensionssystemen i västvärlden håller också på att förändras. Med låga räntor och lägre risk i pensionsbolagens portföljer så kommer det att bli svårt att möta de ibland högt

ställda förväntningar på avkastning som många pensionssystem bygger på. Vi kommer med stor sannolikhet att få se flera exempel på underkapitaliserade pensionssystem både i privat och offentlig regi som kommer att kräva ytterligare kapitaltillskott eller sänkta pensioner.

Dessutom är vi inne i en tid där gamla sanningar omprövas löpande. Mantrat har varit att aktiemarknaden skapar överavkastning på lång sikt, men samtidigt har sanningen de senaste 20 åren varit en hel annan. Svenska statsobligationer skapade från 1999 till 2012 en genomsnittlig årlig avkastning om ca 5,2 %, medan aktiemarknadens genomsnittliga årliga avkastning under samma period var ca 3,8 %. Den riskfria placeringen överavkastade den riskfyllda under denna tid och riskpremien var sålunda negativ. Visst har aktier skapat överavkastning på väldigt lång sikt, men vi har haft ett antal långa perioder med nollavkastning på aktier också. Ett annat etablerat mönster som vi kan komma att få ompröva är marknaden för bolagsstyrning och corporate control som traditionellt har dominerats av aktiva ägare. I många situationer i Europa ser vi nu hur aktiva obligationsägare och långgivare i realiteten har ett större inflytande över företags utveckling och förändring än vad en fragmenterad grupp aktieägare har.

Framtidens kapitalförsörjning – det institutionella kapitalet och obligationsmarknaden

Samtidigt med dessa utmaningar skapar som alltid regelförändringar och ändrade mönster affärsmöjligheter. Solvency II och konsekvenserna i form av minskande aktieallokering i många stora institutioner kommer ju också att innebära att mycket kapital frigörs och behöver hitta avkastning på nya sätt. En förhoppning är att företagets behov av alternativ finansiering i kölvattnet av Basel III till en del kan mötas av denna överlikviditet och jakt på avkastning i institutionerna. Detta kräver dock utvecklade funktioner för intermediering. Institutioner är sällan bekväma att själva direkt agera företagsfinansiärer utan har behov av institutioner som specialiserar sig på företagsfinansiering.

Förutom via aktiemarknaden kan institutioner vara aktiva direkt i marknaden för företagsfinansiering antingen via obligationsmarknaden eller genom att tillhandahålla lån. Man kan notera ett ökande intresse hos både institutioner och privatpersoner för dessa placeringsalternativ. Inflödet i företagsobligationsfonder från svenska hushåll har

under de första 8 månaderna 2012 varit ca 9 miljarder SEK att jämföra med ca 3 miljarder SEK för hela 2011.

Obligationsmarknaden i Europa är mycket mindre utvecklad än i USA. Den svenska obligationsmarknaden dras med ett antal problem som behöver åtgärdas för att det ska bli en riktigt likvid och livaktig marknad. Det ska sägas att marknaden är delad; de större företagen som t ex Ericsson, Sandvik och Vattenfall har god access till obligationsmarknaden både i Sverige och internationellt, medan det är betydligt svårare för mindre och medelstora företagen. Tyvärr är det även de medelstora företagen som har drabbats hårdast när europeiska banker har blivit mera restriktiva med sin utlåning.

Förutom att svenska företag, potentiella emittenter, är vana att få den finansiering de behöver i bank och i allmänhet inte har någon djupare kunskap om obligationsmarknaden och möjligheterna med finansiering direkt från kapitalmarknaden så kunde man 2008, efter att kreditkrisen visat på ökande behov av alternativ finansiering, konstatera att marknaden drogs med fyra övergripande problem:

1. Marknaden saknade helt transparens. Handeln sker fortfarande mestadels via telefon och ingen handelsstatistik finns om de avslut som genomförs. Detta missgynnar likviditeten i marknaden och gör att svenska företagsobligationer i huvudsak i realiteten är "buy-and-hold"-instrument som är svåra och dyra att handla i andrahandsmarknaden. Detta har i sin tur inneburit att längre löptider är svåra att sätta i marknaden. Bristen på transparens innebär också att det inte går att skapa några riktiga index eller benchmarks samt gör det svårare att arbeta med oberoende analys och rådgivning.
2. Villkoren för olika företagsobligationer spretade betänkligt och det var därför svårt för många investerare att förstå vilka rättigheter och skyldigheter som följde med en enskild obligation. En standardisering av villkoren när det gäller allt annat än de kommersiella villkoren har efterfrågats.
3. Avsaknad av oberoende agentfunktioner (s k trustees som representerar obligationsägares intressen) och annan självreglering på marknaden. Medan aktiemarknaden omgärdas av ett antal instanser av självreglering som Aktiemarknadsnämnden, Näringslivets Börskommitté m.m. så finns ingenting för obligationsmarknaden. Banker tog ofta på sig dubbla roller och var både emissionsinstitut och agent och hamnade därmed ofta i potentiella intresse-

konflikter. I takt med att marknaden breddas så att även privata placerare i större utsträckning kommer in i marknaden så ökar behovet av oberoende agenter för att undvika en för svag ställning för obligationsinnehavare.

4. Slutligen finns det ett behov av utveckling och ökad kunskap på investerarsidan. Få institutioner har traditionellt haft någon egen kreditanalys och en del placeringspolicier har varit ogenomtänkta, särskilt när det gäller mera riskfyllda obligationer.

Marknaden är idag fortfarande outvecklad, men den har utvecklats betydligt de senaste två åren. Flera banker har inrättat avdelningar för företagsobligationer och specifikt för "high yield bonds" – dvs. mera riskfyllda obligationer ofta emitterade av mindre bolag. Konkurrensen har också gjort att det förekommer en del initiativ för större transparens och att priset för att handla obligationer har gått ner. Svenskt Näringsliv och större emittenter har tagit ställning när det gäller transparens och driver nu den frågan. En del bolag har också med framgång emitterat obligationer med längre löptider. Två oberoende agentbolag har på kort tid etablerat sig på den svenska marknaden. Det finns ett första försök till att skapa benchmark för företagsobligationer och det pågår minst två projekt med syfte att ta fram standardavtal för obligationer emitterade i Stockholm.

Trots allt detta behöver dock transparensen förbättras för att marknaden ska börja fungera riktigt bra. Paradoxalt nog finns det redan en regel för all obligationshandel som stipulerar att antal avslut och pris ska redovisas senast kl 9 dagen efter handeln. Denna regel efterlevs vad gäller stats- och bostadsobligationer men Finansinspektionen har beslutat att ge dispens för företagsobligationer. Skälet till detta är att en del intermediärer hävdar att ökad transparens skulle försvåra deras market maker-funktion och att ökad transparens därför i själva verket skulle försämra likviditeten. Man kan dock ifrågasätta hur stor del av denna handel som baseras på att intermediärer håller lager – när det gäller mera riskfyllda obligationer så sker sannolikt den överväldigande majoriteten av handeln som ren förmedling i vilket fall transparens skulle förbättra likviditeten i marknaden.

Sammanfattningsvis finns ett antal drivkrafter som har lett till ett ökat intresse för obligationsmarknaden; bankernas mera restriktiva utlåning och att företag efter 2008 har insett värdet av en mera differentierad finansiering, en ökad efterfrågan på placeringsalternativ från institutioner och privatplacerare i en tid med mycket låga

räntor och minskat förtroende för aktiemarknaden samt som beskrivits ovan det faktum att bankernas ökade kapitalkostnad relativt övriga företag har gjort obligationsfinansiering mera konkurrenskraftig. De ovan nämnda förbättringarna i marknadens funktion har också bidragit till en mera aktiv marknad.

Den svenska marknaden för företagsobligationer summerar till ca 210 miljarder SEK i utestående belopp från icke-finansiella företag vilket är ca 8 % av den totala svenska obligationsmarknaden. På penningmarknaden står företagen för ca en tredjedel med sina totalt 90 miljarder SEK. Emissionerna har ökat markant sedan första halvan av 00-talet, stocken av företagsobligationer har gått från ca 70 miljarder 1997 till dagens 210 miljarder. Det sista året har dock tillväxten accelererat och stocken ökat med ca 50 miljarder, eller med 90 miljarder om man tar med obligationer i andra valutor än SEK. Cirka 25 % av svenska företags kreditfinansiering kommer idag direkt från kapitalmarknaden i form av obligationer och certifikat.

Utöver den stadigt växande och mognande obligationsmarknaden så växer även en marknad fram för lån utanför banksystemet. Denna marknad kallas populärt i internationell press för "shadow banking". Marknaden ses i allmänhet, som namnet antyder, som något som mest hör hemma på en bakgård i finansmarknaden, men i själva verket är en fungerande marknad för lånefinansiering utanför banksystemet en nyckel till en effektiv marknad för företagsfinansiering och därmed tillväxt och sysselsättning i Europa. Marknaden – som ännu så länge är relativt liten men växer snabbt – innehåller ett brett spektrum av aktörer. I ena änden finns så kallade CDOs eller CLOs eller hedgefonder som ofta med betydande belåning ägnar sig åt företagsfinansiering. Vissa av de strukturerna har gett skuggbanksmarknaden sitt dåliga namn, genom att de med väldigt tunt eget kapital och stora volymer lånefinansiering har varit en betydande företagsfinansiär som också utgör en stor systemrisk utan att befinna sig inom regleringens uppföljning, kapitalkrav och styrning. Det har lett till att stora exponeringar som inte varit kända av regleraren plötsligt har kunnat bli synliga som betydande förluster med stora spridningseffekter. Denna typ av belånade strukturer som utgör en systemrisk behöver givetvis omfattas av samma krav som banksystemet i övrigt.

I andra ändan av skuggbanksskalan finns de institutioner som själva eller via intermediärer ägnar sig åt utlåning till företag utan att belåna sina strukturer (eller med blygsam belåning). Dessa fyller en viktig funktion för att förse företag med finansiering

och samtidigt skapa avkastning på pensionspengar med lägre risk än i aktiemarknaden och utan att utgöra en systemrisk. Detta är ett fenomen som skulle kunna utgöra ett viktigt positivt inslag i marknaden för företagsfinansiering. Politiker, reglerare och marknadsaktörer borde fundera mera på hur denna del av marknaden kan stödjas och utvecklas.

Sammanfattningsvis pågår i kölvattnet av de stora svagheter i finansmarknaden som blev synliga 2008 ett strukturellt skifte av marknaden för företagsfinansiering. Ett centralt tema i detta skifte är Basel III och bankernas tuffare kapitalkrav, krympande balansräkningar och högre kapitalkostnad. Ett annat tema är ny reglering och följande förskjutningar i institutionernas placeringsinriktning och risktagande. Exakt var detta landar på sikt går det naturligtvis inte att ha någon klar uppfattning om, men struktur-omvandlingen som pågår är i grunden positiv och nödvändig för att återigen få en marknad för företagsfinansiering som allokerar resurser på ett värdeskapande sätt och stödjer tillväxt och sysselsättning.

Finansiella marknader och inkomstfördelning

Jesper Roine

I finanskrisens spår har många menat att ökade inkomstskillnader varit en starkt bidragande orsak till krisens uppkomst. Man har till stor del fokuserat på den amerikanska situationen och där finns många möjliga kopplingar. Stagnerande reallöner i botten av fördelningen kan ha skapat en ökad efterfrågan på lånefinansierad konsumtion, samtidigt som ökad inkomstkoncentration i toppen ökat efterfrågan på placeringsmöjligheter och mer risktagande, med den sammantagna effekten att risken i systemet ökat. Många har också pekat på pengars ökade inflytande i politiken och risken för avreglering som gynnar enskilda intressen men också ökar risken i systemet. Även om det finns mycket som pekar på direkta eller indirekta kopplingar mellan ökade inkomstskillnader och den senaste krisens uppkomst i USA så finns inget empiriskt stöd för att ökad inkomstspridning generellt skulle vara en god prediktor eller bidragande orsak till finansiell expansion eller till kriser. Jämför man den svenska situationen med den i USA innan krisen så finns vissa likheter men också viktiga skillnader. Inkomstkoncentrationen har ökat, i procentuella termer nästan lika mycket som i USA, men i absoluta tal är skillnaderna fortfarande stora. Inkomsterna i botten av fördelningen har inte heller stagnerat på det sätt som varit fallet i USA. Samtidigt har dock hushållens skulder ökat till mycket höga nivåer i relation till disponibel inkomst men hushållens balansräkning är fortsatt stark. Ytterligare en skillnad är att det till stor del är höginkomsthushåll som har huvuddelen av skulderna. Läget är inte den tydliga subprime-situation som byggdes upp i USA innan krisen.

Sammantaget finns många sätt på vilka ökade inkomstskillnader kan öka sårbarheten i det finansiella systemet men det tycks också finnas mycket som kan göras för att minska dessa risker genom politiska beslut.

Inledning

I ljuset av finanskrisen har det uppstått en debatt om sambandet mellan finansiella cykler och inkomstklyftor. Diskussionerna har varit en blandning mellan, å ena sidan, teorier om hur förändringar i inkomstfördelning kan påverka stabiliteten på de finansiella marknaderna (direkt eller indirekt) och, å andra sidan, vilka konsekvenser finanskrisen haft på inkomstfördelningen. Dessa frågor är relaterade men olika. Den första handlar om i vilken mån ökad inkomstspridning orsakar (eller ökar sannolikheten för) finanskriser. Den andra om i vilken utsträckning finanskriser orsakar ökad (eller minskad) inkomstspridning. Orsakssambanden kan förstås också vara relaterade och man kan även tänka sig att eventuell samvariation inte alls har något orsakssamband utan bara beror på att inkomstfördelning och finansiella kriser är relaterade till någon tredje faktor som påverkar båda.

Det är viktigt att beakta både frågor om inkomstfördelningens eventuella effekt på sannolikheten för en kris och frågor om krisens effekt på inkomstfördelningen. För att låna en analogi från Atkinson och Morelli (2012) handlar alla systems hållbarhet både om förmågan att förhindra kriser som kan äventyra systemets överlevnad och om att vidta rätt åtgärder om krisen ändå skulle komma. Detta gäller förstås även vår ekonomi och det finansiella systemet. Om inkomstspridning ökar risken för en kris finns det anledning att påverka detta, om inte annat så i syfte att minska denna risk. Om krisen leder till oönskade effekter på inkomstfördelningen kan man vilja korrigera dessa för att man bryr sig om aggregerad välfärd, men också för att oförmågan att hantera negativa chocker kan erodera grunden för systemets långsiktiga överlevnad.

I detta kapitel behandlas en rad teorier om relationen mellan inkomstfördelning och finansiella kriser och deras eventuella empiriska stöd, med fokus på frågan "Leder ökad inkomstspridning till en ökad risk för en finansiell kris?". Först kan det dock vara på sin plats att gå igenom teorier om de mer generella kopplingarna mellan ekonomisk utveckling, inkomstjämlighet och finansiella marknader. Flera av teorierna om cykler och fördelningsfrågor är nära kopplade till dessa och kan med fördel ses i ljuset av mera generella teorier om tillväxt, inkomstfördelning och finansiell utveckling.

Ekonomisk utveckling, finansiella marknader och inkomstfördelning

Finansiella marknaders roll i ekonomin handlar i sin mest grundläggande form om att kanalisera resurser från sparande till produktiva investeringar. Det som inte konsumeras i en period utgör grunden för nästa periods kapitalstock. Under (det mycket realistiska) antagandet att den som sparar inte alltid är den som kan generera den största avkastningen på pengarna så är finansmarknaden central för matchningen mellan sparande och produktiva investeringar och den är också central i sin roll att aggregera information. Antar man (också mycket realistiskt) att den finansiella marknaden har en rad informationsproblem och asymmetrier som gör att dess funktionssätt inte är "perfekt" och att den dessutom styrs av politiskt bestämd reglering, så kommer fördelning av resurser i ekonomin att påverka utfallet, direkt och indirekt både via ekonomiska och politiska kanaler. Låt oss börja med att först redovisa huvuddragen i forskningen kring ekonomisk tillväxt och inkomstfördelning, för att sedan explicit lägga till finansiell utveckling.¹

Ekonomisk tillväxt och inkomstfördelning

I aggregerade modeller eller modeller med representativa agenter så spelar förstås inte fördelningsfrågor någon roll men så fort man beaktar att inkomster (och förmögenheter) är fördelade i befolkningen så blir frågan om denna fördelning central. Keynes (1920) och Kaldor (1957) utgick ifrån att personer med högre inkomster hade en större benägenhet att spara och att en ökad inkomstkoncentration genom detta kunde vara bra för ekonomisk tillväxt.² Ett relaterat skäl till varför inkomstkoncentration skulle vara bra är om det finns stordriftsfördelar och eller höga fasta kostnader i tillväxtskapande investeringar så är det viktigt att det finns individer och företag som har tillräckligt med pengar för att kunna ta sig an dessa investeringar.³ Andra har dock poängterat att en alltför skev inkomstfördelning kan ha negativa konsekvenser för tillväxt. Enskilda individer kan mycket väl ha talang och goda idéer men sakna resurser att t ex utbilda sig

¹ Givet denna beskrivning så är det uppenbart att man borde se till *både inkomst och förmögenhetsfördelning* i samhället när man studerar dessa frågor. Sparande och konsumtionsmöjligheter avgörs av både inkomstflödet och den privata förmögenhetsstocken. Beroende främst på bristande tillgång på bra data har dock nästan all empirisk forskning begränsat sig till inkomstfördelning.

² Formaliserat av Stiglitz (1969) i en Solow-tillväxtmodell, och utvidgat till att gälla mer generellt i andra typer av modeller av Bourguignon (1981).

³ Dessa idéer hade en speciellt stark roll i Sverige under 1950 och 60-talen då man betonade storföretagens förutsättningar som avgörande för tillväxt (se t ex Pontusson (1992) och Steinmo (1993)).

eller starta företag.⁴ I brist på omfördelning eller (perfekta) kapitalmarknader kan ekonomin gå miste om produktiva investeringar.

Det finns också många teorier som kopplar samman tillväxt och inkomstfördelning via politiska kanaler. Man kan till exempel tänka sig att en ojämn inkomstfördelning resulterar i krav på höga omfördelnde skatter vilket har negativa tillväxteffekter (som i Alesina och Rodrik (1994), och Persson och Tabellini (1994)).⁵ Det finns också ett antal klassiska politiska argument som tar fasta på att utfall som uppfattas som "orättvisa" av befolkningen kan få en rad konsekvenser som skadar den ekonomiska utvecklingen. Till exempel kan man tänka sig att en skev fördelningsprofil kan skapa protester, strejker och våldsamheter, men man kan också tänka sig mer indirekta effekter genom att stödet för en viss politik minskar då majoriteten känner att de inte får del av vinsterna. Ett exempel på detta skulle kunna vara vinsterna från globalisering och frihandel. Trots att denna utveckling är positiv för ekonomin som helhet kan en bristande fördelning av vinsterna resultera i att en majoritet av befolkningen motsätter sig globalisering. Omfördelning skulle i detta fall inte bara vara tillväxtskapande utan en potentiell Pareto-förbättring (dvs. alla skulle få det bättre).⁶ De politiska effekterna är dock inte begränsade till en missnöjd majoritet som känner sig förfördelad. Man kan också tänka sig att inkomstkoncentration leder till att eliten "köper" sig inflytande över politiken. I dessa fall kommer den negativa effekten inte ifrån missnöje i den undre halvan av fördelningen utan ett oproportionerligt stort inflytande hos en liten grupp i toppen av fördelningen.⁷

Hur ser då det empiriska stödet ut för de olika teorierna? Är inkomstfördelning systematiskt kopplat till tillväxt på något sätt? Svaret på denna fråga har förändrats över tid de senaste decennierna i takt med bättre data och förfinade ekonometriska metoder. Många studier under 1990-talet var baserade på tvärsnittsdata där t ex ett lands

⁴ Exempel på modeller som baseras på liknande argument är t ex Banerjee och Newman (1993) och Aghion och Bolton (1997).

⁵ I dessa modeller antas att skatter är negativa för tillväxt. Liknande modeller men där skatteintäkter i stället kanaliseras till investeringar i human kapital och omfördelning till produktiva personer med dålig tillgång till finansiellt kapital kan förstås istället leda till högre tillväxt (Saint-Paul och Verdier, 1993, och Perotti, 1996). Skattepengarnas *användning*, inte bara skattenivåerna är avgörande (Bénabou, 1996).

⁶ Många ekonomhistoriker har pekat på denna mekanism som den ledande anledningen till att den "första globaliseringsvågen" (ca 1870–1914) avstannade. Roine och Waldenström (2008) diskuterar detta i detalj och knyter också an till dagens missnöjesyttringar gällande globalisering.

⁷ Acemoglu och Robinson (2006) gör en distinktion mellan *de Facto* och *de Jure* makt där det förra är relaterat till bland annat pengar. Se också t ex Bartles (2008), Johnson och Kwak (2009), och många fler, speciellt i relation till hanteringen av finanskrisen (mer om detta senare).

tillväxttakt under en period (t.ex. 1960–1990) relaterades till ett antal variabler som förklarar tillväxt samt inkomstfördelningen i början av perioden. Denna typ av studier kom typiskt sett till slutsatsen att höga Gini-koefficienter i början av perioden var associerade med lägre tillväxt. Hög inkomstjämlighet tycks alltså dålig för tillväxt.⁸ Dataläget förbättrades avsevärt i slutet av 1990-talet då paneldata (alltså tidsserier för flera länder) sammanställdes. Detta möjliggjorde estimeringar där t ex landspecifika effekter kan tas i beaktande. Flera studier hittade då istället en positiv effekt av inkomstspridning på tillväxt.⁹ Andra hittade inga effekter eller effekter som gick i olika riktning beroende på om landet var rikt eller fattigt i början av perioden.¹⁰

Banerjee och Duflo (2003) poängterar också att sambandet troligen inte är linjärt utan snarare sådant att stora förändringar i inkomstspridning (både uppåt och neråt) kan förväntas vara negativa för tillväxt. De finner också stöd för detta i data.

Sammantaget kan man nog säga att det inte råder någon stor konsensus kring vilket sambandet är. Speciellt inte när de mest använda dataserierna också fått mycket kritik för att kvaliteten på data är mycket ojämn och inte jämförbar mellan länder.¹¹ De senaste åren har vissa framsteg i att ta fram bättre data gjorts men ännu finns absolut ingen enighet kring sambandet kring det empiriska sambandet.

Ekonomisk tillväxt, fördelning och finansiell utveckling

Som redan antytts ovan är det finansiella systemets utveckling och funktionssätt centralt för många av dessa teorier. I sin mest idealiserade form resulterar finansiell utveckling i de flesta teorier i både högre tillväxt och jämnare inkomstfördelning. Grundmekanismen är att i takt med finansiell utveckling så får allt fler (som tidigare begränsades av bristen på egna pengar) tillgång till kapital vilket är proportionellt viktigare för personer med låga inkomster. Man kan också tänka sig att finansiell utveckling gör det möjligt för individer med relativt små inkomster att slå ihop sina besparingar för att nå de kritiska miniminivåer som krävs för att göra investeringar (se t.ex. Levine (2005) för en översikt). Liknande mekanismer kan dock resultera i att relationen ser olika ut i olika faser av finansiell utveckling. I ett resonemang som liknar Kuznets teori om ekonomisk

⁸ T.ex. Alesina och Rodrik (1994) och Persson och Tabellini (1994) och Perotti (1996).

⁹ T.ex. Benhabib and Spiegel (1998), Forbes (2000), och Li and Zou (1998).

¹⁰ Barro (2000) finner att för rika länder är hög inkomstspridning bra för tillväxt medan det omvända gäller för fattiga länder.

¹¹ Atkinson och Brandolini (2001).

utveckling och inkomstspridning menar Greenwood och Jovanovic (1990) att finansiell utveckling i ett initialt skede är gynnsammast för de med höga inkomster då bara de kan ta del av finansiella innovationer. I detta läge ökar finansiell utveckling ojämlikhet. Men i takt med att allt fler får tillgång till finansiella tjänster så gynnas även de med låga inkomster och relationen vänds till en där finansiell utveckling har en utjämnande effekt.

Det finns dock ett antal teorier som ställer alla dessa resonemang på ända. I en relativt ny översikt över relationen mellan finansiell utveckling och inkomstfördelning av Claessens and Perotti (2005) ges flera referenser till både teori och empiriska belägg för att finansiell utveckling ofta kan gynna "insiders" (t.ex. Rajan and Zingales, 2003 och Perotti and Volpin, 2004). Ytterligare en översikt som uppdaterar forskningsläget är Khwaja och Mian (2011). Grundidén är genomgående att utveckling inte bara handlar om att förbättra informationssökande och matchning utan också kan ta sig formen att skydda eller gynna enskilda intressen, ibland på bekostnad av en utveckling som skulle vara samhällsekonomisk önskvärd. Kort sagt kan man säga att dessa teorier håller med om att finansiell utveckling *i princip* skulle kunna ha en utjämnande effekt men att det *i praktiken* kommer finnas en slagsida mot reformer och förändringar som gynnar eliten och därmed ökar inkomstskillnaderna.

Empiriskt pekar det mesta på att finansiell utveckling är bra för ekonomisk tillväxt (Levine, 2005). De relativa effekterna för olika delar av fördelningen är dock mindre klara. Roine, Vlachos och Waldenström (2009) finner att finansiell utveckling sett över 16 industrialiserade länder under 1900-talet haft en signifikant positiv effekt den yttersta toppinkomstandelen (topp 1-procent gruppens andel). Denna effekt kommer dock i huvudsak från tidiga perioder (då finansiell utveckling var relativt låg) vilket är i linje med Greenwood och Jovanovics (1990) idé om att finansiell utveckling i tidiga faser är speciellt gynnsam för de med högst inkomster. I en översikt av Demirgüç-Kunt och Levine (2009) beskrivs dock den allmänna bilden som att finansiell utveckling sammantaget har en inkomstutjämnande effekt, alltså att finansiell utveckling relativt sett mest gynnar gruppen låginkomsttagare.

Sammanfattningsvis kan man säga att relationen mellan ekonomisk utveckling, inkomstfördelning, och finansiell utveckling omfattar många mekanismer som ibland går i olika riktningar, ibland också olika riktningar under olika faser av utvecklingen. Det

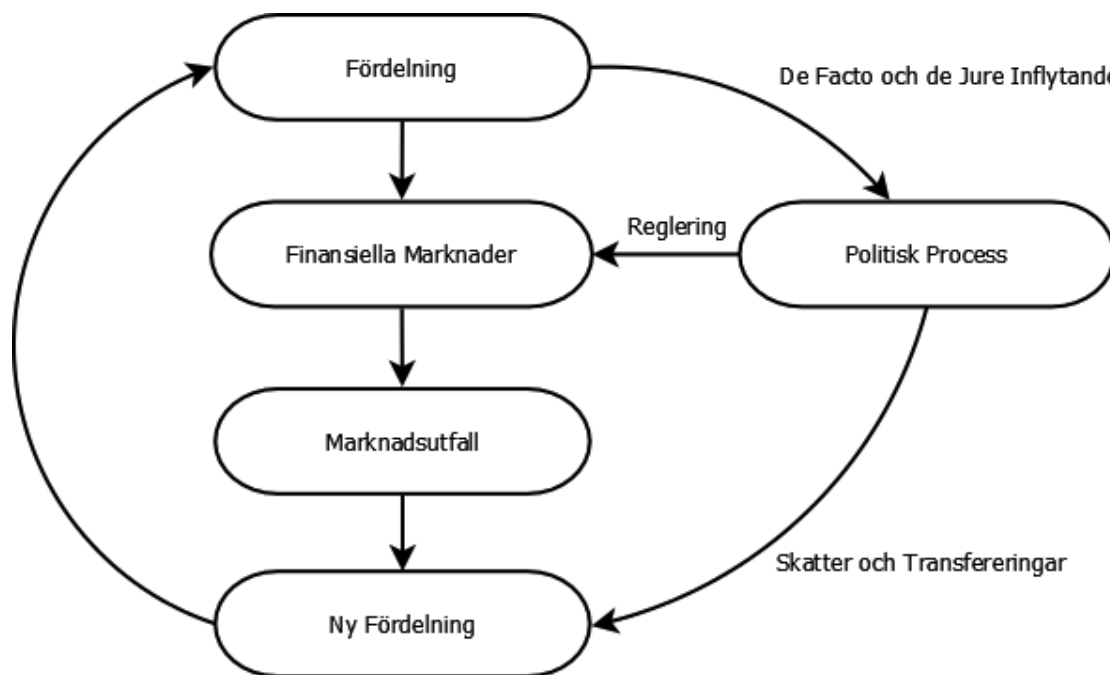
är dock viktigt att notera att flera teorier kommer till olika slutsatser beroende på hur man ser på drivkrafterna bakom utvecklingen. Är den driven av innovationer som gynnar samhället som helhet (åtminstone potentiellt), eller är den ett resultat av att en inflytelserik elit försöker ändra spelreglerna till sin fördel. Synen på detta går igen i mycket av diskussionen om inkomstfördelning och finansiella kriser.

Ett konceptuellt ramverk

För att underlätta diskussionen om de olika mekanismerna så kan det vara användbart att på ett mycket stiliserat sätt försöka beskriva de olika sambanden ovan i ett konceptuellt ramverk. Dess huvudsakliga funktion är att fånga relationerna mellan teorierna ovan och de olika mekanismer genom vilka inkomstskillnader skulle kunna påverka sannolikheten för en finanskris (som kommer diskuteras i nästa avsnitt).¹²

Figurens vänstra del illustrerar ekonomin, dess högra den politiska processen. Utgångspunkten för alla individuella ekonomiska val är personers tillgångar i en tänkt "start-period". Dessa tillgångar (som kommer från inkomster och sparande i tidigare perioder) har en viss fördelning i befolkningen. Denna initialfördelning påverkar hur mycket man kan spara respektive konsumera nu, vilka investeringar man kan göra för kommande perioder, etc. Många av dessa val kanaliseras och möts via den finansiella marknaden. I avsaknad av all form av finansiell aktivitet är en person helt låst till att bara kunna använda sina initiala tillgångar men med en mer eller mindre avancerad finansiell sektor finns möjligheter att t.ex. "poola" resurser, låna eller låna ut pengar utöver vad man har initialt, att få information om investeringsmöjligheter, etc.

¹² Figuren är en modifierad variant av den i Roine (2012), som i sin tur inspirerats av Persson och Tabellini (2003) och Acemoglu och Robinson (2006).



Figur 1: Relationer mellan fördelning, finansiella marknader, ekonomin och det politiska systemet.

Den finansiella marknadens funktionssätt påverkar alltså i hög grad den ekonomiska aktiviteten och ju bättre den fungerar desto bättre blir utfallet (finansiell utveckling är positiv för tillväxt). Utfallet på marknaden, efter skatter och transfereringar, utgör fördelningen och basen för nästa period. Alla led i denna kedja påverkas dock av politik och regleringar (ekonomiska institutioner). Via denna kanal kan t ex en ojämn fördelning leda till politiskt tryck på ökad omfördelning (och negativa tillväxteffekter om negativa incitamenteffekter dominerar, eller positiva tillväxt effekter om skattemedel används på rätt sätt). Via denna kanal kan också *typen av finansiell reglering* påverkas. Om en hög koncentration av tillgångar ger mycket politisk makt åt en begränsad grupp kan de regleringar som genomförs gynna denna grupp och i värsta fall vara skadliga för den sammanlagda välfärden.

Relationen mellan finansiella kriser och inkomstfördelning

I den senaste finanskrisens spår har det uppstått en debatt kring det mer specifika sambandet mellan finansiella kriser och inkomstklyftor. Detta är å ena sidan lite överraskande då inkomstskillnader typiskt sett inte figurerar som en förklaringsfaktor i de

flesta modeller av vad som orsakar finansiella kriser.¹³ Å andra sidan kan man tycka att det i sig är konstigt givet de uppenbara kopplingarna som finns mellan ekonomisk tillväxt, inkomstfördelning och finansiell utveckling. På senaste tiden har hur som helst frågan vaknat till liv och många inflytelserika ekonomer, inklusive Nobelpristagarna Joseph Stiglitz och Paul Krugman och IMF:s förre chefsekonom Raghuram Rajan, har menat att ökade inkomstskillnader varit en starkt bidragande orsak till finanskrisen i USA 2007–2008.

Definitioner på kriser och fördelningsmått

Som så ofta är det bra att först göra klart vad man menar med "kris" och "inkomstskillnader" och även hur man vill beskriva sambandet. Vad gäller definitioner av "kriser" och "inkomstskillnader" så kan man börja med att slå fast att det inte finns någon samstämmighet om en "bästa" definition, eller ett bästa sätt att mäta någondera. Det beror dock främst på att den bästa definitionen avgörs av frågan man ställer sig och vilka data som finns att tillgå snarare än att det finns djupare åsiktsskillnader om rätt sätt att gå till väga.

Vad gäller kriser är det främst två kriser som är aktuella i detta sammanhang: "finanskriser" och "konsumtions/BNP kriser". Andra kriser som man kan tänka sig att fokusera på är "valutakriser", "skuldkriser", "betalningsbalanskriser", "sudden-stops", "börskrascher", etc. Som understryks av Reinhart och Rogoff (2009) så är dessa kriser ofta sammankopplade men det finns också många exempel där "krisen" begränsas till en sorts kris. Till exempel finns det flera börskrascher som inte orsakat någon finanskris eller BNP kollaps.

"Finanskriser" syftar på en situation som drabbar hela den finansiella sektorn, inte bara en enskild bank, där förtroendet för systemet blir så lågt att bankerna inte kan fullgöra sina åtaganden.¹⁴ Att brittiska Barings Bank gick i konkurs 1995 var till exempel en stor

¹³ Enligt Atkinson och Morelli (2011) figurerar inte orden "inequality" eller "income distribution" i innehållsförteckningen i någon av tre relativt nyutkomna och välciterade översikter om finansiella kriser; Kindelberger och Aliber (2005), Krugman (2009), och Reinhart och Rogoff (2009).

¹⁴ En precis definition från Laeven och Valencia (2012): "A banking crisis is defined as systemic if two conditions are met: 1) Significant signs of financial distress in the banking system (as indicated by significant bank runs, losses in the banking system, and/or bank liquidations) 2) Significant banking policy intervention measures in response to significant losses in the banking system. We consider the first year that both criteria are met to be the year when the crisis became systemic.

händelse men inte en "finanskras".¹⁵ Dock kan vissa enskilda banker vara så viktiga för hela systemet att en enskild banks kollaps skulle kunna påverka hela sektorn (därav arbetet med att identifiera SIFIs; Systemically Important Financial Institutions). Det finns flera datakällor för olika perioder och ett vanligt tillvägagångssätt är att helt enkelt att inkludera alla kriser som identifieras i diverse artiklar och definiera dessa som "krisepisoder".¹⁶ För att ge en bild av omfattningen som krävs för att definiera en episod som en kris så var 2007–2009 *inte* en finanskras i Sverige men situationen var precis på gränsen.¹⁷

Konsumtions/BNP kriser är på sätt och vis de kriser vi i slutändan bryr oss om. Om finansiella eller andra instrumentella system inte påverkar produktions/konsumtions-sidan av ekonomin så betyder det att krisen på något sätt hanteras så väl att det inte påverkar ekonomin i övrigt (eller, mindre sannolikt, att det finansiella systemet inte är viktigt för ekonomin). I praktiken används oftast BNP mått för att identifiera dessa kriser helt enkelt för att data för detta finns i mycket högre utsträckning än för konsumtion.¹⁸ En BNP kollaps definieras oftast som en viss ackumulerad förlust av total BNP (mellan 5 och 10 procent) från krisens början till dess slut och ofta också med en minsta tid som krisen måste pågå (ett eller två år).¹⁹ Detta kan jämföras med den en vanlig definition av recession som är två på varandra följande kvartal av negativ BNP utveckling.

Även om det finns vissa problem med definitionerna av kriser så är problemen långt större när det handlar om valet av inkomstfördelningsmått. Är man i huvudsak ute efter hur situationen för de med lägst inkomst förändras eller är man mer intresserad av koncentration av inkomster i toppen? Är man intresserad av marknadsutfallet, disponibla inkomster eller av individers konsumtionsmöjligheter? Ligger fokus på skillnader

¹⁵ Atkinson och Morelli (2011).

¹⁶ De flesta studier gör en egen definition som passar just deras specifika frågeställning och kör sedan "robusthetstest" på sina resultat för att se att definitionen inte påverkar utfallen i studien.

¹⁷ Sett i termer av hur mycket stöd som gick till den finansiella sektorn skulle många nog vilja inkludera detta som en "finanskras" med det var inte en "systemic banking crisis" enligt Laeven och Valencias (2012) definition.

¹⁸ För perioder och länder då man har bra data på både konsumtion och produktion kan man dock konstatera att BNP kollaps också innebär kraftigt minskad aggregerad konsumtion. (Se referenser i Becker och Mauro, 2006).

¹⁹ Becker och Mauro (2006) definierar en "output collapse" som en minst två-årig episod med en kumulativ BNP förlust på minst 5 % (relativt innan krisen). Barro och Ursua (2008) identifierar kriser som episoder där den kumulativa BNP förlusten är minst 10 %.

mellan individers eller familjers inkomster? Hur ska man se på situationer där konsumtion hålls uppe genom ökad skuldsättning? Det finns flera frågor att ta ställning till och vid en genomgång av de olika mekanismer som föreslagits i litteraturen så fokuserar olika teorier på olika delar av fördelningen (se avsnitt 2.2 nedan). Vad gäller data-tillgänglighet finns ett antal databaser med Gini-koefficienter för relativt många länder sedan 1970-talet. Här finns ofta olika mått på toppen i relation till mitten, mitten i relation till botten, toppen i relation till botten osv. och man kan i princip hitta indikationer på om förändringar i inkomstjämlighet drivs av en viss del av fördelningen. Vill man gå längre bak i tiden (vilket man typiskt sett måste för att få tillräckligt många observationer för att kunna studera generella mönster i relationen till kriser) är man dock begränsad till data på toppinkomstandelar.²⁰ Dessa har samlats in under det senaste årtiondet och finns för 20-talet i huvudsak industrialiserade länder (däribland Sverige) för större delen av 1900-talet. Dessa data baseras på skattestatistik och eftersom bara en begränsad del av befolkningen betalade (inkomst)skatt under stora delar av 1900-talets första hälft så finns bara homogena serier på toppinkomsttagarnas andel av totala inkomster före skatt och transfereringar. Dessa har dock visat sig vara väl korrelerade med Gini-koefficienten för de perioder för vilka båda måtten finns tillgängliga (Leigh, 2007) och därför används ofta toppinkomstandelar som inkomstspridningsmått även om man egentligen skulle vilja ha information om fördelningen i sin helhet.

Leder inkomstjämlighet till finanskriser? Tänkbara mekanismer

I ett försök att strukturera upp de olika teorier som förts fram kan det vara bra att gruppera dem genom att se till om 1) mekanismerna är *kausala* eller bara förändringen i inkomstjämlighet *sammanfaller* med krisen (men orsakas av en tredje faktor), och 2) om mekanismen ser till *ökningar* i inkomstjämlighet i allmänhet eller *inkomstkoncentrationen i sig* som spelar roll.²¹ Denna typ av försök att sortera idéer är alltid behäftad med risken att man förenklar för mycket men förhoppningsvis blir de olika teorierna tydligare genom att kontrasteras på detta sätt.

²⁰ Som Reinhart och Rogoff (2009) konstaterar: "a data set that covers only twenty-five years simply cannot give one an adequate perspective" (s. 27–28).

²¹ Denna uppdelning är inspirerad av den som görs i Atkinson och Morelli (2011) men är utvidgad med ett antal andra referenser som inte tas upp av dem.

Den kanske mest citerade och omdiskuterade teorin för hur ökade inkomstskillnader bidrog till att orsaka finanskrisen i USA 2007/2008 är Raghuram Rajans bok *Fault Lines* från 2010. Rajans argument innehåller flera mekanismer som går igen i andra teorier. Han tar sin utgångspunkt i Claudia Goldins och Larry Katz (2008) bok *The race between technology and education*, som menar att USAs framgångar under större delen av 1900-talet grundats i förmågan att utbilda människor i en sådan takt att man kunde hålla jämna steg med den teknologiska utvecklingen som till sin natur gynnar de med högre utbildning. Enligt Goldin och Katz har det amerikanska utbildningssystemet misslyckats med detta de senaste årtiondena med följden att inkomstklyftorna har ökat.²² Dessa ökade inkomstklyftor skulle i princip ha kunnat öka trycket på omfördelning och utbildningsreformer men det starkt polariserade politiska systemet har inte lyckats implementera något av detta (något som diskuteras i mer detalj av t.ex. MaCarthy, Poole och Rosenthal, 2006). Istället har man (medvetet eller omedvetet) funnit det lättare att driva igenom reformer och olika stödpaket som gjort det lättare för låginkomsttagare att låna mer. Då finansieringen ofta var statligt garanterad på olika sett sågs detta som säkra och vinstgivande aktiviteter för banker och andra aktörer på finansmarknaden som därför var positiva till utvecklingen. Rajan redogör detaljerat för de många turer som i slutändan ledde till den överbelåning som, via ompacketering till MBSer och CDOs, försäkrade via CDSer, med hävstångseffekter via SPVer och SIVer, enligt honom var den amerikanska finanskrisens kärna.²³

Källan i Rajans teori är alltså ökade inkomstskillnader (i grunden drivna av *skill biased technological change*) som skapar ett politiskt tryck på mer omfördelning, men som av olika skäl tar sig formen av lättare tillgång på lånefinansiering (speciellt av bostäder), som leder till överbelåning (och övervärdering) och i slutändan resulterar i en finanskris. Sambandet han argumenterar för är *kausalt* och drivet av *ökade inkomstskillnader*. Att den huvudsakliga kanalen som Rajan pekar på är politisk och att det var politikers välvilliga försök att hantera ökade inkomstskillnader som var grunden fångas i följande

²² Det finns en stor mängd teorier med olika empiriskt stöd för varför inkomstskillnaderna ökat och speciellt varför toppinkomsterna ökat så mycket mer än övriga inkomster. De vanligaste anledningarna inkluderar någon form av *skill biased technological change* (antingen i form av ökade utbildningspremier eller genom ökad avkastning på att vara bäst inom sitt område (s.k. "superstar"-teorier), globalisering (t ex lönekonkurrens för många låglönegrupper, och ökad kapitalmobilitet), eller avreglering och liberalisering. Dessa faktorer kan förstås samverka och utesluter inte varandra. Se Atkinson, Piketty och Saez (2011), Dew-Becker och Gordon (2008) och Sandmo (2005) för översikter och diskussioner kring detta.

²³ Mortgage Backed Securities, Collateralized Debt Obligations, Credit Default Swaps, Structured Investment Vehicle, och Special Purpose Vehicle.

citat: "but the gap between government intent and outcomes can be wide indeed, especially when action is mediated through the private sector ... On net, easy credit, ... provided an extremely costly way to redistribute income" (Rajan, 2010, s. 44).²⁴

En annan uppmärksam studie som ligger nära Rajans är Kumhof och Ranci re (2010) som utvecklar en teoretisk modell där befolkningen delas upp i en toppgrupp (topp 5 %) som äger kapital och resten av befolkningen som lever på sina löneinkomster (resterande 95 %).²⁵ Båda grupperna bryr sig om sin konsumtion över tid, men toppgruppen bryr sig också om sitt kapital. De antar att de respektive gruppernas löner bestäms av en "förhandlingsprocess" (eller något exogent) och studerar sedan vad som händer om l neinkomsttagarna under en längre period av någon anledning f r en relativt mindre del av den producerade kakan (dvs. inkomstskillnaderna ökar). Deras resultat  r att toppgruppen svarar med att både öka sin konsumtion och genom att spara mer (och som följd vilja låna ut mer) samtidigt som resten av befolkningen svarar med att både konsumera mindre men också med att dämpa konsumtionsfallet genom att låna mer.²⁶ Sammantaget ökar detta risken för en finanskris. De relaterar sina teoretiska resultat till utvecklingen i USA både under 20-talet och under årtiondena innan krisen 2007/2008 och konstaterar att utvecklingen matchar den i modellen; inkomstskillnaderna mellan de i toppen och resten av befolkningen g r upp samtidigt som hushållens skulder g r upp under en lång period fram till en kris. Deras modell matchar också det faktum att inkomstskillnaderna i USA ökat mycket mer än konsumtionsskillnaderna vilket förstås  r möjligt om låginkomsttagarna l nar till konsumtion.

Kumhof och Ranci res (2010) teori  r *kausal* i att ökade inkomstskillnader resulterar i att både utbudssidan och efterfrågesidan på kapitalmarknaden agerar på ett sätt som ökar risken för en kris. Trots likheterna med Rajans teori finns en viktig skillnad i att den politiska kanalen inte alls behövs för att detta ska hända i deras modell.

²⁴ Citatet taget från Bordo och Meissner (2012).

²⁵ även om detta förstås  r en förenkling så är den inte utan koppling till verkligheten. Faktum är att privat ägt kapital är mycket koncentrerat till toppen av inkomstfördelningen och ser man till inkomstfl det från kapital så är detta nästan uteslutande ett fenomen inom topp 5 (eller högre).

²⁶ En avgörande detalj h r  r om inkomstskillnaderna  r permanenta eller tillfälliga. I det senare fallet så kan en ökad volatilitet i den transitoriska komponenten i inkomster leda till ökat l nande för att utjämna inkomstsv ngningar över livet. Om detta är fallet (vilket Greenspan 1996, och Kreuger och Perri 2003, 2006 argumenterade för) så är ett ökat l nande den effektiva kreditmarknadens respons på tillfälliga svängningar. Dock verkar uppgången i inkomstskillnader inte bara vara en ökad volatilitet i inkomstfl det utan i huvudsak bestå av ökad spridning i livsinkomster (t.ex. Kopiczuk, Saez och Song, 2010).

