

Bubblor och beslutsunderlag: Fastighetsvärderingar under boomen 1985–1990

Ofta råder kontroverser huruvida en viss episod var en bubbla eller inte. Detta sammanhänger både med oklarheter i begreppet och brister i det empiriska materialet. I artikelns första del hävdas att en prisuppgång är en bubbla om centrala aktörer haft irrationella förväntningar om fundamenta eller varit delar i institutioner som gjort det rationellt för den enskilde aktören att ta lätt på fundamenta. I artikelns andra del presenteras en empirisk studie om fastighetsvärderingar under perioden 1980–1996. Det centrala resultatet är att fastighetsvärderingarna under boom-åren hade egenskaper som gjorde dem olämpliga som underlag för kreditgivning. Detta pekar på att centrala aktörer inte agerade utifrån rationella förväntningar om fundamenta, d v s att det var en bubbla.

Från 1985 till 1990 steg priserna kraftigt på kommersiella fastigheter (kontor, hotell, affärer, bostadshyreshus). Jaffe [1994, s 11] anger att den reala prisnivån mer än fyrdubblades på kommersiella fastigheter exklusive bostadshyreshus, mellan 1980 och 1990. För bostadshyreshus uppges den reala prishöjningen till 60 procent. 1993 hade prisnivån fallit till hälften av 1990 års nivå för bostadshyreshus och till en tredjedel av 1990 års nivå för övriga kommersiella fastigheter.¹

Det finns två huvudtolkningar av detta förlopp. Enligt den ena tolkningen var prisutvecklingen en bubbla. Karl-Henrik Pettersson [1993, s 65] skriver att "någonstans på vägen förlorades verklighets-

förankringen". Ragnar Lindgren skrev i vad som kom att visa sig vara boomens slutskede: "Exempelvis förefaller det väl inte uteslutet att vi nu ser en spekulationsbubbla på kontorsfastigheter i Stockholm" [Lindgren 1989 s 11]. Li Malmström [1995] menar att det fanns en rad signaler om att marknaden skulle vända, men att aktörerna på marknaden inte ville se dessa.

Enligt den andra tolkningen var de kraftiga prisstegringarna i huvudsak motiverade av "fundamenta", bl a stigande hyresnivåer och låga kapitalkostnader sammanhängande med hög inflation och ett nominellt skattesystem, se tex Jaffe [1994, s 15]. Det som i denna tolkning gjorde att prisnivån sedan föll kraftigt var ett antal oförutsägbara händelser: Gulfkriget, den tyska återföreningen (med stigande ränta som följd) samt att låginfla-

HANS LIND är docent i national-ekonomi och verksam vid avdelningen för bygg- och fastighetsekonomi, KTH, och forskar bland annat om metoder vid fastighetsvärdering och om bostadsmarknaden.

¹ Det finns betydande mätproblem så man ska inte ta Jaffes precisa siffror på så stort allvar.

tionspolitiken i Sverige blev handling och inte bara ord².

Dessa båda tolkningar tycks finnas för i stort sett alla perioder i historien med dramatiska prisstegringar och prisfall på tillgångar, se Garber [1990]. Denna oenighet kan i princip sammanhånga med två saker: Att personerna är oeniga om innebörden i begreppet bubbla eller att det saknas empiriska data som gör det möjligt att entydigt avgöra vad som egentligen händer. I det första fallet är man överens om alla sakförhållanden, men eftersom man lägger in olika innebörd i begreppet bubbla kommer man fram till olika etiketteringar av dessa sakförhållanden.

För att komma vidare i debatten kan det därför vara nödvändigt att både analysera begreppet bubbla mer ingående och att få fram ytterligare empiriskt material. Nästa avsnitt ägnas åt den första frågan. Därefter kommer ett avsnitt om vilken typ av empiriska studier som, givet den föreslagna definitionen, kan bidra till att avgöra om en viss episod var en bubbla eller inte. Detta leder fram till stånpunkten att kunskap om kvaliteten i beslutsprocessen är viktig och i avsnittet därefter presenteras resultat från en just avslutad studie av fastighetsvärderingar under perioden 1980-1996.

