

ÅRSAKER TIL FINANSKRISEN 2007-2009

En empirisk undersøkelse av finanskrise i Norge
ut i fra etablert kriseteori

Agathe Løvdøen Lunde

Anette Eliassen

Veileder: Professor Ola Honningdal Grytten

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon, hovedprofil
Finansiell økonomi



Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

FORORD

Denne oppgaven er skrevet som en del av vårt masterstudie ved Norges Handelshøyskole. Oppgaven er hovedsakelig basert på faget "Krakk og krise", men vi har også benyttet kunnskap fra andre fag vi har hatt i løpet av studietiden, særlig "Konjunkturanalyse" og "Internasjonale finansmarkeder og finansiell stabilitet".

Vi vil i denne oppgaven undersøke de viktigste årsaker til finanskrisen i Norge. I samråd med vår veileder kom vi frem til at det ville være interessant å se nærmere på finanskrisens effekt på konjunkturer, kredittmarkedet, boligmarkedet og aksjemarkedet i Norge.

Arbeidet med denne oppgaven har vært en svært interessant og lærerik prosess. Vi har fått med oss mange erfaringer, som vi kan dra stor nytte av i fremtiden. Vi ønsker å takke vår veileder, Ola H. Grytten, som har bidratt med god hjelp og tilbakemeldinger underveis.

Agathe Løddøen Lunde

Anette Eliassen

Bergen, 19.06.2009

SAMMENDRAG

I denne utredningen ser vi på hvordan Norge har blitt påvirket av finanskrisen som har rammet verdensøkonomien i 2007-2009. For å avdekke årsakene til finanskrisen har vi utført en empirisk analyse av konjunkturer, kredittmarkedet, boligmarkedet og aksjemarkedet. Som rammeverk har vi benyttet oss av etablert kriseteori av Hyman Minsky og Charles P. Kindleberger. I tillegg har vi tatt i bruk statistiske metoder som HP-filter og P/E-analyse.

Oppgaven består av fem kapitler. Kapittel 1 er en innledning til oppgaven, hvor vi fremlegger problemstilling, avgrensninger og angrepsmåte for denne utredningen. Videre vil vi i kapittel 2 presentere den teorien vi finner relevant for vår oppgave. I kapittel 3 beskriver vi hendelsesforløpet forut for og under selve krisen. Denne empirien er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, hovedsakelig fra Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank. Kapittel 4 inneholder vår analyse av årsaker til finanskrisen, der vi knytter dette opp i mot kriseteori. Til slutt i kapittel 5 presenterer vi våre konklusjoner basert på analysen.

Ut i fra de empiriske dataene vi har sett på, er det tydelig at årsaker til finansuroen i Norge har bygget seg opp i løpet av en lang periode med gode tider. Økonomien har vært preget av høykonjunktur, lav rente, økt kredittopptak og høy vekst i både bolig- og aksjemarkedet. Dette førte til slutt til en overoppheting som ikke kunne være holdbar på lang sikt. Effekten av subprime-lånene i USA spredte seg til en internasjonal uro i finansmarkedene. Dette påvirket også Norge, men det gjenstår å se hvor stor betydning denne effekten vil få på sikt. Hittil har norsk økonomi klart seg bra i forhold til mange andre land, og vi kan derfor ikke konkludere med at det er finanskrisen i Norge per i dag. Norges Bank har, sammen med Regjering og Storting, iverksatt en rekke tiltak for å dempe virkningene av den internasjonale finanskrisen på norsk økonomi. Det er imidlertid for tidlig å si om tiltakene vil ha den ønskede effekten.