Stiglitz (2009/2012) fokuserar på konsumtionsbehovet hos de som sett sina *relativa* inkomster sjunka och som kompenserat detta genom (för mycket lån), vilket senare resulterade i krisen. Robert H. Frank har under flera årtionden i böcker och forskningsartiklar förfäktat idén att relativa skillnader skapar problem i sig då individer "överinvesterar" för att hålla jämna steg med varandra i t.ex. konsumtion, med resultatet att alla får det sämre (i nyttotermer, de får dock mer i materiella termer).²⁷ Frank, Levine, och Djik (2010) visar hur inkludering av relativa hänsyn i en modell där inkomstskillnaderna ökar kan leda till att alla lånar mer till konsumtion. I dessa fall har ökade inkomstskillnader en kausal effekt på risken för en finanskris genom ökad skuldsättning i befolkningen. Bertrand och Morse hittar empiriskt stöd för denna typ av hypotes. Konsumtionsökningar bland höginkomsttagarna (över P80 i deras studie) påverkar konsumtionen i inkomstgrupperna precis under: De tolkar sina resultat som "most consistent with the view that visible increased consumption by the rich induces status-seeking or status-maintaining consumption by the less rich." (Bertrand and Morse, 2011, p. 1). Resultaten är tydligast för närliggande grupper precis som i teorin i Frank, Levine och Djik (2010).

Alla teorierna ovan fokuserar på någon form av lånefinansierad "överkonsumtion" som inte varit hållbar. De finns dock de som vänt på detta perspektiv och, i likhet med Karl Marx och James K Galbraith, argumenterat för att de ökade inkomstskillnaderna resulterat i en *minskad aggregerad efterfrågan* i ekonomin. Denna låga efterfrågan har i sin tur gjort att den förda penningpolitiken resulterat i låga räntenivåer och som drivit fram överdrivet låntagande.

Branko Milanovic (2009) sammanfattar många av idéerna i en beskrivning som understryker också både utbuds- och efterfrågesidan för att förklara hur ökade inkomstskillnader ökat risken för en finanskris. Hans utgångspunkt är att inkomstkonzentrationen i toppen skapat enorma förmögenheter vilket i sin tur skapat en stor efterfrågan på finansiella tjänster och ett behov av kapitalförvaltning. Samtidigt har de som fått relativt lägre inkomster försökt att kompensera sitt minskade konsumtionsutrymme. Slutligen har politiker också haft en roll, i linje med Rajans argument:

²⁷ Den så kallade "relativa inkomsthypotesen" lanserades av Duesenberry (1949).

"The interest of several large groups became closely aligned. High net-worth individuals and the financial sector were keen to find new lending opportunities. Politicians were eager to "solve" the irritable problem of middle class income stagnation. The middle class and those poorer than them were happy to see their tight budget constraint removed, as if by a magic wand, consume all the fine things purchased by the rich, and partake in the longest US post World War II economic expansion."

Shleifer och Vishny (2010) identifierar också ett ändrat risktagande i finanssektorn som svar på en ökad inkomstkoncentration i toppen och därmed en ökad efterfrågan på högre risktagande från ett relativt fåtal mycket rika individer. Inkomstkoncentrationen är en *kausal* faktor bakom ett ökat risktagande i finanssektorn.

De ovanstående teorierna trycker alla på inkomstskillnadernas *kausala effekt* på risken för en finanskris. Andra har dock tonat ned den ökade inkomstspridningens roll som den faktor som orsakat krisen. De menar istället att det finns faktorer som förklarar både ökningen i toppinkomster och den ökade risken för en kris, men inte nödvändigtvis en kausalitet mellan de två. Daron Acemoglu (2011) har argumenterat för att politik i USA i allt högre utsträckning styrs av pengar och att denna utveckling gjort att rika och därmed inflytelserika personer kunnat påverka regleringar och policy på ett sätt som skapat en finanssektor som resulterat i både enorma inkomstklyftor i samhället och en ökad risk för en finanskris. Ökad inkomstkoncentration har gått hand i hand med ändrade politiska spelregler och tillsammans har dessa faktorer bidragit till en ökad risk för en finanskris.²⁸ Han argumenterar för att Rajans teori förvisso kan ha sina förtjänster men menar att det finns flera anledningar till varför den inte förklarar finanskrisens uppkomst. 1) Timingen är fel. Om det fanns en period då politiker borde ha agerat för att underlätta för låginkomsttagare så var det 1980-talet, inte 2000-talet. 2) Allt tyder på att amerikansk politik i allt lägre utsträckning tar hänsyn till de med lägst inkomster medan pengars inflytande blivit allt viktigare. 3) De verkligt stora förändringarna i inkomstfördelningen syns i den yttersta toppen av fördelningen, 4) I efterhand kan man konstatera att de stora finansiella aktörerna fått hjälp av staten medan det funnits stort

²⁸ Robert Reich ger också uttryck för att pengars inflytande på politiken var avgörande: "The real reason . . . had to do with power. . . . With hefty campaign contributions, and platoons of lobbyists and public relations flacks, the rich helped push through changes that enabled them to accumulate more and more wealth [through] deregulating Wall Street" (2010, 58).

motstånd mot policy för att hjälpa de drabbade låginkomsttagarna. Simon Johnson och James Kwak (2010) redogör också i detalj för hur inflytelserika finansinstitutioner agerade under krisen för att försäkra sig om att de kom så lindrigt undan som möjligt. Argumenten stöds också av Igan, Mishra, och Tressel (2009) som med detaljerade data visar att finansiella institutioner som var mer aktiva i lobbyverksamhet hade större riskexponering än andra. Acemoglu sammanfattar sin syn på krisen så här:

"All in all, preliminary (and admittedly subjective) reading of facts suggests that politics was key, as the Rajan hypothesis also maintains, but in a different way. Not as a mere response to inequality, but a potential driver of the changes in parts of the income distribution and financial crisis."

Andra har pekat på den roll som ändrade incitament i finansbranschen haft.²⁹ I en fascinerande studie av Agarwal och Wang (2009) studeras utfallet i ett stort naturligt experiment som genomfördes av en stor amerikansk bank där en grupp anställda fick en del av sin ersättning i relation till mängden utlåning, medan en annan grupp även fortsatt bara hade fast lön. Resultatet blev att incitamentslönen ledde till en 47 % ökning av mängden lån och en ökning med 24 % av uteblivna lånebetalningar (default rate). Cahuc och Challe (2009) modellerar effekten av att anställda i allt högre utsträckning fått sin ersättning knuten till "säljprestation" vilket resulterat i höga ersättningar men också högre risktagande. Även här är alltså ökningen i inkomstskillnader och den ökade risken för en kris relaterad till en tredje gemensam faktor – incitamentsstrukturen i finansbranschen – snarare än kausal.

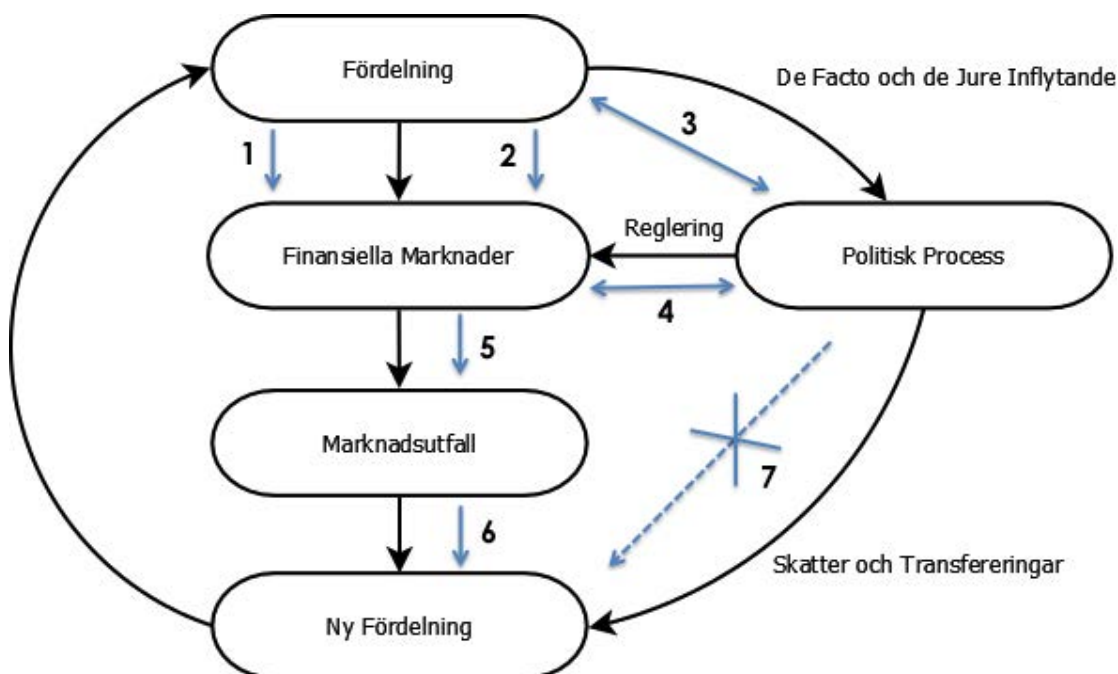
Relaterat visar Phillipon och Reshef (2009) att avregleringar av finansiella marknader är tydligt relaterade till ersättningsnivåer och finansiell innovation och att branschen uppvisar inkomster utöver vad som kan förklaras av andra observerbara aspekter (som ökad komplexitet och krav på utbildning). Även här finns det faktorer som driver inkomstutvecklingen i finanssektorn och risken för en kris snarare än att den ena påverkar den andra.³⁰ Studier som försökt reda ut vilka toppinkomsttagarna är finner

²⁹ Fahlenbrach och Stulz (2009), och Bebchuck och Spamann (2009) sammanfattar mycket av denna forskning. Se även Gordon och Dew-Becker (2008).

³⁰ Denna utveckling kan också ha negativa samhällsekonomiska effekter om "överkompensation" i finanssektorn drar till sig alla talanger och man därigenom får en "brain-drain" från andra sektorer där dessa personers samhällsekonomiska bidrag skulle vara högre.

också stöd för att personer aktiva inom finanssektorn är klart överrepresenterade både i USA (Kaplan och Rauh, 2011) och i England (Bell och Van Reenen, 2010).

Sammantaget kan man säga att de flesta av dessa teorier argumenterar för *inkomstskillnadernas kausala roll för sannolikheten att det blir finanskris*. Teorierna varierar i hur mycket vikt som läggs på olika delar av fördelningen (vissa lägger till exempel stor vikt vid inkomstkoncentrationen i toppen av fördelningen snarare än inkomstspridning i befolkningen i stort). De varierar också lite i vad som är anledningen till det ökade lånaudet (t ex individers relativa konsumtion, eller policy för att stimulera konsumtion) och även i vilken utsträckning den politiska kanalen har en nyckelroll eller en biroll i sammanhanget. Andra pekar dock på att *faktorer som ändrade incitamentsstrukturer i finansbranschen eller ett förändrat politiskt landskap (ev. drivet av ändrade sociala normer) drivit både de observerade ökningarna i inkomstskillnader och den ökade risken för finanskriser*. Även här pekar vissa på hur politiken och regleringen i allt för hög utsträckning formats av lobbyverksamhet och därmed skapat system som gynnat vissa grupper (i värsta fall på andras bekostnad) medan andra fokuserar på förändringar i hur marknaden fungerar som påverkat både inkomstspridningen och risken för kriser.



De olika teoriernas mekanismer kan beskrivas i den tidigare presenterade figuren. Till exempel: Rajans (2010) teori fokuserar på efterfrågan hos medel- och låginkomsttagare på kompensation för sin lönestagnation (3) och då den politiska processen inte

levererade denna i form av ökad omfördelning (7) utan via avreglering av kreditmarknaden (4) så resulterade detta i en möjlighet att under en period bibehålla höga konsumtionsnivåer (5) men till priset av en ökad skuldsättning som i slutändan inte var hållbar. Andra, som Acemoglu (2011) och Reich (2010) fokuserar på de facto inflytandet på politik som kommit av en ändrad politisk process och ökad inkomstkoncentration (3) som gjort att finansiell (av)reglering (4) blivit sådan att den gynnat enskilda grupper som kunnat tjäna mer vilket koncentrerat inkomsterna ännu mer (5), (6), osv. Andra har fokuserat på den ökade efterfrågan på kredit hos låginkomsttagare (1) och ett ökat utbud av kredit från höginkomsttagare (2) som resulterat i jämnare konsumtionsutfall (5) men en ojämnare fördelning i att de med låga inkomster blivit allt mer skuldsatta (6), etc. Andra ser till motsvarande kanaler men understryker den relativa inkomsthypotesens roll i sammanhanget.

Leder inkomstjämlighet till finanskriser? Empiriska resultat

Mycket av det som skrivits på sistone har fokuserat på USA och det mesta på den senaste krisen (i någon utsträckning även på parallellerna till 1930-tals krisen). Utgångspunkten för de flesta ekonomiska studier av frågor av typen "Leder ökad inkomstspridning till finanskriser?" är dock att reda ut om detta är ett mer generellt samband. För detta krävs dock många observationer och lyckligtvis är finansiella kriser så pass ovanliga att det resulterar i ett problem för empiriska studier av sambandet (speciellt om man vill försöka inkludera lands- och tidsspecifika effekter).

Flera studier (t.ex. Borio och White, 2003, Becker och Mauro, 2006, Barro och Urzua, 2008, Mendoza och Terrones, 2008 och Barro, 2009) av kriser hittar samvariation mellan makrovariabler, däribland kreditexpansion (credit booms) men mycket få har inkluderat inkomstskillnader som en förklarande variabel. Till viss del beror det på att det tills nyligen inte har funnits jämförbara tidsserier över inkomstskillnader men också på att inkomstskillnader tills relativt nyligen inte spelat någon framskjuten roll i modeller över makrobalanser.³¹

Atkinson och Morelli (2011) gör i en ny artikel en sammanställning av hur den enklast tänkbara relationen mellan förändringar i inkomstskillnader och finans- respektive

³¹ Det mesta av denna forskning har fokuserat mycket på de empiriska problemen med att varna för kriser (så kallade "early warning systems"). Se Becker (2010) för en översikt av dessa problem.

BNP-kriser ser ut. De har helt enkelt samlat data på inkomstskillnader från 25 länder över 1900-talet (baserat på data från toppinkomstdatabasen, Atkinson och Piketty 2007, 2010) och relaterat detta till alla kriser som identifierats i dessa länder under de senaste dryga 100 åren. De har sedan kodat alla episoder efter utvecklingen innan och efter krisen som "stigande", "konstant", "fallande" eller "ingen (eller otillräcklig) information. Tabellen nedan sammanfattar deras resultat för relationen mellan inkomstförändringar och finanskriser.³²

		Efter				Summa
		Fallande	Konstant	Stigande	Ingen info	
Innan	Stigande	1	0	2	3	6
	Konstant	2	1	4	3	10
	Fallande	1	2	1	2	6
	Ingen info	4	5	6	35	50
	Summa	8	8	13	43	72

Tabell 1. Sammanfattning av relationen mellan förändringar i inkomstspridning runt finanskriser (totalt 72 kriser i 25 länder).

En första slående observation är att även med de nya dataset som skapats för att studera långsiktiga förändringar i inkomstskillnader så är majoriteten av fallen ändå svåra att bestämma. Det andra är att utfallen är relativt jämt fördelade mellan alla möjliga varianter av utveckling av inkomstskillnader före och efter finanskriser. Ser man först till utvecklingen *före* en finanskris så kan man konstatera att i sex fall ökar inkomstskillnaderna, i 10 fall är nivån oförändrad, och i sex fall faller inkomstskillnaderna (och i hela 50 fall kan vi inte avgöra hur inkomstutvecklingen sett ut). Ser vi till de olika utvecklingsbanorna kan vi lägga ihop de tre möjliga utfallen som ligger uppåt till vänster, och de tre nedåt till höger, om diagonalen som består av att utvecklingsbanan inte påverkas av krisen (markerade med fet stil i diagrammet). De tre möjliga fallen uppåt till vänster har det gemensamt att utvecklingen antingen vänder ner eller att en

³² Tabellens första kolumn samlar alla situationer där inkomstspridningen fallit *efter* krisen. Det finns totalt 8 sådana kriser. På respektive rad delas dessa fall sedan upp i hur inkomstspridningen sett ut *före* dessa. Vid ett tillfälle ökade inkomstspridningen, vid två tillfällen var den konstant, vid ett tillfälle gick den ner, och vid fyra av de åtta tillfallen kan vi inte bestämma hur inkomstspridningen förändrades innan de kriser som följdes av fallande inkomstspridning.

positiv utveckling bryts. De tre möjliga fallen nedåt till höger är situationer där den tidigare trenden antingen vänder upp eller att en tidigare negativ trend bryts. Räkna man utfall så finns tre observationer där utvecklingen vänder ner, medan krisen i sju fall följs av att inkomstskillnaderna ökar eller att en tidigare fallande trend bryts. Det är alltså vanligare att finanskriser följs av att skillnaderna ökar än tvärtom (men antalet observationer är förstås alldeles för litet för att man ska kunna dra några slutsatser av detta). Atkinson och Morelli (2011) studerar också utvecklingen kring drastiska BNP-fall. Resultaten här är lika i bemärkelsen att det inte finns någon tydligt mönster i hur inkomstskillnader utvecklas före och efter kriser.

Atkinson och Morellis (2011) sätt är å ena sidan transparent och tydligt men lider samtidigt av att de inte kontrollerar för andra faktorer som påverkar sannolikheten för en kris. I en ny studie av Bordo och Meissner (2011) studeras om ökade inkomstskillnader generellt varit en bidragande faktor till kreditexpansion, den kanal som flera av teorierna i avsnitt 2 är baserade på, och också en faktor som andra studier funnit vara en bra prediktor för finanskriser. Deras huvudresultat är att inkludering av ökade inkomstskillnader inte har någon effekt på att förklara sannolikheten för kreditexpansion när man inkluderar andra faktorer som tidigare studier visat vara relaterade till kreditexpansion som BNP tillväxt, låga räntor, investeringar i relation till BNP, etc. I figuren nedan visas till vänster relationen mellan förändringar i mängden lån (på y-axeln) i relation till förändringar av topp 1 % gruppens inkomstandel. Här kan man möjligen se ett svagt men positivt samband mellan de två variablerna. I figuren till höger visas dock relationen mellan residualerna (ε och u) av två regressionsekvationer:

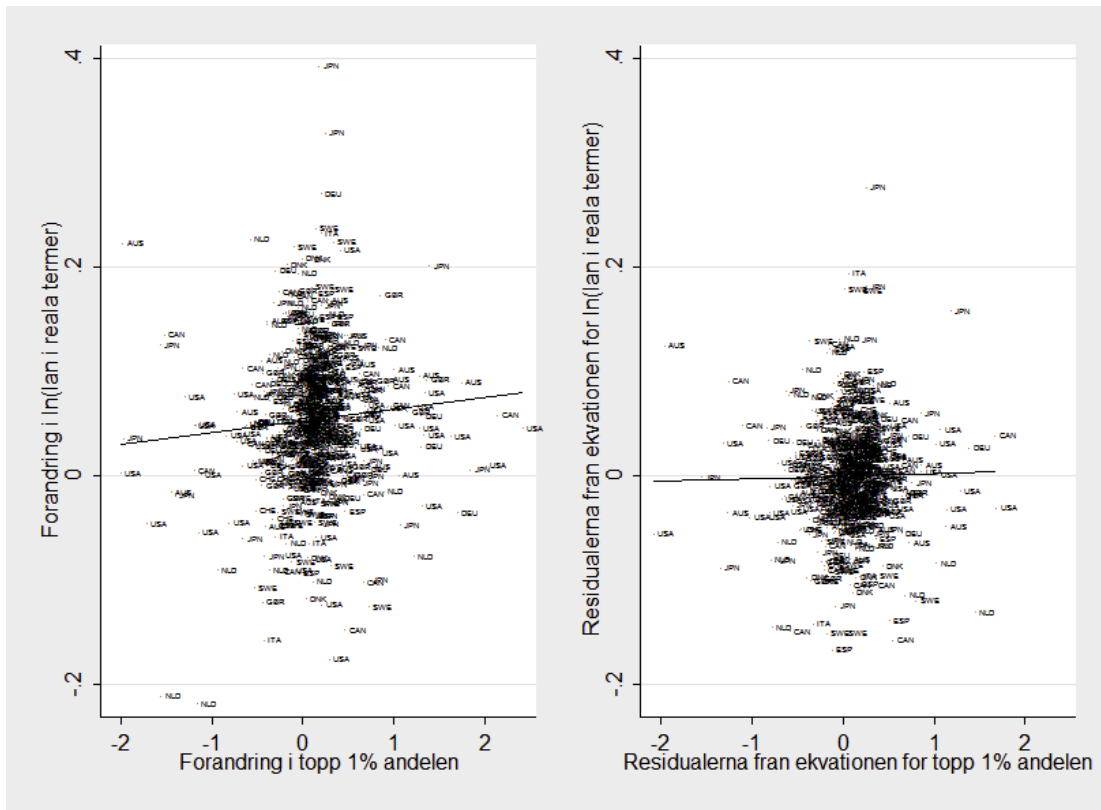
$$\text{Förändring i lån} = \beta X + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Förändring i topp 1\%} = \gamma X + u \quad (2)$$

Som synes finns nu inget samband kvar. Tolkningen av detta samband är relativt enkel: Förändringar i lån förklaras av en rad faktorer som fångas av X .³³ Den återstående variationen finns kvar i ε och frågan är om förändringarna i topp 1 % (inkomstskillnadsmåttet) kan bidra till att förklara detta. Vi vill dock ta bort den del av variationen i inkomstskillnadsmåttet som i sin tur beror på X . När vi gör det får vi kvar u .

³³ X innehåller följande variabler: "country fixed effects, year fixed effects, and lagged changes of the following: the log of real GDP, short-term interest rates, the log of the real money supply, the log of the ratio of investment to GDP, and the ratio of the current account to GDP.

Kort sagt; om det finns någon relation mellan kreditexpansion och inkomstskillnader när vi tagit bort den variation som förklaras av andra faktorer (X) så ska det finnas en korrelation mellan ε och u och det gör det inte.³⁴

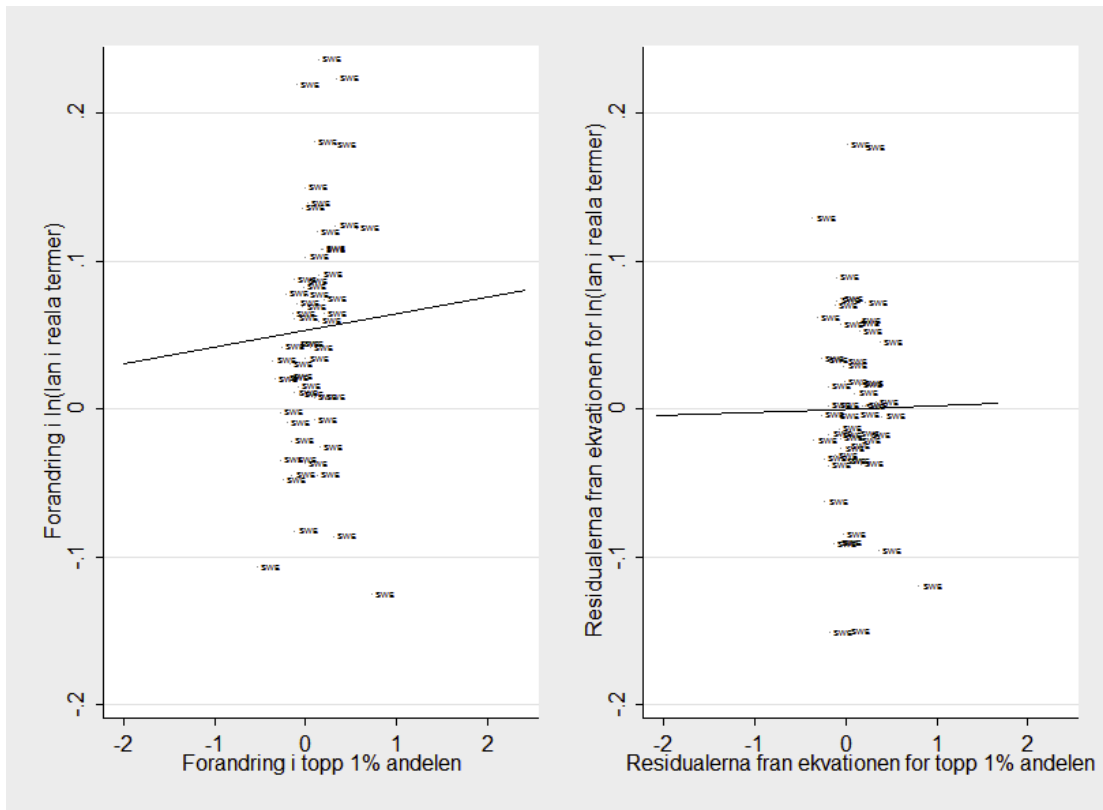


Figur 2: Korrelation mellan kreditexpansion och förändring i inkomstskillnader (till vänster) och relationen rensad för andra förklarande variabler (till höger).

Om man bara ser till hur de svenska observationerna ser ut i detta "moln" av länder och perioder så ser man att mönstret inte är ett dugg tydligare för Sverige. Om möjligt så är även den rena korrelationen mellan kreditexpansion och förändring i inkomstskillnader (till vänster) ännu svagare än i datamaterialet överlag.³⁵

³⁴ Det finns dock många återstående problem med Bordo och Meissners ansats rent ekonometriskt och deras resultat ska tolkas med försiktighet.

³⁵ I figur 3 är de skattade relationerna de samma som i figur 2, dvs baserade på all data, men endast de svenska data punkterna är utsatta.



Figur 3: Korrelation mellan kreditexpansion och förändring i inkomskillnader (till vänster) och relationen rensad för andra förklarande variabler (till höger) med bara de svenska observationerna utsatta i figuren.

Utan att fokusera på finansiella eller andra kriser studerar Roine, Vlachos och Waldenström (2009) inkomskillnader mellan tre grupper – den yttersta toppen (topp 1 %), höginkomsttagare exklusive topp 1 % (P90-99) och resten av inkomsttagarna (P0-90) – och en rad makrovariabler däribland finansiell utveckling. Data sträcker sig över hela 1900-talet för 16 i huvudsak industrialiserade länder över hela 1900-talet. De visar att finansiell utveckling är relaterad till öknningar i toppinkomsttagarnas inkomstandel. Denna uppgång är begränsad till den yttersta toppen (topp 1 %) medan gruppen precis därunder (P90-99) inte ökar sin andel. De finner också att denna toppgrupp i relativa termer tjänar på BNP-tillväxt över den genomsnittliga trenden. Dessa resultat är i linje med de teorier som fokuserat på att toppinkomsttagarna har inkomster som i större är relaterade till den ekonomiska utvecklingen. De studerar också effekten av kriser på dessa gruppers inkomstandelar och finner att toppgruppen (P99–100) i snitt tappar inkomstandelar som följd av en finanskris medan de andra grupperna inte påverkas.³⁶

³⁶ Roine, Vlachos och Waldenström (2009) testar också effekten av valutakriser (currency crises) jämfört med finanskriser (banking crises) och konstaterar att dessa inte har motsvarande negativa effekt på toppgruppens inkomstandel.

Här är det dock viktigt att poängtera en begränsning i data. Bristen på historisk information om fördelningen under topp-decilen gör att vi inte kan studera effekten av kriser på de med lägst inkomster eller ens medelinkomsttagarna, då alla under topp-10 bildar en residualgrupp. Ser man till detaljerade data kring 90-talskrisen och den senaste krisen 2007–2009 i Sverige så visar de att topp 1 tappar andelar men det gör också de med låga inkomster vilket resulterat i en relativt oförändrad Gini koefficient.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att det inte finns några robusta empiriska belägg för någon allmängiltig relation mellan inkomstskillnader och finanskriser.

Inkomstskillnader och finanskriser i Sverige

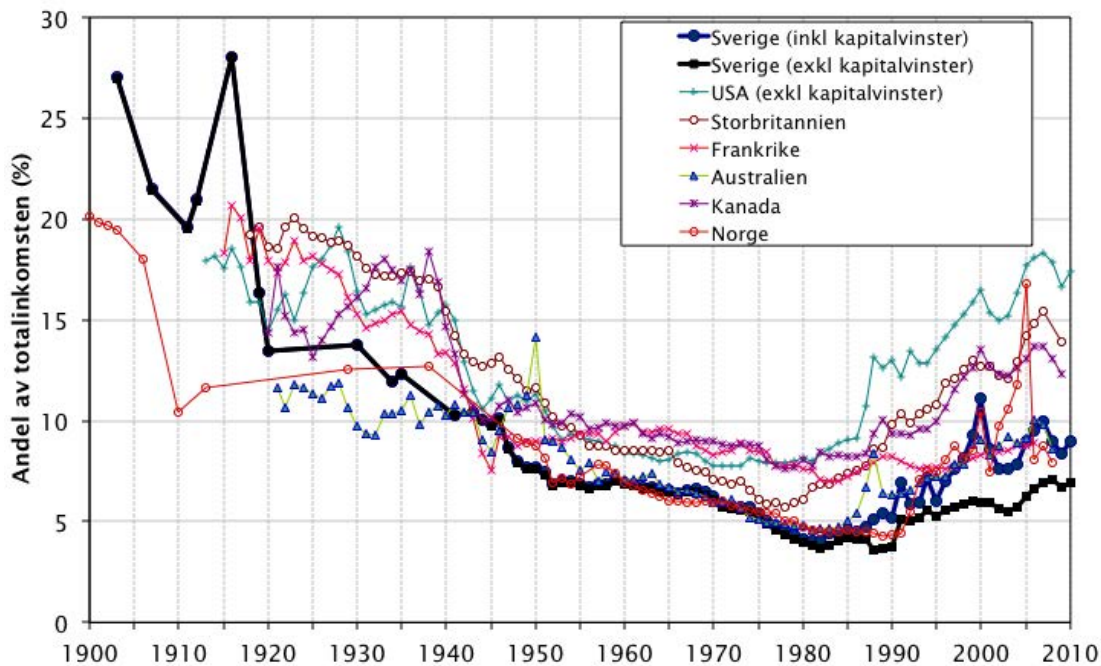
Det är odiskutabelt så att inkomstskillnaderna i Sverige har ökat sedan 1980-talet.³⁷ Detta gäller på alla nivåer, både i termer av marknadsutfall och för disponibel inkomst. Skillnaderna har också ökat i alla delar av fördelningen, mellan medianinkomsttagarna och höginkomsttagarna, och mellan medianinkomsttagarna och låginkomsttagarna. Även andelen personer som har mindre än 50 % av medianens disponibla inkomst (en vanlig definition av relativ fattigdom) har stigit. Till viss del beror detta på ökad lönespridning men en betydande faktor är kapitalinkomsternas ökade betydelse. I en dekomponering av olika komponenters bidrag till Gini visar Björklund och Jäntti (2011) att nästan hela uppgången (från runt 0,2 till runt 0,3) kan hänföras till bidraget från kapitalinkomster.³⁸ En relaterad faktor som spelat en allt större roll är de realiserade kapitalvinsterna. Enligt Roine och Waldenström (2011) så har denna post som andel av alla inkomster ökat från ungefär 0,5 % till att i snitt vara minst 10 gånger så hög (andelen fluktuerar kraftigt mellan 3–4 % och 7–8 % under 2000-talet). Dessa realiserade kapitalvinster är starkt koncentrerade till toppen av fördelningen (även när man tar genomsnitt över flera år) vilket gör att bidraget från denna post till ökad inkomstkoncentration i toppen är betydande.

Sett i ett längre perspektiv så är de senaste decenniernas ökade inkomstskillnader ett brott med utvecklingen under hela 1900-talet fram till runt 1980. Under hela den

³⁷ Björklund och Jäntti (2011) ger en utmärkt översikt av denna utveckling och sammanfattar vad vi vet om inkomstskillnadernas utveckling i Sverige.

³⁸ Figur 2.11 på sidan 51 i Björklund och Jäntti.

perioden föll toppinkomstandelarna (före skatter och transfereringar) trendmässigt.³⁹ Som illustreras av figur 5 har denna trend på många sätt varit likartad för många västländer men samtidigt ska det understrykas att utvecklingen efter 1980 varit heterogen. Uppgångarna har varit betydligt mindre i de flesta europeiska länderna jämfört med England, Kanada och USA. I de nordiska länderna har trenden varit nästan lika brant uppåtgående som i de Anglosaxiska länderna men från mycket lägre nivåer.⁴⁰

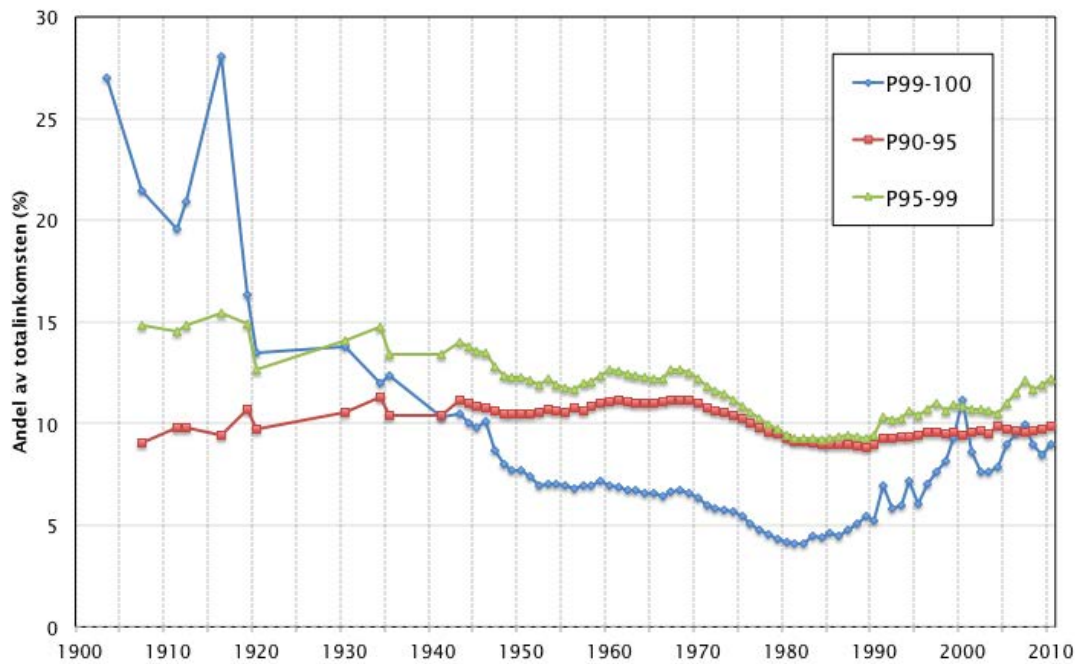


Figur 5. Toppinkomstandelen i olika länder över 1900-talet och fram till idag. Individinkomster före skatt och transfereringar exkl realiserade kapitalvinster om inget annat anges.

Ytterligare en slående aspekt av den långsiktiga inkomstutvecklingen i Sverige är hur mycket av den som drivs av förändringar i den yttersta toppen (och hur små förändringarna är för den undre halvan av toppdecilen).

³⁹ För så här långa perioder finns endast taxeringsbaserade toppinkomstdata före skatt och transfereringar som är jämförbara mellan länder. Men för perioder för vilka vi har mått på både toppandelar och Gini så ser trenden mycket snarlik ut, speciellt i Sverige.

⁴⁰ Atkinson, Piketty och Saez (2011) sammanfattar forskningen kring långsiktiga inkomstskillnader och dess bakomliggande faktorer.

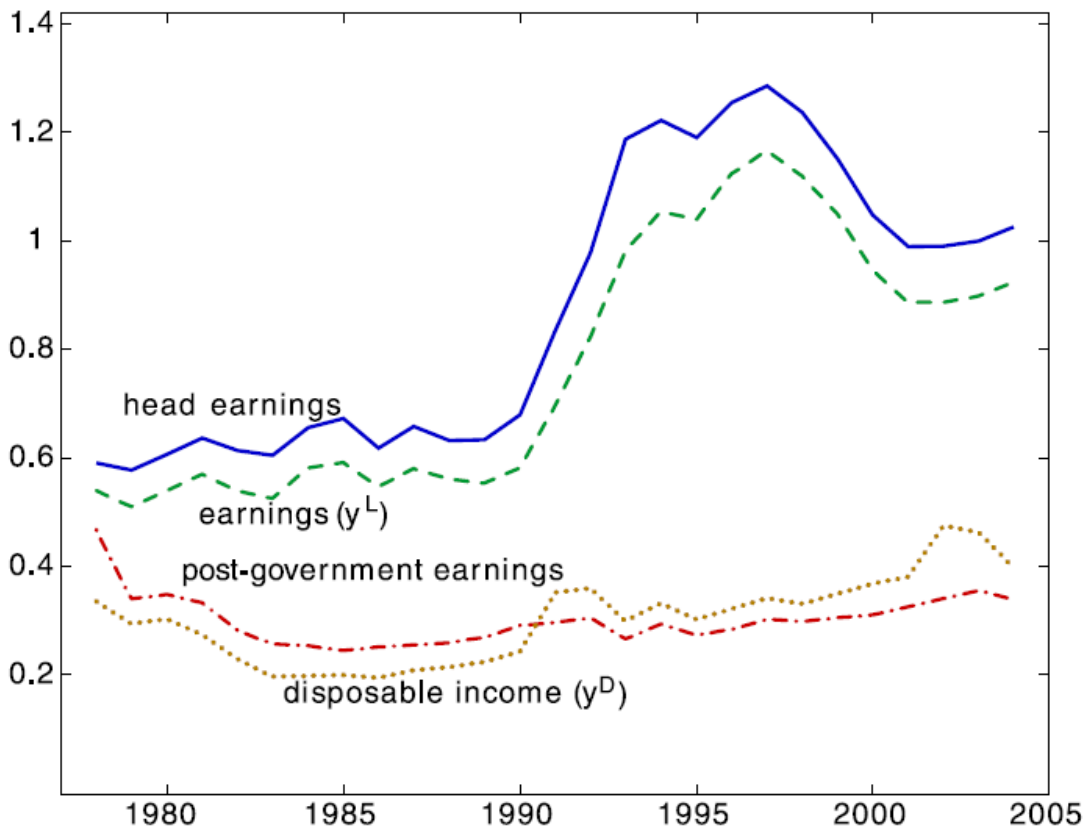


Figur 6. Olika toppinkomstandelars utveckling i Sverige över 1900-talet och fram till idag. Individinkomster före skatt och transfereringar inkl. realiserade kapitalvinster.

Denna utveckling illustrerar vikten av att även se till utvecklingen inom toppgruppen och inte bara till relationer mellan t ex topp 10 och andra grupper.

Utveckling inkomstskillnader i samband med finanskriser i Sverige

Något förvånande har effekterna av finanskrisen både i början av 1990-talet och (så här långt) 2007–2009 varit ganska små på de disponibla inkomsternas fördelning. Aaberge et al. (2000) studerar de nordiska ländernas erfarenheter från 90-tals krisen och konstaterar att arbetslöshetsunderstöd och andra transfereringar motverkade en del av uppgången av skillnaderna i disponibel inkomst, men samtidigt påpekar de att detta inte är tillräckligt för att förklara den relativt stabila Gini koefficienten. Generellt sett kan man dock säga att skatter och omfördelning har haft en stor effekt på skillnaden mellan marknadsinkomster och disponibla inkomster. Domeij och Flodén (2010) har studerat utvecklingen av individuella löner (earnings) och konstaterar att trots en markant uppgång i inkomstspridning (till stor del driven av högre arbetslöshetsnivåer efter 90-talskrisen) så har disponibla inkomster ökat i väsentligt lägre utsträckning. I linje med detta visar de också att konsumtionsojämligheten har ökat i betydligt lägre utsträckning än skillnaderna i inkomster.



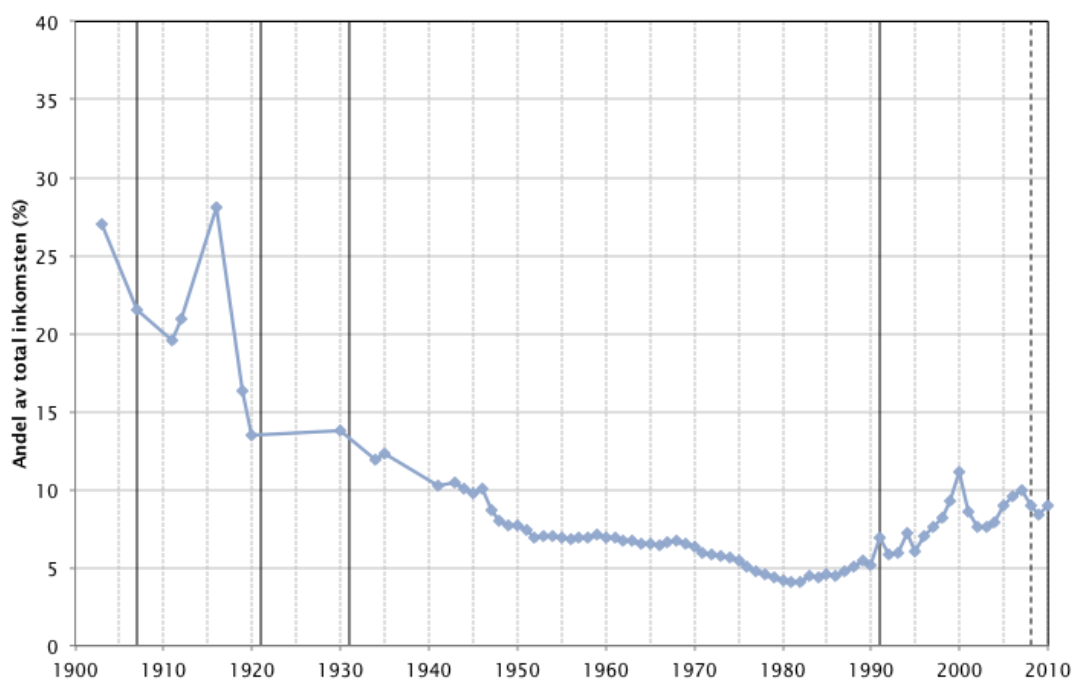
Figur 7: Skatter och transfereringars omfördelande effekt i Sverige (från Domeij och Flodén (2010)). Y-axeln mäter "variance of log equivalized income" baserat på data från LINDA.

Vad gäller perioden efter den senaste krisen 2007–2009 så verkar den relativt stabila utvecklingen av Gini så här långt drivas av att både toppens inkomstandel minskade något samtidigt som de i botten också fick lägre inkomster med resultatet att dessa effekter åtminstone initialt tar ut varandra. Preliminärt tycks det dock som om toppgruppens inkomstandel återhämtat sig snabbare och att inkomstskillnaderna som följd kan komma att öka. Det finns också anledning att vara vaksam på utvecklingen framöver då färre personer idag omfattas av vissa försäkringssystem jämfört med i början av 1990-talet.⁴¹

Ser man till utvecklingen av inkomstskillnader i ett längre perspektiv, och då speciellt på utvecklingen runt de finansiella kriser som varit, så är svårt att se något tydligt mönster. Krisen i början av 1920-talet föregicks av kraftigt fallande inkomstskillnader, perioden innan den i början av 1930-talet är svårare att avgöra då vi bara kan observera inkomstskillnaderna 1920 och 1930. Mellan dessa två punkter har skillnaderna ökat

⁴¹ Jenkins et al (2011) konstaterar att denna typ av utveckling kan vara konsekvenser på längre sikt i många länder som drabbats av krisen då budgetförstärkande åtgärder sätts in.

något men det är sannolikt att vi missar viktig utveckling på 1920-talet. Sammantaget är det därför svårt att säga hur inkomstskillnaderna ändrades innan 1930-talskrisen. Vad gäller utvecklingen före såväl 1990-tals krisen och den senaste krisen 2008 så föregås båda av ökade inkomstskillnader. I båda fallen finns en viss tillbakagång i toppandelarna under och direkt efter krisen men dessa återhämtar sig relativt snabbt (även om det är tidigt att säga något om detta för perioden efter 2008 så pekar data så här långt på det). Sett till hela perioden sedan 1980-talet så är det snarast så att toppinkomstandelarna, liksom inkomstskillnader i allmänhet, trendmässigt ökat och att finanskriserna inte tycks ha haft någon stor effekt i bemärkelsen att de skulle utgöra trendbrott i någon riktning.



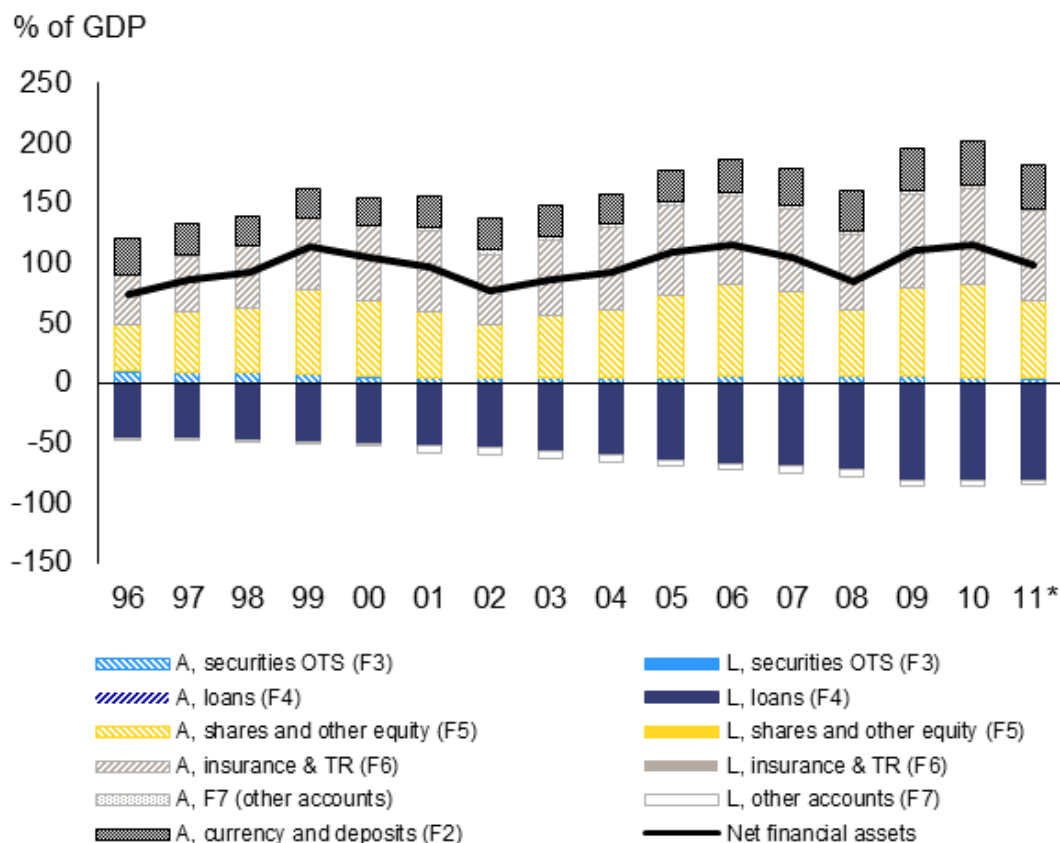
Figur 8. Toppinkomstandelen (P99-100) i Sverige i relation till fem finanskriser (1907, 1921, 1931, 1991, och 2007). Individinkomster före skatt och transfereringar exkl realiserade kapitalvinster om inget annat anges

Utveckling av de möjliga mekanismerna i fallet Sverige

Flera av teorierna i avsnitt 2 understryker inkomstskillnadernas negativa roll på finansiell stabilitet genom att de drivit individer att belåna sig för mycket. Vare sig det beror på att individer bryr sig om relativ konsumtion (t.ex. Frank, et al., 2010) eller för att låg efterfrågan drivit fram stimulanspolitik som i slutändan slagit fel (t.ex. Fitoussi och Saraseno, 2009) eller om det drivits av kombinationen av ökat sparande i toppen av fördelningen och ökad kreditefterfrågan i resten av fördelningen (t.ex. Kumhof och

Rancière, 2010) så har det en sak gemensamt; hushållens skuldsättning ökar gradvis över tid innan krisen.