Begreppet bubbla

Standarddefinitioner

En ofta citerad definition är den som presenterades i Stiglitz [1990, s 13]:

"If the reason for the price is high today is only because investors believe that the selling price will be high tomorrow – when "fundamental" factors do not seem to justify such a price – then a bubble exists."

Denna definition innehåller både en karakterisering av prisnivån – att priserna är

väsentligt högre än vad som kan motiveras av fundamenta – och en teori om varför priserna är så höga. Denna teori säger i princip att priserna är höga idag för att köparna räknar med att kunna sälja vidare till ett ännu högre pris i morgon.

Problemet med Stiglitz definition är att det kan finnas andra förklaringar än detta till att det betalas priser som är högre än vad som kan motiveras av fundamenta. Tänker vi på köp av en kommersiell fastighet är ju de fundamenta som ska bestämma det "rimliga priset" dels förväntade driftnetton från ett innehav av fastigheten, dels ett rimligt räntekrav på placeringen. (Bakom dessa faktorer finns sedan t ex olika makroekonomiska faktorer.) Ett orimligt högt pris skulle därmed kunna betalas därför att aktörerna har *irrationella förväntningar* om framtiden eller ett irrationellt lågt räntekrav. Även detta bör rimligen ses som en bubbla.

En tredje tänkbar förklaring till att en köpare betalar priser över vad som kan motiveras av fundamenta är att någon annan i praktiken tar smällen om det går åt skogen – utan att denne tar betalt för att bära risken. Köparna kan vara medvetna om att priset är högre än vad fundamenta kan motivera, men på vad vi kan kalla *irrationella institutioner*, är detta pris ändå nyttomaximerande för de individer som fattar köpbeslutet. Att t ex banken tar en risk utan att ta betalt för den kan i sin tur sammanhånga med irrationella förväntningar i banken, eller att det finns irrationella institutioner på högre nivå, så att även bankens ägare kan få någon annan att ta smällen. En irrationell institution är alltså något *som gör det rationellt för en aktör att inte grunda sina beslut på fundamenta*. Ett exempel kan vara att en "principal", t ex en bankledning eller en

² Det finns naturligtvis också personer som intar en mellanställning och menar att det var en kombination av fundamenta och annat, se t ex Söderström (red), [1993 s 82].

reglerande myndighet, utformat incitament och kontrollsystem på fel sätt. Ett tema i analyser av fastighetskriser har varit olika former av principal-agentproblem, se t ex Cole & Eisenbeis [1996].

Accepteras detta resonemang blir en central fråga att närmare precisera vad vi ska mena med irrationella förväntningar. Innan vi går in på det kan vi nog slå fast att prisutvecklingen på den svenska fastighetsmarknaden knappast var en bubbla i Stiglitz mening. Mycket talar för att många som köpte fastigheter i slutet av 80-talet, och många kreditgivare som finansierade köpen, bedömde att det ekonomiska överskottet på innehavet på sikt skulle förränta investeringen.

Irrationella förväntningar

På denna punkt finns både en filosofisk och en ekonomisk diskussion. Den filosofiska diskussionen handlar om vad som är rationellt att tro. Nozick skriver i detta sammanhang:

"Two themes permeate the philosophical literature. First, that rationality is a matter of reasons. A belief's rationality depends upon the reasons for holding that belief. [...] Second, that rationality is a matter of reliability. Does the process or procedure that produces (and maintains) the belief lead to a high percentage of true beliefs?" (Nozick [1993], s 64)

I den ekonomiska litteraturen dominerar den andra aspekten. I en klassisk bok om rationella förväntningar (Begg [1982]) beskrivs grundtanken i dessa teorier bland annat på följande sätt.