INNHOLDSFORTEGNELSE

1	INNLEDNING	6
1.1	Problemstilling.....	6
1.2	Avgrensning.....	6
1.3	Angrepsmåte.....	6
2	TEORI	7
2.1	Finansiell stabilitet.....	7
2.2	Konjunkturer.....	10
2.3	Hyman Minskys krisemodell.....	13
2.3.2.1	<i>Displacement</i>	14
2.3.2.2	<i>Overtrading</i>	15
2.3.2.3	<i>Monetary expansion</i>	16
2.3.2.4	<i>Revulsion</i>	17
2.3.2.5	<i>Discredit</i>	18
2.4	Kindlebergers kriseteori.....	19
2.4.2.1	<i>Monetary expansion</i>	21
2.4.2.2	<i>Swindles</i>	21
2.4.2.3	<i>Kritisk fase</i>	22
2.4.2.4	<i>Innenlandsk forplantning</i>	22
2.4.2.5	<i>Utenlandsk forplantning</i>	23
2.4.2.6	<i>Hegemonimaktmodellen</i>	24
3	FINANSKRISENS HENDESESFORLØP	26
3.1	Forløpet til finanskrisen internasjonalt.....	26
3.2	Den internasjonale finanskrisens innvirkning på norsk økonomi.....	31
3.3	Konjunkturer.....	33
3.4	Kredittmarkedet.....	37
3.5	Boligmarkedet.....	42
3.6	Aksjemarkedet.....	48
3.7	Tiltak mot finanskrisen.....	50
4	ANALYSE	53
4.1	Hodrick-Prescott-filteret (HP).....	53
4.1.2	Beregning av produksjonsgapet.....	57
4.2	P/E-analyse.....	60
4.2.3	P/R-analyse av det norske boligmarkedet.....	64
4.2.4	P/E-analyse av det norske aksjemarkedet.....	67
4.3	Minskys krisemodell.....	69
4.4	Kindlebergers kriseteori.....	77
5	KONKLUSJON	84
6	REFERANSER	87
7	APPENDIKS – ORDFORKLARING	89

FIGURER

Figur 1: Konjunkturfaser.....	11
Figur 2: Overtrading (AS-AD).....	16
Figur 3: Monetary expansion (IS-LM).....	17
Figur 4: Revulsion (AS-AD/IS-LM)	18
Figur 5: Hyman Minsky`s krisemodell	19
Figur 6: Struktur i det amerikanske markedet for boliglån.....	28
Figur 7: BNP Fastands-Norge 1978-2008.....	33
Figur 8: KPI-JAE. 2001-2004	34
Figur 9: Arbeidsledighet. Jan 1999- mars 2009	35
Figur 10: Bruttoinvestering i fast realkapital, 1978-2008.....	36
Figur 11: Norges Banks styringsrente og Pengemarkedsrenten. 2002-2009.....	37
Figur 12: K2 - Publikums innenlandske bruttogjeld, 1990-2009.....	39
Figur 13: M2, des. 1996 – feb. 2009	39
Figur 14: Gjeld som andel av inntekt.....	40
Figur 15: Boligprisindeks for Norge. 1992-2009.....	43
Figur 16: Boligpris per kvadratmeter 1985-2009.....	43
Figur 17: Igangsatte boliger. Sum siste 12 måneder. 1991-2008	44
Figur 18: Tolvmånedersvekst i boligprisene 1998-2009.....	45
Figur 19: Tilbud og omsetning av boliger 2003-2008.....	46
Figur 20: Husleieindeksen 1979-2009	47
Figur 21: Oslo Børs Benchmark Index. 2003-2009.....	48
Figur 22: Implisitt aksjevolatilitet for aksjeopsjoner	49
Figur 23: BNP per innbygger med trend. 1978-2008	58
Figur 24: Produksjonsgapet	59
Figur 25: Boligpris og husleie indeksert. 1985-2008.....	64
Figur 26: Historiske P/R-koeffisienter for det norske boligmarkedet 1871-2008	65
Tabell 1: P/R-koeffisienter for det norske boligmarkedet 1993-2008.....	65
Figur 27: P/R-koeffisienter for det norske boligmarkedet 1990-2008.....	66
Figur 28: P/E-tall for Oslo Børs 1997-2005	67
Figur 29: Boligpris og disponibel inntekt indeksert. 1998-2008.....	71
Figur 30: Oslo Børs Benchmark Index. 2007-2009.....	74
Figur 31: Rentespread	76

1 INNLEDNING

1.1 Problemstilling

Vi vil i denne utredningen utføre en analyse av de viktigste årsakene til finanskrisen i Norge.