Ser man till utvecklingen i Sverige så ser skuldkvoten mätt som skulder/BNP eller skulder/disponibel inkomst ganska oroväckande ut. Då dessa ökat kraftigt och befinner sig fortfarande på höga nivåer. Samtidigt har hushållens tillgångssida också ökat. Sammantaget tycks alltså hushållens balansräkning vara relativt oförändrad (se figur 7 nedan) och med mindre än att tillgångspriser (främst då kanske huspriser) faller så föreligger inte någon makroobalans. De uppgifter som finns kring fördelning av tillgångar och skulder indikerar också att den största delen av skulderna hålls av dem med de högsta inkomsterna med låginkomsttagarna står för en mycket liten del.⁴²



Figur 9: Svenska hushålls balansräkning där både skulder (negativa tal i grafen) och tillgångar (positiva tal) ökat men där balansen i stort sett är oförändrad.

Jämför man detta med teorierna för hur inkomstskillnader kan leda till ökad efterfrågan på lån hos låg och medelinkomsttagare, en ökad skuldsättning och därigenom en ökad

⁴² En ny studie från Europeiska kommissionen (2012) sammanfattar fördelningsbilden så här: "A full 60 % of all mortgages are held by the highest-earning fifth of households, whereas the lowest-earning fifth only holds about 3 % of total debt".

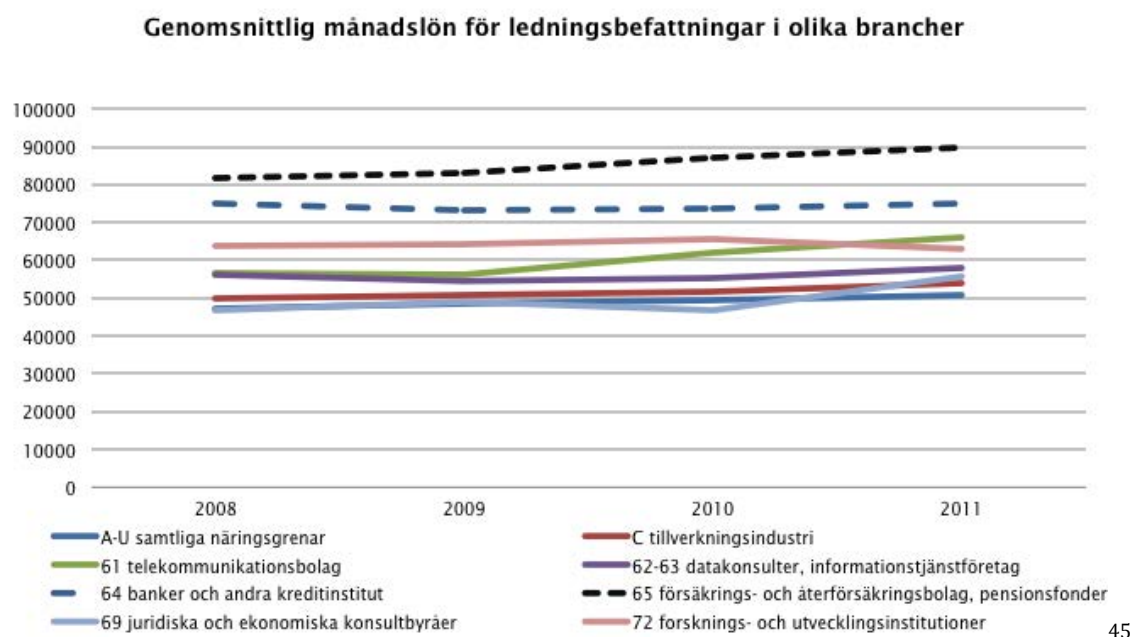
risk för en kris så finns vissa tecken på detta i Sverige. Hushållens skulder i relation till BNP och disponibla inkomster har ökat till höga nivåer. Samtidigt så finns en ökande tillgångssida och dessutom en fördelning av lånen som inte alls matchar en "sub-prime" situation i USA innan krisen.⁴³

Vad gäller kompositionen och drivkrafterna bakom de ökade inkomstskillnaderna i Sverige vet vi som sagt en del om den rent statistiska kompositionen men inte tillräckligt om de bakomliggande faktorerna för att kunna tolka utvecklingen. Att kapitalinkomster och realiserade kapitalvinster ökat i betydelse och att dessa är kraftigt koncentrerade till den yttersta toppen är klart men vi kan inte säga mycket om källan till dem. Det spelar stor roll för tolkningen om vi tror att de kommer ifrån mer eller mindre passivt sparande eller om delar av dessa inkomster i själva verket är mer eller mindre förtäckta löneinkomster. Ett exempel på hur det senare skulle kunna vara en del är ökningen av kapitalinkomster hos småföretag efter 2006 då de nya 3:12 reglerna infördes. Även realiserade kapitalvinster kan mycket väl vara relaterade till arbetsprestationer genom att företag som skapas och drivs till ett skede där de säljs, i högre utsträckning kan betala sig i form av realiserade kapitalvinster snarare än lön under arbetet med företaget.

Slutligen skulle det vara intressant att veta mer om utvecklingen av ersättningar inom finanssektorn i Sverige och vilken roll personer inom finansbranschen spelar i den kraftiga ökningen av toppinkomstandelar. Finns det tecken på en ökad lönepremie inom finanssektorn (som i Phillipon och Reshef, 2008)? Är höginkomsttagarna inom finanssektorn överrepresenterade i den yttersta inkomsttoppen (som i Kaplan och Rauh, 2009 och i Bell och Van Reenen, 2010)? Dessa frågor har inte studerats på svenska data.⁴⁴ Figur 8 och 9 indikerar dock att finansbranschen står ut i termer av genomsnittliga ersättningar för anställda på ledningsbefattningar och även när man jämför olika "prestige" yrken.

⁴³ I en mycket uppmärksamstudie visar Mian och Sufi (2009) att "enklare tillgång" till lån för personer med små marginaler låg bakom en stor del av uppgången i långivning (och att det var möjligheten att sälja vidare dessa lån som utgjorde motivet för dem i första ledet).

⁴⁴ Till stor del beror detta på att det inte finns lönedata (och än mindre inkomstdata) grupperat efter sektor och arbetsbeskrivning på tillräckligt detaljerad nivå, och framförallt då definitioner ändrats över tid på ett sätt som gör jämförelser svåra.



Figur 10: Jämförbara genomsnittliga månadslöner för personer på ledningsbefattningar inom privatsektor i olika branscher, 2008–2011. SCBs lönestatistik.

Dessa lönenivåer kan förstas reflektera skillnader i produktivitet, krav på utbildning och kompetens, arbetsuppgifters komplexitet, och konkurrensutsatthet, etc. men det kan också finnas andra faktorer som skulle behöva studeras närmare och över en längre tid.⁴⁶ Odiskutabelt är dock att dessa löneskillnader är en del av vad som formar incitamenten för personer som väljer yrke och i den bemärkelsen är det klart att finanssektorn allt annat lika är mer attraktiv. Följande citat (taget från Cahuc och Challe, 2009) illustrerar vad många tycker sig se som problematiskt med detta.⁴⁷

⁴⁵ Det stora hoppet uppåt för värdepappersmäklare mellan 2006 och 2008 ser förvånansvärt stort ut. Avstämningar med ansvariga för statistiken säger dock att det inte skett någon definition eller annan metodförändring under denna period. En tydlig utveckling är dock att inkomstspridningen inom gruppen värdepappersmäklare ökat kraftigt och att snittet för denna relativt lilla grupp kan påverkas kraftigt om det till övervägande del är de "framgångsrika" som är kvar i gruppen. Ser man till kvoten P90/P10 så har den ökat från 3,7 till 5,1 mellan åren 2008 och 2011 (medan kvoten P50/P10 ökat betydligt mindre, från 1,8 till 1,95). Tack till Daniel Widegren på SCB för data och upplysningar om statistiken.

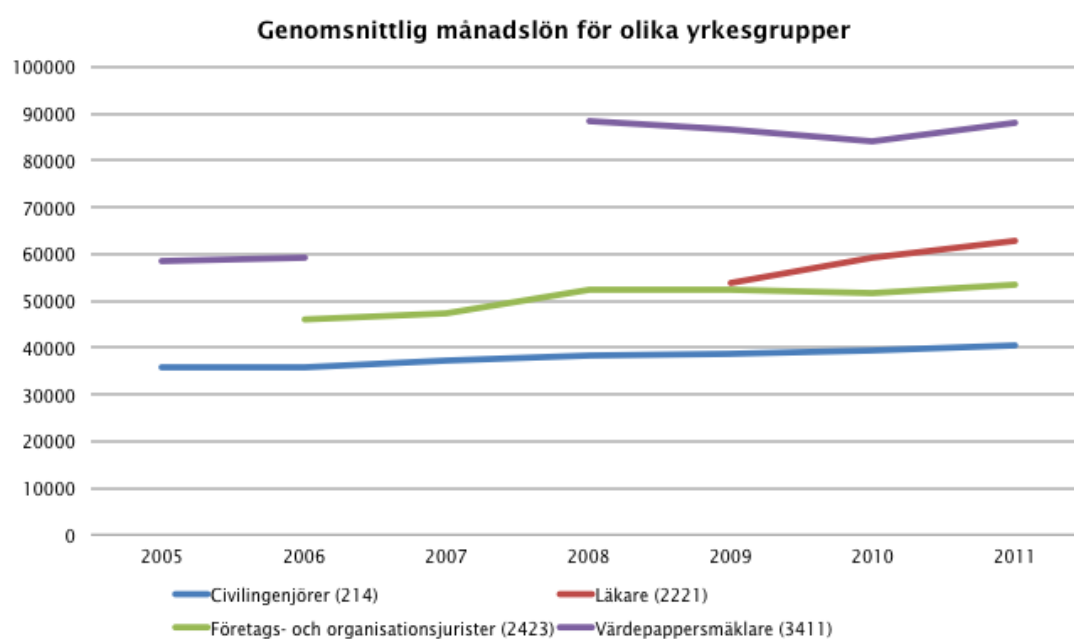
⁴⁶ Mycket preliminära jämförelser med data för perioden 1995-2006 indikerar t.ex. att ledningsbefattningar inom finanssektorn (kod för chef och kod för sektorer 64 och 65 (bank och försäkring) låg marginellt högre i lönenivåer än chefer i allmänhet och att trenden över denna period var likartad. Om dessa data är jämförbara så indikerar det ett stort hopp uppåt för löner inom bank, finans- och försäkringssektorerna i mitten av 2000-talet. Detta behöver dock studeras mer i detalj.

⁴⁷ Baumol (1990) menar mängden "entreprenöriell talang" i samhället är relativt konstant och att det är viktigt för ekonomisk tillväxt att denna kanaliseras till "rätt" aktivitet. Murphy, Shleifer och Vishny (1991) visar i en teoretisk modell hur privatekonomisk avkastning kan få de duktigaste individerna att söka sig till aktiviteter som i slutändan resulterar i sänkt ekonomisk tillväxt.

One of the changes that I would like to see – and I’m going to be talking about in this in weeks to come – is seeing our best and our brightest commit themselves to making things – engineers, scientists, innovators. For so long, we have placed at the top of our pinnacle folks who can manipulate numbers and engage in complex financial calculations. And – and that’s good. We need some of that. But you know what we can really use is some more scientists and some more engineers who are building and making things that we can export to other countries.

President Barack Obama,
Georgetown University Washington, D.C. April 14, 2009

Att studera denna fråga närmare för Sverige framstår som ett intressant och viktigt forskningsområde.



Figur11: Genomsnittliga månadslöner för olika yrkesgrupper (enl SSK), 2005–2011. SCBs lönestatistik.

Sammantaget kan man säga att många av de aspekter som betonas i den amerikanska utvecklingen (stagnerande löner för låg och medelinkomsttagare, kraftig låneexpansion bland låg och medelinkomsttagare, politisk oförmåga/ovilja att omfördela) vare sig är eller har varit lika framträdande i Sverige. Skuldsättningsgraden är visserligen relativt hög i förhållande till inkomster men inte i förhållande till tillgångarna (vilket förstås kan

ändras om tillgångsvärdena sjunker vilket gör det till en faktor som måste följas noggrant). Ytterligare en skillnad är att skulderna i Sverige i dagsläget snarast är koncentrerade till höginkomsttagare än till de med mycket små marginaler. Lobbyverksamhet och pengar spelar inte heller samma roll i politiken som i USA vilket minskar risken för "political capture" (vilket inte betyder att Sverige skulle vara immunt mot politisk och annan korrruption). Vad gäller löneutveckling inom finanssektorn och effekterna av incitamentsprogram som ökar risktagande vet vi för lite om de specifika svenska förhållandena för att kunna dra några tydliga slutsatser.

Sammanfattning

- De flesta teorier som rör relationen mellan inkomstklyftor och finansiella kriser som debatterats de senaste åren pekar på en *kausal* länk från ökade inkomstskillnader till risken för en finanskris. Mekanismerna varierar något men i samtliga fall leder ökad inkomstspridning till ökad lånefinansiering i gruppen som halkar efter och/eller (efterfrågan på) ökat risktagande hos gruppen som får en större del av inkomsterna. Båda dessa faktorer ökar sannolikheten för kriser. Vissa mekanismer är rent "ekonomiska" i att de drivs av interaktionen mellan grupperna som får mindre respektive större inkomstandelar men många understryker också den politiska delen av denna process. Politiker kan svara på krav hos den grupp som halkar efter och t.ex. kompensera med enklare tillgång till finansiering (Fannie och Freddie), eller genom att stimulera aggregerad efterfrågan (som faller då inkomster koncentreras för mycket), eller genom liberalisering och reformer som efterfrågas av inflytserika intressen (inom finanssektorn).
- Andra har dock formulerat idéer som resulterar i en *samvariation* mellan ökade inkomstklyftor och risken för finanskriser, men där sambandet *inte är kausalt*. Nya ersättningsstrukturer och nya möjligheter inom finanssektorn har förändrat incitamenten för enskilda att ta allt större risk då detta varit individuellt lönsamt. Detta kan i sig leda till både större inkomstskillnader (till stor del drivna av ökade toppinkomster inom finanssektorn) och till en ökad risk för kriser, men orsaken till båda är en gemensam tredje faktor. Även här kan man skilja på teorier som understryker de politiska kanalerna och de som fokuserar på de ekonomiska mekanismerna. Med fokus på USA har många pekat på pengars ökade inflytande på politik som drivit igenom reformer och lagstiftning som möjliggjort

ökat risktagande och som även resulterat i att krisens konsekvenser inte i första hand slagit mot finanssektorn (och dess ersättningsnivåer). Ytterligare en aspekt av de höga ersättningsnivåerna är att detta kan ha negativa samhällsekonomiska konsekvenser då avkastningen på att vara verksam i den finansiella sektorn blir så mycket högre relativt andra aktiviteter.

- *Empiriskt finns dock mycket lite stöd för att ökad inkomstspridning generellt skulle vara en god prediktor eller bidragande orsak till finansiell expansion (eller till kriser). Det finns dock indikationer på att finansiell utveckling (liksom ekonomisk tillväxt över det långsiktiga snittet) gynnar toppinkomsttagarna (topp 1 %) men inte höginkomsttagare i allmänhet (topp 10 % minus den översta procenten), men också på att toppgruppen förlorar inkomstandelar efter en kris. Detta är i linje med teorier om att toppinkomsttagare gynnas speciellt genom att deras ersättningar är närmare knutna till ekonomisk utveckling än andra.*
- Det faktum att teorierna inte får empiriskt stöd som allmängiltiga ska inte tas som intäkt för att de helt kan avfärdas, eller att de inte skulle kunna vara giltiga för enskilda kriser. Kriser är så ovanliga att det är svårt att studera dem och samtidigt kontrollera för andra faktorer som kan skilja sig åt mellan tillfällen.
- Ser man specifikt på den svenska utvecklingen så finns endast fem finanskris-episoder från början av 1900-talet till idag (givet att 2008 räknas som en kris vilket är ett gränsfall enligt ofta använd metodologi). För krisen 1907 saknar vi tillräckliga data, krisen 1922 föregicks av fallande inkomstskillnader, för perioden före krisen 1931 saknar vi också tillräckliga data för att bestämma utvecklingen. Både kriserna 1991 och 2008 föregås av ökade inkomstskillnader men det finns inte mycket som tyder på att sambandet i den svenska kontexten skulle vara kausalt (från ökad inkomstskillnad till kris). Ser man till relationen mellan kredit-expansion och förändringar i inkomstfördelningen i Sverige över hela 1900-talet så finns inte heller något tydligt mönster.
- Jämför man Sverige med USA (som är utgångspunkt för många av teorierna) finns ett antal viktiga skillnader i hur inkomstskillnaderna utvecklats. I Sverige har lönespridningen förvisso ökat men inte på ett sådant sätt att låg och medelinkomsttagare under flera decennier skulle upplevt reallönestagnation (vilket varit fallet i USA). Toppinkomsterna har ökat nästan lika mycket som i USA sedan 1980 i procentuella tal. Detta har dock skett från en mycket låg initial nivå.

Sverige befinner sig nu på ungefär den nivå där USA var runt 1980 så i absoluta tal finns inte alls motsvarande inkomstkoncentration som där.

- Ser man till utvecklingen av de indikatorer och mekanismer som presenteras i teorierna för hur sambandet mellan inkomstskillnader och kriser ser ut så uppvisar Sverige ett mönster där t.ex. skuldsättning i relation till inkomster ökat både före 1990-talskrisen och före den senaste krisen (och nivåerna är fortsatt höga). Dock har hushållens tillgångssida också ökat på ett sådant sätt att balansräkningen totalt sett inte förändrats så mycket. I den nuvarande situationen är det dessutom så att stora delar av skulderna hålls av höginkomsttagare snarare än de med låga inkomster. Den balans som finns i dagsläget kan dock komma att förändras snabbt om tillgångspriser skulle komma att falla.
- Mycket preliminära data på utveckling av vissa löner i finanssektorn i Sverige visar dock att det kan finnas faktorer som ökat lönepremien i sektorn på ett sätt som är svårt att förklara med ökade krav på utbildning eller produktivitet. Detta skulle vara i linje med teorin att sektorn har ersättningsnivåer över vad som är trendmässigt stabilt och att "rents" i sektorn attraherar talang från andra sektorer på ett sätt som inte är samhällsekonomiskt optimalt.
- En annan potentiellt viktig utveckling i Sverige är den ökade roll som kapitalinkomster och realiserade kapitalvinster kommit att få. Dessa är mycket koncentrerade till toppen av fördelningen och en ökad förståelse för vad som ligger bakom denna utveckling är viktig för vilka slutsatser som ska dras.
- Ser man till hur kriserna har slagit och generellt sett hur det svenska välfärdssystemet fungerat kan man konstatera att omfördelning genom skatter och transfereringar fortsatt spelar en viktig utjämnande roll i Sverige. Den kanal, som många menar saknats i USA, för att korrigera negativa marknadsutfall för vissa grupper tycks ha fungerat relativt väl i Sverige, vilket kan ses som en tillgång för systemets långsiktiga stabilitet.
- Slutligen är det viktigt att mera generellt se till dynamiken mellan fördelning, marknadsutfall och politik. Ett fördelningsutfall som uppfattas som "orättvist" och som man inte lyckas motivera som "nödvändigt" kommer i slutändan att resultera i krav på politiska förändringar. I värsta fall kan en sådan utveckling ta sig uttryck i en ökad polarisering av samhället. Det kan också ge en oroväckande grogrund för populism.

Referenser

- Aaberge, Rolf, Anders Björklund, Markus Jäntti, Peder J. Pedersen, Nina Smith och Tom Wennemo (2000), »Unemployment Shocks and Income Distribution: How did the Nordic Countries Fare during their Crises?«, *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 102, nr 1, s. 77–99.
- Acemoglu, Daron (2011). "Thoughts on Inequality and the Financial Crisis, presentation held at the *American Economic Association*, <http://economics.mit.edu/files/6348>
- Acemoglu, Daron, och James Robinson (2006). "*Economic Origins of Dictatorship and Democracy*", Cambridge University Press, Cambridge:MA.
- Agarwal, Sumit och Wang (2009). "Perverse Incentives at the Banks? Evidence from a Natural Experiment" Federal Reserve Bank of Chicago WP 2009-08.
- Aghion, Philippe, Abhijit Banerjee, och Thomas Piketty (1999). "Dualism and Macroeconomic Volatility" *Quarterly Journal of Economics*, Nov 1999.
- Aghion, Philippe och Patrick Bolton (1997). "A Trickle-Down Theory of Growth and Development with Debt Overhang", *Review of Economic Studies*: 64:2, pp. 151–62.
- Alesina, Alberto och Roberto Perotti (1996). "Income Distribution, Political Instability, and Investment", *European Economic Review*, 40:6, pp. 1203–38.
- Alesina, Alberto och Dani Rodrik (1994). "Distributive Politics and Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 109:2, pp. 465–90.
- Atkinson, Anthony B. och Andrea Brandolini (1999). "Promise and Pitfalls in the Use of Secondary Data-Sets: A Case Study of OECD Income Inequality", *Journal of Economic Literature*, 39:3, pp. 771–799.
- Atkinson, Anthony B., Piketty, Thomas, och Emmanuel Saez (2011). "Top Incomes in the Long Run of History". *Journal of Economic Literature* 2011, 49:1, 3–71
- Atkinson, Anthony B., och Salvatore Morelli (2011). "Economic Crises and Inequality". *Human Development Reports Research Paper 2011/06*, UNDP.
- Banerjee, Abhijit och Andrew F. Newman (1993). "Occupational Choice and the Process of Development", *Journal of Political Economy*, 101(2), 274–298.
- Banerjee, Abhijit V. och Esther Duflo (2003). "Inequality and Growth: What Can the Data Say?" *Journal of Economic Growth*, Vol. 8(3):267–299.
- Barro, Robert J., (2000). "Inequality and growth in a panel of countries", *Journal of Economic Growth*, 5(1), 5–32.
- Barro, Robert J., och J. F. Ursúa, (2008). "Macroeconomic crises since 1870", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 255–350.
- Barro, Robert J., (2009). "Rare disasters, asset prices and welfare costs", *American Economic Review*, vol 99: 243–264.
- Bartels, Larry, (2008). *Unequal Democracy: the Political Economy of the New Gilded Age*, Princeton: Princeton University Press.
- Baumol, William J. (1990), 'Entrepreneurship: productive, unproductive, and destructive', *Journal of Political Economy*, 98 (5), 893–921.
- Bebchuk, Lucian A. och Holger Spamann (2009). "Regulating Bankers' Pay", Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 641

Becker, Torbjörn och Paulo Mauro (2006). "Output drops and the shocks that matter" *IMF Working Paper* 06/172, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Bell, Brian och John Van Reenen (2010). "Bankers' pay and extreme wage inequality in the UK" Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, London, UK.

Bénabou, Roland (1996), "Inequality and growth", i B. Bernanke och J. Rotemberg (eds), *NBER Macroeconomics Annual* 1996, Cambridge, MA: MIT Press.

Bertrand, Marianne och Morse, Adair (2011): Consumption contagion: Does the consumption of the rich drive the consumption of the less rich?, http://faculty.chicagobooth.edu/adair.morse/research/NBER_reporter_summaryAug2011.pdf

Björklund, Anders och Richard B. Freeman (2010). "Searching for Optimal Inequality/Incentives", i Freeman, Richard B., Birgitta Swedenborg och Robert H. Topel (red.), *Reforming the Welfare State: Recovery and Beyond in Sweden*, Chicago: The University of Chicago Press.

Björklund, Anders och Markus Jännti. (2011). "SNS Valfärdsrapport 2011 – Inkomstfördelningen i Sverige", Stockholm: SNS Förlag.

Bordo, Michael D. och Christopher M. Meissner, (2012). "Does Inequality Lead to a Financial Crisis?," *NBER Working Papers* 17896, National Bureau of Economic Research.

Borio, C. and White, W. W. (2003). Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes. in *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy: A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 28-30 August*, pp 131–211.

Bourguignon, Francois (1981). "Pareto-Superiority of Unegalitarian Equilibria in Stiglitz' Model of Wealth Distribution with Convex Savings Function", *Econometrica*, 49(6), 1469–75.

Cahuc, Pierre och Edouard Challe (2009), "Produce or speculate? Asset bubbles, occupational choice and efficiency", IZA Discussion Paper 4630.

Claessens, Stijn och Enrico Perotti (2005). "The links between finance and inequality: channels and evidence". Background paper to the *World Development Report 2006*. World Bank.

Demirguc-Kunt, Asli, och Ross Levine (2009). "Finance and Inequality: Theory and Evidence", *Annual Review of Financial Economics*, 1, 287–318.

Dew-Becker, Ian, och Robert J. Gordon (2005). "Where did the productivity growth go? Inflation dynamics and the distribution of income". *Brooking Papers on Economic Activity* 2, 67–127.

Domeij, David, och Martin Flodén (2008). "Inequality Trends in Sweden 1978-2004," *Review of Economic Dynamics*, Elsevier for the Society for Economic Dynamics, 13(1), 179–208.

Duesenberry, J, (1949). "Income, saving and the theory of consumer behaviour", Harvard University Press, Cambridge, Mass.

Easterly, William och Sergio Rebelo (1993). "Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical investigation", *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 417–58.

Europeiska kommissionen (2012). COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT: In-Depth Review for SWEDEN in accordance with Article 5 of Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances.

Fahlenbrach, Rüdiger och René M. Stulz (2010) "Bank CEO Incentives and the Credit Crisis" Fisher College of Business Working Paper Series.

- Fitoussi, Jean-Paul och Francesco Saraceno, 2010. "Inequality and Macroeconomic Performance," Documents de Travail de l'OFCE 2010-13, Observatoire Francais des Conjonctures Economiques (OFCE).
- Forbes, Kristin (2000). "A reassessment of the relationship between inequality and growth", *American Economic Review*, 90(4), 869–887.
- Frank, Robert H, Levine Adam S., and Oege Dijk (2010). "Expenditure cascades", (September 13, 2010). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1690612> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1690612>
- Gabaix, Xavier, and Augustin Landier (2008). "Why Has CEO Pay Increased So Much?", *Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49–100.
- Galor, Oded och Joseph Zeira. 1993. "Income Distribution and Macroeconomics", *Review of Economic Studies*, 60(1) 35–52.
- Goldin, Claudia, och Lawrence F. Katz (2008a). *The Race Between Education and Technology*. Belknap Harvard University Press, Cambridge:MA.
- Goldin, Claudia, och Lawrence F. Katz (2008b) "Transitions: Career and Family Lifecycles of the Educational Elite", *AEA Papers and Proceedings*.
- Goldin, Claudia och Margo, Robert A. (1992), "The Great Compression: The wage structure in the United States at mid-century", *Quarterly Journal of Economics* 107(1), 1–34.
- Gordon, Robert J. och Ian Dew-Becker (2008), *Controversies about the Rise of American Inequality: A Survey*, NBER Working Paper, National Bureau of Economic Research
- Greenspan, Allan (1996), *Address: Job insecurity and technology*, Conference Series; Proceedings (June), 173–181.
- Greenwood, Jeremy, och Boyan Jovanovich (1990). "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy* 98(5), 1076–1107.
- Igan, Deniz, Mishra, Prachi och Thierry Tressel (2009) "A Fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis" *IMF Working Paper* 09/287, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Johnson, Simon och Kwak, James (2010) "*13 bankers*". Random House, New York.
- Kaldor, Nicoals (1955) "Alternative Theories of Distribution," *Review of Economic Studies*, 23(2), 83–100.
- Kaplan, Steven, och Joshua Rauh (2010). "Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?" *Review of Financial Studies*, 23(3), 1004–1050.
- Keynes, John M. (1920). "*The Economic Consequences of the Peace*" Macmillan and Co. Limited.
- Khwaja, Asim I., och Atif Mian (2011). "Rent Seeking and Corruption in Financial Markets", *Annual Review of Economics*, 3: 579–600.
- Kindleberger, Charles P., och R. Aliber (2005). "*Manias, panics, and crashes: A history of financial crises*", fifth edition, John Wiley, Hoboken.
- Kopczuk, Woizchick, Saez, Emmanuel och Jae Song (2010). "Earnings inequality and mobility in the United States: Evidence from social security data since 1937" *Quarterly Journal of Economics* 125(1), 91–128.
- Krueger, Dirk och Fabrizio Perri, (2003). "On the Welfare Consequences of the Increase in Inequality in the United States", *NBER Working Paper*, National Bureau of Economic Research
- Krueger, Dirk och Fabrizio Perri, (2006). "Does income inequality lead to consumption inequality? Evidence and theory", *Review of Economic Studies* 73, 163–193.

- Krugman, Paul (2009). *"The return of depression economics and the crash of 2008"*, W W Norton, New York.
- Krugman, Paul (2010), Inequality and Crises: New York Times blog "The Conscience of a liberal" (June), <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/06/28/inequality-and-crises/>
- Kumhof, Michael, och Ranciere, Roman (2010) "Inequality, Leverage and Crises", *IMF Working Papers* 10/268, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Laeven, Luc och Fabián Valencia, (2008). "Systemic banking crises: A new database", *IMF Working Paper* 08/224, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Laeven, Luc och Fabián Valencia, (2012). " Systemic Banking Crises Database: An Update", *IMF Working Paper* 12/163, International Monetary Fund, Washington, D.C. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12163.pdf>
- Leigh, Andrew (2007). "How closely do top income shares track other measures of inequality" *Economic Journal*, 117 (November), 589–603.
- Levine, Ross, 2005. "Finance and Growth: Theory and Evidence," in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, 1, 12, 865–934.
- Li, Hongyi och Heng-Fu Zou. 1998. "Income inequality is not harmful for growth: Theory and evidence", *Review of Development Economics*, 2(3):318–334.
- McCarty, Nolan, Poole, Keith N., och Howard Rosenthal (2006). *"Polarized America: The Dance of Ideology and Unequal Riches"*, MIT Press, Cambridge:MA.
- Mendoza, E.G. Terrones, M. (2008). "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from the Macro Aggregates and Micro Data". *NBER Working Paper* 14049.
- Mian, Atif och Amir Sufi (2009) "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 124:4, 1449–1496.
- Milanovic, Branko, (2009), Yale Global Online, 4 May. <http://yaleglobal.yale.edu/content/two-views-global-crisis>
- Murphy, Kevin M. Shleifer, Andrei och Robert Vishny (1991), The allocation of talent: Implications for growth, *Quarterly Journal of Economics* 106(2), 503–30.
- Perotti, Enrico C. och Paolo F. Volpin (2004). "Lobbying on entry" *CEPR Discussion Paper* No. 4519.
- Perotti, Roberto (1993). "Political Equilibrium, Income Distribution, and Growth," *Review of Economic Studies*, 60:4, 755–76.
- Perotti, Roberto (1996). "Growth, Income Distribution, and Democracy: What the Data Say", *Journal of Economic Growth*, 1:2, 149–87.
- Persson, Torsten och Guido Tabellini (1994). "Is Inequality Harmful for Growth?" *American Economic Review*, 84:3, 600–21.
- Persson, Torsten och Guido Tabellini (2000). *"Political Economics"*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Persson, Torsten och Guido Tabellini (2003). *"The Economic Effects of Constitutions"*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Philippon, Thomas och Ariel Reshef, (2012), "Wages and human capital in the U.S. financial industry: 1909-2006", *Quarterly Journal of Economics*, 127(4), 1551–1609
- Piketty, Thomas (1997). "The Dynamics of the Wealth Distribution and the Interest Rate with Credit Rationing", *Review of Economic Studies*, 64(2), 173–90.

Pontusson, Jonas (1992), *"The Limits of Social Democracy – Investment Politics in Sweden"*, Ithaca and London: Cornell University Press

Rajan, Raghuram, och Luigi Zingales, (2003). The great reversals: the politics of financial development in the 20th Century. *Journal of Financial Economics* 69, 5–50.

Rajan, Raghuram G (2010). *Fault lines: How hidden fractures still threaten the world economy*, , Princeton: Princeton University Press.

Rancière, Roman, Tornell, Aaron och Fabian Westermann. (2008) "Systemic crises and growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol 34: 359–406.

Reinhart, Carmen M. och Kenneth S. Rogoff (2009). *"This time is different"*, Princeton University Press, Princeton.

Roine, Jesper och Daniel Waldenström (2008). "Globalisering och inkomstfördelning", Underlagsrapport nr 20 till Globaliseringsrådet.

Roine, Jesper, och Daniel Waldenström (2008) "The Evolution of Top Incomes in an Egalitarian Society: Sweden, 1903–2004", *Journal of Public Economics* 92(1–2), 366–387.

Roine, Jesper, Vlachos, Jonas, och Daniel Waldenström (2009). "The long-run determinants of inequality: What can we learn from top income data?", *Journal of Public Economics* 93(7–8), 974–88.

Roine, Jesper (2012). *"Varför ska vi bry oss om fördelningsfrågor? En översikt om relationen mellan ekonomi, politik och fördelning"* Rapport till Finanspolitiska rådet 2012/4.

Saint-Paul, Giles och Thierry Verdier (1993). "Education, democracy and growth", *Journal of Development Economics*, 42 (2), 399–407.

Shleifer, Andrei och R. W. Vishny (2010). "Unstable banking", *Journal of Financial Economics*, vol 97: 306–318.

Steinmo, Sven (1993). *"Democracy and Taxation"*. New Haven and London: Yale University Press.

Stiglitz, Joseph E. (1969). "Distribution of Income and Wealth among Individuals," *Econometrica*, 37(3), 382–97.

Stiglitz, Joseph E, (2009) "Joseph Stiglitz and why inequality is at the root of the recession", Next Left website, posted 9 January 2009.

Stiglitz, Joseph E, (2012) *"The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers Our Future"* W. W. Norton, New York.

Consumers and Financial Markets

Luigi Guiso and Paolo Sodini

Household finance studies how households use financial markets to reach their goals. Until recently household finance has been hampered by the lack of comprehensive and detailed data on the finances and financial behavior of household. Many countries have begun collecting information to overcome this issue, effectively allowing researchers to collect the evidence needed to promote valuable financial consumer protection. In the first part of the chapter we review the basic principles of optimal financial choice and the evidence we have on household portfolio and financing decisions. In the second, we investigate issues of financial consumer protection and the policy measures typically evoked to solve them. We pose, and at least partially try to answer, several questions. Do households follow the basic precepts of financial theory or do they make mistakes? Which are the most common financial mistakes? Which are more costly? Which type of interventions could be used to prevent consumers from choosing wrongly? Does financial literacy help? Who should receive it? How is it possible to direct financial decisions without restricting consumer choices?

1. Introduction

Households rely on financial instruments in many instances and use financial markets, directly or indirectly, at various frequencies. They pay for goods and services with a variety of means including cash, checks and credit cards. They transfer resources intertemporally to invest in durable goods and human capital, or to finance present and future consumption. They face, and need to manage, various risks related to their health and possessions. All these activities involve payment choices, debt financing, saving vehicles and insurance contracts that require knowledge and information to be used. Households can personally collect the necessary information or can rely on third party advices. Alternatively, they can delegate to external experts the task of managing their finances.

How should households take all these decisions? How do they actually choose?

A long tradition of economic theory develops models that offer prescriptions on how agents should optimally choose consumption, investment and borrowing plans. While in many instances it may be reasonable to expect that household actual behavior does not deviate from what normative models prescribe, this is not necessarily true when it comes to financial decisions, which are often extremely complex. Deviations from recommendations could simply be mistakes and, as such, be potentially rectified with financial education, professional advice or appropriate regulation of consumer financial markets and products. Alternatively, they could be the result of behavioral biases and thus challenge the benchmarking role of normative models themselves and perhaps call for more consumer protective measure.

Over the past decade the financial environment that household face, partly as a byproduct of rapid financial innovation, has become much more complex than it used to be. Today consumers face a large number of financial alternatives. These products can be rather complex, their contractual details hard to grasp and their pricing difficult to evaluate. In addition, the interaction with financial market representatives is much more intricate than in the past and the institutional environment does not necessarily discourage potential abuses. All these problems are compounded by the fact that many households appear to have only a limited ability to deal with financial markets and possess a poor understanding of financial instruments. “Financial sophistication” – the understanding of financial instruments and the competence in taking sound financial decisions – is not only limited for many, but it is also very unevenly distributed across households.

In this chapter we review the evolution and most recent advances of household finance¹, the field of financial economics that studies how households use financial instruments and markets to achieve their objectives. We focus on two domains of choices: the allocation of savings and the liability structure of households. We also review the debate on consumer protection in financial markets. Though financial products and services used by households might need to be regulated for reasons already identified in other markets, such as various types of externalities and information failures, some of the issues that call for regulation – most importantly the lack of financial sophistication – are specific to household finances and may require new and tailored regulatory frameworks.

¹The term household finance was coined by John Campbell in his 2006 Presidential Address to the American Financial Association.

In the chapter we try to focus on evidence from Sweden and the Nordic countries. Scandinavian countries are blessed with the best worldwide data on household financial decisions that allow for studying many aspects of individual financial choices as well as the need and validity of regulations. Finland possesses high frequency and detailed data on stock trading by resident individuals. Denmark, Norway and Sweden have a long tradition of collecting detailed and comprehensive data due to the existence of a wealth tax. Unfortunately, the Swedish data stops in 2007 (and so do the results that we can present in this study) when the tax was abolished. A situation not shared by Denmark where the data has is still collected and even improved after the abolition of the wealth tax.

The rest of the chapter is organized as follows. Section 2 discusses household portfolio allocation and several features related to how well households do in their investments including diversification, asset selection, delegation, etc. Section 3 looks at the liability side of the household balance sheet and reviews household decisions on mortgages and credit card debt, which represent the bulk of household liabilities in most countries. Section 4 discusses consumer financial protection and provides several rationales for government intervention and regulation. Section 5 reviews three types of policies meant to improve consumer financial choices: policies aimed at increasing financial competence, policies aimed at building financial markets that consumers can safely trust, and policies aimed at protecting consumers from mistakes by offering default alternatives. Section 6 concludes.

2. Household portfolio decisions

Financial theory suggests a number of principles that households should follow when they borrow and invest in financial markets. Do household follow these basic precepts? If they do not, which deviations from optimal choice are more costly? Which type of regulations should policy makers adopt to reduce the cost of investment and borrowing mistakes? In this chapter we review the basic precepts of financial theory together with the evidence about household mistakes in financial markets. We then turn to the consequences that these findings have for consumer protection in financial markets.

2.1. Participation

Financial market participation allows investors to earn a risk premium on the proportion of the wealth invested in financial securities such as stocks and mutual funds. Households should weight the benefit of investing in risky securities (the risk premium) against the fixed costs of participation they face (Vissing-Jørgensen, 2003). Participation costs are varied and include monetary expenses (e.g. administrative charges to set up an investment account) as well as cognitive and information costs (e.g. learning about financial products). All households should then participate to the extent that the risk premium they earn on the amount invested outweighs the fixed costs of participation. Hence, fixed participation costs imply that more risk tolerant, wealthier and more educated investors are more likely to participate because they have reduced participation costs and are more likely to invest more wealth in risky assets.

Table 1 reports stock market participation rates across countries by quartiles of financial wealth. A pervasive feature of the data is limited participation and that participation is increasing with wealth. Strikingly, even at very high levels of wealth, some households do not invest in equity. Finally, there are marked differences in average participations across countries. For example, very few hold stocks in Italy and even fewer in Spain, while, in the US or in Sweden, the median household is a stockholder. These differences are not merely a reflection of differences in GDP per capita. Italy, for instance, has a much lower stock market participation rate than the UK, but both countries have similar levels of per capita income.

A number of researchers have estimated the participation costs necessary to rationalize the number of households that do not invest in equity markets (Attanasio and Paiella, 2011; Luttmer, 1999; Paiella, 2007; Vissing-Jørgensen, 2003). The estimates found in the literature are small and, as such, reasonable. In addition, pessimistic beliefs (Dimson, Marsh and Staunton, 2002; Hurd, van Rooij and Winter, 2009; Kezdi and Willis, 2009), ambiguity aversion (Dow and Werlang, 1992; Garlappi, Uppal and Wang, 2007), and lack of trust (Guiso, Sapienza and Zingales, 2008) contribute to explain non-participation, especially across countries.

A. Direct Stockholding						
	Quartile I	Quartile II	Quartile III	Quartile IV	Top 5 %	Average
U.S.	1.4	6.9	20.6	47.9	70.1	19.2
U.K.	0	4.4	28.3	53.6	67.9	21.6
Netherlands	1.5	7.4	20	40.3	60.2	17.2
Germany	0.6	4.1	16.1	36.1	50.5	14
Italy	0	0.8	3.1	12.8	30.8	4
Austria	0	1.7	2.8	15.6	25.7	5
Sweden	12.9	30.7	46.9	72.8	80.6	40.8
Spain	0	0.3	1.8	13.2	14.4	3.5
France	0.7	9.9	14.6	33.3	44.2	14.4
Denmark	6.3	25.9	36.4	55.6	68.4	31
Greece	0	0.7	3.2	17.3	23.5	4.9
Switzerland	2.8	12.2	30.3	54.2	63.2	24.9

B. Direct and Indirect Stockholding						
	Quartile I	Quartile II	Quartile III	Quartile IV	Top 5 %	Average
U.S.	4.4	38.3	66	86.7	93.7	48.9
U.K.	4.9	11.9	37.8	71.1	83.9	31.5
Netherlands	1.7	11	31.3	52.8	72	24.1
Germany	1.5	11.8	28.7	51.4	61.2	22.9
Italy	0	0.8	5.2	27.5	64.8	8.2
Austria	0	1.9	8.1	25.5	33.8	8.8
Sweden	25.8	63.4	82.7	92.9	95.8	66.2
Spain	0	1.1	3	19.1	24.6	5.4
France	1.1	17.6	29.9	57.6	67.3	26.2
Denmark	6.6	30.8	44.8	65.7	75.4	37
Greece	0	0.7	4	22.2	32.9	6.3
Switzerland	2.8	20	38.2	63.7	65.8	31.4

Table 1: Proportion of households investing in stocks. The first panel shows the proportion of households who owns directly stock in each quartile of gross financial wealth. The second panel shows the same proportion when we include also indirect ownership, via mutual funds or pension funds. Data for European countries is computed from the 2004 wave of the Survey for Health, Age, and Retirement in Europe (Share), and refer to year 200. Data for the U.S. is drawn from the 1998 Survey of Consumer Finances. Data for the U.K. is drawn from the 1997–98 Financial Research Survey.

The literature on the participation puzzle is the oldest in household finance and is large. Estimates of costs necessary to rationalize average household participation choices are reasonable, suggesting that on average household do not suffer large welfare costs for not investing in risky asset markets. However welfare losses from non-participation are probably not equally shared in the population and more investigation is needed to document which households are bearing the largest costs. For example, Calvet, Campbell and Sodini (2007) find that participation costs are at least a third less than previously

thought because non-participants are typically non-sophisticated households that are more likely to make mistakes and thus earn a lower risk premium when participating.

2.2. Portfolio Selection: diversification, performance, delegation

Once households decide to participate in risky asset markets, they are faced with a number of decisions: how much to invest in risky assets, which assets to buy, whether to invest through a fund manager, whether to follow the recommendations of a financial advisor. In this section we do not review the large literature on the determinants of risk taking in household portfolios (see for example Guiso and Sodini, 2012) and we focus instead on the composition of the share of financial wealth invested in risky asset: the portfolio risky share. Do households hold diversified portfolios? Which assets do they decide to buy? How do they trade? Do they invest through a fund manager or directly? Do they rely on financial advisors and follow their recommendations?

Diversification and Performance. One of the basic precepts of financial theory is to hold a diversified portfolio, i.e. to avoid concentrating risk in one or few (possibly correlated) assets (Markowitz, 1952). An under-diversified portfolio carries uncompensated risk, meaning that there is a better diversified portfolio that could earn a higher return for the same level of risk. The best way to form a diversified portfolio is to buy the market portfolio, i.e. all the assets available in the market according to their market capitalization. What is the level of diversification achieved by households in their financial investments? How large are the losses from under-diversification?

Data limitations have hampered research on the level of diversification in household financial portfolios. Researchers need data with information on how household invest financial wealth in individual risky assets. Early datasets provided such detailed information only on the part of wealth invested directly in stocks (Blume and Friend, 1975 and 1978; Kelly, 1995) and highly underestimated the level of diversification achieved by households. Figure 1 plots the *stock* investments of 10,000 randomly selected Swedish households in the Markowitz risk-return diagram.