"The Rational Expectations Hypothesis asserts that individuals do not make systematic mistakes in forecasting the future." (s xi)

"the assertions is that guesses about the future must be correct on average if

individuals are to remain satisfied with their mechanism of expectations formation." (s 29)

Enligt min bedömning kan Beggs definitioner fungera för kortsiktiga upprepade prognoser, t ex av börskurser eller väderleken, men de förefaller oanvändbara för att bedöma om aktörerna på den svenska fastighetsmarknaden åren 1988-1990 hade rationella förväntningar eller inte. Vad ska vi i sådana sammanhang mena med *systematiska fel*? Vilka aktörer och vilken tidsperiod ska vi utgå från när vi ska avgöra om aktörerna *i genomsnitt* hade rätt? Att tro att det fanns någon form av gemensam modell som styrde förväntningarna är knappast heller realistiskt, särskilt som fastighetsekonomen själva inte har någon sådan.³

Den första infallsvinkeln hos Nozick förefaller mer fruktbar. Detta synsätt finns även hos vissa ekonomer som studerat bubblor. Garber [1990, s 52] menar t ex att under ett antal klassiska sk bubbler så använde aktörerna *bästa tillgängliga ekonomisk teori*, dvs de hade goda skäl för att betala de höga priserna. Med tanke på svårigheterna att avgöra vad som är bästa tillgängliga ekonomiska teori bör vi nog vara lite mer liberala än Garber och säga att den är rationell som samlar in "tillräckligt" med information och som *inte* använder teorier som så gott som alla experter har förkastat.⁴ Nozick tar emellertid upp ytterligare en aspekt och det är att:

³ Jag utgår från att påståenden om förväntningar ska tolkas "realistiskt" och inte bara ses som ett instrument att generera förutsägelser om beteende.

⁴ För att inte göra artikeln ännu längre bortser jag från att det ibland kan vara rationellt att utan egen analys göra det som någon annan gör, t ex en som det är rationellt att tro gör en sådan analys.

"A rational person, ... , will be self-conscious about possible biases in her own intellectual functioning and in the information she receives" (s 100)

I detta krav ingår rimligen också att överväga alternativa teorier och förlopp.

Den precisering som gjorts så här långt innehåller fortfarande mycket vaghet: Vad är "tillräckligt med information", "så gott som alla experter" och vilka alternativa förlopp borde man ha övervägt? Att på ett allmänt plan försöka precisera dessa begrepp är knappast meningsfullt, utan det sker lämpligen i samband med en specifik empirisk analys. Dessutom ska vi knappast vara förvånade om det finns grader av rationalitet och därmed också extrema och mindre extrema bubbelinslag på en marknad.

Hur avgör man om en viss episod är en bubbla?

Den grundläggande strategin i den ekonomiska litteraturen för att avgöra om något är en bubbla är att först formulera en teori/modell om sambandet mellan fundamenta och tillgångspriset i fråga. Därefter skattas detta samband för en längre tidsperiod och en bubbla är det i princip om priserna under en viss period är väsentligt högre än vad den skulle vara om priserna bestämdes av de samband som skattats. Bourassa & Hendershott [1997] är ett aktuellt exempel på denna strategi.

Som påpekats av bl a Flood & Hodrick [1990] kan oenighet om huruvida något är en bubbla eller inte sammanhänga med oenighet om hur denna modell för fundamenta ska specificeras. Det som ser ut som en bubbla är kanske resultatet av att man använt fel modell rörande fundamenta. Detta kan naturligtvis – som alltid! – vara fallet, men är enligt min mening inte det allvarliga problemet med den aktuella strategin. Man kan ju relativt lätt testa en ny modell om det framförs specifik kritik. Och säkra kan vi ju aldrig vara i vetenskap.

Låt oss därför ställa saken på sin spets och anta att det finns en modell/teori av denna typ som av alla anses bättre, och att priserna under perioden T är väsentligt högre än vad denna modell/teori säger att de borde vara. Accepterar vi den föreslagna definitionen av bubbla *så räcker dock inte detta för att visa att det var en bubbla*. Aktörerna på den aktuella marknaden kan ju ha haft goda skäl för att tro att den aktuella modellen/teorin inte längre var tillämplig på grund av vissa strukturella förändringar i ekonomin. Efter något år visar det sig dock att de hade fel och priserna föll kraftigt, men min poäng är bara att *aktörerna under perioden T kan ha varit rationella fastän priserna avviker från vad de "borde" vara enligt den teori som stämt mycket bra fram till denna tidpunkt*. De kan tvivla på den accepterade teorin utan att för den skull ansluta sig till någon specifik teori som experterna redan förkastat. För att kunna bedöma om något är en bubbla krävs därmed mer direkt information om hur beslutsfattandet gick till. Hade aktörerna goda skäl eller inte? Vad var kvaliteten på de framtidsbedömningar som gjordes och det beslutsunderlag som användes?⁵