1.2 Avgrensning

Vi har valgt å fokusere på det norske markedet, men vi vil trekke inn internasjonale forhold der vi mener det er nødvendig. Oppgaven er kun basert på informasjon og statistikk som er offentlig tilgjengelig. Dette er i stor grad statistikk, økonomiske analyser, foredrag og artikler som blant annet Statistisk sentralbyrå og Norges Bank har publisert. Vi avgrensner oss til å se på data som var tilgjengelig frem til og med første kvartal 2009. Vi har dermed ikke tatt hensyn til hendelser eller data som er blitt publisert etter dette. Denne begrensningen vil ikke påvirke våre resultater om årsaker til finanskrisen, men kan føre til at vi ikke ser effekter av krisen som ikke er synliggjort enda. I noen tilfeller har det også vært vanskelig å finne statistikk helt frem til mars 2009, og fra perioder så langt tilbake i tid som hadde vært optimalt for vår problemstilling.

1.3 Angrepsmåte

Vi vil undersøke årsaker til finanskrisen ved å utføre en empirisk analyse av konjunkturer, kredittmarkedet, boligmarkedet og aksjemarkedet i Norge. Vi vil belyse dette ut i fra Minsky og Kindlebergers kriseteorier. I tillegg vil vi analysere historiske data ved hjelp av HP-filter, P/E- og P/R-analyse. Ved å se på disse fire markedene, vil vi skape et bilde av hva som har skjedd både forut for finanskrisen og under krisens utløp. Når vi snakker om finanskrisen, tenker vi i hovedsak på den globale finanskrisen som har rammet verdensøkonomien fra 2007 og frem til i dag. Vi kan på dette tidspunktet ikke konkludere med at det er finanskrisen i Norge, men vi ser at norsk økonomi helt klart har blitt påvirket av urolighetene i forbindelse med den internasjonale krisen.

2 TEORI

I denne delen av oppgaven vil vi presentere teori som vi finner relevant for vår problemstilling. Vi vil først gå inn på teori om finansiell stabilitet og konjunkturer, da vi mener dette er grunnleggende for temaet i vår oppgave. Videre vil vi presentere Minsky og Kindlebergers kriseteorier, som vi vil benytte i vår analyse av finanskrisen.

2.1 Finansiell stabilitet

2.1.1 Hva er finansiell stabilitet?

Norges Bank definerer finansiell stabilitet som: *det finansielle systemet er robust overfor forstyrrelser i økonomien, slik at det er i stand til å formidle finansiering, utføre betalinger og omfordele risiko på en tilfredsstillende måte.*¹

Dette betyr ikke nødvendigvis at alle deler av systemet forventes å være stabilt på kort sikt, men at systemet i et langsiktig perspektiv er robust nok til å takle økonomiske forstyrrelser. Det finansielle systemet inkluderer finansmarkeder, finansinstitusjoner og finansiell infrastruktur. Myndighetene legger ofte spesiell vekt på nasjonale systemer, men det er også nødvendig med samarbeid på tvers av landegrenser for å sikre finansiell stabilitet.

Bankene er sentrale aktører da det er spesielt viktig med et robust betalingssystem og en velfungerende formidling av sparing og investering. På den måten er bankene med på å opprettholde finansiell stabilitet. Formidling av sparing kan også skje direkte via finansielle markeder, for eksempel aksje- eller obligasjonsmarkedet. En infrastruktur med regler for verdipapirhandel er dermed også viktig for å sikre finansiell stabilitet i markedet.