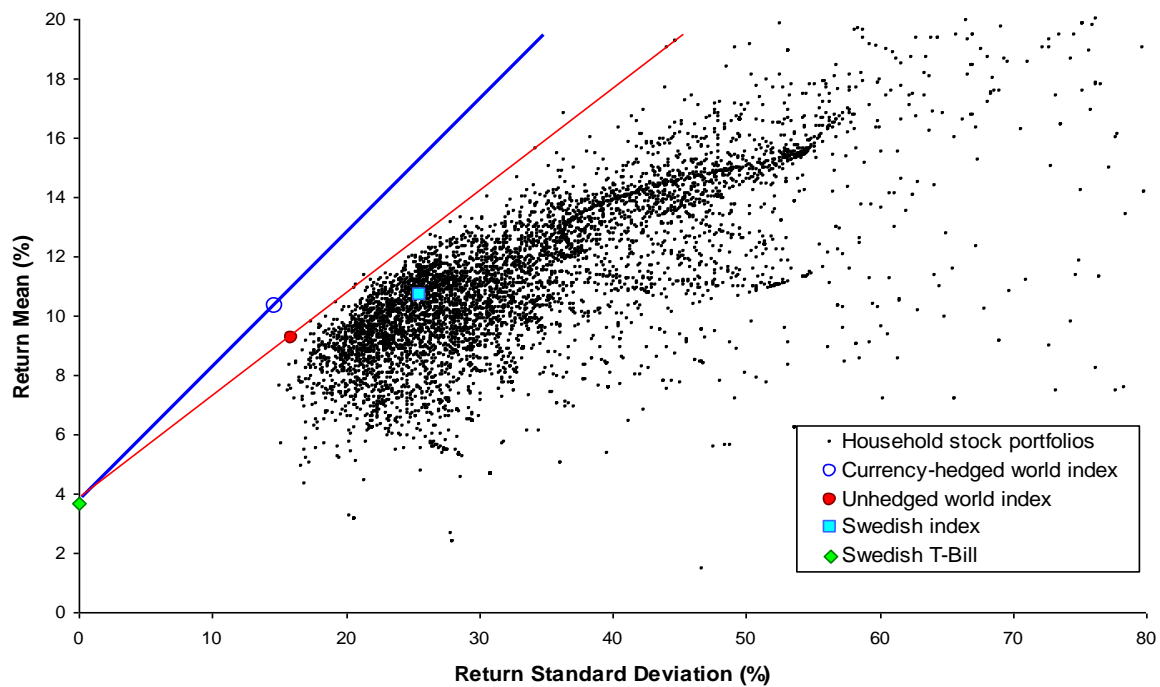


Figure 1. Diversification of the stock portfolio. The scatter plot illustrates the mean and standard deviation of Swedish participating household stock portfolio returns. The graph is based on a random sample of 10,000 households at the end of 2002. The mean return is inferred from the global CAPM, in which the currency-hedged world index (empty circle) is mean-variance efficient. Source: Calvet, Campbell and Sodini (2007).

Dots higher in the diagram represent better diversified stock portfolios since they achieve a higher level of expected return for the same level of risk. As found in the early literature on US data, the figure highlights that a sizable number of households hold stock portfolios that are under-diversified.

However, Figure 1 does not consider the complete portfolios of households. Not only it does not consider which fraction of household financial investment is held in risky assets, it also disregards investment in mutual funds. Figure 2 reports the risk and return characteristics of the *complete* portfolios held by 10,000 randomly selected Swedish households.

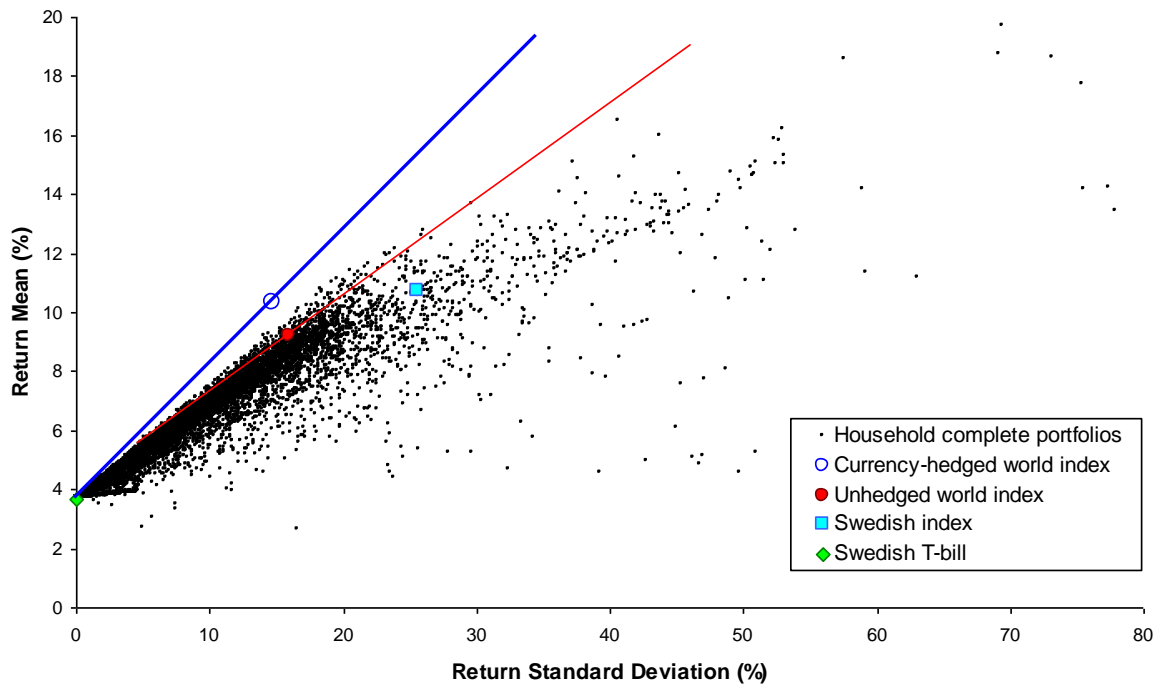


Figure 2. Diversification of the complete portfolio. The scatter plot illustrates the mean and volatility of Swedish participating household complete portfolios. It is based on a random sample of 10,000 households at the end of 2002. The mean return is inferred from the global CAPM, in which the currency-hedged world index (empty circle) is mean-varient efficient. Source: Calvet, Campbell and Sodini (2007).

Once the complete portfolio is considered, the level of diversification reached by Swedish households can be correctly assessed. Household complete portfolios are much better diversified than portfolios of directly held stock. The median Swedish households loses less than 30bp per year in its complete portfolio compared to holding risk free assets and and the world index in Swedish currency, and even gains 11bp per year compared to the Swedish index.

Calvet, Campbell and Sodini (2007) show that households reach a higher level of diversification in their complete portfolios in two ways. First, they invest in mutual funds, rather than directly in stocks, to achieve higher diversification. Second, they invest only a small fraction of their financial wealth in the part of their portfolios that is under-diversified. Figure 3 illustrates this result by reporting how the level of under-diversification (as measured by the risky portfolio idiosyncratic risk) varies with the fraction of financial wealth invested in risky assets.

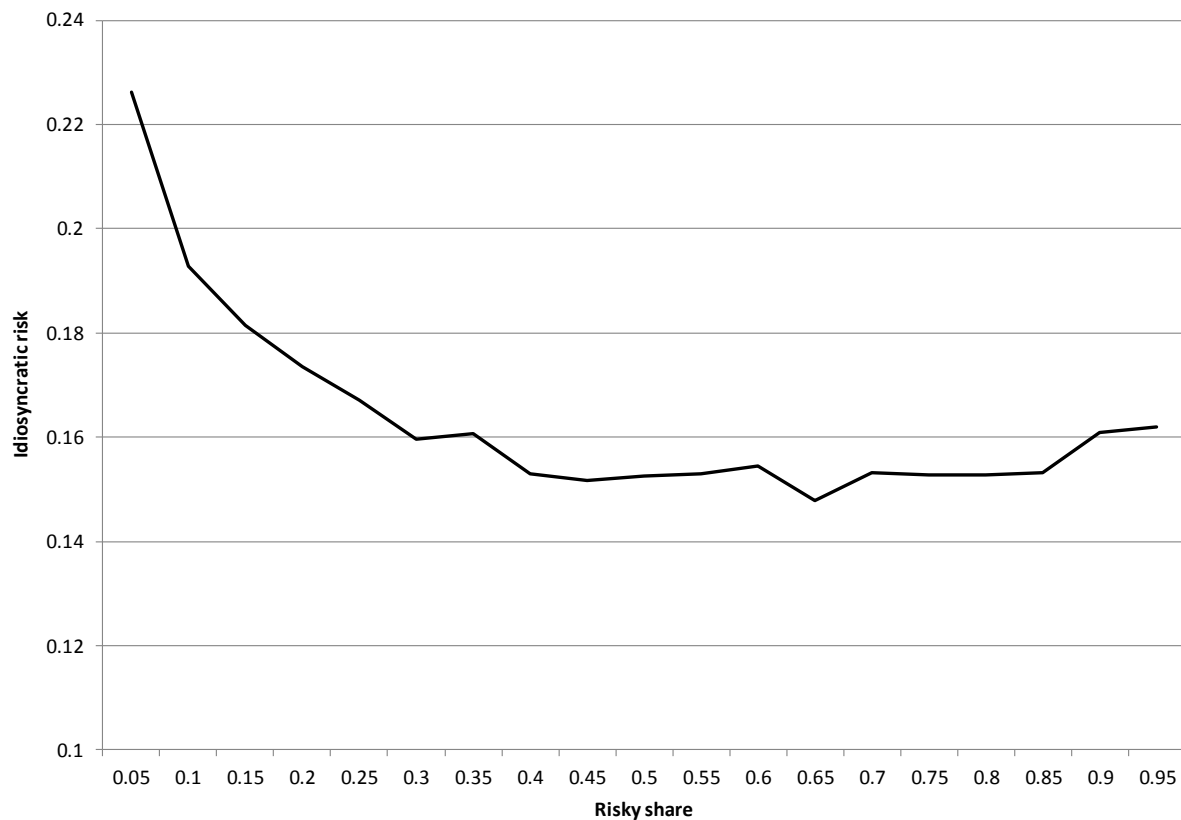


Figure 3. Diversification and risk taking. Average idiosyncratic risk of the risky portfolio by bins of the share of financial wealth invested in risky assets. Swedish participating households among 100,000 randomly selected households in the 2007 Swedish Wealth Registry.

Households with little investment in risky assets hold poorly diversified portfolios. However when a sizable fraction of wealth is invested in risky asset, households start diversifying their investments and hold much better diversified risky holdings.

For a minority of households losses from under-diversification are however substantial: five percent of households lose over five percent in average portfolio return or more than three percent of their disposable income per year. Diversification losses seem to decrease with sophistication. Calvet, Campbell and Sodini (2007) finds that poorer, less educated households tend to invest inefficiently in under-diversified portfolios. Sophistication is also correlated with risk taking. Poorer and uneducated households take less risk and reduce the losses caused by under-diversification. These findings suggest that households might be aware of their limited capabilities when they decide how much risk to take.

The fact that sophisticated investors tend to hold better diversified portfolios suggests that under-diversification can be at least partially the result of mistakes (Calvet, Campbell and Sodini, 2009b). Alternatively under-diversification can be induced by

systematic behavioural biases or can be the result of optimal choice. Theories of under-diversification can be divided into three broad categories: information, preferences and hedging.

Information based theories argue that investors might hold portfolios that differ from the market when they do not have the same information or when some assets are more difficult to evaluate than others. Almost by definition, investors unaware of the existence of some securities cannot invest in fully diversified portfolios (Brennan, 1975; Merton, 1987). In addition, investors with better information on some assets should take larger positions in those assets than standard theory dictates (Van Nieuwerburgh and Veldkamp, 2009 and 2010).

Preference based theories are based on the idea that investors might simply have a taste for certain financial asset characteristics that induce them to hold under-diversified portfolios. Huberman (2001) argues that investors prefer familiar assets simply because of preference inclinations and not because of informational advantage. Mitton and Vorkink (2007), Barberis and Huang (2008) and Polkovnichenko (2005) consider investors that have a taste for positively skewed payoffs for example because they have prospect theory preferences (Kahneman and Tversky, 1979).

Hedging theories build on the normative recommendation that households should tilt their portfolios away from the market in order to reduce their exposure to those assets that are correlated with their own endowment risk (Duffie et al., 1997; Davis and Willen, 2000; Calvet, Gonzales-Eiras and Sodini, 2004; Cochrane, 2008). There is a clear tension between hedging needs and the prediction of models with differential information and familiarity. For example, on the one hand investors should shy away from stocks of sectors close to their professional expertise since they are likely to be correlated with their human capital. On the other, investors might decide to hold professionally close stocks since they are more likely to have superior information about them or feel them as familiar.

Empirical research on the determinants of diversification is still at its early stages since it is extremely challenging to understand why households do not hold diversified portfolios. The researcher needs not only household portfolio data at security level but also detailed data on individual characteristics, including information on preferences

and beliefs. In the reminder of this section we summarize the empirical evidence the field of household finance has been able to produce so far.

It is widely established that investors tend to hold stocks that appear prominently in the news, that are geographically close, or that are connected to the products and services they use (Barber and Odean, 2008; Grinblatt and Keloharju, 2001a; Keloharju, Knupfer and Linnainmaa, 2012). It is however not clear whether these tendencies are the result of preference inclinations or superior information. One way to distinguish between the preference and the information explanations is to study whether households are able to earn abnormal returns from buying geographically and professionally close stocks. Some researchers find that individual investors are able to achieve positive performance (Ivković and Weisbenner, 2005; Ivković, Sialm and Weisbenner, 2008; Massa and Simonov, 2006) and, more recently, others finds the opposite result on different datasets or with different empirical methodologies (Døskeland and Hvide, 2011; Seasholes and Zhu, 2010). Consistently, Barber and Odean (2000) and Grinblatt and Keloharju (2000) find that investors tend to suffer trading losses even before fees and particularly in the long run when they trade in their brokerage accounts. However, households seem to behave very heterogeneously. Recent findings suggest that at least a minority of investors seem to tilt their portfolio away from the market because they possess superior information. Barber et al. (2011) find that the top 500 Taiwanese day traders are able to reliably earn positive abnormal returns net of trading costs over time. Grinblatt, Keloharju and Linnainmaa (2012) find that investors with higher IQ are more likely to achieve positive performance: they sell at high prices, have superior market timing, stock picking skills, and trade execution.

Investors tend to hold geographically and professionally close stocks, so that the idiosyncratic risk they take, with or without informational advantage, is likely to be highly correlated with their income and endowment risk. An important question is then whether households understand the trade-off between familiarity and hedging? Døskeland and Hvide (2011) find on Norwegian data that professionally close investments not only underperform but are also poor hedges.

All the evidence reported above focuses on direct stock holdings and excludes the other forms of household financial wealth such as riskless securities and mutual funds. Only a few papers break this tradition. Hung et al. (2009) find that, in a cross section of

Taiwanese employees, a one standard deviation increase in the riskiness of the employer stock reduces the fraction of financial wealth invested in stocks by 14%. Even though it is difficult to interpret cross sectional correlations, their result suggests that investors understand at least partially that they should not concentrate a large fraction of their wealth in financial assets highly correlated with their income risk. Calvet, Campbell and Sodini (2007) argue that investors with high idiosyncratic risk in their directly held stock portfolio, tend to reduce their under-diversification losses by investing most of their financial wealth in mutual funds and/or by limiting their risk exposure altogether. This interpretation receives further support by Anderson (2011) who merges high frequency trading data from a Swedish brokerage house with the Swedish Wealth Registry. He is able to observe the fraction of total risky financial wealth, or “stake”, the investors have in stocks at the brokerage house. Even among the skewed sample of brokerage house clients, many have a small stake: 20 % of the sample has a stake of less than 5 %, the median investor of less than 35 % and only 30 % of the investors have a stake of more than 75 %. In other words, it seems that most households choose to expose only a small fraction of the wealth invested in risky assets to high frequency trading. Biliias, Georgarakos, and Haliassos (2010) find that less than 20 % of US households have brokerage accounts, and the median brokerage account as a share of household financial wealth is of the order of 10 % or less. Anderson (2011) finds that investors who have a high stake in directly held stocks bear a substantial part of the trading losses, and they are also among those who least can afford them. Wealthier, more educated investors trade less and have higher trading returns when they do trade. Maybe even more importantly, they have a smaller fraction of their risky assets in directly held stocks in these accounts.

Delegation. Rather than deciding on their finances directly, households may delegate portfolio decisions to professional money market managers and, when deciding on their own, rely on the suggestions of financial advisors. Hung et al. (2008) report that 73 % of US investors rely on professional advice to conduct stock market or mutual fund transactions. Adverse selection among mutual fund managers (Berk and Green, 2004), conflict of interest with financial advisors (Inderst, 2010, Inderst and Ottaviani, 2009, 2011a and 2011b) and lack of financial literacy among households (Lusardi, Mitchell and Curto, 2009 and 2010) might generate suboptimal equilibria that may require regulatory intervention (Campbell et al., 2011).

A large and long standing literature studies the performance of mutual fund managers. After fees, actively managed mutual funds do not achieve a higher performance than passive indexes on average, and their risk-adjusted returns display little persistence over time (Jensen, 1968; Carhart, 1997; Wermers, 2000; Fama and French, 2010). A direct implication of these facts is that investors should choose funds with low fees and prefer passive or index funds to actively managed funds. Choi, Laibson and Madrian (CLM, 2010) conduct an experiment that builds on the finding that the cross-sectional variation in fees charged by S&P 500 index funds is surprisingly similar to the variation found in actively managed funds (Hortaçsu and Syverson, 2004). Subjects are asked to invest 10,000 USD hypothetically between four real S&P 500 funds with their experimental earnings depending on how well their chosen portfolio performs subsequently. They find that only a minority of investors minimize fees and instead that most investors seems to pay attention predominantly to past returns. They attribute the suboptimal behaviour to mistakes since more literate investors are more likely to choose lower fees, and those who do not minimize fees are more likely to feel afterwards that they have not taken the best decision. In line with CLM (2009), Grinblatt et al. (2011) find that Finnish investors with higher IQ seem to minimize fees when choosing across mutual funds.

An alternative to delegation to mutual fund managers is to use the recommendations of financial advisors. Hackethal, Haliassos and Jappelli (HHJ, 2011) and Kramer (2012) find that advised accounts do not earn higher raw and abnormal returns than non-advised accounts after fees and after controlling for investor characteristics. Even though advisors do not seem to improve client portfolio performance, they may still help investors to avoid common investment mistakes and mitigate behavioral biases. Shapira and Venezia (2001) and HHJ (2012) find that advised accounts have better diversified portfolios and are less prone to the disposition effect. Mullainathan, Nöth, and Schoar (MNS, 2009) find the opposite result by tracking the recommendations that trained auditors, acting as customers, receive from financial advisors. The auditors are assigned different portfolios characterized by various biases and are sent to seek advice from advisors with contrasting or aligned incentives. Even though it is not clear whether in a long-term client relationship the audited advisors would keep the same suggestions, MNS (2009) find that existing biases are, if anything, augmented by professional advices. Bluethgen, Hackethal and Meyer (2008) indeed find large heterogeneity in the quality of

financial advisors not only due to skill but also to the form of compensation. Advisors that receive fixed fees rather than sale commissions tend to offer better recommendations. Consistently, HHJ (2012) find that account performance is higher when managed by independent, rather than bank, financial advisors. These results suggest that regulations on financial advisor compensation structure could have a relevant effect on household investment outcomes.

Another strand of the literature seeks to characterize which type of households use financial advisors and to which extent they follow the recommendations. A robust finding is that more sophisticated (wealthier, better educated, more financially literate, less overconfident) and more trusting investors are more likely to delegate portfolio management or seek financial advice (Guiso and Jappelli, 2006; Bucher-Koenen and Koenen, 2010; HHJ, 2012; Georgarakos and Inderst, 2011). Bhattacharya et al. (2012) perform a randomized experiment whereby unbiased financial advice is offered to a sample of randomly selected customers of a large European brokerage house. Despite the advice is unbiased by construction and is given for free, the offer is accepted only by 5% of the 8,000 contacted clients. In line with the previous literature, financial sophistication increases the probability of accepting the advice but, surprisingly, makes it also less likely that the advice is followed. Taken literally these results suggest that improving financial advice quality might not have a large impact on investor welfare: those who accept the advice are those who need it the least and who are less likely to follow the advice ex post.

2.3. Portfolio rebalancing

In the previous sections we have taken a static approach to portfolio choice. In this section we move to a dynamic approach and ask how household should and do rebalance their portfolios over time. We first investigate how households change their financial risk exposure in response to market movements, then, we study rebalancing over the life-cycle.

Portfolio rebalancing in response to market movements. Households choose their financial risk exposure by allocating a fraction of financial wealth to risky securities such as stocks or corporate bonds. After a choice is made, movements in asset prices mechanically induce passive variations of the financial wealth risky share away from the

initial level. Investors with unchanged beliefs and risk attitudes should then rebalance the risky share in order to maintain the desired risk exposure and offset the variations induced by movements in asset prices. Indeed, practitioners and financial advisors typically offer the recommendation of rebalancing the portfolio so that the share invested in risky assets is stable over time.

Do households follow the industry recommendation and rebalance their portfolios actively or do they let their portfolio allocations vary passively with market prices? Which households rebalance more actively? Do they rebalance stock and mutual fund holdings in the same way, or do they trade in the two types of securities differently?

Calvet, Campbell and Sodini (CCS, 2009a) investigate these issues using data on Swedish households from 1999 to 2002. By using information on portfolio holdings at individual asset level at the end of each year, they decompose the observed yearly changes of the risky share into the ones passively generated by market movements and the ones that are actively chosen by investors. They find that households offset about half of the passive variations in their risky share and thus follow a strong contrarian strategy in the overall level of risk they take. Their result is consistent with previous findings that households seem to buy individual stocks in falling markets and sell them in rising markets (e.g. Choe, Kho and Stulz, 1999; Richards, 2005; Goetzmann and Massa, 2002; and Griffin, Harris and Topaloglu, 2003; Grinblatt and Keloharju, 2000 and 2001b). Interestingly, even though households follow a contrarian strategy in their overall risky share and in their individual stock holdings, they seem to be momentum traders in mutual funds. CCS (2009a) show that households tend to sell mutual funds that have lost value and instead tend to buy funds that have increased in value. This finding is consistent with the literature on how mutual fund flows depend on past performance. A widely established fact is a positive and convex relation between mutual fund past raw and risk adjusted returns and net inflows (Ippolito, 1992; Gruber, 1996; Chevalier and Ellison, 1997; Sirri and Tufano, 1998; Dahlquist, Engstrom and Soderlind, 2000; Del Guercio and Tkac, 2002).

A challenging issue is to evaluate whether households rebalance their portfolios optimally. Indeed they might change their risk attitudes and revise their beliefs over time so that past chosen levels of the risky share do not represent anymore their optimal choice. CCS (2009a) build an adjustment model of portfolio rebalancing that they

structurally estimate on Swedish data. They find that richer, more educated households with better diversified portfolios rebalance more actively and display less inertia. Figure 4, taken from table A11 of the online appendix to CCS (2009a), illustrates the relationship between sophistication and rebalancing. The figure classifies households into adjustment speed bins, and reports the fraction of households with high-school and post high-school education in each bin. The relation between education and rebalancing is strong. The fraction of households with post high-school education is only 6 % in the 5th percentile of the speed of adjustment distribution and climbs to 71 % in the 95th percentile.

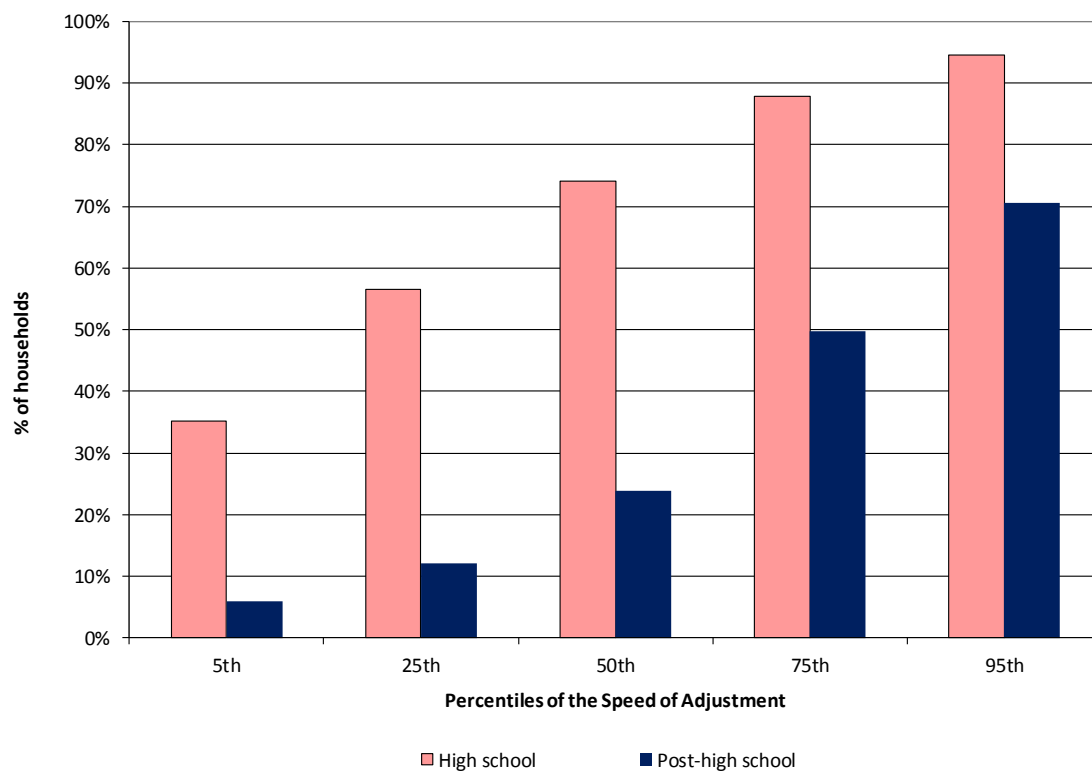


Figure 4. Portfolio adjustment speed and education. Fraction of households with high-school and post-high school education by 5-percentiles bins of speed of adjustment. Source: Calvet, Campbell and Sodini (2009a).

Inertia in household portfolio has been debated largely in the literature with two emerging stylized facts. First, inertia is more prevalent among unsophisticated investors as illustrated above. Second, households display different levels of inertia on different types of financial investments. Individual investors tend to be quite dynamic in their stock holdings particularly when they trade in brokerage accounts (Barber and Odean, 2000). They seem to rebalance their portfolios quite actively in their current savings

(CCS 2009a) but they display considerable inertia in their retirement savings (Carroll et al., 2009; Dahlquist, Martinez and Söderlind, 2011; Sialm, Starks and Zhang, 2012).

Portfolio rebalancing over the lifecycle. Investors are often advised by practitioners to invest substantially in stocks when young and reduce the exposure to the stock market when older – a recommendation that translates into the popular rule of thumb of investing a share of financial wealth in stocks equal to 100 minus the investor’s age (e.g. 75 % in stocks when 25 years old and 25 % when 75). Such widespread financial advice can be easily rationalized with normative models of optimal portfolio choice that explicitly consider the effect of human capital on financial risk taking (Merton, 1971).

Human capital represents the stock of individual attributes – such as skills, personality, education and health – embodied in the ability to earn labor income. It can be defined as the present discounted value of the flow of disposable labor income that an individual expects to earn over the remaining lifetime. In figure 5 we report the estimated human capital of Swedish households by education level following the methodology of Calvet and Sodini (2011).

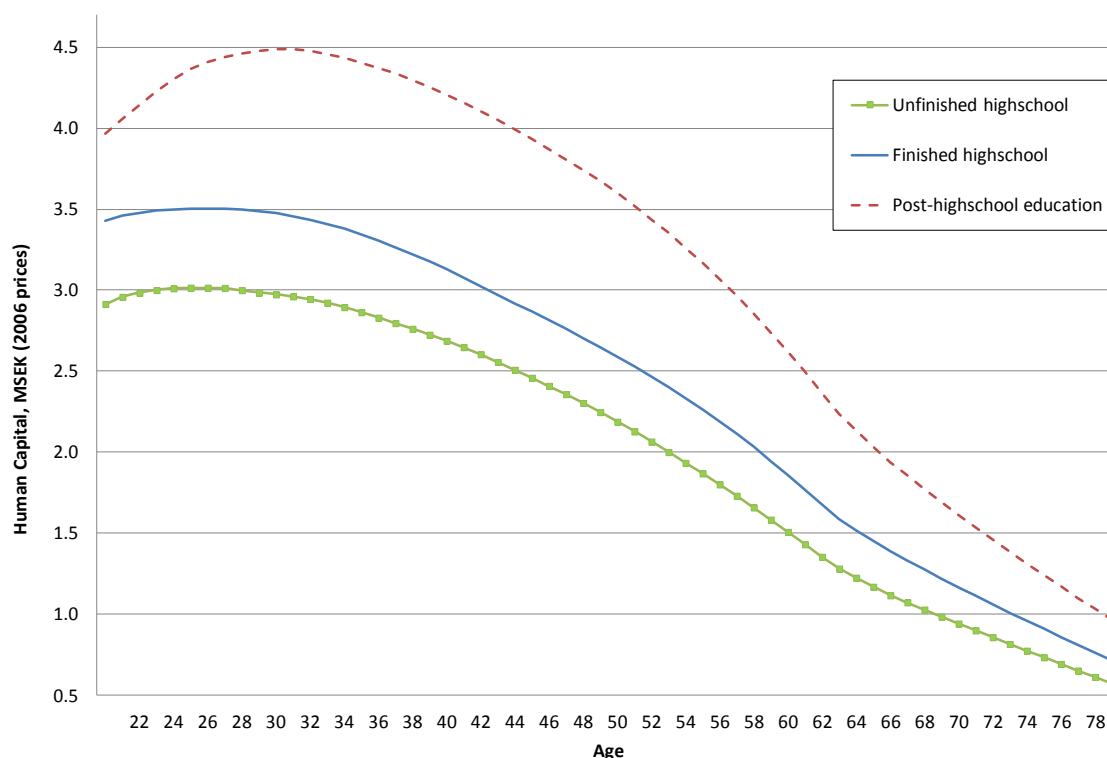


Figure 5. Human capital over the lifecycle. The figure plots the estimated human capital by education levels for a sample of Swedish individuals representative of the population. Human capital is estimated using the methodology of Calvet and Sodini (2011) and a discount rate of 5 %. Human capital values are averages across individuals of the same age and education group 1999 to 2007.

Human capital is significantly higher for individuals with higher education. It increases at young ages as individuals accumulate education and working experience and peaks at about the age of 40 when the lower number of working years left outweighs the growth in income. For some categories of investors labour income can be highly correlated with stock returns – e.g. top managers whose compensation is tied to the value of the company, or employees who hold a large fraction of financial wealth in the employer's stock. However, for many household, income shocks arise mostly from health issues, local job market conditions, entrepreneurial risk and family composition dynamics. Innovations in earnings are thus idiosyncratic in nature and not related to financial market conditions (Heathcote, Storesletten and Violante, 2008; Davis and Willen, 2000). These empirical findings imply that human capital can then be largely viewed as a bond that each individual is endowed with. In addition, the fact that human capital evolves over the lifetime in a hump shaped way, generates the normative recommendation that the risky share should be higher for younger households and decrease afterwards. The intuition is simple. Since human capital has the same role of a large endowment in riskless bonds, it creates a strong incentive to invest in risky securities early in life, when individuals have a lot of it, and to dispose of risky assets close to retirement.

Do household follow the practitioner and the model recommendation or do they keep their risky share constant over time investing too little when they are young and too much when they are old? Unfortunately, it is very challenging to verify how households invest as they age. Even if one would be able to obtain data that follows a large sample of individuals from when they start working until they retire, it is not clear that their investment behavior observed over time can be attributed to the passing of age. The portfolio pattern could be due to the inclinations of the particular cohort of individuals observed or to the specific historical times that those individuals are living through. Fagereng, Gottlieb and Guiso (2011) have collected portfolio information for a random sample of 75,000 Norwegian households from the 1995 population and then followed these households for 15 years up to 2009.

They find a clear hump-shaped pattern of the portfolio risky share for each cohort in the sample. FGG (2011) controls for unrestricted time effects by modeling cohort effects through variables that capture relevant experiences during formative years. Their main result is illustrated in Figure 6.

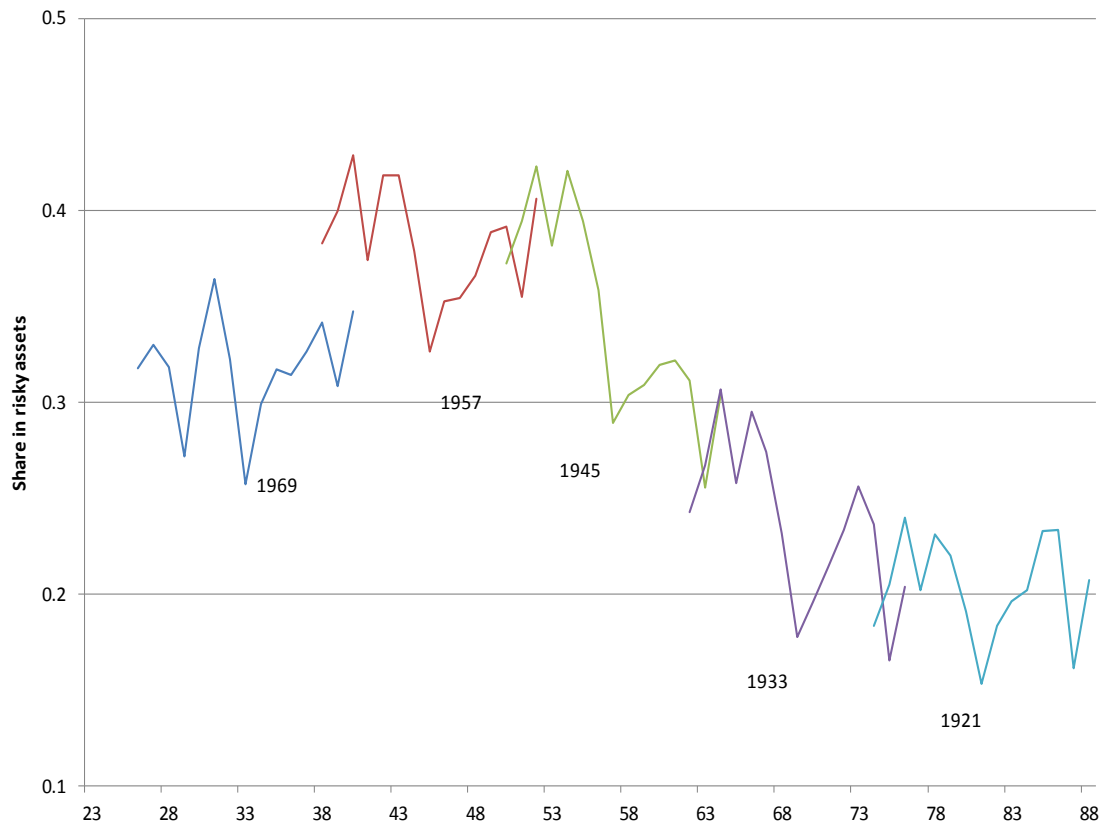


Figure 6. Age profile of conditional risky assets portfolio share for Norwegian cohorts. The figure shows the share of total financial assets invested directly and indirectly in stocks over the life-cycle for several cohorts of Norwegian households that participate in the stock market either directly or indirectly through mutual funds. Source: Fagereng, Gottlieb and Guiso (2011).

The average risky share invested in equity is high and perhaps slightly rising at the beginning of the lifecycle. It is flat at almost 50 % until investors enter their 50s. At that point, it starts falling regularly by about one percentage point a year until retirement age. The pattern of the share invested in equity is remarkably consistent with the life-cycle portfolio models that we reviewed above.

Calvet and Sodini (2011) are the first to use a direct approach by estimating human capital for Swedish twins and testing whether the twin with higher human capital indeed invests a larger fraction of financial wealth in risky assets as predicted by the model. They control for a large set of household demographic, economic and financial characteristics including all those unobservable but common to each pair of twins. Most importantly, by measuring human capital directly and by comparing the allocation of individuals of the same age, as twins are, they can control for cohort and time effects. Consistently with Fagereng, Gottlieb and Guiso (2011), they find that indeed human capital has a positive effect on financial risk taking.

An interesting issue is how much do households lose by choosing not to rebalance their risky share over the lifecycle. Cocco, Gomes and Maenhout (2005) build and numerically simulate a life-cycle model of consumption and portfolio choice which allows for non-tradable and uncertain labor income as well as many other features that characterize a typical household environment such as bequest motives, mortality risk, non-standard preferences, uncertain retirement income and catastrophic labor income shocks. Gomes, Kotlikoff and Viceira (2008) investigate the welfare costs of departing from the optimal solution of the CGM (2005) model augmented with flexible labour supply. They find that life-cycle funds designed to match investor risk preferences and investment horizon have small welfare costs compared to the optimal choice. However, all other policies, including life-cycle funds which do not match investors' risk tolerance, can have substantial welfare costs. For instance, a time-invariant 100 % bond allocation can result in a welfare loss as large as 46 % of income at the beginning of the life-cycle if the investor relative risk aversion is 5 – and no less than 22 % for investors with lower or higher risk aversion of 2 and 8 respectively. A constant 50–50 allocation rule, between bonds and stocks, results in a welfare loss of 15 % of income for investors with risk aversion of 2, and 87 % for investors with a high risk aversion of 8. These calculations suggest that investment rules that do not follow the recommended lifecycle pattern and do not take into account individual risk preferences can cause significant welfare losses if applied to a heterogeneous pool of investors.

3. Household borrowing decisions

Household debt has increased dramatically in industrialized countries around the world. Figure 7 plots the ratio of household debt to gross disposable income in Sweden.

It increased from less than 50 % in 1995 to more than 85 % in 2011. Spurred by the 2008 financial crisis, the interest on the liabilities of the household sector has dramatically increased among academics and policy makers. Models of optimal credit card and mortgage choices have been developed. Micro-data on household short and long term debt decisions have become available and allowed researchers to start evaluating the efficiency and welfare consequences of household liability choices. Most importantly, understanding how households choose to borrow and default on their existing debt in response to changes in interest rates has become a primary concern of

monetary policy. Central banks and regulatory agencies are becoming increasingly aware of the need for micro data on household assets and liabilities, as only the characterization of the cross-sectional distribution of household finances can offer reliable bearings for policy action.

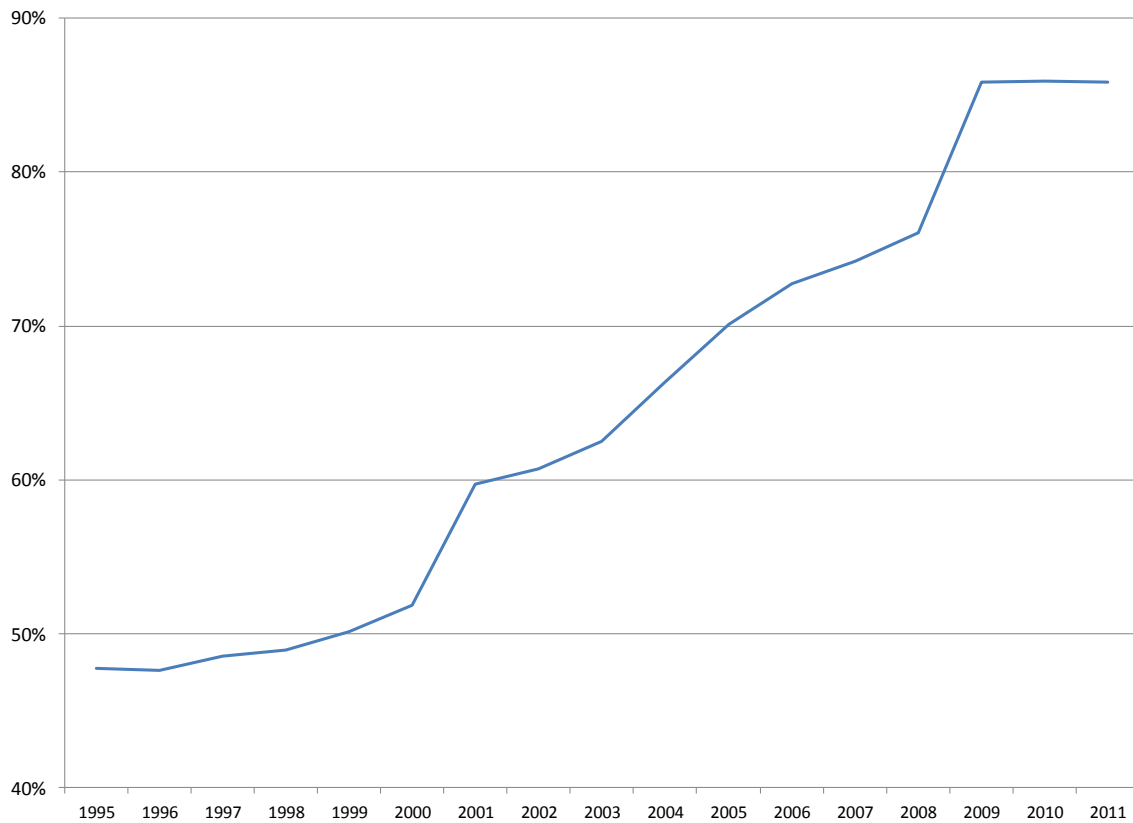


Figure 7. Liabilities as fraction of disposable income for the Swedish household Sector. The figure shows the liabilities of the Swedish household sector as fraction of total gross disposable income. Source: OECD statistics.

3.1 Mortgage choice

Taking a mortgage is most likely the most important financial decision households make. Despite its importance, optimal mortgage decision making has received surprisingly little attention in the academic literature. Only recently, a number of papers have developed realistic models that take into account household characteristics that are salient to mortgage type choice. Campbell and Cocco (2003) are the first to study under which conditions the purchase of a house of a given size should be financed using a fixed rate (FRM) or an adjustable rate mortgage (ARM). In a fixed rate mortgage, the borrower pays a constant nominal amount per period and is thus subject to inflation risk. Additionally, to the extent that the expectation hypothesis does not hold (and there is ample empirical evidence that it does not), fixed rates carry a risk premium. ARMs are

free from inflation risk, but they are subject to income risk. Since adjustable rates are indexed to short term rates that track inflation, the real value of mortgage payments is largely invariant over time. However, to the extent that nominal income is subject to shocks, and not fully and simultaneously indexed to inflation, variations in nominal rates may force substantial drops in household consumption and even default. Households should then choose a FRM if the higher interest rate premium compared to an ARM is worth the reduced income risk in excess of inflation risk. The model implies that risk averse families with highly volatile labor income risk and large liquidity needs should prefer FRM to ARM.

In accordance to the model, practitioners seem to recommend ARM to households that have high consumption habits compared to their income but, at the same time, that do not seem to discern the risks entailed by the two types of mortgages and tend rather to regard FRMs as unconditionally “safe” and ARMs as “risky”. Furthermore, financial advisors are inclined to recommend FRMs when long-term rates have recently dropped as if long-terms rates were mean-reverting (a conjecture that has weak empirical support – Campbell, 2006).

Do households follow the precepts of the normative models? Kojien, Van Hemert and Van Nieuwerburgh (2009) study a unique dataset of half million US mortgages collected from 1994 to 2007. They find that when the interest differential between fixed and adjustable mortgage rates is high, households tend to choose ARM. Financially constrained households tend to choose FRM even though the effect is weaker than the fixed rate premium. Bergstresser and Beshears (2010) find instead that the qualitative risk aversion measure elicited in the US Survey of Consumer Finances (SCF), does indeed predict that more risk averse consumers are more likely to choose an ARM, though effects are not strong and seem to appear mostly in latest waves. Overall households, at least in the US, seem to choose mortgages in accordance with the normative theoretical models even though price variables play a larger role than specific family circumstances.

Households not only should initially choose the right mortgage, they should also be able to administrate it efficiently. One dimension of mortgage management is principal repayment. Since interest rates on mortgages are typically higher than returns on financial assets, one would expect that unexpected favorable liquidity shocks, in excess

of consumption and precautionary saving, should be used by households to speed up the repayment of their loans.

Vissing-Jørgensen (2007) uses the US SCF to calculate how much households could save in interest costs by drawing on "excess" liquid wealth to reduce their mortgages and home-equity loans. She finds that, in 2004, the household sector could have saved \$16.3 billion by managing more efficient principal prepayments.

3.2 Credit Card Debt

Contrary to mortgages and consumer loans, credit card debt is unsecured and is thus particularly helpful to households that lack collateral. In line with the evidence on mortgage principal repayment, Gross and Souleles (2002) and Bertaut, Haliassos and Reiter (2009) document that, in the SCF, almost all US households with credit card debt held a positive position in liquid assets, which was larger than one month's income for a third of the sample. Even more puzzling, this tendency does not seem to be restricted to households with low levels of income and education and thus is unlikely to be a mistake.

Lehnert and Maki (2002) propose an explanation whereby consumers strategically accumulate assets when planning to file for bankruptcy in order to convert them into items exempt from bankruptcy procedures at the time of filing. Indeed, US states with higher exemption levels are characterized by a larger fraction of households who hold both liquid assets and credit card debt. Bertaut and Haliassos (2006), Haliassos and Reiter (2005) and Bertaut, Haliassos and Reiter (2009) propose instead an "accountant-shopper" model, whereby the accountant-self has little incentive to pay-off credit card debt, as the shopper-self will then borrow and spend again. Telyukova and Wright (2008) and Telyukova (2011) argue instead that, since some consumer products can only be purchased with cash, it is valuable to have both credit card debt and liquid assets.

Detailed data on household liabilities is unavailable to researchers in Sweden. The only information available at household level is the total level of liabilities and thus it is impossible to analyze how Swedish households choose their mortgages, their consumer and credit card debt and if they borrow moderately or beyond their means. In particular, it is impossible to know how households react to changes in interest rates and how large are the welfare losses due to suboptimal debt decisions.

4. Consumers protection in financial markets

Consumer financial regulation has been a primary topic of public policy since at least the Great Depression of the 1930s. In 1933, the commission guided by Ferdinand Pecora uncovered a wide range of abusive practice perpetrated directly by banks and their affiliates that led to the Glass-Steagall act. The issue has gained renewed momentum during the Great Recession of 2008-2012, which has brought to light pervasive exploitation of conflicts of interest, widespread distorted advice on various consumer investment and financing decisions, and even outright frauds – as in the famous Madoff scandal and several others that did not make it to the press – that, jointly have destroyed people’s trust in the financial industry (e.g. Guiso, 2012).

In the US, the Great Recession has led to the creation of a new authority – the Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) – whose purpose is, in the words of the US Treasury, “to rebuild trust in our markets, [by establishing] strong and consistent regulation and supervision of consumer financial services and investment markets [...] We must promote transparency, simplicity, fairness, accountability, and access. We propose: a) a new Consumer Financial Protection Agency to protect consumers across the financial sector from unfair, deceptive, and abusive practices; b) stronger regulations to improve the transparency, fairness, and appropriateness of consumer and investor products and services; c) a level playing field and higher standards for providers of consumer financial products and services, whether or not they are part of a bank.”