Fastighetsvärderingar 1980–1996

Studiens uppläggning och övergripande aspekter

Den första utgångspunkten i studien var att bankernas utlåning till fastighetsköp och fastighetsbolag var en nödvändig förutsättning för att priserna kunde nå de höga nivåerna i slutet av 1980-talet. Den andra utgångspunkten var att kreditgivning till fastighetsköp eller fastighetsbolag baserades på dessa värderingar (se text

⁵ På motsvarande sätt räcker det inte att visa att en modell med fundamenta kan förklara priserna för att hävda att det inte var en bubbla.

Pettersson [1994] s 220). Med bland annat detta som bakgrund undersöktes hur fastighetsvärderingarna utformades före, under och efter boomen.⁶

Hösten 1996 kontaktades ett antal företag som arbetar med fastighetsvärderingar, och vi mötte ett i huvudsak positivt gensvar. Hos de företag som ställde upp gjordes ett slumpmässigt urval av värderingar av (större) kommersiella fastigheter. Med hjälp av ett analyschema gick vi igenom värderingsutlåtanden och kodade varje värdering i ett antal olika avseenden. De utvalda värderingarna är sannolikt bättre än genomsnittet i och med att mer osärliga aktörer slagits ut. Denna brist på representativitet behöver dock inte vara en nackdel. Kvaliteten på värderingar gjorda av välrenommerade företag och värderare är särskilt intressant för att bedöma kvaliteten i beslutsprocesserna.

I *Tabell 1* framgår antalet värderingar i studien från olika tidsperioder. Periodindelningen knyter an till olika faser i cykeln, med 1991 som ett "gränsår".

Tabell 1 Antal studerade utlåtanden fördelade på tidsperioder.

Period	Antal utlåtanden
1980-1984	20
1985-1990	45
1991	10
1992-1996	25

De aktuella värderingarna syftade alla till att få fram ett marknadsvärde, normalt definierat som mest sannolikt pris vid en normal försäljning. Marknadsvärdet gäller ett visst datum, i regel i närheten av det datum som värderingen görs. Det finns två huvudmetoder att bedöma ett marknadsvärde på en fastighet. Det ena är ortsprismetoden, d v s det sannolika priset bedöms utifrån vad som nyligen betalats för liknande fastigheter, ofta normerat som pris per kvm, pris per hyreskrona eller pris per driftnettokrona. Den andra

metoden innebär att sannolikt pris bedöms utifrån vilken framtida avkastning som ett innehav av fastigheten ger. Det finns flera varianter av denna metod, men den som idag dominerar är en kassaflödesanalys ur ett innehavarperspektiv. Utgångspunkten är då i regel vad aktörerna på marknaden tror om framtida kassaflöden och vad dessa aktörer bedöms ha för avkastningskrav, d v s värderaren gör i denna variant ingen egen framtidsbedömning.

I de studerade värderingsutlåtandena var det vanligt att *både* använda en ortsprismetod och en avkastningsbaserad uppskattning av marknadsvärdet. Detta är i linje med särskilt amerikansk praxis. På denna punkt har det inte skett några större förändringar under den aktuella perioden.

Det bedömdes som särskilt intressant att se på hantering av osäkerhet. Gav t ex värderingarna sken av en större säkerhet än som rimligen var motiverat? Vi frågar oss också om det fanns aspekter som utifrån den tidens värderingskunskap borde lyfts fram mer.

Osäkerhet i uppskattningen av marknadsvärdet

Osäkerhet i samband med fastighetsvärderingar har flera sidor. Den första rör osäkerhet i själva uppskattningen av marknadsvärdet. Ett sätt att markera att uppskattningen av ett marknadsvärde är osäkert är att ange ett intervall för värdet och inte en punktskattning. I *Tabell 2* kan vi se att före och under boomen dominerade punktskattningar och mycket snäva intervall. Idag är det dock ovanligt att det bara anges en punktskattning.