Hensynet til finansiell stabilitet gjør at finansmarkedene, spesielt bankene, blir utsatt for mer overvåking og regulering enn andre markeder. Smitteeffektene og konsekvensene for realøkonomien kan være store dersom for eksempel en bank går

¹ Norges Banks skriftserie nr 34, s. 24

konkurs. På grunn av dette innfører de fleste myndigheter tiltak som skal sikre at bankene ikke tar for stor risiko. Slike tiltak har også som mål å beskytte forbrukerne.

2.1.2 Hvorfor er finansiell stabilitet et mål?

Tidligere kriser i norsk og internasjonal økonomi, viser hvor viktig finansiell stabilitet er og hvorfor myndighetene bør være opptatt av dette. Den siste norske bankkrisen (1988-1993) var både dyp og langvarig. Bankene opplevde underskudd i flere år på grunn av store tap, og dette førte videre til lave utlån og svak økonomisk vekst.²

En velfungerende finansiell sektor er viktig for å fremme økonomisk vekst. I denne sammenhengen blir følgende funksjoner trukket frem som spesielt viktige:³

- Mobilisere til sparing, gjøre oppsparte midler tilgjengelige for investorer
- Formidle kreditt, spesielt til investeringer som skaper økonomiske verdier
- Overvåke investeringer, vurdere om investerte midler anvendes som forutsatt
- Redusere og omfordele risiko, til den som er best egnet til å bære den

2.1.3 Nærmere om finanskriser

Mange land har opplevd omfattende bankkriser i løpet av de siste tiårene. Det som ofte skjer er at problemer i en del av det finansielle systemet sprer seg til andre deler, og vi får det vi kaller en systemkrise. I forbindelse med dette har det vært diskutert om kriser er en naturlig konsekvens av det finansielle systemet vi har i dag. Dette fordi et markedsbasert system fører til at det blir økt rom for finansielle sykler. I perioder med høy økonomisk vekst opplever en ofte at det samtidig blir høy kredittvekst og stigende priser på formuesobjekter. Omvendt vil lav økonomisk vekst ofte føre til redusert kredittvekst og fallende priser på formuesobjekter. Slike finansielle sykler kan få en selvforsterkende effekt. Dette kan i verste fall kan utløse og forsterke økonomiske nedgangstider og en eventuell påfølgende krise.⁴

² Norges Banks skriftserie nr 34, Kapittel 3

³ Norges Banks skriftserie nr 34, Kapittel 3

⁴ Norges Banks skriftserie nr 34, Kapittel 3

Det fins mange ulike definisjoner på en finansiell krise. Raymond Goldsmith uttalte en gang at finansielle kriser er "hard to define but easy to recognize". Hans definisjon av finansielle kriser er:

- "a sharp, brief, ultracyclical, deterioration of all or most of a group of financial indicators—short-term interest rates, asset (stock, real estate, land) prices, commercial insolvencies and failures of financial institutions"⁵

Ifølge Grytten kan finansielle kriser også defineres som:⁶

- Langvarig tilbakeslag, dypere og lengre enn konjunktursvingninger
- Betydelig tilbakeslag i økonomien av flere årsaker enn nedgangskonjunktur
- Betydelig tilbakeslag i økonomien som ikke kan forklares med etterspørselsledede konjunktursvingninger
- Verdiskapingsfall som er mer enn dobbelt så stort som vanlige konjunkturrelle tilbakeslag
- Finansielt tilbakeslag som får signifikant større betydning enn vanlig på finansielle og reelle størrelser

2.1.4 Hvorfor kriseteori?

Grytten gir følgende årsaker til at det kan være nyttig å studere kriseteori:⁷

1. Forstå hvordan kriser oppstår
2. Forstå hvordan kriser kan reduseres
3. Forstå hvordan kriser kan forebygges
4. Bedre krisehåndtering
5. Se signalene
6. Øke rasjonaliteten på makro- og mikroplan
7. Lære for nåtiden og fremtiden av historien