Though the need for consumer financial protection can simply be justified on the basis of the observed malpractices, one might wonder whether there are additional rationales provided by economic theory. Does the mere fact that individuals lack financial awareness and literacy justify the creation of a financial consumer protection agency? What is specific of financial products to deserve a type of consumer protection different from the one offered on other consumption goods? More generally, what are the “market failures” that require consumer protection in financial markets.

4.1 The rationale for consumer financial protection

In the public debate, the protection of retail investors is often advocated on the idea that abuses or malpractices made by a large financial institution may have small consequences for the institution but dramatic ones for small investors that rely on them. Even though fairness and distributional consequences should be carefully weighted in

the design of regulations, consumer protection can be justified purely on efficiency grounds, i.e. with the purpose of eliminating market inefficiencies that harm overall welfare. It should be said, however, that such arguments could be just theoretical alchemies if consumer financial markets were small. If households relied on financial markets only sporadically and the use of financial instruments was very limited (and perhaps confined to the wealthy and most financially sophisticated segment of the population), the overall gains guaranteed by financial protection would arguably be relatively limited and probably insufficient to outweigh the regulatory costs. But when millions of consumers rely on financial products to invest their current and retirement savings, buy insurance against a variety of risks, and borrow in order to own their homes or maintain their lifestyles, failures of financial markets to work efficiently can have consequences of macroeconomic importance and cannot be ignored.

As Tufano (2009) points out, the financial services and products used by households constitute a substantial portion of the financial industry. At the end of 2010, according to the FED flow of funds, the total value of assets held by US households was \$72 trillion, of which \$48 trillion are financial assets and the rest tangible assets, mostly real estate. On the liability side, households have \$14 trillion in debt, of which mortgages are the biggest component. These figures are larger than the total value of assets and liabilities held by corporations. Corporations have \$28 trillion in assets, half in tangible and half in financial assets, and outstanding liabilities for \$13 trillion. Hence, households hold twice as much assets and at least as much debt as corporations. This picture extends to all advanced countries, including Sweden. In 2007 Swedish households had SEK2.2 trillion in liabilities (against 2.6 for non-financial corporations), and SEK7.7 trillion in assets (against 12.6 of non-financial corporations) of which 2.2 in financial assets^{2,3}. To the extent that market size is a measure of importance, the finances of households deserve at least as much attention as the finances of corporations. Thus, one justification for the creation of specific financial consumer protection agencies, such as the CFPB in the US and the ESMA in Europe, is the widespread and fast increasing consumer reliance on financial markets, products and services.

² A substantial fraction of US assets is held in retirement accounts, a form of savings much less important in Sweden where a large part of pension rights are accumulated through a pay-as-you-go defined benefit system.

³ Figures on the assets of the household sector beyond 2007 are not available since they cannot be collected anymore.

Below we describe several potential reasons for consumer financial protection largely drawing on the arguments of Campbell et al. (2011).

Time and uncertainty. Financial product costs and benefits involve considerable time and uncertainty to realize with the consequence that personal experience accumulate slowly, if at all, and poor performance is hard to detect and, thus, difficult to rectify. Many financial decisions not only involve risks that normally do not fully occur, but also have consequences that unveil late in life, over several years if not decades. The consequences of an inappropriate mortgage, for example, may be understood only after many years the borrower has been repaying it. Similarly, the cost of a wrong investment strategy – e.g. poor diversification – may reveal only when a very bad shock occurs, and given that these are rare for some investors, such as those close to retirement, the time to recover could be too short. Learning from others could be a potential alternative from learning from personal experience; but it may be a poor substitute because financial decisions are often retained to be sensitive and people unwilling to report about them. Even more so, people may be even less willing to report their investment failures than their successes, biasing social learning.

In addition, consumers and intermediaries do not typically possess the same information and might have conflicting interests. Information asymmetries and diverging incentives may make it difficult to structure complete contracts that can foresee all possible contingences with limited possibilities of legal protection against adverse future events. While these problems are not specific to financial products, they can be more severe when consumers deal with financial markets. For instance, many consumers, particularly the poor, lack the financial means to use the expertise of a lawyer when structuring a financial contract. One rationale for consumer financial protection agencies is the possibility of pooling many consumers together in order to improve on financial contract completeness.

Limited cognitive ability. Consumers may be subject to behavioral biases, such as time inconsistent preferences, narrow framing and overconfidence, that limit their ability of using financial markets in an optimal manner. Even when they attempt to behave as optimizing agents, they may lack the cognitive abilities to do so and thus incur into repeated mistakes. Financial choices are inherently complex. For example, choosing the appropriate type of mortgage or its size entails a quite involved dynamic optimization

strategy over a long uncertain horizon which can be solved by well trained experts only by employing numerical solutions. Some aspects of optimal mortgage choice are not yet fully understood even in the academic literature.

Recent academic research has found that Finnish investors with better cognitive ability, as measured by their IQ, make better financial decisions (e.g Grinblatt, Keloharju and Linnainmaa, 2012). Furthermore, some of these traits seem to be innate and cannot be not easily overcome through learning. IQ, notoriously, has a strong genetic component. Cronqvist and Siegel (2012) argue, using data on Swedish twins, that even behavioral biases are innate.

Information reversals. The traditional view that consumers know better about themselves than producers and retailers is seriously challenged in modern times by the availability of advanced data gathering technologies on consumer preferences, health status, willingness to repay etc. (Kamenica, Mullainathan and Thaler, 2012). For instance, through the analysis of detailed phone records, cellular phone providers may know individual expected usage better than consumers themselves. In financial markets, a credit card company may know more about the probability of incurring in late fee payments than card holders themselves, and an insurance company may know more about the risks faced by a small firm entering a new market than the firm itself. Recently, the US press revealed that Target – a US retail chain store – is able to detect customers' pregnancy at early stages by observing the patterns of women's purchases. A highly valuable marketing information since pregnant women are more willing to change consumption habits and adopt new products. Vissing-Jørgensen (2011) finds that consumer purchases can be used to predict default probabilities: intermediaries can then target credit card ads on the basis of the observed consumption patterns of their customers.

Information reversal poses new challenges and raises new questions that are yet to be explored in the academic literature. How do financial firms use their informational advantage? Would customers benefit from unconscious information revelation? Do intermediaries have the right incentives to collect and reveal information to consumers? Such issues are of primary importance but are hard to answer in the absence of highly detailed data available to researchers and policy makers.

Public good externalities. Another classical rationale for intervention in financial markets is the presence of externalities. For example, positive externalities from human capital accumulation and home ownership have been cited to justify government subsidies to student loans and home mortgages, and household bankruptcy exemptions. Similarly, mortgage defaults may have social costs that are not internalized by mortgage borrowers and lenders, as argued by Campbell, Giglio, and Pathak (2011) who find that home foreclosures reduce the prices of nearby properties and provide an additional rationale for policy interventions that reduce the incidence of foreclosures.

Trust and trust spillovers. Trust between parties involved in financial transactions is a key but often neglected feature. Trust is likely to matter in all transactions that involve a delay between the time of settlement and the time of delivery – a feature shared by virtually all financial transactions. Not surprisingly, when trust falls – as it happened during the recent crisis (e.g. Guiso, 2012) – financial markets stop functioning.

Trust towards a person or an institution is typically not only dependent on the behavior of that person or institution. Trust carries strong spillover effects and externalities with important consequences for financial markets. For example, losses of confidence in a financial institution can easily be caused by the conducts of other financial (or even non financial) institutions. To illustrate this point, figure 8 documents spillover effects in trust towards banks. As one would expect, panel A shows that trust in financial intermediaries drops with the number of times a person is deceived by a financial intermediary. More surprisingly, panel B shows that trust in financial institutions falls also with the number of times a person is deceived by a plumber.

It is likely that trust externalities have been critical in amplifying the recent financial crisis. In fact, among other things, the crisis brought to light diffuse opportunistic behaviors and some serious frauds. The emergence of Madoff's Ponzi scheme has undermined the confidence not only of the direct victims, but of investors in general. Indeed, panel C of figure 8 shows that trust towards banks is lower in areas with a larger number of Madoff's victims.

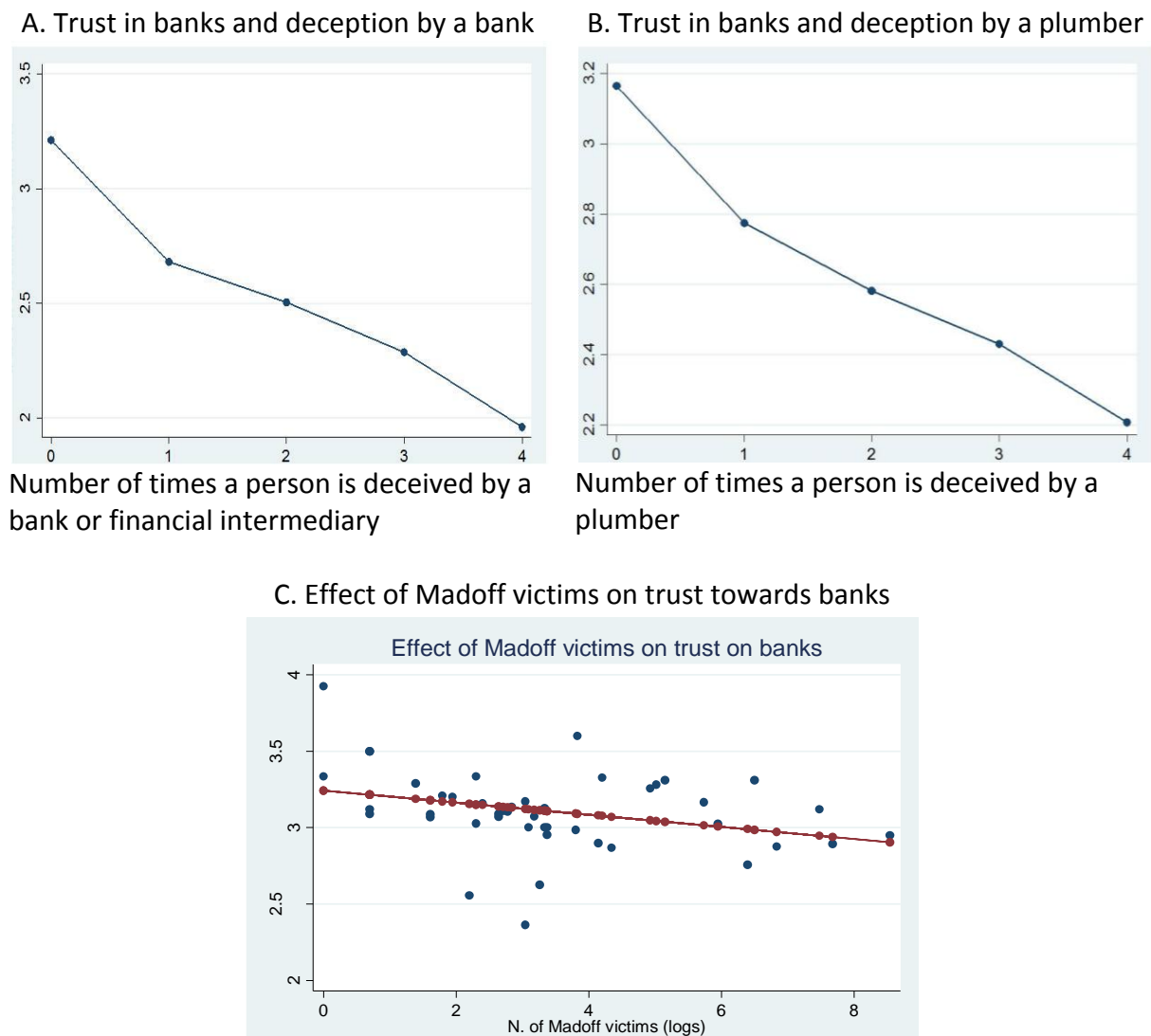


Figure 8. Trust spillovers. The figure shows the relation between how much people trust banks and financial intermediaries (vertical axes) and the number of times they have been deceived by a bank or financial intermediary (panel A) or the number of times they have been deceived by a plumber. Panel C shows, across US States, the relation between the number of Madoff's victims and the level on consumers trust in the area. Source: European Social Survey (wave II) for panels A and B; Trust Index Survey for panel C

Reputation spillovers are not limited to the recent crisis. For instance, the 1907 New York panic started when it became known that that Charles T. Barney, president of Knickerbocker Trust, had earlier business dealings with Charles W. Morse, who had previously been involved in a scandal. On October 21, depositors run on Knickerbocker Trust, which closed its doors. Bank runs quickly reached the trusts whose board members were linked to Barney, and panic spread across all New York Trusts, leading them to fail despite the fact that they were solvent. Today, widespread access to the internet is likely to make things worse. Trust spillovers can spread much faster, are

geographically unbounded, affect millions of people and can more easily propagate to unrelated agents and companies.⁴

Trust spillovers may thus be a serious threat for the stability of financial markets which in turn can be a serious threat for household savings. We view this as a critical reason for government intervention and the creation of monitoring agencies, such as the CFPB, aimed to restore and solidify faith and trust in financial institutions.

Market power. Finally, a classical market failure that can call for regulation is market power. Though financial markets are fairly competitive, in many retail financial markets there is significant price dispersion, which can reflect the existence of search costs that make some consumers willing to pay higher prices than they might find elsewhere. Search costs, in turn, give retailers a degree of market power, allowing them to charge prices above marginal cost. One example is the wide range of fees that are charged for nearly identical index funds based on the Standard and Poor's 500 index (Hortacsu and Syverson, 2004).

A certain degree of market power can also be achieved through switching costs. For example, since checking accounts are typically pivotal for the management of other financial services sold by the same bank (e.g. automatic private pension savings, payments of monthly mortgage and credit card balances), high account switching costs can grant the bank market power vis a vis these other services.

In a market with unsophisticated uninformed consumers, competition will not eliminate sources of market power but simply stabilize on a "shrouded" equilibrium characterized by unsophisticated investors paying higher fees for the benefit of the sophisticated who are instead enjoying favorable pricing (Gabaix and Laibson, 2005).

⁴ In California, investors of Cascade Acceptance – a private fund - claimed their money back right after Madoff's scandal. The fund closed with large losses among investors. Interestingly, Cascade Acceptance was geographically very far away from New York, where Madoff had its operations. In addition, Cascade Acceptance had no direct link to Madoff except that the fund owner was Jewish, like Madoff. This was the only analogy.

5. Policy measures and interventions

Consumer financial protection, broadly interpreted, can be achieved through various regulatory tools, ranging from interventions aimed at improving consumer awareness and competence, to measures that limit the scope and range of investor financial market decisions. The two extreme forms of intervention can potentially reflect two competing models of consumer protections (Barr, Mullainathan, and Shafir, 2008). The first has been a dominant model over the most recent decades and is based on the idea that poor financial decisions are only the reflection of poorly informed consumers, and that intermediaries may have poor incentives to disclose information that is essential to sound financial decisions.

On the other hand, restrictions on the financial products and services that can be purchased or sold to specific consumers are justified on the ground that even fully informed individuals suffer from persistent biases that trigger systematic mistakes and poor financial decisions. Paternalistic restrictions to financial choices are then viewed as a way to protect consumers from their own mistakes.

In this chapter we review three types of interventions meant to: a) improve financial literacy and information, b) enhance trust and limit confidence spillovers, and c) adopt default options.

5.1. Financial literacy and financial education programs

As stated on the web page of the Consumer Financial Protection Bureau, “An informed consumer is the first line of defense against abusive practices”.⁵ There is a now rich literature documenting that a substantial number of individuals lack knowledge of even basic financial concepts (Lusardi 2007; Lusardi and Mitchell, 2007; Lusardi and Tufano, 2008). Figure 9 shows the distribution of financial literacy in a sample of Italian investors computed by Guiso and Jappelli (2008). The figure uses a standard index of financial literacy measured by the fractions of correct answers to simple multiple choice questions.⁶ As it can be seen, almost no investor gets all the answers right; the average

⁵ <http://www.consumerfinance.gov/the-bureau/>

⁶ A typical questions asked in financial literacy tests is: “After two years how much would you have in your savings account if the interest rate is 5 percent per years and you have initially 1,000 dollars in your account? (a) less than \$ 1,000, (b) a bit more than \$ 1,100, (c) close to \$ 1,200.”

individual answers correctly about 40 % of the questions, and 55 % of the subjects guess correctly at most three answers.

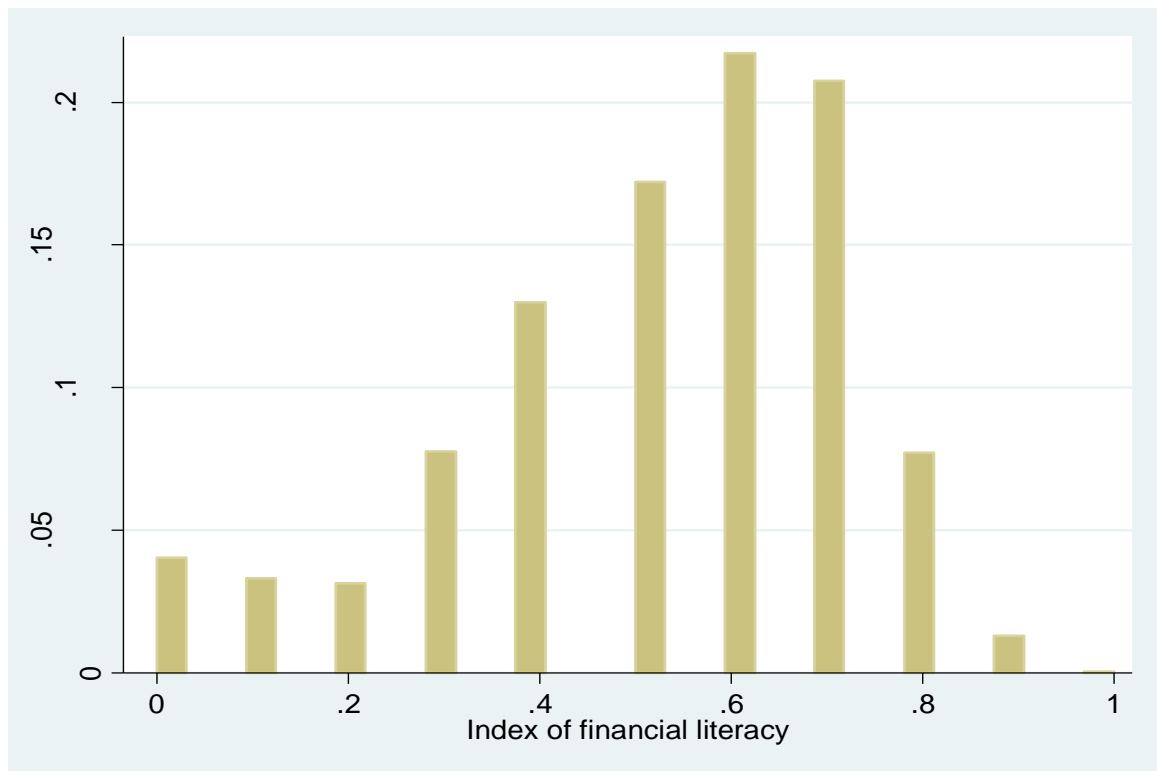


Figure 9. Index of financial literacy. The figure shows the cross sectional distribution of the fraction of correct answers to a list of eight financial literacy questions asked, in the 2007 UCS survey, to a sample of about 1,800 Italian retail investors. Source: Guiso and Jappelli (2008).

The results in figure 9 are far from being an exception and are instead representative of tests conducted across many countries, even those with a long history of well developed financial markets. These results clearly underline that there are large scopes for improvements in consumer financial literacy and perhaps in the ability of investors of making financial decisions. Financial literacy seem to allow people to exploit diversification opportunities and limit unnecessary risk exposure (Calvet, Campbell, and Sodini, 2007; Guiso and Jappelli, 2008), to time the market or change investment strategies promptly in response to changed circumstances (Guiso and Viviano, 2012), to avoid costly borrowing (Lusardi and Tufano, 2009), for example by repaying debt when receiving large injections of liquidity (Vissing-Jørgensen, 2007), or by refinancing a mortgage when rates fall substantially (Campbell, 2006). This evidence is consistent with the idea that financial literacy helps improve financial decisions though the debate about its role is still open (Hastings, Madrian, and Skimmyhorn, 2012).

First, consumers could potentially reach optimal financial decisions by trial and error, irrespective of their financial literacy. Following Milton Friedman (1953), who first suggested that to be an excellent pool player, one does not need to be an expert in physics, one could argue that, in order to make sound financial decisions, one does not need to be a trained financial expert. Though learning through experience can be an important factor in financial decision making, there are however two problems with this argument. First, trial and error in financial decision making entails potentially large losses that could be avoided by providing financial education. Second, the most important financial decisions for consumers, such as taking a mortgage or saving for retirement, cannot really be tried out since they are made only rarely and their failures typically preclude second chances.

Second, it is very difficult to cleanly measure the effect of financial literacy on financial choices. The fact that investors with high financial literacy test scores seem take better decisions does not necessarily mean that financial literacy causes better outcomes. The reverse could equally be possible: those making better decisions – e.g. participation in the stock market – may have stronger incentives to accumulate financial knowledge. Additionally, one can test whether financial literacy helps avoiding mistakes only if the optimal choice is well defined. For example, are we sure that participating in the stock market (as those with high literacy do, e.g. Kimball and Shumway, 2006) is a better choice than staying out (as often those with poor literacy do)? Non participation, for those that lack the ability of managing their investments effectively, may be a better alternative than entering the stock market (Calvet, Campbell and Sodini, 2007).

Keeping these issues in mind, it is fair to say that the empirical evidence is consistent with the idea that literacy can help consumers make better financial decisions, though the magnitude of its contribution is still uncertain. Even less clear is the effect on literacy and on economic outcomes of financial education programs. We now focus our attention to the issue of financial education, the way it should be taught to consumers and which consumers should receive it.

Which notions should be taught? Finance is a vast and complex field. In some domains of choices, there is no agreement on what constitutes optimal behavior, especially when realistic features of investors and the environment they face – such as preferences, human capital, leverage and real estate – should be taken into account by the

optimization model. There are however basic principles that all investors should be aware of. One such example is diversification. Teaching the advantages of diversification and how diversification can be achieved should belong to any sensible program of financial education. Furthermore, financial literacy measures reveal that a large number of investors (particularly the low income ones) ignore the meaning of diversification. In fact, financial literacy surveys and test responses are not only important measuring tools but also a good starting point to define what should be at the core part of financial education programs.

How should they be taught? There are at least two teaching styles that can be employed for financial education: principle-based and hands-on teaching. The principles-based method is administered through standard classes in the boardroom, where a teacher explains and illustrates a number of notions and concepts that are then assimilated and memorized by the participants. This education technique is well known and standard in all school programs and is characterized by lack of personal direct involvement in the teaching material. The hands-on approach instead exposes students to the experience and the *feeling* of the consequence of certain decisions (e.g. losing money if a risky investment is undertaken).

At present we have little evidence on which type of teaching style is more effective for financial education. The only study available is Drexler, Fischer and Schoar (2011), who consider the impact of two different financial education programs involving micro-entrepreneurs in the Dominican Republic. The study participants were randomized to be in either a control group or one of two treatment groups. Members of one treatment group were given principles-based financial education; members of the other were taught with a program built around simple financial management rules-of-thumb. The authors find that, one year after the treatment, there is no difference between the financial behaviour of the group who received the principles-based financial education and the control group (which received no financial education). They instead find statistically significant and economically meaningful improvements in the financial behavior of those who participated in the rules-of-thumb oriented financial education course. This suggests that teaching style matters and may be key to the success of financial education programs.

What is the effect of these treatments? Even more controversial and still unsettled is the evaluation of the effects of financial education programs and the mistaken behaviors they are supposed to correct. The available evidence on the success of financial education programs is still limited and not conclusive.

A first study conducted in by Bayer et. al. in 1996 but published only in 2009 relies on the fact that during the 1990s a large number of American workers were exposed to programs of financial education offered by their employers. Bayer et. al. (2009) find that workers that participated in these programs have a higher probability of participating in voluntary retirement plans and to contribute more to their plans conditional on participations; furthermore these effects seem larger among low-pay workers.

In general, even the use of field experiments, where a random group is “treated” with a financial education program while another group serves as control, and subsequently the financial choices of the two groups are compared, faces a number of challenges. First, participation in the treatment is voluntary and, as such, cannot be fully random. It may well be that those who participate are precisely the ones who care more about financial decisions or that have an intrinsic interest in financial matters, features that are not observable to the experimenter, and that bias the results towards finding a larger effect of financial education. This can be partly overcome by pre-testing the two samples and showing that there are no systematic initial differences in financial capability. Second, financial education programs are time intensive and the amount of time people can reasonably devote to them is limited. If no or little effect is found (as in many of the cases discussed in Hastings, Madrian, and Skimmyhorn, 2012), one cannot conclude that financial education is useless, as the measured impact may reflect a too small dose of the treatment.

What are the channels of influence? Supporters of financial literacy maintain that financial education reduces the number and size of financial mistakes that individuals make due to limited knowledge and information. Financial literacy empowers investors with the ability to decide on their own and thus diminishes their need to seek external guidance. Additionally, an informed and sophisticated investor is less likely to become victim of financial frauds and to be deceived by a smart but malevolent intermediary.

More controversial is whether financial education programs help investors to choose more rationally and be less prone to psychological biases, such as overconfidence and time inconsistency. If psychological biases are the reflection of the way individuals process information and are part of human nature, then financial education may be of little help. For instance, Cronqvist and Siegel (2012) find that common financial biases have a very large genetic component and are thus unlikely to fade away with education. Mandell (2006) finds that American students that attended financial education programs while in secondary schools display similar biases of students that did not learn about personal finance. Similarly, Benartzi and Thaler (2007) stress limited success of employer sponsored financial education programs in de-biasing employees. It is worth noticing that financial education may even amplify psychological biases, for instance, by strengthening empowerment feelings and the tendency to be overconfident on the outcomes of financial investments.

All these issues are relatively unexplored and much more research is needed to clarify their importance. Clearly, the way financial education is administered to individuals is crucial to its success, but the best way to maximize its impact is yet to be understood.

Who should be treated? A very important issue is who should receive financial education. Implicit in the literature is the idea that investors should be targeted, possibly at various stages of their life cycles, e.g. when still students, then when workers and finally when retired. This approach tends to ignore that many investors make their financial decisions with the advice of a financial advisor or their intermediary (e.g. a bank employee, a broker or a mutual fund manager). If these figures lack financial proficiency, even in the absence of conflicts of interest, their ignorance will result in poor financial outcomes for consumers. Indeed it is largely ignored and taken for granted that advisors are financial experts and that intermediaries have strong incentives to train them well. In reality, advisors may simply be clerks with little background in finance and intermediaries have poor incentives to train them appropriately. As we mentioned in section 2.2, Bluethgen, Hackethal and Meyer (2008) indeed find large heterogeneity in the quality of financial advisors in Germany. Mullainathan, Nöth, and Schoar (2009) study the recommendations that trained auditors, acting as customers, receive from financial

advisors. They find that existing investor biases are, if anything, augmented by professional advices.

Educating advisors instead of (or in addition to) clients may have a number of advantages. First, the number of subjects to treat would be much more limited reducing considerably the cost of education. Second, the education would be targeted to students that are naturally more receptive – if only because they have already some basic financial literacy. Third, teaching employees of financial intermediaries to recognize “good” financial decisions empowers them and makes them more aware of any distortion in the advise their employer recommends; this is particularly so if the training program is administered by a third party such as a public body. Finally, it is much simpler and cheaper to educate the pool of advisors than the population of investors – an issue that is particularly important in light of the continuous financial innovation that characterize today financial markets and that makes financial recommendations fast obsolete.

5.2. Measures enhancing trust

We have argued that financial contracts are the trust sensitive contracts par excellence. The importance of trust in financial markets has been overlooked partially due to the implicit assumption that mis-behavior in financial contracting receives full legal protection. However, legal protection is never likely to be perfect, even in countries with particularly efficient legal institutions, and financial transactions are heavily affected by trust. Lack of trust can hamper the functioning of financial markets, and may thus result in potentially large losses for consumers.

This naturally leads us to ask which policies can help sustain a high level of trust in financial markets. We distinguish two types of trust-enhancing policies. The first type refers to company-level policies and is meant to raise trust in individual companies. The second type targets the whole industry and aims at avoiding the negative spillovers that misbehavior by one component of the industry has on the perceived trustworthiness of the other members.

Interventions to increase trust in individual companies

Companies do not always fully realize the benefits of trust enhancing measures. They may simply be unaware of the direct consequences in the long-term or they do not have the incentives to fully internalize the spillover effects that lack of trust in one company have on the entire industry.

Improve consumer service quality. Customer satisfaction is one of the most important mechanisms that keep trust in financial institutions strong. Marketing strategies can be effective, but also employee remuneration policies, based on indices of client satisfaction, create an incentive to improve the relationship with customers, and, with it, the trust clients have in the company.

Protect the company reputation from internal abuses. Misbehavior by one member of a financial company can affect the trust that customers and non-customers have towards the whole company. Reputation concerns provide incentives for intermediaries to preempt dishonest internal behavior. Yet, managers with very high turnover may have weak incentives to fully internalize the consequences on the company of the bad behavior of its employees. Loss of trust in one company can spillover to the entire industry, an effect that company managers can easily fail to recognize even when they have long horizon.

Employee misbehavior is more likely to emerge when: a) the company management has very short run objectives and is thus less attentive to long-term reputational risks; b) when employees feel poor attachment and loyalty towards the company. Policies that raise employee loyalty have a desirable side effect: they act as an antidote against behaviors that provoke reputational losses and loss of trust.

Industry-level policies to rekindle trust

The policies illustrated are targeted to single financial companies. Trust spillovers suggest that industry-level measures are even more appropriate to protect consumers from market instability.

Adopt joint policies with other intermediaries. There is strong evidence that those who have little trust in one segment of the financial industry also mistrust other segments. For instance, those who lost faith towards the stock market during the Great Recession

also lost trust towards insurance companies, banks, bankers, brokers and mutual funds (Guiso, 2012). This implies that policies aimed at rekindling trust in one segment of the industry are unlikely to be implemented since the benefits are not fully internalized by who bears the cost of the policy. An additional consequence is that combined policies aimed at increasing the level of trust in the entire industry have a very powerful effect.

Promote enforcement of punishment of financial fraud. A better legal enforcement of financial frauds results in a higher trust towards financial markets. Though this aspect is relatively general, it is of particular importance for those countries whose judicial system lags behind, as in several southern and eastern European countries.

Support the enforcement of punishment of single intermediary misbehavior. Misbehavior by one financial industry member destroys the trust that customers have in the other members of the industry. These spillovers imply that there is a role for industry level policies meant to set high standards of behavior and punish transgressions well and above any punishment that may follow from existing legal norms. Codes of conduct and strict rules of behavior shared by the industry members, together with hard penalties to punish disobedience would greatly contribute to high levels of trust towards each single company and the entire industry.

Support policies that raise industry competition. A high level of competition in the financial industry is likely to have a strong effect on the trust people have on financial companies. In fact, a highly competitive market is one where consumers can switch intermediary, when not fully satisfied, at a very low cost and little effort. Competition empowers consumers and makes them more willing to take the risk of being betrayed: they have a powerful weapon to punish misbehavior. Anticipating the high cost of reputation loss, intermediaries have stronger incentives to behave fairly in highly competitive environments. Recent research shows that there is a positive link between trust and competition. Francois, Fujiwara, and van Ypersele (2009) argue that (firm-level) competition positively impacts (customer-level) trust.

5.3. Default options

An alternative or complementary regulatory strategy are “default options” (e.g. Thaler and Sunstein, 2008). A default option is a preselected list of financial products – such as a standard type of mortgage or a typical retirement plan – that are offered as a default to

consumers that belong to specific groups – e.g. all the employees of a certain company when they choose their retirement plan. Default options are based on the idea that there are standard financial instruments, whose properties are well understood and that do not require particular management skills, that fit the needs of the vast majority of households. If these products are offered as “default” – that is as one chooses to do nothing – most customers will keep them rather than embarking on more complex choices that could lead to potentially costly mistakes. Several papers show that individuals tend to keep the best alternative when it is offered as default but they do not necessarily choose it when it is not the default option (Madrian and Shea, 2001; Choi et al., 2006; Carroll et al., 2009)

One example of default option could be a retirement default saving plan that offers an allocation tilted towards stocks at the beginning of the life cycle, with an automatic rebalancing rule towards bonds as people age. Such plan would avoid the tendency of individuals to choose a 50%-50% allocation at the beginning of their working career and to never rebalance afterwards, leaving them too exposed to the stock market when they retire.

Default option policies obviously have limitations. First, choosing which alternative to pick as default may, in some cases, not be easy. For instance, in the case of mortgages, should one consider as a default a fixed rate or a variable rate mortgage? *Ceteris paribus*, the optimal choice hinges on individual risk aversion, which might change over time, is typically difficult to observe, and whose measurement might detract from the very essence of implementing default options: its simplicity. Hence, even if the default option may help protect consumers from choosing wrong alternatives, it imposes the same alternative to different individuals, which is likely to be a suboptimal choice. This suggests that default options should be used when the default is likely to be the best choice for most people, or when individual differences do not matter much in identifying the optimal choice. It has to be said, however, that default options can in principle be highly customized to individual consumers when very detailed information on their characteristics is available. Second, because default options attract most consumers to a limited set of alternatives, they also discourage product innovation and the adoption of choices that could be superior to the default. Third, default options discourage experimentation and thus discourage learning and the acquisition of financial expertise, which could be valuable not only in relation to the given choice but also to other

domains. Finally, because default options can be very powerful in guiding consumer decisions, and thus in diverting business, one would expect that intermediaries may put strong lobbying pressure on regulators when default options have to be chosen. The implemented default option may then reflect more the power of some of the intermediaries than the needs of consumers, and may be very hard to change once in place.

6. Conclusions

In this chapter we have provided an overview of the most recent advances in the theory and evidence of how households use financial markets to achieve their objectives and what can be done to best protect them when they do so. A recurrent theme is the ability of households to follow the optimal behavior predicted by normative models. In some dimensions households on average seem to act closely to the prescriptions of normative models – as when selecting among different mortgages – in others they seem to depart substantially – as when choosing how much to trade and in which individual stocks to invest. This heterogeneity is not only limited to different domains of choice, households display a wide range of behaviors even when confronted with the same decision problem. This evidence opens up the debate of whether household suboptimal choices are the result of mistakes or systematic behavioral biases, and leads *household* finance to border on *behavioral* finance. The view that departures from normative optimal behavior arise from mistakes is reinforced by the recent widespread finding that that more sophisticated (especially more educated and richer) households seem to behave closer to the prescriptions of normative models. An important task of household finance becomes then the identification of which mistakes are more harmful and which households tend to commit the largest mistakes.

The second task of household finance is to help identify how these mistakes can be avoided and how households can use financial markets to their benefit. Interactions in and with financial markets are characterized by informational frictions that sometimes may be exploited by financial intermediaries. In response to the growth of household finance, to the speed of innovation in financial markets and to the introduction of new complex products, particular attention should be devoted to shape regulations that make markets best serve consumer needs and contain consumer mistakes. We have

reviewed this recent debate and discussed three alternative policies aimed at raising household financial knowledge, enhance trust in financial markets, and adopt default options. These, as well as other policies (e.g. information disclosure policies), are not mutually exclusive and none actually dominates the others. Indeed, each has its pros and cons and there is scope for a balanced adoption of each of them.

All the considerations presented in this chapter are based on empirical findings that have been made possible by an unprecedented availability of data on household finances. Household finance has progressed substantially in recent years but, as we have tried to emphasize, many issues remain open and hamper effective implementation of financial consumer protection policies. *Fortunately*, the Nordic countries are at the frontier of data availability on household financial behavior and thus have the opportunity to implement the best worldwide practices for consumer protection in financial markets. *Unfortunately*, and in contrast to its neighboring countries, Sweden has stopped collecting information on household finances in 2007, leaving regulators, policy makers and academic researchers only with the possibility of speculating about the need for consumer protection in the country, and only with the possibility of implementing policies that are likely to reflect political rumors and ad-hoc public sentiment, rather than the best interests of consumers and financial companies.

References

- Anderson, Anders. 2011. "Trading and Under-Diversification." Institute for Financial Research Working Paper.
- Attanasio Orazio P., and Monica Paiella. 2011. "Intertemporal Consumption Choices, Transaction Costs and Limited Participation to Financial Markets: Reconciling Data and Theory." *Journal of Applied Econometrics*, 26(2): 322–343.
- Barber, Brad. M., and Terrance Odean. 2000. "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors." *Journal of Finance* 55, 773–806.
- Barber, Brad. M., and Terrance Odean. 2008. "All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors." *Review of Financial Studies* 21(2): 785–818.
- Barber, Brad M., Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, and Terrence Odean. 2011. "The Cross Section of Speculator Skill: Evidence from Taiwan." Working Paper.
- Barberis, Nicholas, and Ming Huang. 2008. "Stocks as Lotteries: the Implications of Probability Weighting for Security Prices." *American Economic Review*, 98, 2066–2100.
- Barr, Michael, Sendhil Mullainathan, and Eldar Shafir. 2008. "Behavioral Law and Economics of Financial Regulation." University of Michigan Working Paper.
- Bayer, Patrick, Douglas Bernheim, and John Karl Scholz. 2009. "The Effects of Financial Education in the Workplace: Evidence From a Survey of Employers." *Economic Inquiry*, 47(4): 605–624.
- Benartzi, Shlomo and Richard H. Thaler. 2007. "Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior." *Journal of Economic Perspectives* 21(3): 81–104.
- Bergstresser, Daniel and John Beshears. 2010. "Who Selected Adjustable-Rate Mortgages? Evidence from the 1989–2007 Surveys of Consumer Finances", Harvard Business School, Working Paper 10–083.
- Berk, Jonathan, and Richard Green. 2004. "Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets." *Journal of Political Economy* 112, 1269–1295.
- Bertaut, Carol C., and Michael Haliassos. 2006. "Credit Cards: Facts and Theories." in G. Bertola, R. Disney and C. Grant (Eds.), *The Economics of Consumer Credit*, MIT Press 2006, 181–238.
- Bertaut, Carol C., Michael Haliassos, and Michael Reiter. 2009. "Credit Card Debt Puzzles and Debt Revolvers for Self-Control." *Review of Finance*, 13(4): 657–692.
- Bhattacharya, Utpal, Andreas Hackethal, Simon Kaesler, Benjamin Loos, and Steffen Meyer. 2012. "Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study." *Review of Financial Studies*, 25(4): 975–1032.
- Biliyas, Yannis, Dimitris Georgarakos, and Michael Haliassos. 2010. "Portfolio Inertia and Stock Market Fluctuations", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 42(4): 715–42.
- Bluethgen, Ralph, Andreas Hackethal and Steffen Meyer. 2008. "High Quality Financial Advice Wanted!" Working Paper.
- Blume, Marshall, and Irwin Friend. 1975. "The Asset Structure of Individual Portfolios and Some Implications for Utility Functions." *Journal of Finance*, 30(2): 585–603.
- Blume, Marshall, and Irwin Friend. 1978. *The Changing Role of the Individual Investor*. New York, NY: John Wiley.
- Brennan, Michael J. 1975. "The Optimal Number of Securities in a Risky Asset Portfolio When There Are Fixed Costs of Transacting: Theory and Some Empirical Results." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 10, 483–496.
- Bucher-Koenen, Tabea and Johannes Koenen. 2010. "Do Smarter Consumers Get Better Advice? An Analytical Framework and Evidence from German Private Pensions", Working Paper, University of Mannheim.

- Carhart, Mark M. 1997. "On persistence in mutual fund performance." *Journal of Finance* 52 (2), 57–82.
- Calvet, Laurent E., John Y. Campbell, and Paolo Sodini. 2009a. "Fight or Flight? Portfolio Rebalancing by Individual Investors." *Quarterly Journal of Economics*, 124(1): 301–348.
- Calvet, Laurent E., John Y. Campbell, and Paolo Sodini. 2009b. "Measuring the Financial Sophistication of Households." *American Economic Review*, 99(2): 393–98.
- Calvet, Laurent E., John Y. Campbell, and Paolo Sodini. 2007. "Down or Out: Assessing the Welfare Costs of Household Investment Mistakes." *Journal of Political Economy* 115, 707–747.
- Calvet, Laurent E., Martin Gonzalez-Eiras, and Paolo Sodini. 2004. "Financial Innovation, Market Participation and Asset Prices." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3): 431–459.
- Calvet, Laurent E., and Paolo Sodini. 2011. "Twin Picks: Disentangling the Determinants of Risk Taking in Household Portfolios." *The Journal of Finance*, forthcoming.
- Campbell, John Y. 2006. "Household Finance." *The Journal of Finance*, 61(4): 1553–1604.
- Campbell, John, and Joao Cocco. 2003. "Household Risk Management and Optimal Mortgage Choice." *Quarterly Journal of Economics*, 118(4): 1449–1494.
- Campbell, John Y., Stefano Giglio, and Parag Pathak. 2011. "Forced Sales and House Prices." *American Economic Review*, 101(5): 2108–31.
- Campbell, John Y., Howell E. Jackson, Brigitte C. Madrian, and Peter Tufano. 2011. "The Regulation of Consumer Financial Products: An Introductory Essay with Four Case Studies", *Journal of Economic Perspectives* 25(1): 91–114
- Carlin, Bruce Ian, Simon Gervais and Gustavo Manso. 2010. "Libertarian Paternalism, Information Sharing, and Financial Decision-Making." Working Paper.
- Carroll, Gabriel, James J. Choi, David Laibson, Brigitte C. Madrian, and Andrew Metrick. 2009. "Optimal Defaults and Active Decisions: Theory and Evidence from 401(k) Saving." *Quarterly Journal of Economics*, 124(4): 1639–74.
- Chevalier, Judith, and Glenn Ellison. 1997. "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives". *Journal of Political Economy* 105, 1167–1200.
- Choe, Hyuk, Bong-Chan Kho, and Rene M. Stulz. 1999. "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997." *Journal of Financial Economics* 54, 227–264.
- Choi, James J., David Laibson, and Brigitte C. Madrian. 2010. "Why Does the Law of One Price Fail? An Experiment on Index Mutual Funds", *Review of Financial Studies* 23, 1405–1432.
- Choi, James J., David Laibson, Brigitte C. Madrian, and Andrew Metrick. 2006. "Saving for Retirement on the Path of Least Resistance." In *Behavioral Public Finance: Toward a New Agenda*, ed. Edward J. McCaffrey and Joel Slemrod. New York: Russell Sage Foundation, 304–51.
- Cocco Joao, Francisco Gomes, and Pascal Maenhout. 2005. "Consumption and Portfolio Choice over the Life-cycle." *Review of Financial Studies*, 18(2): 491–533.
- Cochrane, John, H. 2008. "A Mean-Variance Benchmark for Intertemporal Portfolio Choice." University of Chicago, mimeo.
- Cronqvist, Henrik, and Siegel Stephan. 2012. "Why Do Individuals Exhibit Investment Biases?" Working Paper.
- Dahlquist, Magnus, Paul Soderlind, and Jose Vicente Martinez. 2011 "Individual Investor Activity and Performance." Working paper.
- Dahlquist, Magnus, Stefan Engström, and Paul Söderlind. 2000. "Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(3): 409–423.
- Davis, Steven J., and Paul Willen. 2000. "Occupation-Level Income Shocks and Asset Returns: Covariance and Implications for Portfolio Choice." NBER Working Paper 7905.

- Del Guercio, Diane and Paula Tkac. 2002. "The Determinants of the Flow of Funds of Managed Portfolios: Mutual Funds vs. Pension Funds." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(4): 523–557.
- Dimson, Elroy, Paul Marsh, and Mike Staunton. 2002. "Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns." Princeton University Press.
- Dow, James, and Sergio R. da C. Werlang. 1992. "Uncertainty Aversion, Risk Aversion and the Optimal Choice of Portfolio." *Econometrica*, 60: 197–204.
- Døskeland, M. Trond, and Hans K. Hvide. 2011. "Do Individual Investors Have Asymmetric Information Based on Work Experience?" *Journal of Finance*, forthcoming.
- Drexler Alejandro, Fischer Greg and Schoar Antoinette. 2011. "Keeping it Simple: Financial Literacy and Rules of Thumb." Working paper, MIT.
- Duffie, Darrel, Wendell Fleming, Mete Soner, and Thaleia Zariphopoulou. 1997. "Hedging in Incomplete Markets with HARA Utility." *Journal of Economic Dynamics and Control*, Volume 21, 753–782.
- Fagereng, Andreas, Charles Gottlieb and Luigi Guiso. 2011. "Asset Market Participation and Portfolio Choice over the Life-Cycle." European University Institute, Working Paper.
- Fama, Eugene and Kenneth R. French. 2010. "Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns." *Journal of Finance* 65, 1915–1947.
- Friedman, Milton. 1953. "Essays in Positive Economics". University of Chicago Press.
- Francois, Patrick, Thomas Fujiwara, and Tanguy van Ypersele. 2009. "Competition Builds Trust." UBC Departmental Archives.
- Gabaix, Xavier and David Laibson. 2005. "Shrouded Attributes, Consumer Myopia, and Information Suppression in Competitive Markets." NBER Working Papers 11755.
- Garlappi, Lorenzo, Raman Uppal, and Tan Wang. 2007. "Portfolio Selection with Parameter and Model Uncertainty: a Multi-prior Approach." *Review of Financial Studies*, 20, 41–81.
- Georgarakos, Dimitris and Roman Inderst. 2011. "Financial Advice and Stock Market Participation", University of Frankfurt.
- Goetzmann, William N., and Massimo Massa. 2002. "Daily Momentum and Contrarian Behavior of Index Fund Investors." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cambridge University Press, 37(03): 375–389.
- Gomes, Francisco J., Lurnence Kotlikoff, and Luis Viceira. 2008. "Optimal Life-Cycle Investing with Flexible Labor Supply: A Welfare Analysis of Life-Cycle Funds Puzzle." *American Economic Review*, 98(2): 297–303.
- Griffin, John M., Jeffrey H. Harris, and Selim Topaloglu. 2003. "The Dynamics of Institutional and Individual trading." *Journal of Finance*, 58, 2285–2320.
- Grinblatt, Mark, Seppe Ikäheimo, Matti Keloharju and Samuli Knupfer. 2011. "IQ and Mutual Fund Choice." Working Paper.
- Grinblatt, Mark, and Matti Keloharju. 2000. "The Investment Behavior and Performance of various Investor Types: A Study of Finland's Unique Data set." *Journal of Financial Economics*, 55, 43–67.
- Grinblatt, Mark, and Matti Keloharju. 2001a. "How Distance, Language, and Culture Influence Stockholdings and Trades." *Journal of Finance*, 56, 1053–1073.
- Grinblatt, Mark, and Matti Keloharju. 2001b. "What Makes Investors Trade?" *Journal of Finance*, 56, 589–606.
- Grinblatt, Mark, Matti Keloharju, and Juhani Linnainmaa. 2012. "IQ, Trading Behavior, and Performance", *Journal of Financial Economics*, 104, 339–362.
- Gross, David, and Nicholas Souleles. 2002. "Do Liquidity Constraints and Interest Rates Matter for Consumer Behavior? Evidence from Credit Card Data." *Quarterly Journal of Economics*, 117(1): 149–185.