Inget sägs om sannolikheten för att marknadsvärdet ligger i det aktuella intervallet och några närmare motiv för intervalllets storlek ges sällan. Finns komment

⁶ En mer ingående beskrivning finns i Ekelid & Lind [1997].

Tabell 2 Hur slutresultatet redovisas. Andel av samtliga utlåtande från en viss tidsperiod.

Period	Enbart punktskattning (%)	Intervall 1-4 % (%)	Intervall 5-9 % (%)	Intervall 10- % (%)	Intervall ospecificerat % (%)
1980-84	40	10	25	25	-
1985-90	38	11	35	13	2
1991	20	10	20	40	10
1992-96	8	12	48	12	20

Tabell 3 Skillnad i resultat när flera metoder används.

Period	Utlåtande med flera punktskattningar (st)	Samma resultat (%)	Skillnad 1-4 % (%)	Skillnad 5-9 % (%)	Skillnad >10% (%)
1980-84	9	22	22	33	22
1985-90	23	9	44	17	30
1991	9	-	56	22	22
1992-96	16	12	31	25	31

tarer var det hänvisningar till den allmänna osäkerheten vid värderingar och inte knutet till underlaget i det aktuella fallet.

Den fråga man kan ställa så här långt är om inte en bank som ger lån till en stor del av marknadsvärdet borde ha efterfrågat en bedömning av osäkerheten i värdeuppskattningen.

Ovan nämndes att det var vanligt att använda flera metoder parallellt vid uppskattningen av marknadsvärdet. Att använda flera oberoende metoder kan ses som ett sätt att minska risken för felaktiga värderingar och vara ett argument för att man bör lita på den aktuella uppskattningen. Detta förutsätter dock att uppskattningarna verkligen är oberoende av varandra. Flera omständigheter talar dock emot att så verkligen var fallet, och då kan resultatet vara att användarna tror att värderingen är relativt säker.

I *Tabell 3* redovisas skillnaden mellan värdeuppskattningen när två olika metoder används. Där framgår att i ungefär

hälften av fallen var skillnaden mindre än 5 procent.

Eftersom båda metoderna i sig har stor osäkerhet⁷ är så små skillnader ytterst osannolika om uppskattningarna verkligen var oberoende. Tänker vi på Nozicks syn på vad det innebär att vara rationell borde en användare undrat över detta resultat! På direkta frågor till värderarna har också framkommit att någon form av iterativt förfarande använts för att närma resultaten till varandra, men detta framgår inte av utlåtandena.

Koppling mellan olika delar av värderingen

När avkastningsbaserade metoder används är räntekravet på eget kapital en mycket viktig faktor för det uppskattade

⁷ En rad engelska studier har t ex visat att det är betydande spridning i resultat även om värderare ställs inför samma material.

värdets storlek. I *tabell 4* har vi sammanställt inflationsantagande i värderingen och antagande om räntekrav på eget kapital.

Tabell 4 Kalkylförutsättningar i kassaflödesmetoden

Period	Inflationsantagande genomsnitt (%)	Räntekrav eget kapital, genomsnitt (%)
1980-84	9	20
1985-90	6	12
1991	6	13
1992-96	4	12

Ser vi skillnaden mellan dessa som det reala räntekravet var det alltså nere på 6 procent under andra halvan av 1980-talet. Detta innebär ur ett historiskt perspektiv antingen ett mycket lågt reallt räntekrav eller ett mycket lågt risktillägg. I värderingar med kassaflödesmetoden från slutet av 1980-talet noteras i ett antal fall att innehavet, givet normal belåning, ger ett negativt kassaflöde under åtminstone en 5-årsperiod. Hela lönsamheten beror då av värdet efter fem år. Detta är normalt något som borde göra fastighetsinvesteringen relativt riskfylld. I de aktuella värderingarna finns emellertid ingen kommentar till den anmärkningsvärda kombinationen av negativa kassaflöden under en lång period och ett lågt reallt räntekrav. Återigen kan man fråga sig om inte rationella användare borde ha ställt en rad frågor innan de agerade med värderingarna som grund.