⁵ Kindleberger, 2000 s.3

⁶ Grytten, 2008

⁷ Grytten, 2008

2.2 Konjunkturer

Konjunktursyklus vil si fluktasjoner i forhold til trendmessig utvikling i det økonomiske aktivitetsnivået i et land, primær målt ved fluktasjoner i BNP i realtermer.⁸

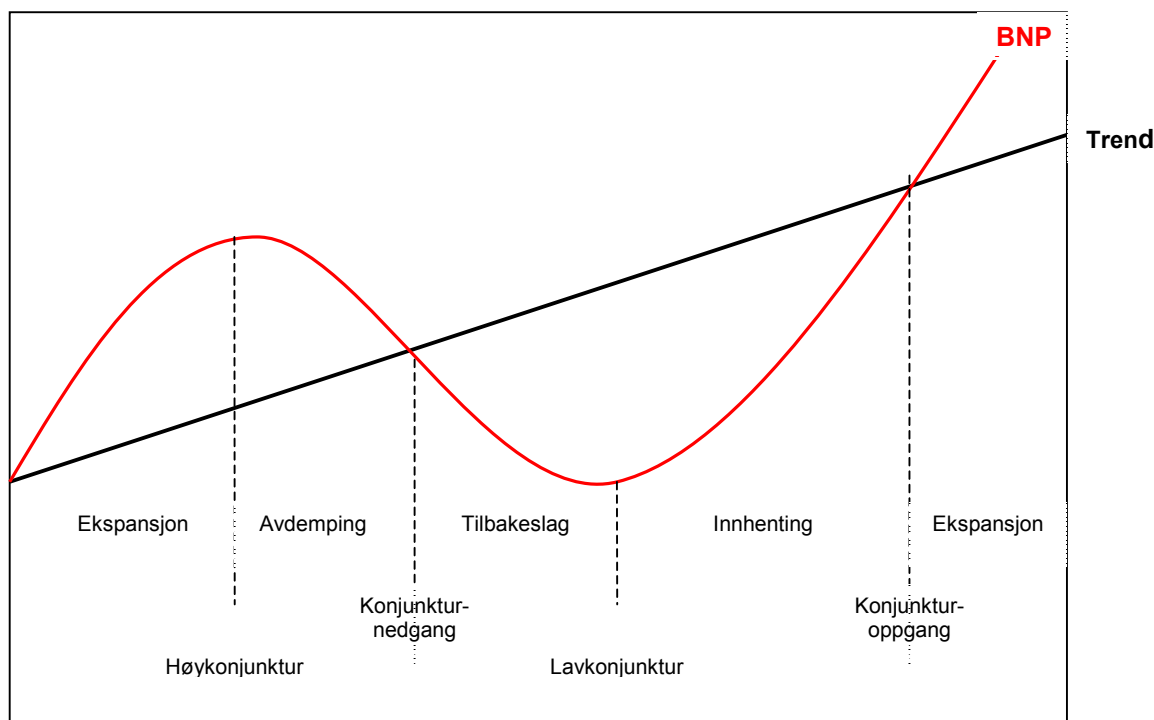
Konjunktursyklus utløses på kort sikt av stokastiske sjokk, som utløser visse responser i økonomien. Effekten av et gitt sjokk dør gradvis ut, men nye sjokk oppstår. Stokastiske sjokk kan være etterspørselssjokk eller tilbudssidesjokk. Eksempler på etterspørselssjokk kan være forventningsdrevne sjokk i konsum, etterspørselsregulerende politikktiltak eller sjokk i inntekt og formue. Eksempler på tilbudssidesjokk kan være råvareprissjokk, produktivitetssjokk og politikk som endrer økonomiens funksjonsmåte (for eksempel konkurransepolitikk).