- Gruber, Martin. 1996. "Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds." *Journal of Finance*, 52, 783–810.
- Guiso, Luigi. 2012. "A Trust-Driven Financial Crisis." EIEF Working Paper.
- Guiso, Luigi and Tullio Jappelli. 2006. "Information Acquisition and Portfolio Performance." CSEF Working Paper No. 167.
- Guiso, Luigi, and Tullio Jappelli. 2008. "Financial Literacy and Portfolio Diversification." EUI Florence Working Paper. Also CSEF Working Paper No. 212.
- Guiso, Luigi, Paola Sapienza, and Luigi Zingales. 2008. "Trusting the Stock Market." *The Journal of Finance*, 63(6): 2557–2600.
- Guiso, Luigi, and Paolo Sodini. 2012. "Household Finance: an Emerging Field", *Handbook of the Economics of Finance*, edited by Constandinides, G., M. Harris and R. Stulz, Elsevier, forthcoming.
- Guiso, Luigi, and Eliana Viviano. 2012. "How Much Can Financial Literacy Help?" EIEF Discussion Paper.
- Hackethal, Andreas, Michael Haliassos and Tullio Jappelli, 2011, "Financial Advisors: A Case of Babysitters?" *Journal of Banking and Finance*, 36(2): 509–24.
- Haliassos, Michael, and Michael Reiter. 2005. "Credit Card Debt Puzzles." Mimeo.
- Hastings, Justine S., Brigitte C. Madrian, William L. Skimmyhorn. 2012. "Financial literacy, financial education and economic outcomes." NBER Working Paper 18412.
- Heathcote Jonathan, Kjetil Storesletten, and Giovanni L. Violante. 2008. "Insurance and Opportunities: A Welfare Analysis of Labor Market Risk." *Journal of Monetary Economics*, 55(3): 501–525.
- Hortaçsu, Ali, and Chad Syverson. 2004. "Product Differentiation, Search Costs, and Competition in the Mutual Fund Industry: A Case Study of S&P 500 Index Funds." *Quarterly Journal of Economics* 119:403–56.
- Huberman, Gur. 2001. "Familiarity Breeds Investment." *Review of Financial Studies*, 14, 659–680.
- Hung, Mao-Wei, Yu-Jane Liu, Chia-Fen Tsai, and Ning Zhu. 2009. "Portfolio Choice and Background: Risk New Evidence from Taiwan." Working Paper.
- Hung, Angela, Noreen Clancy, Jeff Dominitz, Eric Talley, Claude Berrebi and Farrukh Suvankulov. 2008. "Investor and Industry Perspectives on Investment Advisors and Broker-Dealers", Rand Corporation Technical Report.
- Hurd, Michael D., Maarten Van Rooij, and Joachim K. Winter. 2009. "Stock Market Expectations of Dutch Households." Netspar Discussion Paper No. 11/2009-042.
- Inderst, Roman. 2010. "Irresponsible Lending with a Better Informed Lender", *Economic Journal*, 118: 1499–1519.
- Inderst, Roman, and Marco Ottaviani. 2011a. "How (not) to Pay for Advice: A Framework for Consumer Protection." *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Inderst, Roman, and Marco Ottaviani. 2011b. "Competition through Commissions and Kickbacks." *American Economic Review*, forthcoming.
- Inderst, Roman, and Marco Ottaviani. 2009. "Misselling through Agents", *American Economic Review* 99, 883–908.
- Ippolito, Richard. 1992. "Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry." *Journal of Law and Economics*, 35, 45–69.
- Ivković, Zoran, and Scott Weisbenner. 2005. "Local Does as Local Is: Information Content of the Geography of Individual Investors' Common Stock Investments." *Journal of Finance*, 60, 613–656.
- Jensen, Michael C. 1968. "The performance of mutual funds in the period 1945–1964." *Journal of Finance* 23, 389–416.

- Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. 1979. "Prospect Theory: An Analysis of Choice Under Risk." *Econometrica*, 47(2): 263–291.
- Kamenica, Emir, Sendhil Mullainathan, and Richard Thaler. 2012. "Helping Consumers Know Themselves, American Economic Review: Papers & Proceedings, 101:3, 417–422.
- Kelly, Morgan. 1995. "All their Eggs in One Basket: Portfolio Diversification of US Households." *Journal of Economic Behavior and Organization*, 27(1): 87–96.
- Keloharju, Matti, Samuli Knupfer, and Juhani Linnainmaa. 2012. "Do Investors Buy What They Know? Product Market Choices and Investment Decisions." Working Paper, University of Chicago.
- Kezdi, Gábor, and Robert Willis. 2009. "Stock Market Expectations and Portfolio Choice of American households." Central European University, Working Paper.
- Kimball, Miles, and Shumway Tyler. 2006. "Investor sophistication and the participation, home bias, diversification, and employer stock puzzle." University of Michigan Working Paper.
- Koijen, Ralph S.J., Otto Van Hemert and Stijn Van Nieuwerburgh. 2009. "Mortgage Timing." *Journal of Financial Economics*, 93, 292–324.
- Kramer, Marc. 2012. "Financial Advice and Individual Investor Portfolio Performance." *Financial Management*, 4(2): 395–428.
- Lehnert, Andreas, and Dean M. Maki. 2002. "Consumption, Debt and Portfolio Choice: Testing the Effect of Bankruptcy Law." Board of Governors of the Federal Reserve Bank.
- Lusardi, Annamaria. 2008. "Taking Financial Literacy to the Next Level: Important Challenges and Promising Solutions." OECD-US Treasury International Conference on Financial Education – Volume I – Keynote addresses, interventions and main policy recommendations, 41–47.
- Lusardi, Annamaria, and Olivia S. Mitchell. 2007. "Baby Boomer Retirement Security: The Roles of Planning, Financial Literacy, and Housing Wealth." *Journal of Monetary Economics*, 54, 205–224.
- Lusardi, Annamaria, Olivia S. Mitchell and Vilsa Curto. 2009. "Financial Literacy and Financial Sophistication Among Older Americans." Dartmouth College Working Paper.
- Lusardi, Annamaria, Olivia S. Mitchell and Vilsa Curto. 2010. "Financial Literacy among the Young: Evidence and Implications for Consumer Policy." Dartmouth College Working Paper.
- Lusardi, Annamaria and Peter Tufano. 2009. "Debt Literacy, Financial Experience, and Overindebtedness." Harvard Business School Working Paper.
- Luttmer, Erzo F.P. 1999. "What Level of Fixed Costs Can Reconcile Consumption and Stock Returns?" *Journal of Political Economy*, 7(5): 969–1033.
- Madrian, Brigitte, and Dennis Shea. 2001. "The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior." *Quarterly Journal of Economics*, 116 (4): 1149–1187.
- Mandell, Lewis. 2006. "Financial literacy: Improving education." Washington, DC: Jump\$tart Coalition for Personal Financial Literacy.
- Markowitz, Harry. 1952. "Portfolio Selection." *The Journal of Finance*, 7(1): 77–91.
- Massa, Massimo, and Andrei Simonov. 2006. "Hedging, Familiarity and Portfolio Choice." *Review of Financial Studies*, 19(2): 633–685.
- Merton, Robert C. 1987. "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information." *Journal of Finance*, 42, 483–510.
- Mitton, Todd, and Keith Vorkink. 2007. "Equilibrium Underdiversification and the Preference for Skewness." *Review of Financial Studies*, 20(4):1255–1288
- Mullainathan, Sendhil, Markus Nöth, and Antoinette Schoar. 2009. "The Market for Financial Advice: An Audit Study." Working Paper (AFA Denver Meetings).

- Merton, Robert C. 1971. "Optimum Consumption and Portfolio Rules in a Continuous-Time Model." *Journal of Economic Theory*, 3, 373–413.
- Paiella, Monica. 2007. "The Forgone Gains of Incomplete Portfolios." *The Review of Financial Studies*, 20(5): 1623–1646.
- Polkovnichenko, Valery. 2005. "Household Portfolio Diversification: A Case for Rank Dependent Preferences." *The Review of Financial Studies*, 2005, 18(4): 1467–1501.
- Richards, Anthony. 2005. "Big Fish in Small Ponds: The Trading Behavior of Foreign Investors in Asian Emerging Equity Markets." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 1–27.
- Seasholes, Mark S., and Ning Zhu. 2010. "Individual Investors and Local Bias." *Journal of Finance*, 65(5): 1987–2011.
- Shapira, Zur and Itzhak Venezia. 2001. "Patterns of Behavior of Professionally Managed and Independent Investors." *Journal of Banking and Finance*, 25, 1573–587.
- Sialm, Clemens, Laura Starks, and Hanjiang Zhang. 2012. "Defined Contribution Pension Plans: Sticky or Discerning Money?" Working Paper.
- Sirri, E. R. and P. Tufano (1998). "Costly search and mutual fund flows." *Journal of Finance* 53 (5), 1589–1622.
- Telyukova, Irina A. 2011. "Household Need for Liquidity and the Credit Card Debt Puzzle." University of California, San Diego, Working Paper.
- Telyukova, Irina A., and Randall Wright. 2008. "A Model of Money and Credit, with Application to the Credit Card Debt Puzzle." *Review of Economic Studies*, 75(2): 629–647.
- Thaler, Richard H., and Cass Sunstein. 2008. "Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness." New Haven, CT: Yale University Press.
- Tufano, Peter. 2009. "Consumer Finance." *Annual Review of Financial Economics*, 1: 227–47.
- Van Nieuwerburgh, Stijn, and Laura L. Veldkamp. 2009. "Information Immobility and the Home Bias Puzzle." *Journal of Finance*, 64(3): 1187–1215.
- Van Nieuwerburgh, Stijn and Laura L. Veldkamp. 2010. "Information Acquisition and Under-Diversification." *Review of Economic Studies*, 77(2): 779–805.
- Vissing-Jørgensen, Annette. 2011. "Consumer Credit: Learning Your Customer's Default Risk from What (S)He Buys." Working Paper.
- Vissing-Jørgensen, Annette. 2003. "Perspectives on Behavioral Finance: Does "Irrationality" Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions." NBER Macroeconomics Annual.
- Vissing-Jørgensen, Annette. 2007. "Household Finance: The Liability Side." Introduction of Session Organizer at the 2007 Gerzensee European Summer Symposium.
- Wermers, Russell. 2000. "Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses." *Journal of Finance* 55 (4), 1655–1703.

Möjligheter att motverka finanskriser: Lärdomar från psykologi

Henry Montgomery

Ett grundtema i försök att psykologiskt förklara den finansiella krisen 2008-2009 är att den styrdes av så kallat System 1 tänkande, som kännetecknas av förenkling och skevhet i bedömningar och beslutsfattande. Krisen drevs på av ett flockbeteende, inspirerat av en socialt delad och samtidigt förenklad verklighetsbild som omfattades av den politiska makten, affärsvärlden och vanliga medborgare. Vad kan psykologisk kunskap bidra med för att motverka framtida finansiella kriser? Försök att träna människor att undvika ensidigt och förenklat tänkande har varit måttlig framgångsrika. Vad som behövs är att bygga upp en intellektuell miljö, där politiker, professionella aktörer och vanliga medborgare fattar kloka beslut inom det finansiella området. Mot bakgrund av forskning inom olika områden (beslutfattande, tidsasymmetrier i människors tänkande och belöningars psykologi) föreslås ett antal åtgärder för att motverka finansiella kriser. Åtgärderna berör ökad transparens i olika placeringsprodukter, en mer nyanserad normpolitik, alternativ till ekonomiska prognoser, utformning av amorteringar så att de upplevs som lönsamt sparande, belöningssystem som gynnar stabilitet i det finansiella systemet, och att i den ekonomiska politiken utnyttja kompetens från olika vetenskaper.

Inledning

Det ekonomiska välståndet i världen har aldrig varit så stort som nu. Ändå är det negativa ordet finanskris ett av de allra vanligaste när man beskriver det ekonomiska tillståndet i stora delar av världen. Visst ligger välståndet på en hög nivå i stora delar av världen och visst har välståndet ökat. Men samtidigt kännetecknas världsekonomin av stora obalanser. Statskulden har stigit snabbt i många länder. Inkomstklyftor och arbetslöshet har ökat. Kurserna på aktiebörsen har åkt berg- och dalbana under 2000-talet och har fortfarande i många fall inte nått upp till toppnivån i slutet av 1990-talet.

När man numera talar om finanskrisen i bestämd form så handlar det vanligen om de dramatiska händelserna åren 2008 och 2009 då världsekonomin drabbades av vad man kan kalla en ekonomisk storm. Krisen ledde till det största BNP-fallet under fredstid i

många västländer sedan 30-talet. En hel banksektor – investmentbankerna i USA – uttraderades och kurserna på aktiebörsen halverades på kort tid i många länder. Den finansiella krisen har kopplingar till nästa stora finansiella kris, som vi nu är mitt inne i, den så kallade eurokrisen. Den finansiella krisen 2008–2009 kan betecknas som en klassisk ekonomisk kris, som föregicks av stora uppgångar i det nominella värdet på ekonomiska tillgångar för att sedan brisa med dramatiska prisfall. Före krisen fanns en övertro på värdet av olika slags ekonomiska tillgångar, inte minst nya ytterst komplicerade sparprodukter. När tilltron brast utlöstes de dramatiska händelserna i krisen. Denna svängning från övertro till bristande tilltro – från euforisk optimism till nattsvart pessimism - är typisk för många finansiella kriser.

Det finns en rikhaltig litteratur om orsakerna till den finansiella krisen (se t.ex. Ahnlund, 2009; Davies, 2010; Lewis, 2010; Norberg, 2009; Wissén & Wissén, 2010). Förklaringarna till krisen ligger på olika nivåer. För det första kan själva krisförloppet beskrivas, hur krisen byggdes upp, hur den sedan exploderade och hur krisen sedan övergick i ett bräckligt eftertillstånd med nya förvecklingar kopplade till eurokrisen, där vi fortfarande (november 2012) befinner oss. För det andra kan man beskriva olika bakomliggande ekonomiska faktorer som ledde till krisen och som försvårade övervinnandet av krisen. Exempel på sådana faktorer är husprisbubblan i USA, för låga lånekostnader, bristfälliga regelverk, makroekonomiska obalanser, ett alltför stort risktagande och skuggbanksystemet (se Wissén & Wissén, 2011). För det tredje kan man gå in på en ännu mer fundamental nivå genom att belysa krisen utifrån psykologiska begränsningar hos krisens aktörer, på ett individuellt eller kollektivt plan (se t.ex. Montgomery, 2011). Det handlar då om allmänna psykologiska principer om hur människor fungerar kognitivt och på en socialpsykologisk nivå, som används för att försöka förstå de tillkortakommanden och obalanser som kännetecknade krisen.

Under de senaste decennierna har ett nytt vetenskapsområde – beteendefinans (behavioral finance) – uppstått i skärningspunkten mellan ekonomi och psykologi (se t.ex., Shleifer, 2000, Thaler, 2005). Forskningen på detta område utgör genuin tvärvetenskap där ekonomer och psykologer utifrån sina teoretiska bakgrunder möter varandra. Beteendefinans kännetecknas av att avvikelser från ekonomisk rationalitet hos marknadsaktörer belyses utifrån psykologisk teori och är därför en fruktbar utgångspunkt för att förklara beteende när ekonomier i högre eller mindre grad spårar ur, såsom i finansiella kriser.

I detta kapitel kommer jag att först att diskutera psykologiska förklaringar till den finansiella krisen. Jag kommer att utgå från tidigare arbeten kring detta tema, bland annat en skrift som jag själv författat (Montgomery, 2011). I två följande avsnitt diskuteras psykologiska principer som kan vara relevanta inte bara för att förstå hur finansiella kriser uppstår utan också för hur sådana kriser kan lösas eller motverkas. Avslutningsvis föreslås mot bakgrund av denna diskussion ett antal åtgärder som skulle kunna vidtas för att bekämpa och förhindra finansiella kriser.

Psykologiska förklaringar av den finansiella krisen

Grundtanken inom forskningen i beteendefinans är att människors beteende inte är helt rationellt i den mening som man inom ekonomisk teori traditionellt tillskriver rationalitet. Inom ekonomisk teori antas att människors handlande syftar till att maximera en given nyttofunktion. Den ekonomiska vetenskapens människa försöker alltså handla så att mesta möjliga nytta uppnås och det antas inte finnas några problem för människor att handla i enlighet med denna princip. I kontrast mot detta, betonar beteendefinans olika begränsningar i människors rationalitet i såväl kognitivt fungerande som i faktiskt handlande (se t.ex. Ariely, 2008; Kahneman, 2011; Thaler, 2005; Thaler & Sunstein, 2008).

Beteendefinans antar att människor har en begränsad kognitiv förmåga att kalkylera vad som ger största möjliga nytta. I stället använder de enkla tumregler för att hitta det bästa handlingsalternativet. Människor har dessutom begränsad självkontroll och styrs ofta av behov och krafter, som är starka i stunden, men som inte leder till långsiktigt bra resultat. De minns och upplever världen på ett selektivt och inte helt objektivt sätt. Människor styrs också i hög grad av känslor, vilket ger kraft och tydlig riktning i deras handlande, men leder samtidigt till ensidiga bedömningar. Det snabba och effektiva handlandet underlättas också av att människor i hög grad lever i nuet. Närliggande faror och möjligheter får lätt en oproportionerligt stor vikt för hur människor väljer att utföra sitt beteende. Slutligen är människan i viss utsträckning altruistisk, vilket strider mot den ekonomiska vetenskapens antagande om att människor nyttomaximerar enbart för egen del.

Den ekonomiska vetenskapens idé om den rationella människan kommer dock inte från ett vakuum. Människor har som enda djurart förmågan att reflektera och analysera och

att genom blotta tanken förflytta sig i tid och rum. Människan har därför en potential att fungera som den ekonomiska vetenskapens rationella människa och ibland gör människor detta, som till exempel på ett välfungerande vetenskapligt seminarium eller när man i finansvärlden efter en grundlig analys kommer fram till åtgärder som har möjligheter att fungera långsiktigt. Kanske är vårt nuvarande pensionssystem ett exempel på ett sådant system som tagits fram genom ett reflektivt tänkande.

Forskningen i kognitiv psykologi har presenterat belegg för att människor växlar mellan två funktioner, ofta kallade för System 1 och System 2 (Kahneman, 2003). I System 1 är tänkandet snabbt, intuitivt, till stor del omedvetet och styrt av känslor. Detta är möjligt genom att System 1 till stor del bygger på associationer till tidigare erfarenheter, som finns lagrade i människans enorma långtidsminne. Enkelt uttryckt skulle man kunna beteckna System 1 som vår magkänsla. Denna magkänsla kan leda fel, vilket betonas inom beteendefinans, men ligger också till grund för intuitiva bedömningar som stämmer väl överens med verkliga fakta. Det senare gäller till exempel expertbedömningar inom områden där det existerar valida ledtrådar för att göra korrekta bedömningar, t.ex. när det gäller brandsäkerhet eller symptom på en infektion, men inte när det gäller framtida aktiekurser (Kahneman & Klein, 2009).

I System 2 är tänkandet långsamt, reflektivt och analyserande, medvetet och mindre känslostyrt. System 2 kan sägas vara utmärkande för den ekonomiska vetenskapens rationella människa.

De två systemen är beroende av varandra, även om det ena eller andra systemet kan dominera i olika situationer eller vid olika tidpunkter. System 2 verkar alltid inom en ram av något slag. Det kan vara ett mål som inte ifrågasätts och det kan vara premisser för tänkandet som tas för givet. Dessa mål kan och premisser kommer då från System 1. De finansanalytiker som i förspelet till finanskrisen konstruerade olika komplicerade investeringsprodukter fungerade antagligen i stor utsträckning enligt System 2 när de valde mellan olika konstruktioner av en given produkt. Men premisserna för denna typ av dessa produkter var förmodligen inte genomtänkta av den enskilde konstruktören utan togs för givet vara korrekta (System 1). Vidare kan man tänka sig att en allmän känsla av optimism (System 1) påskyndade den explosionsartade utvecklingen av svårgenomskådliga och, som det skulle visa sig, explosiva investeringsprodukter.

System 2 kan också ge näring åt System 1. Exempelvis kan eleganta problemlösningar (System 2) skapa en eufori (System 1) som driver på utvecklingen på ett ogenomtänkt sätt. Finansiella kriser föregås ofta av innovationer, som i alltför hög grad upplevs lösa tidigare problem. Således drevs finanskrisen vid det senaste sekelskiftet av en eufori kring den nya IT-teknologin, medan överoptimism kring sinnrika investeringsprodukter var en avgörande faktor i den följande finanskrisen.

De forskare inom beteendefinans som försökt förklara finanskrisen har typiskt utgått från specifika skevheter i tänkandet, så kallade kognitiva "bias", som identifierats inom studien av hur System 1 tänkande fungerar. Jag återger nedan ett antal sådana förklaringar.

Nu-bias (hyperbolisk diskontering). Ett av de mest stabila och välkända forskningsresultaten inom beteendefinans är att det som händer nu eller i den nära framtiden värderas oproportionerligt högre (positivt eller negativt) än det som händer längre fram i tiden. Fenomenet kallas för hyperbolisk diskontering och innebär att framtida värden initialt diskonteras snabbt och sedan långsammare när den temporala distansen ökar (Frederick, Loewenstein, & O'Donoghue, 2002, Thaler, 1981). Diskonteringstakten är alltså inte konstant över tid, d.v.s. följer inte en exponentialfunktion, vilket borde vara fallet enligt ekonomisk teori. Ta som exempel ett erbjudande om att få 5 000:- med en gång eller 6 000:- om ett år. Många människor skulle då föredra 5 000:- med en gång. Låt nu valet i stället gälla mellan att få 5 000:- om ett år eller 6 000:- om två år. Fler människor skulle nu välja att vänta ytterligare ett år för att få det större beloppet snarare än att, som i det förra fallet, ta det tidigare erbjudna lägre beloppet. Denna inkonsistens i preferenser kan ses som irrationell eftersom framtiden kommer att bli ett nu som är lika verkligt eller påtagligt dagens nu. Man bör därför välja på samma sätt i båda valsituationerna. Hyperbolisk diskontering kan belysa varför människor tog till synes förmånliga subprimelån i förspelet till finanskrisen (Allington, McCombie, & Pike, 2009; McDonald, 2009). Lånen var konstruerade så att de var förmånliga i ett kort tidsperspektiv med låga initiala räntor, men med mycket större lånekostnader i ett längre tidsperspektiv. Hyperbolisk diskontering innebär här att framtidens högre lånekostnader fick för låg vikt jämfört med nutidens lägre lånekostnader. Alldeles för många människor kan ha tagit dessa lån utan att ta på allvar att de skulle få mycket svårt att klara av framtida högre lånekostnader. Samtidigt gjorde uppenbarligen långivarna felbedömningar av låntagarnas möjligheter att långsiktigt betala kostnaderna för lånen.

Bristande självkontroll. Hyperbolisk diskontering kan tolkas som en ökande tendens till bristande självkontroll ju närmare en frestelse ligger i tiden. Enligt denna tolkning beror inte hyperbolisk diskontering på en missuppfattning av hur värden diskonteras över tid, utan det handlar snarare om att vi har svårare att motstå frestelser när sådana dyker upp som realiteter i närtid. Loewenstein (1996) förklarade en sådan bristande självkontroll i termer av "visceral influences", där kroppsligt baserade känslor och behov påverkar vårt handlande mer och mer ju närmare i tiden konsekvenserna av vårt handlande ligger. Kanske låg detta fenomen bakom det faktum att många amerikanska husägare innan finanskrisen bröt ut använde sina hus som sedelpressar genom att gång på gång öka ökade belåningen av sina hus, vilket bidrog till att blåsa upp den finansiella bubblan. Frestelsen att lätt få ut pengar för konsumtion var för stor (Thaler & Sunstein, 2008).

Fragmenterat seende ("narrow framing"). Detta bias kan ses som en variant av ett här-och-nu bias. I stället för att höja blicken och se helheten så förenklar individen sitt tänkande genom att isolerat analysera enskilda aspekter av ett problem. Shefrin (2009) ger exempel på hur finansanalytiker under krisen förenklade ett beslutsproblem genom att dela upp det i subproblem och ignorera interaktionen mellan dem. Risker bedömdes var och en för sig utan att ge en helhetsbild av risksituationen hos affären ifråga.

Kategoriseringsbias. Detta bias är på sätt och vis motsatsen till fragmenterat seende. Här handlar det om att man missar att innehållet i olika helheter inte är jämförbara och därför låter dem vara i samma kategori. Man ser alltså inte sådana detaljer i helheten som man borde se. Shefrin (2009) visar hur bankaktörer under finanskrisen på grund av kategoriseringsbias missade att lägga märke till att portföljer, som några år före krisen hade en liten andel subprimelån, hade bytt karaktär genom att innehålla en helt dominerande andel subprimelån.

Extrapoleringsbias. Under och före den finansiella krisen gjorde kreditvärderingsinstitut och banker alldeles för optimistiska bedömningar av hur huspriserna i USA skulle utvecklas i framtiden. Man tog för givet att tidigare prisökningar skulle fortsätta (Berberis, 2011; Shefrin, 2009). Detta fenomen kan ses som ett exempel på det så kallade representativitetsbiaset – att människor i för hög grad tenderar att se en aktuell företeelse som representativ för en större klass av fenomen (Tversky & Kahneman, 1974). I det aktuella fallet sågs en uppgången av huspriset felaktigt som representativ

för en längre trend. Extrapoleringsbiaset kan ses som en variant av nu-fokusering. Man tenderar att tro att det som finns i nuet varar mycket längre än vad som verkligen är fallet.

Orealistiska jämförelsepunkter. Människors upplevelser av värde är alltid relativa, vilket är en av hörnstenarna i den så kallade prospektteorin (Kahneman & Tversky, 1979) som ger ett alternativ till den ekonomiska vetenskapens klassiska idé om förväntad nytta (Bernouilli, 1738). Hur mycket jag värderar något positivt eller negativt beror på vad jag jämför med. Det halvtomma glaset framstår som negativt eftersom det har mindre innehåll än ett fullt glas, medan samma mängd i glaset kan framstå på som något positivt – halvfyllt – om jämförelsen i stället görs med ett tomt glas. Om man vill värdera saker och ting på ett rationellt sätt är det viktigt att välja lämpliga jämförelsepunkter. När priserna på ekonomiska tillgångar sjönk under finanskrisen var det frestande att satsa på att undvika vad som upplevdes vara förlust (värdet nu jämfört med tidigare när värdet var högre) genom att spekulera i mycket riskfyllda investeringar, som med låg sannolikhet kan leda till en relativt stor vinst (McDonald, 2009). Ett sådant beteende ledde till att många aktörer förlorade ytterligare pengar, vilket ni sin tur på påskyndade värdefallen. En annan faktor före och under finanskrisen som ledde till orealistiska jämförelsepunkter var den låga räntan, vilket ledde till en jakt efter mer riskfyllda investeringar som kunde ge vad man ansåg vara en acceptabel avkastning (= jämförelsepunkt) (Shefrin, 2009).

Överoptimism och överkonfidens. Innan krisen bröt ut fanns tydliga varningstecken (Wissén & Wissén, 2011). Ändå underskattade det stora flertalet finansiella aktörer betydelsen av dessa varningstecken. Montgomery (2011) visar hur ekonomiska prognosmakare månad för månad underskattade olika varningssignaler allt eftersom krisen seglade upp. Samtidigt höll man fast vid alldeles för optimistiska ekonomiska prognoser. Man var överoptimistisk. Detta kan ses som ett exempel på att människor allmänt tenderar att överskatta sannolikheten för att de här rätt i sina uppfattningar när de skall göra bedömningar under osäkerhet. Fenomenet kallas överkonfidens (Lichtenstein, Slovic & Phillips, 1982). Överkonfidens gäller inte bara överoptimism. När krisen bottnat efterträddes den överdrivna optimismen av en överdriven pessimism. Det fanns en allmänt delad övertygelse, som bland annat visade sig i låga aktiekurser, om att det skulle dröja mycket längre än vad som visade sig vara fallet att komma ur krisen

(åtminstone ytligt sett). Detta utnyttjades av smarta finansaktörer som tjänade stora pengar på att utfärda optioner som utnyttjade andra aktörers pessimism (Lewis, 2010).

Efterklokhets-(hindsight) bias. Detta bias kan se som en specifik variant av överkonfidens, nämligen överkonfidens angående vad man tidigare visste om framtiden. Efterklokhetsbias innebär att man efter att en händelse ägt rum överskattar den sannolikhet som tillmättes händelsen innan den ägde rum (Fischhoff & Beyth, 1975). Under finanskrisen fanns enligt Shefrin (2009) exempel på hur bedömare felaktigt mindes att de trodde att huspriserna skulle vända nedåt. Efterklokhetsbiasen kan ha allvarliga konsekvenser eftersom det kan leda till att man inte lär sig av sina tidigare felaktiga bedömningar. De har ju inte ägt rum, tror man. Vissa felaktiga bedömningar under finanskrisen kanske hade kunnat undvikas om bedömarna hade lärt sig av sina tidigare misstag.

Konfirmeringsbias. Överkonfidens är nära kopplad till så kallat konfirmeringsbias. Detta bias innebär att människor tenderar ge större vikt till information som stämmer med deras förhandsuppfattningar än till information som talar emot vad de tror på. På så sätt blir den upplevda evidensstyrkan större för en given uppfattning än vad den skulle ha varit vid en objektiv sammanvägning av given information. Resultatet blir överkonfidens. Shefrin (2009) ger ett exempel på hur konfirmeringsbias kan ha inverkat på finanskrisen. Han redovisar hur riskanalytiker vid finansbolaget UBS bortsåg från information som talade för att man skulle göra sig av med vissa värdepapper, som senare visade sig vara starkt förlustbringande.

Kognitiv dissonans. Man kan fråga sig om konfirmeringsbias är en automatisk process (System 1) eller om individen att till att börja med ser allvaret i tillgängliga varnings signaler (System 2), men sedan lyckas med att anlägga moteld. Det senare sättet att fungera skulle kunna vara i linje med Festingers (1957) klassiska teori om kognitiv dissonans. Enligt teorin tenderar individen att uppleva en negativ känsla som kallas dissonans, när han eller hon konfronteras med information som strider mot hans eller hennes tidigare uppfattningar eller beteenden. Individen använder då olika strategier för att bli av med dissonanskänslan. En strategi är att försöka ändra tolkningen av motstridig information så att informationen inte längre framstår som motstridig. Berberis (2011) utgår från dissonansteorin för att förklara varför banker inte i tid gjorde sig av med riskfyllda subprimeobligationer. Han menar att kompetensen hos ansvariga

handlare var så hög att man måste ha insett hur farliga de aktuella värdepappren hade blivit. Men att erkänna detta skulle innebära att man hade tidigare gjort en felbedömning, vilket skulle innebära ett hårt slag mot handlarnas självuppfattning som ytterst kompetenta personer. En känsla av kognitiv dissonans uppstod därför hos aktörerna. Deras utväg blev då att manipulera sina riskbedömningar för att bli kvitt dissonansen. Värdepappren kanske trots allt var så farliga. Berberis (2011) påpekar att denna förklaring innebär att individens positiva självbild ibland kan vara en viktigare drivkraft än en önskan att maximera det ekonomiska utbytet.

Flockbeteende. Krisen förstärktes sannolikt av människors tendens att följa flocken, så kallat flockbeteende, ett fenomen som är väl dokumenterat i psykologisk forskning (Asch, 1951; Tanford & Penrod, 1984). Man kan föreställa sig hur flockbeteende förstärkte tendensen att ta komplicerade subprimelån, som var svåra att förstå. Men eftersom så många människor andra tog dessa lån, så måste det väl vara OK, kan många människor har resonerat. På samma sätt kan människor ha stannat kvar på en uppåtgående husmarknad och ignorerat risken att huspriserna skulle börja falla, eftersom andra människor ignorerade dessa risker. Vidare kunde människor fortsätta att låna till konsumtion eftersom andra gjorde samma sak. Slutligen kunde människor ta stora risker för att undvika förluster eftersom andra människor tog samma risker (McDonald, 2009).

Flockbeteende kan ha minst två orsaker. För det första utövar andra människors gemensamma beteende ett starkt socialt tryck på den enskilde individen att bete sig på samma sätt. Det kan krävas mycket mod och viljestyrka för att kunna gå emot flocken. För det andra kan flockbeteende dikteras av att flockmedlemmarna bygger upp en socialt delad verklighetsbild, som motiverar det gemensamma beteendet (Montgomery, 2011). Före krisen fanns en allmänt delad tro på genialiteten i de nya typerna av komplicerade värdepapper, som senare visade sig vara så explosiva (Norberg, 2009). Denna socialt delade tro förstärktes av att kreditvärderingsinstituten gav högsta betyg åt dessa värdepapper (Norberg, 2009). På liknade sätt fanns en allmänt delad tro om att det egna huset kunde fungera som en sedelpress. Huspriserna var höga, räntan var låg. Det var lätt att förstå hur man kunde pumpa pengar ur sitt hus. När alla tror att alla andra tror samma sak då blir det verkligt för alla.

Grupptänkande. När viktiga beslut skall fattas i en grupp kan likformigheten i gruppens åsikter förstärkas genom så kallat grupptänkande. Denna typ av tänkande bygger på att sammanhållning ses som positivt värde i gruppen. Kritiska synpunkter ses därför lätt som ett uttryck för att man inte vill samarbeta. När grupptänkande råder finns en rädsla av att göra bort sig om man öppet visar att man inte är överens med en ledare, som majoriteten av gruppen betraktar som en klok person. Shefrin (2011) ger exempel på hur beslut i UBS-banken under krisen präglades av ett sådant grupptänkande. Grupptänkande kan bli särskilt destruktivt när parter som normalt skall balansera varandra bildar en gemensam grupp med ett gemensamt mål. Under finanskrisen fanns uppenbarligen sådana olämpliga koalitioner mellan kreditvärderingsinstitut och handlare på finansmarknaden (Norberg, 2009, se också Montgomery, 2011). En farlig konsekvens av grupptänkande är så kallad falsk konsensus (Gilovich, 1990). Människor tror att enighet är större än vad den är eftersom ingen vågar framföra sina kritiska synpunkter. Sannolikt bidrog falsk konsensus till att bygga upp den finansiella bubbla som föregick den finansiella krisens utbrott.

Ett försök att systematisera olika psykologiska förklaringar av finanskrisen återfinns i Montgomery (2011). Rapporten utgår från distinktionen mellan System 1 och System 2 i människors kognition och antar vidare att systemen kan vara rationella eller irrationella, beroende på i vilket sammanhang de verkar. Det blir på så sätt möjligt skilja mellan fyra typer av kognitiva funktioner genom att kombinera System 1 respektive System 2 med rationalitet eller irrationalitet, där rationalitet definieras i termer av adaptivitet, alltså ett tänkande som är anpassat till omgivningens krav.

Adaptiv intuitiv (System 1) kognitiv funktion kan svara mot välfungerande expertkunskaper under finanskrisen. Det fanns bedömare som hade en magkänsla att något inte stämde och som också tjänade grova pengar på denna kunskap (Lewis, 2010). Denna funktion är särskilt adaptiv när man har på känn att något är fel, samtidigt som det finns ett tryck att man skall vara trogen sina egna tidigare uppfattningar (konfirmeringsbias) eller vad andra tycker (flockbeteende och grupptänkande). Man bör alltså lyssna på sina magkänslor kanske särskilt när de går emot andra signaler. Kanske skedde detta i för liten utsträckning under finanskrisen.

Icke-adaptiv intuitiv (System 1) kognitiv funktion. Här återfinns alla de bias som diskuterats ovan.

Adaptiv analytisk (System 2) kognitiv funktion. Uppenbarligen saknades ett sådant tänkande under finanskrisen. I Montgomery (2011) beskrivs forskning som visar att de kognitiva bias som bidrog till krisen förmodligen inte i någon större grad kunde ha eliminerats genom att människor gjorts medvetna om dem (System 2). För att effektivt undvika bias är det nödvändigt att bygga upp en kultur där ett öppet, opartiskt och analytiskt tänkande ingår i själva kulturen, såsom till exempel kan vara fallet på ett väl-fungerande vetenskapligt seminarium.

Icke-adaptiv analytisk (System 2) kognitiv funktion. Denna funktion kan ta sig uttryck i ett omoraliskt rationellt tänkande – rationalitet utan hjärta – något som uppenbarligen var för handen under den finansiella krisen och då även i ett par spektakulära fall. Smarta bedragares verksamhet underlättas av att andra människor är offer för de kognitiva bias som påverkar tänkandet i en icke-adaptiv riktning. Men de kan stoppas om man lyssnar på sina magkänslor (adaptiv intuitiv funktion).

På en kollektiv nivå kan den ekonomiska krisen enligt Montgomery (2011) förklaras med att ett ökande antal aktörer sprang åt samma håll, en utveckling som fick den finansiella bubblan att svälla ordentligt innan den sprack. Det skedde en synkronisering av beteenden hos parter som normalt skall balansera varandra, t.ex., mellan stat, banker och låntagare och mellan banker och rating-institut. Montgomery skriver att detta var ett resultat av bristande konkurrens mellan olika synsätt som innebar att många USA-medborgare uppfattade den egna bostaden som en sedelpress och de svåröverskådliga CDO-obligationerna som ett slags ekonomiskt trolleri. Psykologiskt kan denna utveckling förklaras med ett grupp-tänkande där olika parter hjälptes åt med att bygga upp en gemensam verklighetsbild, som mer och mer avlägsnade sig från den objektiva verkligheten. Samtidigt hade olika parter sina specifika incitament. Regeringen ville med (för stunden) små ekonomiska uppförfingar hjälpa den vanliga medborgaren att skaffa hus, husägarna såg en möjlighet att använda sina hus som sedelpressar och banker och finansföretag ville naturligtvis tjäna pengar. De specifika incitamenten var olika, men alla parter förenades av en socialt delad verklighetsbild som man trodde gav en chans till snabba pengar.

Ett stort bidrag från beteendefinans, som antyds av den nu gjorda översiktliga genomgången av psykologiska förklaringar till den finansiella krisen, är tillhandahållandet av en teoridrivna begreppsapparat, som kan användas för att beskriva och analysera kriser

och problem i den ekonomiska världen. Detta kan vara en inspirationskälla för en bättre ekonomisk och finansiell politik, men också för enskilda företags beslutsfattande. En utgångspunkt för ett sådant förändringsarbete är att man konstaterar att det icke-adaptiva tänkande som förekom före och under den finansiella krisen utmärks av att tänkandet var låst på ett eller annat sätt. Som jag redan antytt, för att motverka sådana låsningar gäller det att bygga upp en intellektuell miljö som främjar ett öppet tänkande, vare sig det sker i form av ett adaptivt System 1 eller System 2 tänkande. I det följande avsnittet diskuterar jag psykologisk forskning, som kan ge utgångspunkter för hur man skall utforma åtgärder som kan främja ett öppet tänkande som kan förhindra finansiella kriser. Först diskuterar jag utförd forskning och framlagda idéer om möjligheter att påverka tänkande och beslutsfattande.

Studier av möjligheter att påverka tänkande och beslutsfattande i rationell riktning

Kan beteendevetenskaplig forskning vara till hjälp för hur finansiella kriser skall motverkas? Utifrån den genomgång som gjorts ovan ligger det nära till hands att svara: Undvik kognitiva bias och använd System 2 i stället för System 1 så kommer man en god bit väg. Denna idé har testats i undersökningar där man försökt träna människor i kritiskt tänkande (System 2) (för en litteraturöversikt se Lilienfeld, Ammirati & Landfeld, 2009). I det stora hela har sådan träning varit måttligt framgångsrik. Att instruera människor om att fatta rationella beslut har också visat sig ge begränsade eller inga effekter (Lichtenstein, Slovic & Zink, 1969; Montgomery & Adelbratt, 1982). Däremot påträffades stora individuella skillnader i förekomst av bias i människors tänkande i en undersökning där experter och amatörer fick i uppgift att predicera framtida politiska händelser (Tetlock, 2005). Intressant här var att experterna inte var bättre än amatörerna i sina prognoser. Å andra sidan kunde både experter och amatörer med hjälp av ett test hänföras till två grupper med olika tankestilar. Den ena gruppen – ”rävar” – använde en kritisk prövande ansats (alltså ett minimum av konfirmeringsbias). Den andra gruppen – ”igelkottar” – höll envist fast vid en idé som de sökte stöd för (mycket konfirmeringsbias). Som läsaren kan ana var rävarna (som hade mindre bias) mer korrekta i sina prognoser än igelkottarna (som hade mer bias). Detta forskningsresultat skall dock inte tolkas som att enbart rävar skall användas som bedömare. Igelkotten kan vara den envisa visselpipsblåsaren, som framhårdar i att hävda sin tes mot alla andras upp-

fattning, och som ibland faktiskt kan ha rätt (se Montgomery, 2011). Idealet skulle kunna vara att både utpräglade rävar och utpräglade igelkottar är representerade i en expertgrupp.

I stället för att träna människor att undvika bias kan man utifrån kännedom om att bias förekommer i en viss situation försöka ändra på situationen, till exempel genom att införa vissa förhållningsregler, så att bias förhindras. Forskning ger stöd för att detta kan vara en framgångsrik väg. I studier av klinikers beslutsfattande visade det sig att beslutsfattandet förbättrades genom att helt enkelt förlänga beslutstiden (Parnley, 2006; Spengler m.fl., 1995). En bra – klassisk – tumregel som jag själv använder när jag utsätts för ett lockande erbjudande är att sova på saken innan jag bestämmer mig. Ångerveckan är förmodligen en mycket bra reform. En annan enkel tumregel skulle kunna vara att så fort någon (inklusive du själv) säger att han eller hon (eller du själv) är 100 % säker på sin sak översätt denna siffra till 80 %, . Ett stort antal studier har nämligen visat att 100 % skattad säkerhet i själva verket svarar mot att det är 80 % chans att man har rätt (se t.ex. Lichtenstein, Slovic & Philips, 1982).

En av de mest prominenta företrädarna för beteendefinans – Richard Thaler – har tänkt i ovan beskrivna banor. Han är bland annat känd för att tillsammans med juristen Cass Sunstein ha introducerat begreppet "nudge" inom beteendefinans. Ordagrant kan "nudge" översättas med "knuff" eller "puff" ("a slight push"). I boken "Nudge" (Thaler & Sunstein, 2008) är grundidén att man genom att presentera beslutsalternativ på lämpligt sätt så kan man att säga puffa människor att tänka mer rationellt och undvika olämpliga bias. Författarna menar att ett sådant förfaringsätt innebär ett slags "väl villig paternalism" som är att föredra framför direkta regleringar. Ett exempel på "nudge" inom det finansiella området är enligt Thaler och Sunstein (2008) att i stället för att ha ett obligatorisk pensionssparande har man pensionssparande som ett utgångsalternativ som automatiskt gäller om man inte aktivt väljer bort det. Tänk på medlemskap i Svenska Kyrkan som man kan undvika genom en aktiv handling, något som människor dra sig för och därför vilket förmodligen bidrar till att den stora majoriteten svenskar fortfarande är medlemmar i kyrkan. En annan variant av "nudge" är att be människor att långt i förväg besluta sig för ett handlande som är till deras bästa (till exempel påbörja ett sparande om några år), för att undvika ett mer oklokt beslut på grund av bristande självkontroll när beslutet skall realiseras.

Idén om "nudge" är fruktbar, och den används i praktiken redan nu med framgång utan att man för den skull nödvändigtvis känner till Thaler och Sunsteins forskning. Ta som exempel lagen om ångervecka, som är ett utmärkt exempel på en välfungerande "nudge"-åtgärd. Men "nudge"-taktiken kan vara problematisk genom att den innebär ett manipulativt moment, som lätt kan missbrukas eller slå fel (Sugden, 2009). Taktiken förutsätter att det finns en part som vet vad som är bäst för människor och sedan med hjälp av "nudge"-metodik kan puffa människor åt rätt håll. Det är lätt att inse att denna taktik kan leda till fatala konsekvenser om den används av makthavare som på odemokratiska grunder tror sig veta vad som bäst för medborgarna. För att "nudge" skall fungera på ett bra sätt i långa loppet är det nödvändigt, tror jag, att medborgarna helt och fullt är med på noterna, att de har en med experter delad förståelse av vad deras val innebär, inklusive hur de är grundade i tillgänglig information.

I det följande redogör jag för psykologisk forskning som kan vara vägledande för utformandet av en miljö där upplysta experter och medborgare fattar kloka beslut inom exempelvis det finansiella området. En del vad jag kommer att diskutera återfinns inom beteendefinans, men en del är hämtat från annan beteendevetenskaplig forskning. Jag kommer att ta upp tre teman: (1) Beslutsfattande som en konstruktiv aktivitet, (2) tidsasymmetrier i människors kognition och (3) belöningars psykologi.

Några aktuella psykologiska forskningslinjer

Beslutsfattande som en konstruktiv aktivitet

Ekonomisk vetenskap beskriver beslutsfattande som en fråga om att finna det alternativ som har den högsta förväntade nyttan. Alternativen antas vara givna och likaså antas individens värderingar vara givna. Beslutsproblemet reduceras till att utifrån given information och existerande värderingar räkna ut vilket alternativ som är bäst.