Känslighetsanalys

När avkastningsbaserade metoder används är det möjligt att göra en känslighetsanalys. Vad händer med värdet om hyrorna antas stiga lite mindre eller om avkastningskravet höjs något? Under boom-åren förekom i stort sett inga känslighetsanalyser, trots att metoden var väl

känd. Under perioden 1992-1996 förekom en sådan analys i nästan hälften av värderingarna. Som en av våra kontaktpersoner uttryckte det: Under boomen ville inte uppdragsgivarna/fastighetsägarna att det skulle pratas så mycket om osäkerhet.

Värdets stabilitet

Så här långt har resonemangen gällt osäkerhet i uppskattningar av värdet. En annan typ av osäkerhet rör värdets stabilitet. Vad kommer att hända med värdet i framtiden? Vad finns det för hot och möjligheter? De aktuella värderingarna yttrar sig formellt endast om värdet vid en viss tidpunkt. Under perioden 1985-1990 förekom i en tredjedel av värderingsutlåtandena explicita formuleringar – s k fri-skrivningar – rörande att värderingen *inte* innebär något som helst uttalande om det framtida värdet. Sådana formuleringar fanns inte i de äldre värderingarna och förekomsten under boomen speglar kanske en känsla av osäkerhet om framtiden hos vissa värderare.

I en klassisk lärobok i fastighetsvärdering – Ratcliff [1965] – betonas att den framtida värdeutvecklingen är särskilt viktig vid värdering för kreditgivning. Det är ju i framtiden som låntagaren kan råka in i problem och banken bli beroende av säkerhetens värde. Att kreditgivare förlitade sig på värderingar som *överhuvudtaget inte diskuterade framtiden* är då ett tecken på bristande rationalitet. Observera att även när värderingen byggde på en kassaflödesanalys betonade värderaren att prognoserna inte var några egna bedömningar av framtiden utan enbart bedömningar av marknadens förväntningar.

Slutsats

Det material som presenterats ovan talar för att centrala aktörer – de som under boomen använde fastighetsvärderingarna

som ett viktigt underlag för kreditgivning – inte hade goda skäl för sina beslut. Eller så var de del i en irrationell institution som gjorde det rationellt att inte skaffa sig ett beslutsunderlag som rörde fundamenta. Utgår vi från att denna kreditgivning var en förutsättning för de höga priserna är detta ett argument för att hävda att prisstegringarna på fastigheter i slutet på 1980-talet var en bubbla. Detta beror inte på att värderingarna var dåliga som uppskattningar av aktuellt marknadsvärde, utan på att de hade egenskaper som gjorde dem olämpliga som beslutsunderlag för kreditgivning.

Ytterligare indicier och avslutande kommentarer

Ser vi på de analyser som gjorts av bank- och fastighetskrisen är det lätt att hitta hävdanden som är i linje med tesen att det var en bubbla i den mening om preciserats ovan, dvs att centrala aktörer inte hade goda skäl för sitt handlande eller att det fanns irrationella institutioner. Pettersson [1993 s 221] skriver tex om "finanssektorns oförmåga att ifrågasätta den förhärskande bilden" och apropå risker för ett stort prisfall att "själva tanken inte tänktes" [s 229]. Han betonar också att det inte var något medvetet risktagande från bankernas sida [s 124]. Sjöberg [1994, s 207] talar om "enögt kvantitetstänkande". Wallander [1994a, s 53] noterar att styrelseledamöterna inte skaffat sig tillräckligt beslutsunderlag och i Wallander [1994b] sägs att riskerna grovt underskattades. Larsson & Sjögren [1995, s 104, 187] talar om ansingslöshet och skriver "En generell brist i 1980-talets kreditkontroll var avsaknaden av alternativa utvecklingsscenarioer och motföreställningar." I samband med diskussionen av bankspektionen sägs "På samma sätt som hos bankerna verkar det ha varit brister i att se alternativa utvecklingsscenarioer ...".