For å kunne finne konjunktursyklus må man vite trenden. Trend fanger opp økonomiens produksjonspotensiale, som er den produksjonen som realiseres dersom alle priser/lønninger er fleksible. Dette beregnes ofte ut i fra tidsserieanalyse, som for eksempel HP-filter. Denne metoden vil vi presentere senere i oppgaven. Tradisjonell tilnærming er at trenden er deterministisk, og konjunkturerne er stokastiske svingninger rundt denne. Men nyere forskning sår tvil om distinksjonen er så klar, da selve trenden kan være delvis stokastisk. I dette tilfellet vil det være vanskelig å skille trend fra sykel.⁹

⁸ Thøgersen, 2008, forelesningsnotater i Konjunkturanalyse 17.01.08

⁹ Thøgersen, 2008

Figur 1: Konjunkturfaser¹⁰



Definisjoner til figuren:

Lavkonjunktur: perioden der faktisk serie ligger under trenden, det vil si at produksjonsgapet er negativt.

Høykonjunktur: perioden der faktisk serie ligger over trenden, det vil si at produksjonsgapet er positivt.

Konjunkturbunn- og topp: finnes der hvor tallverdien av avviket mellom faktisk serie og trend er størst.

Konjunkturredgang: perioden regnet fra konjunkturtopp til konjunkturbunn.

Konjunkturoppgang: perioden fra konjunkturbunn til konjunkturtopp.

Datering av konjunkturfaser er i praksis problematisk. Ikke alle bevegelser i konjunkturkurver kan kalles en konjunktursykel, derfor må det stilles visse krav. Et eksempel på slike krav er Mitchells tre d-er:¹¹

- *duration*: minimum varighet mellom vendepunktene
- *depth*: minimum forskjell mellom topp- og bunnpunkt
- *diffusion*: bevegelsene må finnes igjen i mange sentrale komponenter

¹⁰ Benedictow og Johansen, 2005

¹¹ Klovland 2008

2.2.1 Indikatorer

Indikatorer er nyttige hjelpemidler for å analysere konjunkturer og for å hjelpe til med å utarbeide en prognose. En referanseindikator er en eller flere pålitelige indikatorer som endrer seg i takt med svingninger i BNP. Eksempler på dette kan være industriproduksjon, bygg under arbeid og detaljomsetning. En kan klassifisere enkeltindikatorer i tre kategorier:¹²

- *Ledende*: Indikator som varsler endringer i økonomien i forkant, som har vendepunkt før BNP. For eksempel aksjepris, yield-spread, kapasitetsutnyttelse.
- *Sammenfallende*: Indikatorer som har vendepunkt samtidig som BNP. For eksempel kort rente, investeringer.
- *Etterslepene*: Indikatorer som har vendepunkt etter BNP. For eksempel arbeidsledighet.

2.2.1.1 Kriterier for valg av ledende indikatorer

Tidsserier som skal være ledende indikatorer bør ha en eller flere av følgende egenskaper:¹³

1. Være årsak til fluktasjoner i økonomisk aktivitet på et senere tidspunkt
2. Gi uttrykk for markedsaktørenes forventninger
3. Måle den økonomiske aktivitet på et tidlig stadium i produksjonsprosessen
4. Reagere raskt ved endringer i økonomisk aktivitet

Problemer ved bruk av ledende indikatorer er at de blir publisert sent, og ofte med et etterslep på 1,5 måneder eller mer. Dataseriene som inngår i indeksen blir ofte revidert i ettertid, og da er det vanskelig å identifisere vendepunkt før mange måneder har gått.

¹² Klovland 2008

¹³ Klovland 2008, forelesningsnotater i konjunkturanalyse 15.01.08

2.3 Hyman Minskys krisemodell

Hyman Minsky (1919-1996) utviklet en pengeteoretisk modell for å forstå forløpet til finansielle kriser. Han var kjent for å være pessimistisk, og var mer en teoretiker fremfor en empirisk historiker. I sin krisemodell legger han spesielt vekt på svakheter i pengesystemet, gjeldsstruktur, spekulasjon og ustabilitet i kredittsystemet. Minsky`s modell består av fem ulike faser:¹⁴

- Displacement
- Overtrading
- Monetary expansion
- Revulsion
- Discredit

2.3.1 Illustrasjon av modellen

De ulike fasene i Minsky`s modell kan illustreres ved hjelp av AS-AD og IS-LM-modeller, vi vil derfor ta en gjennomgang av disse før vi introduserer selve krisemodellen.