Psykologisk beslutsforskning ger en annan bild av hur människor fattar beslut. Beslutsfattandet ses här ofta som konstruktivt. Informationen är inte statiskt given utan konstrueras i stor utsträckning fram aktivt. Inte heller individens värderingar är givna utan påverkas av och anpassas till vad som uppfattas vara situationens krav. Även beslutsalternativen kan påverkas och förändras mer eller mindre kontinuerligt för att underlätta beslutsfattandet.

Ett exempel på en sådan konstruktivistisk ansats är Montgomerys (1983, 1998) teori om beslutsfattande som ett sökande efter en dominansstruktur, se också Villejoubert & Vallée-Tourangeau (2011). Enligt denna teori försöker beslutsfattaren konstruera fram en bild av beslutssituationen som gör att det definitivt väger över åt ett alternativ. Teorin antar att det ofta på ett tidigt skede i beslutsprocessen framträder ett alternativ som upplevs som lovande, som man känner för på mer eller mindre medvetna grunder. Beslutsfattandet blir sedan ett slags förhandlingsprocess där individen söker eliminera motargument mot det lovande alternativet. Går det att eliminera motargumenten och finns det dessutom tydliga skäl som talar för det lovande alternativet, då existerar en så kallad dominansstruktur, som entydigt pekar ut det alternativ som man kommer att välja. Sökandet efter dominansstruktur kan vara en utpräglat konstruktiv aktivitet där man prövar olika sätt att beskriva beslutssituationen och tänker sig in i olika åtgärder som kan vidtas för att lösa problem som ett val av det lovande alternativet kan innebära. Prospektteorin (Kahneman & Tversky, 1979) är förenlig med idén om beslutsfattande som en konstruktiv aktivitet. Denna teori tillhandahåller rika möjligheter att konstruera en dominansstruktur för ett lovande alternativ. Enligt teorin är, som vi sett, individens värdering av ett alternativs konsekvenser beroende på vad man jämför med. Värdebedömningar är alltså relativa. En och samma aspekt kan uppfattas som mer eller mindre positiv eller negativ beroende på jämförelsepunkt. För att ta ett aktuellt exempel, en förändring av bolagsskatten från 26 till 24 procent, kan beskrivas som en sänkning av skatten (positiv förändring från jämförelsepunkten 26 procent) eller som en höjning (negativ förändring) om jämförelsepunkten är ett alternativt förslag om att den nya bolagsskatten skall bli 22 procent. På ett analogt sätt beskrev socialdemokraterna på sin tid en utebliven sänkning av pensionärernas skatt som en pensionärsskatt (jämförelsepunkt ny sänkt skatt för arbetsinkomster) medan alliansen menade att det inte fanns någon särskild pensionärsskatt eftersom skatten var oförändrad (jämförelsepunkt tidigare skatt för pensionärer). Genom att laborera med jämförelsepunkter kan man alltså drastiskt förändra bilden av ett beslutsalternativs attraktivitet. Lägg till detta att prospektteorin antar, med massivt empiriskt stöd, att förluster väger tyngre än vinster (se t.ex. Tversky & Kahneman, 1992), vilket innebär att det blir ytterligare angeläget att beskriva motalternativ som förlustbringande.

Ekonomisk debatt skulle ha mycket att ha vinna på att man tydligt klargör vilka jämförelsepunkter som avses när man talar om för- och nackdelar med olika alternativ. Det

är viktigt att ha klart för sig att människors värderingar alltid är relativa i förhållande till jämförelsepunkter som kan variera mellan individer och situationer. Denna realitet bör alltid vara aktuell när man planerar förändringar i skatter eller bidrag på exempelvis det finansiella området. Den bör också vara vägledande för hur en förändring presenteras. I stället för att enbart utgå från de jämförelsepunkter som gynnar det egna förslaget förändringen borde man också nämna alternativa jämförelsepunkter. Debatten kan sedan handla om vilka jämförelsepunkter som är de mest relevanta.

På senare år har en grupp kognitionsforskare med initial hemvist i kognitiv ergonomi och kulturanthropologi hävdade att analysenheten bör förändras i studiet av tänkande (se Villejoubert & Vallée-Tourangeau, 2011). I den traditionella modellen av människors mentala fungerande särskiljs tänkandet från den omgivande miljön, som så att säga ligger utanför kognitionen genom att den ger input till tänkandet och sedan förändras som ett resultat av output från den tänkande individen. Alternativet är att betrakta tänkandet som distribuerat över individ och miljö, som båda tillhandahåller kognitiva resurser till en gemensam tankeprocess. Individen har sin specifika kognitiva kapacitet och sina kunskaper medan miljön har kognitiva resurser i form av artefakter, andra människor och kulturellt delade föreställningar (Kirsh, 2010; Hutchins, 2010). Från denna utgångspunkt har analyser gjorts av beslutsfattande i grupper som förvaltar hedgefonder (Hardie & McKensie, 2007). Beslutsfattandet sker här i ett ständigt dynamiskt och snabbt skiftande samspel med inkommande information med användning av olika typer av informationsverktyg och i samverkan mellan individer med olika kompetens och roller i beslutsprocessen.

Distribuerad kognition innebär att individen så att säga tänker med händerna och ögonen för att få igång och sedan samspela med de resurser som finns i miljön. Ta som exempel en person som skall köpa en lägenhet. En normal beslutsprocess innebär här att köparen interagerar med beslutshjälpmedel på nätet, att han eller hon vandrar omkring i olika visningslägenheter, öppnar och stänger garderobsdörrar, ställer frågor till mäklaren, frågar andra människor till råds m.m.. Ögon och händer, liksom också öron och mun, är hela tiden i farten och kognitiva resurser i miljön utnyttjas i samspel med egna kunskaper och värderingar. Forskning har visat att tänkande fungerar mer adekvat om det tillåts att äga rum i samspel med fysiska artefakter. Till exempel, har det konstaterats att ekvationer kan lösas lättare om problemlösandet sker genom att individen

får fysiskt manipulera objekt som representerar olika delar av problemet, jämfört med att enbart använda penna och papper (Weller, Villejoubert. & Vallée-Tourangeau, 2012). IT-teknologin innebär oerhörda möjligheter till ett förkroppsligat ("embodied") beslutsfattande där IT-verktyg ökar räckvidden för händer och ögon. Det tycks dock råda brist på forskning där man studerar hur avvikelser från rationalitet och adaptivitet i beslutsfattande påverkas av att IT-verktyg används för beslutsfattandet. Här bör uppmärksammas att användande av IT kan ha negativa effekter på beslutsfattandet, till exempel genom den påverkan teknologin har på vilken information som uppmärksammas. Tidigare forskning har funnit effekter av IT-teknologi på vilken information som uppmärksammas (Kao, Tang & Ghose, 2003; Cheema & Papatla, 2009), men har inte haft fokus på om effekterna är positiva eller negativa på beslutsfattandets kvalitet.

IT-verktyg används mer och mer som hjälpmedel i finansiella beslut av såväl lekmän som professionella aktörer inom det finansiella området. Jag ser det som en viktig forskningsuppgift att undersöka hur IT-verktyg kan användas för att underlätta och förbättra finansiellt beslutsfattande. Särskilt efterlyser jag här forskning för att ta fram besluts-hjälpmiddel, som bygger på att beslutsfattandet är en konstruktiv process. Samtidigt är det angeläget att ett sådant beslutshjälpmiddel kan motverka kognitiva bias i beslutsfattandet.

Tidsasymmetrier i människors kognition

Ett axiom i vår uppfattning om verkligheten är att det som händer vid en given tidpunkt, när det väl händer, är lika verkligt vid tidpunkten ifråga oavsett om det handlar om ett framtida nu ett nuvarande nu eller ett förflutet nu. Dinosaurierna var en gång i tiden lika verkliga som dagens katter och hundar och som framtidens djur, vilka de nu blir. Detta axiom, som vi skulle kunna kalla axiomet om tidpunktsoberoende verklighet, är fundamentalt för rationellt tänkande. Det ligger bakom anklagelser för kortsiktighet i ekonomiskt agerande där aktörer kritiseras för att inte ta långsiktiga konsekvenser på allvar. Det är också en utgångspunkt för idén om ett hållbart samhälle. Framtiden och då även den avlägsna framtiden är viktig eftersom den kommer att bli lika verklig som dagens verklighet är idag. Därför är det angeläget att ta framtiden på allvar och undvika subjektiva och partiska bedömningar av vad som kommer att ske i framtiden. Även det

förflutna bör bedömas objektivt för att man skall kunna lära sig från vad som hänt tidigare.

Daniel Kahneman (2011) har i sin nyutkomna bok "Thinking, fast and slow" noterat att kognitionspsykologisk forskning visat att människor i sitt tänkande bryter mot axiomet om att verkligheten är lika verklig oavsett när den inträffar i förhållande till det aktuella nuet och i stället uppfattar den information som fokuseras vid en given tidpunkt som den verkligt verkliga. Han kallar fenomenet för WYSIATI (What You See Is All There Is). Principen om WYSIATI kan mjukas upp och samtidigt generaliseras om man antar att upplevelsen av verklighet är graderad, att man alltså skulle anta att ju längre bort från nuet en åsyftad verklighet är belägen desto mindre verklig uppfattas den vara. Ytterligare en nyansering av WYSIATI är att denna princip inte nödvändigtvis behöver avse det faktiska här och nu utan information som föreligger eller antas föreligga vid en annan fokuserad tidpunkt än det faktiska här och nu. Människor har, som jag redan nämnt, en förmåga att resa mentalt i tid och rum och WYSIATI gäller för den plats i tiden och rummet där vi mentalt eller reellt befinner oss.

Inom den kognitiva psykologin har man identifierat ett antal tidsasymmetrier i människor kognition som på olika sätt illustrerar WYSIATI. I det följande tar jag upp ett antal sådana asymmetrier och börjar med tre fall som redan berörts i detta kapitel. Tabell 1 ger en strukturerad sammanställning av de fenomen som tas upp nedan.

Hyperbolisk tidsdiskontering. Detta bias innebär ett mycket tydligt brott mot axiomet om tidpunktsoberoende verklighet. Hyperbolisk tidsdiskontering innebär att värde-diskontering över två tidpunkter, med konstant tidsavstånd mellan varandra, är beroende av tidpunkternas position i förhållande till det aktuella nuet. Diskonteringen är brantare när tidpunkterna ligger nära nuet än när de ligger längre in i framtiden, vilket kan ses som en följd av WYSIATI. Det finns således en asymmetri mellan diskontering i närtid och längre fram i tiden. Som vi konstaterat föredrar många människor, säg, 5 000 kr nu framför 6 000 kr om ett år, men föredrar samtidigt 6 000 kr om två år framför 5 000 kr om ett år.

Tabell 1. Tidsasymmetrier i människors kognition beroende på fokus i tiden och på vilken aspekt av aktuell information som fokuseras och exempel implikationer för ekonomisk politik.

Fenomen	Fokus i tiden	Fokuserad aspekt	Tidsasymmetri	Exempel på implikationer
Hyperbolisk diskontering	Här och nu	Positivt/negativt värde	Framtida värde minskar för snabbt jämfört med vad man skulle ha tyckt vid motsvarande framtida tidpunkt	För hög skuldsättning
Efterklokhetsbias	Här och nu	Kunskap om vad man visste tidigare	Överskattning av i vilken grad egen kunskap här och nu antas ha funnits i förfluten tid	Lär sig inte av tidigare misstag i ekonomisk politik
Överkonfidens om kunskap om framtiden	Här och nu och nyss förfluten tid	Vetskap om framtiden	För stark tilltro till att kunskaper om nuet och det förflutna också gäller framtiden	Övertro på ekonomiska prognoser
Före och efter	Före eller efter en förändring	Positivt/negativt värde av förändring	Överbetoning av för-eller nackdelar och nedtoning av korresponderande nack- eller fördelar beroende på tidsfokus	Ensidig argumentation vid återtagande eller ej av tidigare åtgärder i ekonomisk politik
Construal Level Theory	Nära eller mer avlägsen framtid	Konkreta/abstrakta egenskaper	Överbetoning av konkreta eller abstrakta egenskaper beroende på tidsfokus	Negligering av kortsiktiga eller långsiktiga aspekter i ekonomisk politik

Efterklokhetsbias. Detta bias visar hur det som är verkligt nu färgas av sig på vad vi tror att vi visste tidigare. Man exporterar det man vet nu efter att något inträffat till en tro

om att man också visste det tidigare i förväg. Det finns alltså en asymmetri mellan vad man faktiskt visste tidigare och vad man vet idag.

Överkonfidens. Asymmetri mellan uppfattning om kunskap om förfluten tid och framtid. Efterklokhetsbiaset speglar människors stora skicklighet i att i efterhand ge till synes trovärdiga förklaringar till något som hänt. På ett liknande sätt är människor skickliga i att ta fram övertygande scenarier för framtida händelseutvecklingar, vilket kan vara en bidragande förklaring till att människor är överkonfidenta om framtiden. Det faktum att ett scenario verkar trovärdigt är dock ofta en svag grund för att det är hög sannolikhet att just detta scenario kommer att förverkligas (Russo & Shoemaker, 1992). Det kan finnas otaliga andra möjliga framtidsscenarier som man inte tänkt på. Framtiden är i själva verket i stor utsträckning ett stort svart hål. I många avseenden vet vi ytterst litet om vad som skall hända. Vem kunde till exempel förutsäga att Adolf Hitler, när han satt i fängelse efter den misslyckade Münchenkuppen 1923, 16 år senare skulle sätta stora delar av världen i brand? Ett mer aktuellt exempel är förloppet som ledde till finanskrisen. Innan krisen bröt ut fanns det många scenarier om den framtida ekonomiska framtiden, men prognosmakarna missade helt det scenario som råkade bli det verkliga. De ekonomiska förutsägelserna före finanskrisen är en av de största prognosmissarna någonsin i prognosmakeriets historia (Coy, 2009; Montgomery, 2011). Mer generellt gäller att ekonomiska prognosmakare i princip inte vet något om hur ekonomin kommer att förändras cirka ett år framåt (Finanspolitiska rådet, 2010, Montgomery, 2011). Prognosförmågan är ännu sämre för aktieanalytiker. De vet ingenting eller i praktiken ingenting om hur framtida aktiekurser kommer att ändra sig eller inte, vare sig på kort sikt eller lång sikt (Ben-David, Graham, & Harvey, 1910; Törngren & Montgomery, 2004). Samtidigt har de befunnits vara kraftigt överkonfidenta om sin prognosförmåga (Ben-David, Graham, & Harvey, 1910; Törngren & Montgomery, 2004) och även konsekvent överoptimistiska om aktiekursernas framtida utveckling (Ben-David, Graham, & Harvey, 2010).

Vi har här återigen en tidsasymmetri, nu när det gäller vår kunskap om det förflutna och framtiden. Det förflutna upplevs i termer av specifika scenarier, där händelse följer på händelse på ett meningsfullt sätt. Vi kan till exempel ta fram en kedja av händelser som på ett meningsfullt sätt beskriver hur finanskrisen utlöstes, utvecklades, kulminerade och sedan åtminstone tillfälligt mattades av. När vi skall förutsäga framtiden ligger det nära till hands att återigen ta fram en kedja av händelser, som bildar ett meningsfullt

mönster, och sedan tro att just detta scenario kommer att förverkligas. Vi tycks sakna en beredskap för att helt oväntade saker inträffar som leder till att framtiden blir helt annorlunda än vad vi räknat med. Ekonomen Nassim Taleb (2007) har övertygande visat hur ekonomisk utveckling i stor utsträckning styrs av udda, helt oväntade händelser, som han målande kallar för "svarta svanar". Spekulativt, skulle man kunna hävda att människor tycks sakna en mental kategori för att på en gång greppa att framtiden är oviss och att det samtidigt i framtiden kommer att existera en konkret specifik, men idag helt okänd, verklighet.

Överlag säger ekonomiska analyser ytterst lite om den faktiska framtiden, men säger desto mer om vad som faktiskt hänt genom att prognosmakarna i stor utsträckning extrapolerar nyss inträffade förändringar in i framtiden Ben-David, Graham & Harvey, 2010), vilket exempelvis var fallet under perioden före finanskrisen (Montgomery, 2011). Detta kan ses som ytterligare en illustration av WSYATI. Vi tror i för hög grad att nuet också gäller framtiden. Särskilt svårt har människor att förstå exponentiella utvecklingsförlopp, utan man tror att framtida förändringar sker lineärt (Svenson, 1977; Wagenaar & Timmers, 1979). På så sätt kan människor missa hur stora faktiska förändringar årliga procentuella ökningar eller minskningar kan leda till.

Asymmetri mellan före och efter. I politiska debatter kan ofta två kontrasterande debattlinjer brytas mot varandra. En part kan mot bakgrund av att införandet av en viss åtgärd (t.ex. halverad ungdomsavgift för unga) inte lett till några resultat säga att avskaffandet inte heller leder till några resultat. En motstående part kan i stället hävda att det är skillnad mellan att införa och avskaffa. Även om införandet av en åtgärd inte lett till stora effekter så kan avskaffandet leda till stora effekter (t.ex. en stor ökning av ungas arbetslöshet om den lägre arbetsavgiften för unga avskaffas). Till stor del är det en empirisk fråga att avgöra vilken sida som har rätt. Men det finns också en psykologisk aspekt på kontroverser av denna typ. Enligt prospektteorin (Kahneman & Tversky, 1979) upplevs förluster väga tyngre än vinster. Vidare antas att vad som är förlust respektive vinst beror på vilken jämförelsepunkt man har. Den part som vill avskaffa en åtgärd kan tänkas uppfatta avskaffandet av den aktuella åtgärden som en utebliven (liten) vinst för de berörda, snarare än som en förlust. Jämförelsepunkten är här tidpunkten *före* åtgärdens införande. Den part som inte vill avskaffa en tidigare genomförd åtgärd kan i stället tänkas utgå från situationen *efter* införandet av åtgärden. Man ser då avskaffandet av åtgärden inte som en utebliven (liten) vinst utan som en tung förlust av

något som man har (kanske eftersom man identifierar sig mer med dem som berörs av åtgärden än vad den förstnämnda parten gör). Samma händelse kan således upplevas på olika sätt beroende på var i tiden jämförelsepunkten ligger.

Construal Level Theory. Under det senaste decenniet har det inom socialpsykologiskt inriktad kognitiv psykologi formulerats en ny övergripande teori – Construal Level Theory (CLT) (Trope & Liberman, 2010) – som anknyter till idén om att här och nu har en särskild ställning i vårt tänkande. Teorin modifierar detta antagande genom att anta det finns en kvalitativ skillnad mellan hur vi uppfattar det i tiden närliggande och det som är mer avlägset i tiden. CLT bygger på två nyckelbegrepp. Det ena nyckelbegreppet är psykologisk distans. Detta begrepp innebär att vi upplever saker och ting från olika psykologisk distans. Saker och ting kan psykologiskt sett vara mer eller mindre nära eller avlägsna. Den psykologiska distansen kan svara mot temporal distans, spatial distans, social distans och hur sannolikt något uppfattas vara ("hypotetiskhet"). I detta kapitel ligger fokus på den temporal distansen, men enligt CLT har graden av psykologisk distans liknande implikationer oavsett vilken typ av distans det handlar om. Det andra grundbegreppet är uttolkningsnivå (Construal Level), i det följande betecknat som CL. Beroende på CL varierar människors bild av omvärlden med avseende på hur konkret – abstrakt bilden är. CLT:s grundantagande är att när den psykologiska distansen är kort till en företeelse så är vår bild av företeelsen konkret och detaljrik (låg CL), medan bilden blir mindre konkret och mer abstrakt och mer begränsad till ett fåtal allmänna egenskaper ju mer den psykologiska distansen ökar (hög CL). Till exempel, om en person har bestämt sig för att sluta röka imorgon (kort distans, låg CL) så framträder olika konkreta detaljer för honom eller henne, såsom den exakta tidpunkten och platsen när den sista cigaretten skall avnjutas, hur man på olika sätt skall underlätta genomförandet av beslutet, vilka hinder som kan dyka upp i sista stund etc. Däremot blir det mindre fokus på de övergripande skälen till varför beslutet skall genomföras. Om däremot beslutet är tänkt att genomföras längre fram i tiden (lång psykologisk distans, hög CL) kommer fokus mer ligga just på de övergripande skälen och mindre på de konkreta detaljerna i den aktuella framtida situationen.

Sammanfattningsvis kan sägas att CLT innebär en tidsasymmetri med avseende på grad av konkret-abstrakt bild (CL) i en bedömares bild av en företeelse beroende på tidsavståndet till bedömarens här och nu.

Enligt CLT är vi inte helt beroende av det faktiska här och nu utan vi kan göra mentala resor i tiden och rummet och på så sätt variera den psykologiska distansen till en företeelse utifrån olika tänkta här och nu. Denna förmåga kan innebära möjligheter att få fram en verklighetsbild som är mindre beroende av den psykologiska distansen, något jag kommer att återkomma till längre fram i detta kapitel.

CLT innebär att man kan fatta helt olika beslut beroende på den aktuella psykologiska distansen. Till exempel kan det vara lätt att bestämma sig för att sluta röka om ett år, eftersom de konkreta problemen med att genomföras detta beslut inte finns med i beslutfattarens bild av det avlägsna ögonblick när beslutet skall genomföras. Samma beslutsfattare kan sedan ångra sitt beslut allteftersom de konkreta problemen kommer närmare i tiden. En lång rad empiriska studier (se Trope & Liberman, 2010) har visat att psykologiska distansen (oftast temporal sådan) har olika effekter på hur en företeelse uppfattas med avseende på CL, vilket i sin tur har implikationer för vilka beslut som tas kring den aktuella företeelsen. Nedan görs en genomgång av sådana effekter inom olika områden.

Vid lång distans är det relativt lätt att se sig styrd av allmänna moraliska principer. Man är mer villigt att offra sig för en stor sak. Man har större tolerans mot andra och man tror att man har högre självkontroll. Man uppfattar också allmänna värden som relevanta. Vid lång distans upplever man vidare mer kongruens mellan olika mål. Genom att abstraktionsnivån är högre ser man lättare vad som är gemensamt för olika mål. Man upplever också att man har en mer sammanhängande personlighet och att man har en mer motsägelsefri självbild. Allt det här kan förstås mot bakgrund att den långa distansen ger en mer översiktlig och principiell bild än den korta distansen.

På kort distans är man mer känslig för social konformitet. Det blir konkret och påtagligt vad andra människor i ens omgivning tycker om det man funderar på att göra.

Man ser nu tydligt alla de konkreta problem som gör att man i närtid har svårt att leva efter sina ideal. Och när man styrs av moraliska överväganden så handlar det mer om situationsspecifika normer än om allmänna moraliska principer eller värden. Allmänt handlar den korta distansen mycket om "hur" medan den långa distansen fokuserar på "varför" när det gäller det handlande som är i fokus (Trope & Liberman, 2010). Den korta distansen kan sägas vara mer fysiskt verklig i den långa distansen. Här råder skarpt läge när det gäller vad som skall göras och vad som skall hända.

Den psykologiska distansen har även betydelse för hur vi värderar vår framtid. En rad studier har redovisat data som tyder på att människor är mer optimistiska om avlägsen framtid än närliggande framtid (Gilovich, Kerr, & Medvec, 1993; Mitchell, Thompson, Peterson, & Cronc, 1997; Nisan, 1972). CLT ger en mer nyanserad bild på denna punkt. Om det finns anledning att vara optimistisk om en konkret uppfattad närliggande händelse så bli man mindre optimistisk rörande denna händelse i avlägsen framtid även om man håller kunskapsläget konstant. Till exempel fann Nussbaum, Liberman & Trope (2006) att temporal distans ledde till minskad optimism när det gällde förmågan att svara rätt på en lätt fråga medan motsatsen gällde när frågan var svår. Från CLT kan detta resultat förklaras med att specifika, konkreta egenskaper (svår eller lätt fråga) får lägre vikt ju mer långt in i framtiden man fokuserar.

Allmänt sett kan man dock från CLT predicera att ökad temporal distans leder till en ljusare framtidsbild. Som redan nämnts blir problem med att genomföra en handling tydligare på nära håll medan man på långt håll överskattar sin självkontroll. Vidare, på lång distans styr en handlings önskvärdhet bedömningen av en handling, medan genomförbarheten ("feasability") ökar i betydelse vid bedömningen av handlingens attraktivitet ju närmare i tiden man kommer handlingen (Liberman & Trope, 1998). Önsketänkande har alltså ett större utrymme på lång sikt. I linje med detta framträder nackdelarna med en handling tydligare jämfört med fördelarna ju närmare i tiden man kommer genomförandet av handlingen (Eyal, Liberman, Trope & Walther, 2004). Det som talar för en handling tenderar att vara på en mer abstrakt nivå än det som talar emot som ofta handlar om specifika problem förknippade med fördelarna. Om en handling inte har några fördelar är vi inte intresserade av att genomföra den. Har den fördelar, och först då, är det intressant att fråga efter nackdelar, som kan ifrågasätta genomförandet av handlingen.

Tidigare i kapitlet har principen om diskontering berörts, som innebär att värdet av en företeelse minskar (t.ex. exponentiellt eller hyperboliskt) när den temporal distansen från nuet ökar. Det är intressant att notera att CLT predicerar det motsatta när det gäller företeelser som är positivt värdefulla på en abstrakt, principiell nivå (t.ex. moraliskt goda handlingar). Ju längre tiden är till sådana företeelser desto värdefullare framstår de som (inom rimliga gränser). Däremot minskar konkreta värden som en funktion av temporal distans, enligt CLT. De data som stöder idén om värdediskontering bygger uteslutande på monetära värden såvitt jag vet. Kanske är det så att pengar i normalfallet

uppfattas som något ytterst konkret och därför diskonteras snabbt. Men låt oss anta en person erbjuds en miljon kr för att bygga upp en ideell verksamhet. Personen kan få pengarna nu eller om ett år. Många skulle då säkert vänta ett år eftersom man upplever att det finns en massa konkreta problem med att ta ansvar för pengarna. Att man föredrar att vänta kan gälla även om motsvarande problem också finns om ett år eftersom sådana problem enligt CLT inte är lika aktuella för individen när det rör sig om mer avlägsen framtid. Vi kan ta ett annat exempel: Att få Nobelpriset nu eller att få det om ett år. Återigen kan många föredra att vänta ett år eftersom mottagandet priset inte bara innebär att man får en stor summa pengar utan har en massa andra konkreta konsekvenser, som inte enbart är positiva, framför allt i närtid. Det faktum att vissa företeelser enligt CLT har högre värde på långt tidsavstånd är intressant att koppla till hur belöningssystem skall utformas, något som jag återkommer till senare i kapitlet.

CLT nyanserar och komplicerar även en annan traditionell idé, nämligen idén om att man bör tänka mer långsiktigt. Enligt CLT kan ett långsiktigt tänkande gå snett om man enbart ser framtiden från en lång distans. Man kan underskatta betydelsen av konkreta problem och omständigheter som blir realiteter när tidpunkten för genomförandet av en planerad åtgärd är för handen. Och kanske överskattar man värdet av abstrakta principer och normer. Jag återkommer till denna implikation av CLT i samband med att jag senare i kapitlet diskuterar åtgärder som skulle kunna vidtas för att bekämpa och förhindra finansiella kriser.

Belöningars psykologi

Förekomsten av olämpliga belöningssystem nämns ofta som en faktor som bidrog till den finansiella krisen. Det har hävdats att prestationsbaserade belöningssystem i finanskvartieren på Wall Street och på andra håll gynnade ett alltför stort risktagande hos de aktörer som gjorde affärer med andras pengar. Vinster belönades, men förluster bestraffades inte i lika mån. Dessutom låg tonvikten för mycket på belöning av kortsiktiga vinster.

I det följande redogör jag för forskning som är relevant för att förstå hur belöningar och i någon mån bestraffningar kan användas för att påverka människors beteende på lämpligt sätt. Jag tar först upp forskningsresultat om hur belöningar, och även bestraffningar, uppfattas och styr människors beteende.

Storlek och fördelning av belöningar. Belöningar handlar inte bara om storleken på belöningen. Viktigt och ofta viktigare är att belöningar upplevs som rättvisa. Om en VD får 1 miljon kr i bonus medan en annan VD får 2 miljoner i kronor i bonus för en sämre prestation, så är förmodligen den totala belöningseffekten sämre än om belöningarna hade proportionerats ut i förhållande till de berörda personernas prestation även om den totala belöningssumman skulle bli lägre. Empiriska studier visar att hur tillfredsställda människor är med sin lön vara är starkt kopplad till hur rättvis man upplever sin lön vara medan den faktiska lönen har liten betydelse för lönetillfredsställelsen. (Allardt, 1975; Eriksson, Göransson & Sverke, 2011). Rättvisa är ett klassiskt och centralt tema i socialpsykologi. Den mest inflytelserika teorin är s.k. equity theory, som har sina rötter i Aristoteles' idé att rättvisa förutsätter proportionalitet. Teorin antar att när människor bedömer vad som är rättvist så söker de fastställa om det råder proportionalitet mellan input (t.ex. i form ansträngning, förmåga, tid etc.) och de belöningar eller bestraffningar som de berörda personerna de får. Proportionaliteten kan dock avvägas mot en jämlikhetsprincip (lika till alla) och en behovsprincip (mer till mer behövande) (Jost & Kay, 2010). Equity theory är förmodligen den princip som bäst förklarar uppläggnen av belöningsystem i affärlivet.

Hur man upplever en belöning är också starkt kopplat till jämförelsepunkter i enlighet med prospektteorin. En ofta citerad studie av Medvec, Madley och Gilovich (1995) visade att bronsmedaljörer i OS är lyckligare än silvermedaljörer. Varför? Jo, silvermedaljörerna jämför sig med guldmedaljörerna, vilket reducerar deras lycka. Bronsmedaljörerna jämför sig i stället med dem som inte fått medalj, vilket plussar på deras lycka. Man har ju fått medalj! I linje med detta har det visat sig att det är den relativa storleken på inkomst i förhållande till vad andra jämförbara personer och inte den absoluta inkomstnivån som är av stor betydelse för hur nöjd man är med sin inkomst (Williams, McDaniel & Nguyen, 2006). Ju mer man tjänar jämfört med hur man uppfattar att andra personer med samma eller liknade jobb tjänar desto nöjdare blir man. På motsvarande sätt blir man missnöjdare ju lägre den egna inkomsten är jämfört vad man tror att andra jämförbara personer tjänar. En annan faktor, som också är viktig för lönetillfredsställelsen är den utsträckning man tidigare fått löneökningar (Williams, McDaniel & Nguyen, 2006). Även denna faktor visar att lönetillfredsställelsen beror på jämförelser (lön för och efter en lönehöjning) och inte i första hand på den absoluta lönenivån, vilket är i linje med prospektteorin.

Yttre och inre belöningar. Ett väletablerat forskningsresultat är att belöningar ibland kan ha negativa effekter på människors prestationer. I en klassisk studie fick småbarn i uppgift att rita teckningar (Lepper, Greene & Nisbett, 1973). Hälften av barnen belönades därefter för sin prestation, medan den andra gruppen inte fick någon belöning. Senare fick båda grupperna i uppgift att på nytt rita teckningar, men denna gång fick inga barn belöning. Det visade sig nu att de barn som tidigare belönats i stor utsträckning var mindre intresserade av att rita, medan den obelönade gruppen glatt jobbade på med sina teckningar. Detta och likande forskningsresultat har förklarats med att människor i varierande grad styrs av yttre belöningar (t.ex. i form av pengar) eller av inre belöningar (t.ex. intresse, att få vara kreativ). Om man får en yttre belöning så kan detta innebära att man upplever att man så att säga jobbar för pengarna, vilket kommer att minska utrymmet för att styras av inre belöningar. Intresset att prestera och skapa för att det är kul kan således minska om man ger en yttre belöning. Detta gäller inte generellt. Om avsaknad av yttre belöning kan tolkas som att en uppdragsgivare inte sätter värde på vad man gör, så ökar knappast incitamentet att styras av inre belöningar. Å andra sidan gäller att i en kultur som bygger på idealitet och kreativitet så kan idealiteten och skaparlusten förstöras av ett för stort inslag av yttre belöningar. Vetenskaplig forskning drivs till stor del framåt av inre belöningar såsom ökad förståelse och kunskap, där andras forskares förståelse av vad man åstadkommit (ett slags inre belöning) också är viktig. Forskaren vill naturligtvis ha pengar och tid för att kunna utföra sin forskning, men skulle antagligen uppleva det som märkligt och i viss mån intressedödande att få privata ekonomiska bonus för vetenskapliga publiceringar. I USA finns det en slående kontrast mellan många framstående akademiska forskares enkla medelklassliv och den oerhörda lyx som höginkomsttagare inom näringsliv och finansvärld kan kosta på sig. Frågan är vilken grupp som presterar bäst.

Vinster och förluster i belöningssystem. Enligt prospektteorin styrs människors handlande mer av en vilja att undvika negativa förluster (förlustaversion) än av en vilja att få vinster. Att förlora 1 000 kr väger tyngre än att vinna 1 000 kr. Belöningssystem som också innehåller möjligheter att förlora pengar kan mot denna bakgrund antas vara mer styrande än belöningssystem som enbart innehåller belöning. Om uppdragsgivaren dessutom anser att det är särskilt viktigt att förluster undviks borde lämpligen förluster straffas med just förluster och inte med mindre vinst, som kan antas väga mindre tungt. Förluster väger också tyngre på så sätt att de diskonteras mindre än vinster (Frederick,

Loewenstein, & O'Donoghue, 2002). Den relativa skillnaden mellan hur vinster upplevs ökar alltså ju längre fram i tiden de kommer. Detta innebär att ett belöningsystem som vill premiera lämpligt långsiktigt handlande blir särskilt effektivt om det innehåller ett hot att om förlust av pengar om prestationen visat sig vara dålig efter lång tid. Samma mönster borde gälla för kort- respektive långsiktigt sparande. Möjligheten att förlora pengar väger relativt sett tyngre än möjligheten till vinst ju mer långsiktigt sparandet är. Detta stämmer med den intuitiva upplevelsen att man vid långsiktigt sparande är särskilt angelägen om att få behålla sina sparade pengar.

Målmanipulering. När man ställer upp belöningskriterier i ett prestationsbaserat belönings-system infinner sig naturligt tanken hos de personer som berörs: Hur skall jag agera så att jag enklast möjligt kan nå de uppställda kriterierna? Problematiskt är här att den enklaste vägen inte nödvändigtvis är det samma som måluppfyllelse på det sätt som var avsett. Detta kan göra det möjligt för människor att kringgå det verkliga målet genom att hitta en enkel väg att uppfylla givna kriterier, som innebär att personen lätt kan kassera in sin belöning utan att i verkligheten uppfylla det avsedda målet. Till exempel kan en student klara en tentamen (kriterium) genom att lära sig svaren på tidigare tentor utan att för den skull ha fått verklig kunskap (avsett mål). Vad ett sådant beteende visar är att människor manipulerar uppfyllelsen av det avsedda målet så att det i stället handlar om att uppnå egna privata mål utan direkt koppling till det avsedda målet. Detta beteende kan ses som en illustration av Skinneriansk inlärningsteori, som innebär att individen (vare sig det är en människa eller djur) upprepar det beteende som är direkt kopplat till en belöning (Skinner, 1938).

En stor mängd studier visar att vissa professionella aktörer inom näringsliv och finansmarknad är skickliga på att manipulera avsedda mål genom att utnyttja det prestationsbaserade belöningsystem som är aktuellt, ibland med metoder som är på gränsen till bedrägliga eller är faktisk bedrägliga (se Devers m.fl., 2007). Det handlar till exempel om kursmanipulationer med aktier i det egna företaget (som är en del av belönings-systemet) eller om att på ett för personerna själva förmånligt sätt få datum ändrat för när optioner skall infrias. I sin litteraturöversikt gör Devers m.fl. (2007) följande bistra konklusion om förekomsten av manipulativt utnyttjande av prestationsbaserade belönings-system i affärsvärlden:

In fact, as earlier mentioned and consistent with anecdotal evidence, studies examining several executive behaviors, including option backdating, earnings manipulation, and dividend policy, suggest that goal misalignment is perhaps the most predictable outcome of incentive pay (p. 1032).

Är ersättningar över huvud taget effektiva? Trots att mycket forskning bedrivits under lång om relationen mellan faktisk prestation och belöningar av olika slag finns det uppenbarligen ingen tydlig evidens om att det existerar effektiva belöningsystem som gynnar ett företags prestationer. Till exempel skriver Florin m.fl. (2010):

It is remarkable that, although hundreds of papers have been written on the subject, there is no real consensus on the relationship between executive pay and firm performance (p. 1).

Å andra sidan har man funnit tydliga korrelationssamband för amerikanska data mellan ersättningsnivå och företagets prestation mätt exempelvis som aktieavkastning (Kaplan & Rauh, 2010, se också Bergström, 2012). Men det är här vanskligt att avgöra vad som är orsak och verkan. Leder höga ersättningar till goda prestationer i form av hög aktieavkastning. Eller är det tvärtom: Leder höga hög aktieavkastning till höga ersättningar? Det vill säga, belönas exempelvis en VD för att hans eller hennes företag gått bra oavsett om det beror på hans eller hennes prestationer? Att utifrån statistiska data försöka kartlägga om ersättningar kausalt påverkar prestationen stöter på svåra metodproblem, som hittills inte verkar ha lösts på ett tillfredsställande sätt (Devers m.fl., 2007; Florin m.fl., 2010).

Tabell 2. Forskningsresultat om belönings psykologi och om deras möjliga implikationer för utformning av belöningsystem.

<i>Teoretisk utgångspunkt</i>	<i>Fenomen</i>	<i>Implikationer för belöningsystem</i>
Equity theory	Rättvisa kan vara viktigare än nivå på belöningar.	Viktigt att tänka på
Prospektteori	Värdeupplevelser är relativa. Absolutnivån har en underordnad betydelse	Introducera lämpliga jämförelsepunkter
Motivationsteori	Belöningar kan vara av två slag: Yttre och inre belöningar.	Glöm inte de inre belöningarna
Motivationsteori	Yttre och inre belöningar står i ett kompensatoriskt förhållande till varandra.	Undvik externa belöning av beteende som är styrt av inre motivation
Prospektteori	Förluster väger tyngre än vinster.	Se nästa rad
Prospektteori	Vad som uppfattas vara förlust är beroende av vad man jämför med.	Introducera jämförelsepunkter som tillåter förluster men som inte är etiskt problematiska
Hyperbolisk diskontering	Både vinster och förluster diskonteras med avtagande takt ju längre tiden är till vinstens eller förlustens realiserande	Snabbt insatta belöningar eller sanktioner har mest effekt
Hyperbolisk diskontering	Men förluster diskonteras långsammare.	Långsiktiga förluster väger särskilt mycket tyngre än långsiktiga vinster.
Skinneriansk inlärningsteori	Människor är mycket skickliga på att hitta genvägar till belöningskriterier	Ha inslag av belöningskriterier som är lite "luddiga"

Vilken kunskap kan psykologisk forskning bidra när det gäller belöningsystem i näringslivet? Frågan om hur belöningar och ersättningar av olika slag fungerar i affärsvärlden är ett stort och komplicerat forskningsområde inom ekonomisk forskning, som jag snuddat vid ovan. Den ekonomiska forskningen på området utgår typiskt från den s.k. principal-agent teorin (Eisenstadt, 1989), som handlar om matchningen mellan uppdragsgivares (t.ex. aktieägars) och utförares (t.ex. VD och styrelse) intressen. Hur väl denna matchning fungerar, beroende på olika omständigheter, är en röd tråd i den ekonomiska forskningen kring ersättningssystem. Psykologisk forskning kan bidra med kunskap som mer handlar om hur olika utformade och presenterade ("framing")

belöningar och bestraffningar upplevs och dessutom bidra med fördjupad kunskap om motivationella faktorer, som kan vara viktiga att ta hänsyn till vid utformningen av ersättningsystem. En styrka hos forskningen om belönings psykologi är att den som regel är baserad på experiment, vilket innebär att man har kontroll över riktningen på orsaks-samband. Å andra sidan är undersökningssituationen starkt förenklad jämfört med affärsvärlden. I tabell 2 ges, en sammanställning av forskningsresultat om belönings psykologi, som vi tagit upp i detta kapitel, och deras implikationer för belöningsystem.

Vad kan mot en psykologisk bakgrund göras för att motverka framtida finanskriser?

Psykologin innebär ett särskilt perspektiv på människan, som kompletterar synen på hur man inom ekonomisk vetenskap ser på människors beteende. När ekonomiska system hamnar i kris, såsom skedde i finanskrisen, så letar ekonomerna efter systemfel, snarare än vad det är i människors natur, som kan ha bidragit till krisen. Jag tror att det kan vara fruktbart att kombinera en analys av vad som gått snett i det ekonomiska systemet med en psykologisk analys, för att komma på idéer om hur det ekonomiska systemet skall förbättras. När det gäller den finansiella krisen, nämns ofta ett antal systemfaktorer som inte fungerade, nämligen transparens hos finansiella produkter, normpolitik när det gäller ränta och statsbudget, amortering av bostadslån, prognosförmåga, olämpliga belöningsystem och begränsad kompetens hos ekonomiska bedömare. Vad kan en psykologisk analys tillföra om man vill arbeta för att förbättra finansmarknaden på dessa punkter?

Transparens hos finansiella produkter

En av de ofta nämnda faktorerna bakom finanskrisen är förekomsten av komplicerade och, som det visade sig, explosiva finansiella produkter. Att människor lockas till att investera i finansiella produkter, som är mindre förmånliga än vad de verkar vara kan leda till olämplig prissättning av sådana produkter och till att människor i värsta fall kan råka ekonomiskt illa ut. Om sådant inträffar i stor skala kan den finansiella krisen finnas om hörnet.

Ett uppenbart botemedel mot finansiella produkter, som kan hota den finansiella stabiliteten, är att ställa krav på transparens. Men vad är transparens? Från en psykologisk

utgångspunkt skulle man kunna säga att transparens innebär att människor skall kunna skilja mellan hur exempelvis en sparprodukt produkt är presenterad ("framing") och vad den i själva verket står för. Många sparprodukter är presenterade så att de verkar väldigt förmånliga för konsumenten, medan det i själva verket kan vara en produkt som innebär att det är säljaren och inte köparen som är den långsiktiga vinnaren. Säljaren kan genom att presentera en sparprodukt på lämpligt sätt mer eller mindre medvetet utnyttja olika kognitiva bias för att få produkten att framstå som förmånlig för kunden. Till exempel kan en årlig avgift på en procent på ett pensionssparande låta beskedlig och därför förmånlig. Vad köparen av produkten inte förstår, men däremot säljaren antagligen förstår bättre, är hur stor del av det totala sparandet som äts upp av en till synes låg årlig avgift. Ett färskt uppsatsarbete visar att bankanställda har en mycket god uppfattning om hur stort detta belopp är i procent av det totala sparande, medan lekmän grovt underskattar denna procentandel (Björkman, 2012). Förklaringen är att människor, som vi har sett tidigare i kapitlet, har svårt att få grepp om exponentiella tillväxtförlopp utan tar för givet att tillväxt är lineär.

Ett annat exempel på hur presentationen kan vilseleda med hjälp av kognitiva bias är så kallade aktieindexobligationer. I marknadsföringen framställs dessa produkter som en kombination av trygghet och vinst jämfört med vanliga aktier. Utifrån prospektteorin blir det naturligt att analysera denna marknadsföring i termer av jämförelsepunkter. Dessa är här vanliga aktiers möjligheter till stora vinster eller förluster. En annan jämförelsepunkt skulle kunna vara hur mycket man förlorar eller vinner man i långa loppet på aktier (där naturligtvis också små vinster och förluster är medräknade). En sådan jämförelse skulle vara till aktieindexobligationernas nackdel beroende på att avgifterna för sparprodukten skulle dra ned dess värde jämfört med aktier, samtidigt som jämförelsen skulle spegla hur mycket säljaren av denna sparprodukt tjänar på köparens bekostnad. Sådana analyser skulle kunna komplettera den branschkod som Svensk Fondhandlareförening fastställt (Svenska Fondhandlareföreningen, 2009, se också Andersson & Korling, 2012). I denna branschkod ges en systematisk översikt över information som bör finnas med i informationsgivning gällande strukturerade placeringsprodukter, men det står inget explicit om hur informationen skall struktureras och integreras, till exempel genom index, för att undvika att kunden skall undvika att bli offer för kognitiva bias.

För att öka transparensen hos finansiella produkter kan man ta fram mått som opartiskt speglar produktens ekonomiska värde och som synliggör hur stora avgifter av olika slag är. Vidare bör måtten kompletteras med information om ej nämnda nackdelar hos produkten som innebär att den verkar förmånligare än vad den är (t. ex, att en låg årlig avgift, fördel, kan i långa loppet bli en stor summa, nackdel). Steg har redan tagits i denna riktning med exempelvis lanserandet av det så kallade Norman-beloppet, som anger uppskattad totalkostnaden i en fond under 10 år med ett sparande på 1 000 kr månaden. Norman-beloppet ges numera i Morningstars fondöversikt (Morningstar, 2012). I USA har man nu infört ett system där alla fonder måste redovisa sina avgifter uttryckt i ett absolut belopp efter en standardiserad mall (Andersson & Korling, 2011). Mer kan göras. Exempelvis skulle man kunna ange hur stor andel av skillnaden i kursutvecklingen jämfört med billigaste indexfond som gått tillbaka till spararen X antal år tillbaka i tiden (obs kan bli ett negativt procenttal). Mått av denna typ används av Standard & Poors i USA och andra länder (Cremers m.fl, 2011; Elnekave, 2011). Här kan en jämförelse göras med spelprodukter, där det i Sverige är lag på att det skall informeras om hur stor andel av produktens pris som i genomsnitt går till säljare respektive kund. Exempelvis informerar Svenska Spel om att 50,5 procent av försäljningen av Trisslotter går tillbaka som vinster till spelarna, en dålig affär för kunden, kan man tycka, men som redovisas ärligt.

Transparens skulle också underlättas av om man, som tidigare diskuterats i kapitlet, kan ta fram IT-baserade beslutsverktyg som gör det möjligt för sparare att på ett informerat sätt välja den sparform som passar bäst för honom eller henne. Ett sådant verktyg skulle stimulera fram en transparent presentation av olika sparalternativ.