När man noterat förhållanden som dessa tex inom bankväsendet är nästa steg i

regel att peka på förekomsten av svaga ägare som tillät att dessa problem uppkom. Detta förskjuter emellertid bara frågan ett steg: Varför var ägarna ovanligt svaga under denna period, eller varför fick förekomsten av svaga ägare så allvarliga konsekvenser just under denna period? Och varför kunde en bank som S-E-Banken få samma problem? White [1990, s 77] ger i detta sammanhang en intressant kommentar när han säger att en förklaring till boomen på börsen i slutet av 1920-talet var att ett antal nya branscher kom in på börsen: "Fundamentals became difficult to judge because of major changes in industry." Det var långt ifrån självklart att man kunde dra paralleller med det förflutna, vilket annars kunde hållit tillbaka den överdrivna optimismen. Nya strukturer är i så fall något som ökar sannolikheten för bubbler. Den avreglerade kreditmarknadens roll i slutet på 80-talet var kanske att den kunde användas som ett argument för att det som häände – tex den snabba kreditexpansionen – inte borde ses som något anmärkningsvärt och oroande, utan kunde tolkas som något rimligt i en ny situation.

Referenser

- Begg, D, [1982], *The Rational Expectations Revolution in Macroeconomics: Theories and Evidence*. Philip Allen Publishers, Oxford.
- Bourassa, S C & Hendershott, P H, [1997], "Bubbles in Real Metropolitan House Prices: Evidence from New Zealand", Real Estate Research Unit, University of Auckland, Working Paper, Aug 1997.
- Cole, R & Eisenbeis R, [1996], "The Role of Principal-Agent Conflicts in the 1980's Thrift Crisis", *Journal of Real Estate Economics*, Vol 24, No 2, s 195–219.
- Ekelid, M & Lind, H, [1997], "Värderingsutlåtande för kommersiella fastigheter 1980–95. Utformning och innehåll", Avd f Bygg- och fastighetsekonomi, KTH, Stockholm.
- Flood R P & Hodrick R J, [1990], "On Testing for Speculative Bubbles", *Journal of Eco-*

- omic Perspectives*, vol 4, No 2, s 85–101.
- Garber P, [1990], "Famous First Bubbles", *Journal of Economic Perspectives*, Vol 4, No 2, s 35–54.
- Jaffe D, [1994], *Den Svenska Fastighetskrisen*, SNS Förlag, Stockholm.
- Larsson, M & Sjögren H, [1995]. *Vägen till och från bankkrisen. Svenska banksystemets förändring 1969–1994*, Carlssons, Stockholm.
- Lindgren, H [1994], "Några erfarenheter av finanskrisen", i *Bankkrisen*, utgiven av Bankkriskommittén, Finansdepartementet. Stockholm
- Lindgren, R, [1989], "Spekulation på finansiella marknader", *Ekonomisk Debatt*, årg 17, nr 1, s 5–13.
- Malmström, L, [1995], *Lärande organisationer? Krisen på den svenska fastighetsmarknaden*, Företagsekonomiska institutionen, Stockholms Universitet.
- Nozick, R, [1993], *The Nature of Rationality*, Princeton University Press, Princeton.
- Petersson, K-H, [1993], *Bankkrisen inifrån*, SNS Förlag. Stockholm.
- Ratcliff, R, [1965], *Modern Real Estate Valuation: Theory and Application*, Democrat Press, Santa Cruz.
- Stiglitz, J, [1990], "Symposium on Bubbles", *Journal of Economic Perspectives*, Vol 4, No 2, p 13–18.
- Söderström, H T (red), [1993], *Fast kurs med flytande krona. Konjunkturrådets Rapport 1993*, SNS Förlag, Stockholm.
- Wallander, J, [1994a], "Bankkrisen. Omfattning. Orsaker. Lärdomar", i *Bankkrisen*, utgiven av Bankkriskommittén, Finansdepartementet, Stockholm.
- Wallander, J, [1994b], "Styrelsearbete och styrelseansvar i banker", i *Bankkrisen*, utgiven av Bankkriskommittén, Finansdepartementet. Stockholm.
- White, E, [1990], "The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited", *Journal of Economic Perspectives*, Vol 4, No 2, p 67–83.