2.3.1.1 AS-AD-modellen

AS-AD modellen er en makroøkonomisk likevektsmodell som bestemmer pris- og produksjonsnivå i økonomien, basert på tilbud og etterspørsel etter varer og tjenester. I AS-AD-modellen er prisenivået eksplisitt med i modellen, noe som er forskjellig fra de enkle keynesianske modellene der prisenivået antas å være konstant.

AD-kurven (Aggregate Demand)

AD-kurven representerer etterspørselssiden i økonomien. BNP bestemmes som en funksjon av penge- og finanspolitikken, i tillegg til eksogene etterspørselskomponenter. I AS-AD-modellen er sammenhengen mellom BNP og prisenivået sentralt. Modellen antar at høyt prisenivå gir lav etterspørsel.

¹⁴ Grytten, 2008

AS-kurven (Aggregate Supply)

AS-kurven representerer tilbudssiden i økonomien og viser den pris som bedriftene vil sette som en funksjon av BNP. Denne kurven er stigende, og er basert på lønns- og prisfastsettelsen i bedriftene. Høyt produksjonsnivå gir høyere priser.¹⁵

2.3.1.2 IS-LM-modellen

IS-LM-modellen er en kortsiktig makromodell som forklarer tilpasningen i en økonomi med ledig produksjonskapasitet. Priser og lønninger er gitt i modellen, og er dermed ikke eksplisitt med i denne. I skjæringspunktet mellom IS- og LM-kurven er det likevekt i økonomien. Vi finner da den BNP og rente som gir likevekt i penge- og produktmarkedet samtidig. Modellen kan brukes til å studere virkningene av penge- og finanspolitikk, og virkningene av sjokk i eksogene variabler.

IS-kurven (Investment and Saving equilibrium)

IS-kurven viser kombinasjoner av rente og produksjon som gir likevekt i produktmarkedet.

LM-kurven (Liquidity preference and Money supply equilibrium)

LM-kurven viser kombinasjoner av rente og produksjon som gir likevekt i pengemarkedet.¹⁶

2.3.2 De ulike fasene i Minskys krisemodell

Vi vil videre presentere de ulike fasene, og illustrere hva som skjer ved hjelp av AS-AD- og IS-LM-modellen.

2.3.2.1 Displacement

Den første fasen i hendelsesforløpet som leder til en krise er *displacement*. I denne fasen blir markedet utsatt for et eksogent makroøkonomisk sjokk. Dette kan være sjokk av forskjellig karakter. For eksempel kan krigsutbrudd, politiske hendelser eller

¹⁵ Holden, 2004

¹⁶ Holden, 2004

en uventet endring av pengepolitikken være et sjokk for markedet. Dersom dette sjokket er stort og gjennomtrengende nok, vil det påvirke de økonomiske utsiktene ved å endre profittmulighetene i minst en viktig sektor i økonomien. Simultant vil ofte mulighetene for profitt i andre sektorer av økonomien bli redusert. Dette fører til at bedrifter og privatpersoner med sparepenger eller kreditt vil prøve å utnytte seg av de nye profittmulighetene og trekke seg ut av gamle investeringer. Dette vil resultere i økt etterspørsel og produksjon etter nye investeringer, og det betyr at en *boom* kan være på vei.