Normpolitik

För närvarande förs en debatt om huruvida så kallad normpolitik i olika tappningar är lämplig eller olämplig för den en sund ekonomisk utveckling. Med normpolitik avses att finans- och penningpolitik styrs av exakt definierade mål för inflation, utgiftstak och överskottsmål. En del debattörer vill även införa ett sysselsättningsmål i normpolitiken. Att Sverige klarade sig jämförelsevis bra genom den ekonomiska krisen anses av många debattörer bero på den förda normpolitiken. Andra debattörer pekar på den höga arbetslösheten som rått i Sverige sedan normpolitiken införts (Carlén & Persson, 2012).

Normpolitik innebär att man låter långsiktiga mål styra politiken. Målen är ganska få, fixa och exakt definierade. Man skulle kunna säga att det i termer av Construal Level Theory (CLT) handlar om en politik med lång psykologisk distans där allmänna principer skall följas strikt över en konjunkturcykel. Det handlar inte om att pragmatiskt kryssa sig igenom aktuella problem och möjligheter utan större hänsyn till långsiktiga mål, som skulle vara fallet om distansen vore kort. Samtidigt finns det inom normpolitiken en medvetenhet om problem med att på kort distans genomföra den långsiktigt syftande politik. I normpolitiken ingår nämligen att det finns en oberoende riksbank som skall kunna genomföra finanspolitiska beslut utan påverkan från de politiska partier som för tillfället har makten. Notera här att människor enligt CLT är mer känsliga för socialt tryck när distansen är kort, något som alltså normpolitiken tagit med i räkningen genom lämpliga skyddsåtgärder.

Man skulle kunna säga att normpolitik handlar om att likt Odysseus surra fast sig vid masten för klara sig ur stundens frestelser och i stället fortsätta på en inslagen kurs. Det är lätt att tänka sig att Odysseus fastsurrande vid masten kan var ödesdigert. Till exempel skulle Odysseus' farkost kunna gå på grund om Odysseus inte kan lämna masten för att kunna styra undan. Enligt CLT innebär den långa distansen en risk för önsketänkande och negligering av invändningar som kan riktas mot den kurs som man valt. Observera att den långa distansens principfasthet enligt CLT inte handlar om personlig prestige, vilket i och för sig kan varar av betydelse för principfasthet, utan det handlar om att man helt enkelt ser verkligheten på ett annat sätt från lång distans. Lite enkelt uttryckt, distansen spelar samma roll i vårt tänkande som i vårt seende.

I dagens ekonomiska debatt är långsiktig är ett positivt laddat ord och kortsiktig är negativt. Men lång och kort sikt har sina olika för- och nackdelar precis som i vårt seende. När man skall försöka förstå hur ett objekt är beskaffat varierar man distansen och naturligtvis även synvinkeln för att få ett grepp om föremålet. Det är inte en bestämd distans som är den rätta, utan det är möjligheten att variera distansen som ger god verklighetskontakt och förståelse. I det politiska beslutsfattandet finns ett sådant kryssande mellan kort och lång sikt, medan normpolitiken kan ses som ett försök att ge ökad tyngd åt den långa distansen. Frågan är om tyngden är för stor. Frågan är om det går att hitta ett alternativ till normpolitik, som kombinerar den korta och långsiktens fördelar och motverkar deras nackdelar. I ett sådant kombinerat alternativ skall det finnas möjlighet till varierande av sikten, men samtidigt ett minimerande av inverkan

från socialt tryck. Det måste finnas regler och mål, men de måste vara utformade på ett sätt som medger en avvägning mellan nuets problem och uppnående av långsiktigt önskvärda mål där det även ingår möjlighet omprioritera målen för den ekonomiska politiken. Ett psykologiskt perspektiv skulle kunna inspirera till att reflektera över den nuvarande normpolitiken i de banor som jag nu skisserat.

Amortering av bostadslån

Den stora lånestocken på den privata bostadsmarknaden i Sverige är enligt många bedömare en allvarlig riskfaktor för en finansiell kris. Ökad amortering av bostadslån är en uppenbar väg att minska denna risk. Från ett psykologiskt perspektiv är det lätt att förstå varför amortering för många människor framstår som ett ganska oattraktivt sätt att använda sina pengar. Anta att en persons bostadsskuld är 2 miljoner kr. En amortering med 2 000 kr per månad innebär att skulden minskar med 1,2 % efter ett år. Å andra svarar 2 000 kr per månad kanske mot ca 10 % av månadslönen efter skatt. Detta skall jämföras med den futtiga enprocentiga årliga minskningen av låneskulden, som innebär en lika blygsam minskning av den procentuella minskningen av ränteinbetalningarna. Så här kan man tänka sig att människor tänker, även om det är felaktigt tänkt från en rationell ekonomisk utgångspunkt.

Det ovan givna exemplet visar hur jämförelsepunkter och förlustaversion skulle kunna förklara en motvilja att amortera. Amorteringar ses som en förlust där jämförelsepunkten är månadslönen, vilket gör att upplevelsen av den månatliga förlusten uppstår som stor. Vinsten är minskning av skulden och den framstår som liten i förhållande den totala storleken på skulden. Ytterligare en vinst är att ränteinbetalningarna minskar, men minskningarna är även här obetydliga jämfört med amorteringarnas storlek. Motviljan att amortera stöttas också av det faktum att förluster väger tyngre än vinster och av att vinsten till en del dessutom sker lång fram i tiden i form, när man har på ett eller annat har nytta av en lägre låneskuld, till exempel vid en försäljning av bostaden. Att människor över huvud taget amorterar skulle kunna förklaras med CLT. Vi tänker faktiskt långsiktigt ibland, och vi inser vikten att kunna uthärda kortsiktiga förluster. Sociala normer spelar också en stor roll. I Finland råder normen att man skall vara skuldfri när man blir pensionerad. Amortering ses som ett slags pensionsförsäkring.

Från prospektteorin och relaterade teorier (se ovan avsnittet Vinster och förluster i belöningsystem) kan man spekulera över vilka möjligheter det finns att utforma upp-läggningen och presentationen av amorteringar så att det blir mer lockande för människor att amortera ned sina bostadslån. Finns det möjligheter att få amorteringarna att mer framstå som ett attraktivt sparande? Anta att amorteringarna istället varit vanligt bank-sparande men med samma ränta som låneräntan. Då hade de månatliga inbetalningarna i stället kanske upplevts som förmånligt sparande med god ränta. Inbetalningarna är nu i mindre utsträckning en förlust utan kan ses som uppskjuten konsumtion. Man kan ju ta ut pengarna när man behöver dem. Dessutom, när man sparar är jämförelsepunkten noll kr, det vill säga noll kr i sparande, i stället för låneskuldens totala storlek, som fallet är vid amorteringar. De procentuella ökningarna i sparad kapital blir större och därför mer attraktiva än motsvarande procentuella minskningar av en låneskuld tills man når en punkt som svarar mot halva låneskulden.

Kanske skulle man kunna paketera om amorteringar så att de mer framstår som lönsamt sparande än som långsam avbetalning av en stor skuld. Gjorda amorteringar skulle då uppfattas skulle alltså uppfattas som ett belopp som man sparad ihop. Anta att man för varje kr man amorterar får ett lånelöfte på motsvarande belopp. Amorteringarna skulle alltså bli ett sparande för att kunna ha möjlighet att låna pengar motsvarande det belopp man sparad. Lånelöftet kan förses med garderingar såsom att bostaden fortfarande håller som säkerhet för lånet. Vidare kan man tänka sig att banken tar ut en affärsmässigt rimlig högre ränta på det nya lånet jämfört med det räntan på det gamla bostadslånet. Det kan finnas andra lösningar på hur amorteringar skall kunna uppfattas som att man har sparad ihop det man amorterat, t.ex. att man få poäng motsvarande det amorterade beloppet, som kan ge en förmån av något slag.

Ekonomiska prognoser

Det har tidigare i kapitlet konstaterats att ekonomiska prognoser har en med tiden snabbt avtagande träffsäkerhet. Dessutom kan prognoserna ersättas med enkla ekvationer, som predicerar lika bra som vad skolade ekonomer presterar. Ändå fortsätter prognosmakarna sin verksamhet trots att man år efter år kan konstatera att det inte finns någon nämnvärd korrelation mellan prognoser och hur den verkliga ekonomin förändrar sig efter något år eller så. En anledning till att prognoserna ändå görs kan vara

att prognoserna behövs för att kunna ge underlag för ekonomisk politik, såsom att räkna ut hur stort det så kallade reformutrymmet är i statsbudgeten. Men anledningen kan också vara psykologisk. Beslutsfattare och prognosmakarna tror helt enkelt mer på prognoserna mer än vad som är rationellt berättigat, vilket innebär att de bedömare är överkonfidenta, något som i sin tur kan ha förstärkts av grupptänkande. Olika prognosmakares prognoser brukar vara mycket samstämmiga (se t.ex. Andersson & Aranki, 2009).

Vad skulle hända om ekonomiska beslutsfattare tog på allvar att prognoser har ett ytterst begränsat värde? För att föra resonemanget ytterligare ett steg. Vad skulle hända om beslutsfattarna tog på allvar att det då och då inträffar helt oväntade händelser som har dramatiska händelser för världsekonomin, såsom terrordådet den 11 september 2001 eller Lehman Brothers' konkurs 2008 (Taleb, 2007). Det kan också vara i princip positiva händelser såsom snabba och helt oväntade teknologiska genombrott. Ta t.ex. den explosionsartade utbredningen av sociala medier de senaste åren.

Svaret på min fråga är rimligen att det gäller att utforma ekonomisk politik, som inte bygger på prognoser utan på vad vi faktiskt vet. Vi vet att "svarta svanar" dyker upp då och då. Alltså kan det vara lämpligt att ha en beredskap för sådana händelser. Vi vet, eller borde veta, hur vi prioriterar mellan olika värden. Alltså bör vi satsa på den politik som tillgodoser de värden som är viktigast för oss. Vi vet också mycket om vad som fungerar bra och dåligt i den aktuella ekonomiska situationen, och får på så sätt vägledning om vilka problem som är angelägna att lösa. Och vissa prognoser av icke-ekonomisk karaktär kan vi faktiskt lita såsom när det gäller klimateffekten. Här finns nämligen välgrundad teori att utgå från. Kanske kan ett sådant tänkande, där man fokusera på vad man vet, i stället för vad man tror om framtiden, innebära mindre riskfyllda beslut och en bättre beredskap för en osäker framtid.

Belöningsystem

Som nämnts ovan kan ett antal psykologiska forskningsresultat komplettera ekonomisk forskning om lämpliga belöningsystem i affärsvärlden. Hur skulle man kunna använda dessa resultat för att motverka framtida finansiella kriser? Jag försöker nedan besvara frågan med avseende på tre aspekter: Rättvisa och etik, långsiktighet samt belöningar och bestraffningar.

Rättvisa och etik. En utgångspunkt för att ändra ersättningssystem i en riktning som främjar finansiell stabilitet kan vara att systemet skall uppfattas som rättvist av alla som berörs. Berörda individer och grupper är inte bara de som är direkt involverade i ett belöningsystem (finansiärer, givare och mottagare) utan också andra grupper, såsom kunder, parter som påverkas av ett företags verksamhet och medborgare i allmänhet. Vi har redan konstaterat att rättvisa kan vara viktigare än nivå på ersättningar för de som är mottagare av ersättningar. Strävan efter rättvisa är en mäktig drivkraft. För att en sådan strävan skall kunna fungera stabiliserande gäller det att den delas av alla berörda utifrån en gemensam uppfattning om vad som är ett rättvist belöningsystem. Här kan ingå sådant som rimliga nivåer på ersättningar, att fusk minimeras, att reella prestationer belönas och att långsiktighet, miljökonsekvenser och etiska hänsyn är en viktig del av belöningsystemet. Detta är aspekter som många människor skulle kunna enas om, inklusive aktörer som är direkt involverade i ett belöningsystem. Ett tecken på att så är fallet är det ökade intresset inom näringsliv, och i samhället i stort, för så kallad hållbar utveckling (se Hassel, Larsson & Nore, 2011). Intresset visar sig exempelvis i urvalsprinciper i aktiefonder och vid utformning av kriterier för ersättningssystem (Andersson m.fl., 2011). Vidare finns en positiv attityd hos företag till miljöinvesteringar och en insikt om att de är lönsamma på sikt (Montgomery & Montgomery, 2012). Det finns en klar koppling mellan etik- och miljöhänsyn å ena sidan och långsiktighet å andra sidan, vilket speglas i begreppet hållbar utveckling. Det handlar om en hållbarhet där siktet är inställt många år framåt, vilket borde främja den finansiella stabiliteten. Här kan noteras att enligt Construal Level Theory är moraliska och etiska principer naturligt framträdande när man tänker långsiktigt. Att införa långsiktighet som ett centralt element i ett belöningsystem (se nästa avsnitt) gynnar alltså ett etiskt förhållningssätt.

För att ett ersättningssystem skall fungera väl är det naturligtvis viktigt att även de som är direkt involverade i systemet upplever det som rättvist. Att det på något sätt skall löna sig att göra bra prestationer torde av många av dessa aktörer ses som ett ofrånkomligt krav. Det som då är viktigt är de relativa nivåerna, att de som presterar bättre får mer, och inte den absoluta nivån. Om man kunde få ned de absoluta nivåerna på ersättningar och bonus, men samtidigt anstränga sig mer för att öka den upplevda rättvisan när det gäller relativa nivåer, skulle man kunna få ersättningssystem som skulle kunna fungera bättre trots sänkt absolutnivå. Samtidigt skulle man få ett system som

har en större acceptans hos allmänheten, som framför allt stöts bort av de höga absolutnivåerna på ersättningar i näringsliv och finansvärlden.

Långsiktighet. Bland fondförvaltare är kortsiktiga belöningsystem vanliga i såväl Sverige som i utlandet. Samtidigt finns svaga belägg för att kortsiktiga belöningsystem förbättrar prestationen, medan mycket talar för motsatsen, bland annat att prestationen blir mindre beroende av tillfälliga fluktuationer på aktiemarknaden (Andersson m.fl., 2011). Å andra sidan är det, som vi sett ovan, tveksamt om det i nämnvärd utsträckning existerar en individuell skicklighet hos professionella på aktiemarknaden när det gäller förmåga att ta fram värdepapper som lönar sig på sikt. När det gäller företagsledare är det tydligare att det finns en individuell skicklighet i förmåga att öka företagets prestation mer långsiktigt (Bergström, 2012). Sammantaget finns alltså skäl för att öka utvärderingsintervallen, t.ex. till tre eller fyra års mellanrum (Andersson m.fl., 2011) för att främja en mer stabil ekonomisk finansiell och ekonomisk utveckling, som samtidigt är mer hållbar. Långsiktighet kan också gynnas av att man inte har alltför exakt definierade mått på belöningskriterier, genom att de baseras på en matematisk formel. Så fort måtten blir exakta ökar möjlighet till att genvägar att få ut belöningen som då inte att spegla de prestationer som avses i belöningsystemet. Enligt Andersson m.fl. (2011) är det vanligt bland mindre fondförvaltare att använda belöningsystem som både är mer långsiktiga och dessutom mer kvalitativa i den meningen att belöningarna baseras på fondchefens bedömning av vad från hans eller hennes perspektiv kan anses vara en lönsam prestation.

Det är rimligt att ett intresse i finans- och affärsvärlden att agera för etiskt hållbar utveckling bygger på ett visst mått av idealitet, där det ingår en inre motivation. Om man belönar ett sådant agerande pekuniärt (yttre motivation) finns en risk för att man dödar idealiteten och den inre motivationen. Därför bör man vara varsam med att ekonomiskt belöna beteende som bygger på inre motivation och idealitet. Däremot kan en prestigefylld utmärkelse vara ett lämpligt incitament för sådana prestationer.

Belöningar och bestraffningar. Belöningsystem, bygger normalt på att man belönar goda prestationer, vilket också framgår av namnet på begreppet, och inte på att man bestraffar dåliga prestationer. Samtidigt är väl belagt att förluster väger betydligt tyngre än vinster. Mot den bakgrunden finns det skäl att man i ersättningssystem inför "bestraffningar", som innebär att aktören på ett eller annat sätt får betala för en dålig prestation. För att gynna

finansiell stabilitet skulle det kunna vara lämpligt att genom lämpliga sanktioner få finansiella aktörer att undvika mycket riskabla affärer eller investeringar.

Ett problem med att ha med ett element av att man får betala för oönskat beteende i ett ersättningssystem är att det kan upplevas som oetiskt och kränkande att ha sanktioner, om beteendet ifråga befinner sig på rätt sida om lagen. För att komma förbi detta problem kan man ta hjälp av prospektteorin genom att införa lämpliga jämförelsepunkter, som definierar vad som är "bestraffning". Anta att en aktör får en viss grundsumma pengar till sitt förfogande, som han eller hon får ta ut efter en viss tidsperiod, givet vissa villkor. Ett villkor är att aktören presterat över en viss bestämd nivå. Om den sammanlagda prestationen under perioden ligger under denna nivå, dras pengar av från det angivna beloppet till en viss gräns. Om aktören presenterar bättre än den angivna nivån utgår i stället högre ersättning. En ytterligare sanktionsmöjlighet kan vara att aktören fråntas sitt uppdrag om en nedre prestationsgräns passeras under utvärderingsperioden. Ett sådant ersättningssystem skulle kunna kombinera tre aspekter: långsiktighet, (utvärderingsperioden kan göras lång) möjlighet att motverka underprestationer, och samtidigt undvika att aktören straffas alltför hårt ekonomiskt.

Det ovan skisserade ersättningssystemet skulle kunna kompletteras med ett system som utnyttjar det faktum att vinster tidsdiskonteras snabbare än förluster. Detta skulle kunna ske genom att man under utvärderingsperioden betalar ut en viss ersättning som premierar överprestationer. På så sätt skulle man kunna hålla aktörens motivation uppe under utvärderingsperioden eftersom en väntan att få ut en belöning kan dra ned motivationen olämpligt mycket beroende på snabb tidsdiskontering för vinster.

Disciplinöverskridande kompetens

Det stora misslyckandet med att förutsäga den ekonomiska krisen har lett till självkritik bland ekonomer. Ekonomen Lars Calmfors hävdade nyligen (DN, 2012, 08-21) att en orsak till misslyckandet var en bristande integration mellan olika delområden inom nationalekonomi. Calmfors pläderade också för att företrädare andra discipliner utanför nationalekonomi såsom statsvetenskap och historia skulle kunna bidra med att analysera faktorer som kan förknippas med ekonomiska kriser och därmed öka möjligheten till en mer allsidig analys. Jag skulle vilja hävda att även psykologi kan ge bidrag till sådana analyser.

I detta kapitel har forskning redovisats som visar att professionell expertis inom ett område inte är avgörande för förmågan att göra av händelser som räknas till det egna området (Tetlock, 2005). Viktig var däremot vilken tankestil bedömarna hade. Jag tror ändå att vissa fackkunskaper också har en betydelse för att kunna artikulera en analys av vad som är problematiskt i samhällsutvecklingen inom ett område såsom det ekonomiska området. Samtidigt tror jag i likhet med Calmfors att andra vetenskaper kan ge viktiga kompletterande bidrag till analysen. Mer konkret, vill jag hävda att möjligheten att i tid se tecken på kommande finansiella kriser skulle öka om man i organ som Finanspolitiska rådet och Finansinspektionen ger plats för representanter för andra vetenskapliga discipliner än nationalekonomi. En förutsättning för att detta skall fungera är, som Calmfors påpekar i sin DN-artikel, att det finns intresse från företrädare för icke-ekonomiska discipliner att skaffa sig sådana kunskaper i ekonomi att de vågar delta i diskussioner om nationalekonomiska problem.

Slutsats

Psykologisk kunskap, liksom all annan vetenskaplig kunskap, kan tillämpas på två helt olika sätt. Det ena sättet är att använda kunskap för att kausalt påverka människor. Här kan det handla om manipulation, där en part använder sig av psykologiska kunskaper, för att påverka människor till sin egen fördel, såsom i reklam och propaganda. Det kan också röra sig om en påverkan som är tänkt att vara till fördel för mottagaren, vilket är tanken bakom den välvilliga paternalism som är grundtanken i påverkan genom "nudge"-tekniker.

Det andra sättet är att använda kunskapen för att öka människors förståelse av sig själva och sin omvärld. Här handlar det om att få människor att insiktsfullt och medvetet göra sina egna val i stället för att falla offer för kognitiva bias eller för andra människors och institutioners överlägen i information och makt. Det är denna vision som varit vägledande för de analyser och de förslag som jag gett i detta kapitel. I översikten av aktuella psykologiska forskningslinjer tog jag fram resultat som med exemplifieringar inom det finansiella området visar hur människor aktivt konstruerar sin bild av verkligheten, hur de kan mentalt färdas i tiden och även i rummet, samtidigt som människor inte tycks vara helt medvetna om att sådana mentala resor kan förklara inkonsistenser och bias i deras tänkande. Till sist diskuterade jag hur belöningssystem alltid är bero-

ende av mottagarnas tolkning och egna slutsatser. De åtgärder som jag föreslog för att motverka framtida finansiella kriser bygger alla på ökad information och insikt till olika grupper av aktörer. Det handlar om ökad transparens i olika placeringsprodukter, om en mer nyanserad normpolitik, om att utforma amorteringar så att de upplevs som lönsamt sparande, belöningssystem som gynnar stabilitet i det finansiella systemet och till sist om att bättre än idag i den ekonomiska politiken utnyttja kompetens från olika vetenskaper.

Den finansiella krisen uppstod som en följd av en socialt delad och samtidigt dysfunktionell verklighetsbild kring en illusion om möjligheter till snabba pengar till såväl de besuttna och mäktiga som till den vanliga människan. De åtgärder som jag förslagit i detta kapitel skulle kunna användas för att åstadkomma att olika parter i det finansiella systemet bättre balanserar varandra i nära kontakt med olika sidor av den ekonomiska verkligheten och på så sätt blir åtgärder som vaccinerar mot illusioner om ekonomiska mirakelmediciner.

Referenser

- Ahnlund, L. (2009). *Kasinoekonomins fall*. Stockholm: Leopard Förlag.
- Allardt, E. (1975). *Att älska, att ha, att vara. Om välfärd i Norden*. Lund: Argos Förlag AB.
- Allington, N. F. B., McCombie, J. S. L. & Pike, M. (2011). The failure of the new macroeconomic consensus: from non-ergodicity to the efficient markets hypothesis and back again. *International Journal of Public Policy*, 7, 4–21.
- Andersson, M. K. & Aranki, T. N. (2009). Precisionen hos olika bedömares BNP-prognoser för 2008. *Ekonomiska kommentarer*, 2.
- Andersson, A. & Korling, F. (2012). Bättre reglering av konsumentinformation på området för finansiella tjänster. *Finansmarknadskommitténs Rapport nr 10*.
- Andersson, M., Gärling, T., Hedesström, M. & Biel, A. (2011). Hållbara bonussystem. I L. G. Hassel, L.-O. & E. Nore (Red.), *Hållbar utveckling* (s. 41–49). Studentlitteratur och Pricewaterhousecoopers i Sverige AB.
- Ariely, D. (2008). *Predictably irrational: The hidden forces that shape our decisions*. New York: Harper Collins.
- Asch, S. E. (1951). Effects of group pressure upon the modification and distortion of judgment. In H. Guetzkow (Ed.), *Groups, leadership and men* (pp. 2–11). Carnegie Press, Pittsburgh, PA.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). Managerial miscalibration. *NBER Working Paper*, No. 16215. Nedladdat från <http://ssrn.com/abstract=1640552>
- Berberis, N. (2011). Psychology and the financial crisis of 2007-2008. Yale School of Management. Nedladdat från http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1742463
- Bergström, C. (2012). *Företagsledarens lön*. Stockholm: SNS Förlag.
- Björkman, M. (2012). *Hur mycket går till avgifter vid pensionssparande? Intuitiva skattningar av studenter och banktjänstemän*. C-uppsats, Psykologiska institutionen, Stockholms universitet.
- Bernoulli, D. (1738/1954). Exposition of a new theory on the measurement of risk, *Econometrica*, 22, 22–36.
- Carlén, S. & Persson, C. (2012). *Åter till full sysselsättning*. Stockholm: Tiden.
- Cheema, A., & Papatla, P., (2009). Relative importance of online versus offline information for Internet purchases: Product category and Internet experience effects. *Journal of Business Research*, 63, 9–10.
- Coy, P. (2009). What good are economists anyway? *Business Week*, 16 April 2009. Nedladdat från <http://www.webcitation.org/5pBC0dWfa>.
- Cremers, M., Ferreira, M., Matos, P. & Starks, L. (2011). The mutual fund industry worldwide: Explicit and closet indexing, fees, and performance, *Working paper*, Yale School of Management. Nedladdat från http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1830207
- Davies, H. (2010). *The financial crisis, Who is to blame?* Cambridge UK: Polity Press.
- Devers, C. E., Cannella A. A., Reilly, G. P., & Joder, M. E. (2007). Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments. *Journal of Management*, 33, 1016–1072.
- Eisenstadt, K. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14, 57–74.
- Elnekave, R. (2011). What can the S&P index teach active managers? *The Journal of Investing*, 20 (4), 7–15.
- Eriksson A., Göransson S. & Sverke, M. (2011). Faktisk lön har liten betydelse för arbetsmotivationen: om individuell lön ur ett arbets- och organisationspsykologiskt perspektiv (s. 125–174). I N. Karlsson & A. Thorsten (Red.), *Lönebildning för utvecklingskraft*. Stockholm: Norstedt.
- Eyal, T., Liberman, N., Trope, Y., & Walther, E. (2004). The pros and cons of temporally near and distant action. *Journal of Personality and Social Psychology*, 86, 781–795.
- Festinger, L. (1957). *A theory of cognitive dissonance*. Evanston, IL: Row, Peterson.
- Fischhoff, B., & Beyth, R. (1975). I knew it would happen – Remembered probabilities of once-future things. *Organizational Behavior and Human Performance*, 13, 1–16.
- Finanspolitiska rådet (2010), *Svensk Finanspolitik*. Rapport från Finanspolitiska rådet, 2010.

- Florin, B., Hallock, K. F., & Webber, D. (2010). *Executive pay and firm performance: Methodological considerations and future directions*. Compensation Research Initiative, Cornell University, ILR School, CRI 2010-012. Nedladdat från <http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cri/15>
- Frederick, S., Loewenstein, G., & O'Donoghue, T. (2002). Time discounting and time preference: A critical review. *Journal of Economic Literature*, 40, 351–401.
- Gilovich, T. (1990). Differential construal and the false-consensus effect. *Journal of Personality and Social Psychology*, 59, 623–634.
- Gilovich, T., Kerr, M., & Medvec, V. H. (1993). Effect of temporal perspective on subjective confidence. *Journal of Personality and Social Psychology*, 64, 552–560.
- Jost, J. T. & Kay, A. C. (2010). Social justice. History, theory, and research. In S. T. Fiske, D. T. Gilbert, and G. Lindzey (Eds.), *Handbook of social psychology* (pp. 1122–1165). New York: Wiley.
- Hardie, I. & Mackenzie, D. (2007). Constructing the market frame: Distributed cognition and distributed framing in financial markets. *New Political Economy*, 12, 389–403.
- Hassel, L.-G., Larsson, L.-O. & Nore, E. (Red.), *Hållbar utveckling*. Studentlitteratur och Pricewaterhousecoopers i Sverige AB.
- Hutchins, E. (2010). Cognitive ecology. *Topics in Cognitive Science*, 2, 705–715.
- Kahneman, D. (2003). A perspective on judgment and choice: Mapping bounded rationality. *American Psychologist*, 58, 697–720.
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow*. New York: Farrar, Strauss and Giroux.
- Kahneman, D., & Klein, G. (2009). Conditions for intuitive expertise. A failure to disagree. *American Psychologist*, 64, 515–526.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47, 263–291.
- Kaplan, S. N. & Rauh, J. (2007). Wall Street and Main Street: What contributes to the rise in the highest incomes? NBER Working Paper No. 13270. Nedladdat från <http://www.nber.org/papers/w13270>
- Kirsh, D. (2009). Interaction, external representation and sense making. In N. A. Taatgen and H. V. Rijn (Eds.), *Proceedings of the Thirty First Annual Conference of the Cognitive Science Society* (pp. 1103–1108). Austin, TX: Cognitive Science Society.
- Kau, A. K., Tang, Y. E. & Ghose, S. (2003). Typology of online shoppers. *Journal of Consumer Marketing*, 20, 139–156.
- Kirsh, D. (2010). Thinking with external representations. *AI Society*, 25, 441–454.
- Lepper, M. R., Greene, D. & Nisbett, R. E. (1973). Undermining children's intrinsic interest with extrinsic reward: A test of the "overjustification" hypothesis. *Journal of Personality and Social Psychology*, 28, 129–137.
- Lewis, M. (2010). *The big short: Inside the doomsday machine*. New York; W. W. Norton.
- Liberman, N., & Trope, Y. (1998). The role of feasibility and desirability considerations in near and distant future decisions: A test of temporal construal theory. *Journal of Personality and Social Psychology*, 75, 5–18.
- Lichtenstein, S., Fischhoff, B. & Phillips, L. D. (1982). Calibration of probabilities: The state of the art to 1980 (pp. 306–334). In D. Kahneman, P. Slovic, & A. Tversky (Eds.), *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Lichtenstein, S., Slovic, P. & Zink, D. (1969). Effect of instruction in expected value on optimality of gambling decisions. *Journal of Experimental Psychology*, 79, 236–240.
- Lilienfeld, S. O. Ammirati, R. & Landfield, K. (2009). Giving debiasing away: Can psychological research on correcting cognitive errors promote human welfare? *Perspectives on Psychological Science*, 4, 390–398.
- Loewenstein, G. (1996). Out of control: Visceral influences on behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 65, 272–292.
- McDonald, I. M. (2009). The global financial crisis and behavioural economics. *Economic Papers*, 28, 249–254.
- Medvec, V. H., Madey, S. F. & Gilovich, T. (1995). When less is more: Counterfactual thinking and satisfaction among Olympic medalists. *Journal of Personality and Social Psychology*, 69, 603–610.

- Mitchell, T. R., Thompson, L., Peterson, E., & Cronc, R. (1997). Temporal adjustments in the evaluation of events: The "rosy view." *Journal of Experimental Social Psychology*, 33, 421–448.
- Montgomery, H. (1983) Decision rules and the search for a dominance structure: Towards a process model of decision making. In P.C. Humphreys, O. Svenson, & A. Vári, (Eds.), *Analyzing and aiding decision processes* (pp. 343–369). Amsterdam: North Holland / Budapest: Academic Press Hungary.
- Montgomery, H. (1998). Decision making and action: The search for a dominance structure. In M. Kofta, G. Weary & G. Sedek(Eds.). *Personal control in action: Cognitive and motivational mechanisms* (pp. 279–298). New York: Plenum Press.
- Montgomery, H. (2011). The financial crisis – Lessons for Europe from psychology. *Sieps Report*, 2011:1.
- Montgomery, H. and Adelbratt, T. (1982). Gambling decisions and information about expected value, *Organizational Behavior and Human Performance*, 29, 39–57.
- Montgomery, W. & Montgomery, H. (2012). Varför görs inte lönsamma miljöinvesteringar? *FORES Studie 2012:2*.
- Morningstar (2012). Normanbelopp visar 10-årskostnad. Nedladdat från <http://www.morningstar.se/Article.aspx?title=norman-belopp-fonder-kostnad-10-ar>
- Nisan, M. (1972). Dimension of time in relation to choice behavior and achievement orientation. *Journal of Personality and Social Psychology*, 21, 175–182.
- Norberg, J. (2009), *En perfekt storm: Hur staten, kapitalet och du och jag sänkte världsekonomin*. Stockholm: Hydra Förlag.
- Nussbaum, S., Liberman, N., & Trope, Y. (2006). Predicting the near and distant future. *Journal of Experimental Psychology: General*, 135, 152–161.
- Parmley M. C. (2006). *Effects of the confirmation bias on diagnostic decision making*, Unpublished doctoral dissertation, Drexel University, Philadelphia PA.
- Russo, J. Edward, & Paul J. H. Schoemaker, 1992, Managing overconfidence, *Sloan Management Review*, 33, 7–17.
- Shefrin, H. (2011). *How psychological pitfalls generated the global financial crisis*. SCU Leavey School of Business, Research Paper No. 10–04.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets: An introduction to behavioral finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Skinner, B. F. (1938). *The behavior of organisms: an experimental analysis*. Oxford: Appleton-Century.
- Spengler, P. M., Strohmer, D. C., Dixon, D. N. A, & Shivy, V. A. (1995). A scientist-practitioner model of psychological assessment: Implications for training, practice, and research. *Counseling Psychologist*, 23, 506–534.
- Sugden, R. (2009). On nudging: A review of Nudge: Improving decisions about health, wealth and happiness by Richard H. Thaler and Cass R. Sunstein. *International Journal of Economics of Business*, 3, 365–373.
- Svenska Fondhandlareföreningen (2009). *Branchkod. Version 1 – 2009-09-01. Vägledande riktlinjer för informationsgivning gällande strukturerade placeringsprodukter*. Nedladdat från <http://search.conduit.com/ResultsExt.aspx?ctid=CT3196716&SearchSource=3&q=V%C3%A4gledande+riktlinjer+f%C3%B6r+informationsgivning>
- Svenson, O (1977). Intuitive extrapolation of a growth function. *Scandinavian Journal of Psychology*, 18, 339–344.
- Taleb, N. N. (2007), *The black swan*. London: Penguin Books.
- Tanford, S. & Penrod, S. (1984). Social influence Model: A formalintegration of research on majority and minority influence processes. *Psychological Bulletin*, 95, 189–225.
- Tetlock, P. E. (2005), *Expert political judgment: How good is it? How can we know?* Princeton, NJ.: Princeton University Press.
- Thaler, Richard H. (1981). Some empirical evidence on dynamic Inconsistency. *Economic Letters*, 8, 201–207.
- Thaler, R. H. (2005), (Ed.). *Advances in behavioral finance*. Priceton, NJ.: Princeton University Press.
- Thaler, R. & Sunstein, C. (2008). *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness*. New Haven, Conn.: Yale University Press.
- Trope, Y. & Liberman, N. (2010). Construal-level theory of psychological distance. *Psychological Review*, 117, 440–463.

Tversky A. & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185, 1124–1130.

Tversky, A. & Kahneman, D. (1992). Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 297–323.

Törngren, G. & Montgomery, H. (2004). Worse than chance: Performance and confidence among professionals and laypeople in the stock market. *Journal of Behavioral Finance*, 5, 148–153.

Villejoubert, G., & Vallée-Tourangeau, F. (2011). Constructing references in the physical world: A distributed-cognition perspective on preferences and risky choices. *Frontiers in Psychology*, 2, 302–304.

Wagenaar, W. A. & Timmers, H. (1979). The pond-and-duckweed problem: Three experiments on them misperception of exponential growth, *Acta Psychologica*, 43, 239–251.

Weller, A., Villejoubert, G., and Vallée-Tourangeau, F. (2011). Interactive insight problem solving. *Thinking and Reasoning*, 17, 424–439.

Williams, M. L., McDaniel, M. A. & Nguyen, M. T. (2006). A meta-analysis of the antecedents and consequences of pay level satisfaction. *Journal of Applied Psychology*, 91, 392–413.

Wissén, P. & Wissén, U. (2011). *Finanskrisen förklarad*. Stockholm: Ivrig+Fores.

Konferens om Framtidens finansmarknad

Den 11 december 2012 anordnade Finansmarknadskommittén en konferens där respektive författare presenterade de i antologin ingående rapporterna. I samband med detta genomfördes också två paneldebatter; en om marknadens struktur och en om den mänskliga faktorn och inkomstfördelning.

Session 1: Marknadens struktur

Karolina Ekholm, Riksbanken, Finansmarknadens globalisering – effektivitet vs stabilitet
Daniel Sachs, Proventus, Kapitalförsörjning och finansiell intermediering i framtiden
Samtal på scen om marknadens struktur, Moderator Pehr Wissén

Deltagare:

Karolina Ekholm, riksbanksdirektör,
Daniel Sachs, vd Proventus,
Mikael Estvall, Fixed Income Sverige NasdaqOMX,
Thomas Östros, vd Bankföreningen
Olle Zetterberg, vd Stockholm Business Region

Session 2: Den mänskliga faktorn och inkomstfördelning

Paolo Sodini, Handelshögskolan, Consumer and financial markets
Henry Montgomery, Stockholm universitet, Möjligheter att motverka finanskriser:
Lärdomar från psykologi

Jesper Roine, SITE, Finanskriser och inkomstfördelning
Samtal på scen om den mänskliga faktorn och inkomstfördelning

Deltagare:

Paolo Sodini, professor Handelshögskolan,
Henry Montgomery, professor emeritus Stockholm universitet,
Jesper Roine, Phd SITE,
Johanna Lybeck-Lilja, statssekreterare Finansdepartementet,
Christina Lindenius, vd Svensk Försäkring

I följande avsnitt finns ett översiktligt referat från samtalen.

Så ska framtidens företag finansieras – Om förändringar i finansmarknadens struktur

Företagsobligationer får en allt viktigare roll för företagets finansiering i framtiden. En bredare finansieringsbas är positivt, men förändringen måste drivas av affärsmässighet, och marknaden lider av bristande transparens.

Dagens finansmarknad präglas av finanskrisen, och av de snabba regelförändringar som pågår. Effekterna kommer att bli stora, men det är ännu oklart exakt hur de kommer att se ut.

En högre kapitaliseringsgrad i bankväsendet är nödvändig, liksom bättre tillgång till likviditet och större buffert, hävdar Thomas Östros, vd för Bankföreningen. Men det måste utformas så att inte den reala ekonomin drabbas av kreditåtstramning. Reglerna stramas nu åt för att ta ner riskerna, även om åtstramningen inte matchar den som pågår i södra Europa där bankerna bidrar till att dra ner ekonomin ytterligare.

För företagets del är det avgörande att finansieringen fungerar, och särskilt för medelstora och mindre företag är det idag ett tilltagande problem att få finansiering, enligt Olle Zetterberg, vd för Stockholm Business Region.

När Nasdaq OMX i början av december öppnade sin nya marknad för handel av företagsobligationer anpassad till små och medelstora företag är det därför ett tecken i tiden. Mikael Estvall, chef för Fixed Income på NasdaqOMX, betonar inflytandet av den förändrade marknadsstrukturen och de förändrade regelverk som kommer nu.

Företagsobligationsmarknaden har en intressant framtid, enligt Thomas Östros. Att företag får en större palett att välja mellan är positivt menar han, men det är samtidigt viktigt att utvecklingen drivs av affärsmässighet, inte av reglering. En värdepapperisering ger inte i sig ökad stabilitet. Hans slutsats är att banker kommer att ha en fortsatt stor roll som aktörer mot företagssektorn både i Sverige och Europa.

Men bankerna kommer inte att kunna ta samma del av företagens finansiering som förr, hävdar Daniel Sachs, vd för Proventus. Förr fanns all kreditkompetens hos bankerna, men över tiden kommer den att bli mera spridd menar han.

Men det handlar inte om antingen eller, en mera utvecklad företagsobligationsmarknad blir ett komplement och det är ofta en nog så intressant affär för bankerna att hjälpa sina kunder ut på kapitalmarknaden.

Företagsobligationsmarknaden är dock fortfarande underutvecklad enligt Sachs. Det Bland annat är transparensen fortfarande för dålig; trots att samma regler ska gälla för företagsobligationer som för statsobligationer så har Finansinspektionen medgett ett undantag för företagsobligationer som i realiteten innebär att det inte finns någon handelsstatistik.

Daniel Sachs ser risker i utvecklingen. Förr betydde bankfinansiering striktare begränsningar, men billigare finansiering, idag är det ibland både billigare och friare att finansiera sig på obligationsmarknaden. Det finns en risk för backlash om marknaden inte växer med kvalitet.

Marknaden präglas idag av låg transparens, det är enligt Sachs en mycket stor skillnad mellan aktiemarknaden och obligationsmarknaden, där den senare är långt ifrån lika genomlyst. Han menar att det finns fördelar för alla marknadens aktörer med att landa mellan dagens låga insyn och den som råder på aktiemarknaden.

Reglerna är anpassade, hävdar Mikael Estvall på NasdaqOMX, bland annat med lägre krav på finansiell historik. Han förordar samma krav och samma standard som för statsobligationer, ökad transparens och ett kreditindex. Kravet på rapportering klockan nio nästa dag är inte heller orimligt, den transparensen behövs. Han ser fortfarande friktion och obalanser som bromsar marknaden från att ta fart.

Det är viktigt för företagen med finansiering både via banker och via obligationsmarknad menar vice riksbankschef Karolina Ekholm som också betonar hur viktigt det är med en hög transparens som en central motpart som Nasdaq kan ge.

Frågan är om en framväxande företagsobligationsmarknaden blir europeisk eller svensk. Liknande problem med företagsfinansiering finns i andra länder, men med en fungerande inhemsk marknad är det bra att börja där, även om det är viktigt att undanröja hinder för en internationalisering hävdar Karolina Ekholm

Det är överhuvudtaget viktigt att lyfta det positiva med internationalisering av finansmarknaden, enligt Thomas Östros, alla länder kommer inte att betona det, utan istället använda krisen för att skydda sig. Sverige har inget att vinna på en protektionistisk trend.

Mer information – och rätt information

– Om den mänskliga faktorn och hushållens roll på finansmarknaden

De senaste decennierna har karaktäriserats av att fler ekonomiska beslut har förskjutits till hushållen, samtidigt som finansmarknaden blivit allt mer komplex. Vad innebär det för individen och ekonomin, och vilka åtgärder kräver det inför framtiden?

Mer utbildning i matematik och finans, mer forskning kring finansmarknaden, och mer pengar till tillsyn. Det är en del av lösningen på dagens situation enligt Finansdepartementet. Men man kommer inte att nå ett läge där alla konsumenter kan allt om finansmarknaden, och därför måste det bli svårare att välja fel, anser Johanna Lybeck-Lilja, statssekreterare på Finansdepartementet. Enligt henne bör det övervägas om alla finansiella produkter ska erbjudas till alla konsumenter. Man ska inte heller få sälja produkterna över telefon. Hon vill se mer transparens, och mer information om den långsiktiga kostnaden på finansiella produkter. Man bör även se över lagstiftningen kring de olika rollerna i en bank, om man fungerar som säljare eller rådgivare, och hårdare reglera den växande branschen med snabbblån. Samtidigt ska rörligheten och konkurrensen öka genom att man gör det enklare att byta bank.

Kunskapen om och forskningen kring hur individen fungerar i de här sammanhangen är viktig, och leder förhoppningsvis till bättre finansiell information, bättre finansiella produkter och bättre lagstiftning, menar Christina Lindenius, vd för Svensk Försäkring. Finanskrisen har lett till ett kraftigt minskat förtroende för finansmarknaden bland konsumenterna. En välfungerande ekonomi kräver en välfungerande finansmarknad. Det bygger i sin tur på att det finns tilltro till systemet. Tilltro till systemet är därför en förutsättning för tillväxt.

För att skapa det förtroendet krävs bl.a. transparens och bra konsumentinformation, och vi ser nu högre krav och mer nya regler. Men den stora frågan är enligt Christina Lindenius inte mängden information utan om konsumenterna verkligen får relevant information, om de förstår den, och om de läser den.

Fokus ligger ofta på vilken finansiell produkt kunden ska välja, inte vilket grundproblem han eller hon vill lösa, och vilka förutsättningar den enskilde individen har för att lösa detta problem.

Som svar på krisen säger lagstiftarna att folk måste skyddas, men också att mer information är lösningen. Det låter bra, men det viktiga är att man skyddar konsumenterna genom att försäkra sig om att de får rätt information och en sådan information som de kan förstå och ta till sig, menar Christina Lindenius.

Även Paolo Sodini, associate professor vid Handelshögskolan i Stockholm, ser bristen på förtroende som ett stort problem. Och han tycker att det är positivt att lagstiftningen går framåt, men påpekar också att "one size does not fit all". Man måste se till problemet och till vem personen är. En effektiv lagstiftning bör utformas för att kunna använda denna information för att rikta och anpassa konsumentskyddsinstrument och åtgärder.

Debatten efter finanskrisen har handlat mycket om det bristande förtroendet för en bransch där etiken har ifrågasatts. Girighet har varit ett hett ämne, liksom om mer etik i utbildning skulle vara en lösning.

Det man kan vara helt säker på när det gäller bonussystem är att folk försöker fuska, hävdar Henry Montgomery, professor emeritus i psykologi vid Stockholms universitet. Men girighet är inte det största problemet, utan just asymmetrisk information, betonar även han.

En diskussion som blivit vanlig efter finanskrisen är att ojämlikhet och ekonomiska klyftor skulle vara en möjlig orsak till krisen. Enligt Jesper Roine, associate professor vid Stockholm Institute for Transition Economics, SITE, finns det visst stöd för detta när det gäller den senaste krisen i USA men däremot inga tecken på ett allmänt samband. Vidare poängteras också att det inte är ojämlikheten i sig som är problemet. Det finns en stor acceptans, även för relativt stora skillnader, om den kommit till stånd på ett sätt som går att förklara och som känns rättvist. Detsamma gäller det omvända. Om allt för många känner att ett system är orättvist, så kommer det att leda till missnöje och oro, även om de har fel. Så om man ska ha en fungerande finanssektor så måste den uppfattas rätt.

Vi har den marknad vi förtjänar anser Johanna Lybeck-Lilja. Förhoppningen att ökad konkurrens skulle tränga ut de sämre alternativen föll inte in. Det har gjorts misstag eftersom det här inte är någon perfekt marknad med tanke på informationsasymmetrin. Ingen läser det finstilt, och då är det statens och finansmarknadens gemensamma

ansvar att se till att förmedla riskerna, kostnaderna och förväntad avkastning för olika produkter. Arbetet pågår också om att skapa ett gemensamt EU-faktablad på området. Men det allra bästa man kan göra för konsumenternas skull är enligt henne att se till att undvika finanskriser. Det handlar bland annat om att minska risktagandet i finansindustrin och om att öka kapitalkraven. Hushållens skuldsättning har heller aldrig varit så hög som nu, och det är viktigt att hitta ett sätt att öka amorteringarna, något som de allra flesta konsumenterna skulle gynnas av.

Det finns en rad faktorer som lett till dagens situation, menar Christina Lindén. Den ekonomiska politiken, finansmarknaden själv och skuldsättningsnivån. Men de faktorerna kommer att finnas med även i framtiden, så när man lagstiftar är det avgörande att skapa en miljö för bättre tillväxt. Det handlar om att hitta en balans. Idag krockar regleringarna ibland med målen för tillväxt.