Dersom økonomien opplever et positivt makroøkonomisk sjokk vil IS-kurven skifte utover, noe som gjør at renten og aktivitetsnivået i økonomien øker. På grunn av høyere rente vil etterspørselen etter innenlandsk valuta øke. Myndighetene reagerer på dette ved å tilføre likviditet i markedet slik at kronen ikke skal appresiere for mye. Når pengemengden øker vil LM-kurven skifte utover. Dette fører til at rentene blir lavere enn i utgangspunktet og BNP høyere. Investeringslysten øker med lavere rente, og vi får et positivt skift i AD-kurven (aggregert etterspørsel). Dette vil videre øke inflasjon og produksjon.¹⁷

2.3.2.2 Overtrading

Spekulasjon fører til stor etterspørsel av varer og finansielle aktiva. Etter en stund vil etterspørselen overgå tilbudet, noe som resulterer i økte priser. Dette gir enda større profittmuligheter og markedet vil tiltrekke seg stadig flere investorer. Bedrifter og privatpersoner som vanligvis holder seg utenfor markedet vil se profittmulighetene, og blir også bli fristet til å gå inn i markedet for å få sin del av profitten.

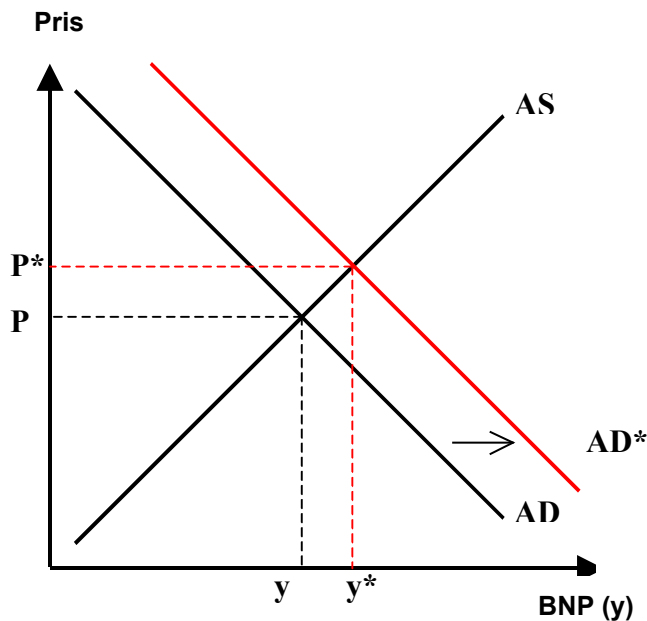
Spekulasjonen tar overhånd og dette fører til at folk ikke lenger handler rasjonelt. Markedsprisene begynner etter hvert avvike fra fundamentale verdier, og vi får det vi kaller en positiv boble. Overtrading kan innebære ren spekulasjon, overestimering av fremtidig avkastning eller overdreven lånefinansiering. Ren spekulasjon betyr at en kjøper mer for å selge videre enn for bruk(råvarer) eller inntekt (finansielle aktiva).¹⁸

¹⁷ Grytten, 2008

¹⁸ Kindleberger, 2000

Den lave renten vil, sammen med økt optimisme i markedet, føre til at investeringene fortsetter å øke. IS-kurven får dermed nok et positivt skift utover, noe som gjør at BNP og renten stiger. Økt etterspørsel fører igjen til at AD-kurven får et positivt skift, og dermed vil BNP og prisnivået i økonomien stige enda mer.¹⁹

Figur 2: Overtrading (AS-AD)



2.3.2.3 Monetary expansion

Det makroøkonomiske sjokket og *overtrading* fører til økt etterspørsel etter penger og kreditt. Bankene låner gjerne ut mer penger i denne fasen, og virkningene av ekspansiv politikk på dette området er ofte selvforsterkende. Et positivt skift i produktetterspørselen fører til økt etterspørsel etter penger og kreditt, og dermed øker pengemengden. Økt penge- og kredittvolum fører igjen til økt produktetterspørsel. Optimismen blir gjerne så stor i denne fasen at det oppstår finansielle bobler. Dette viser seg ofte i form av aksjespekulasjon.²⁰

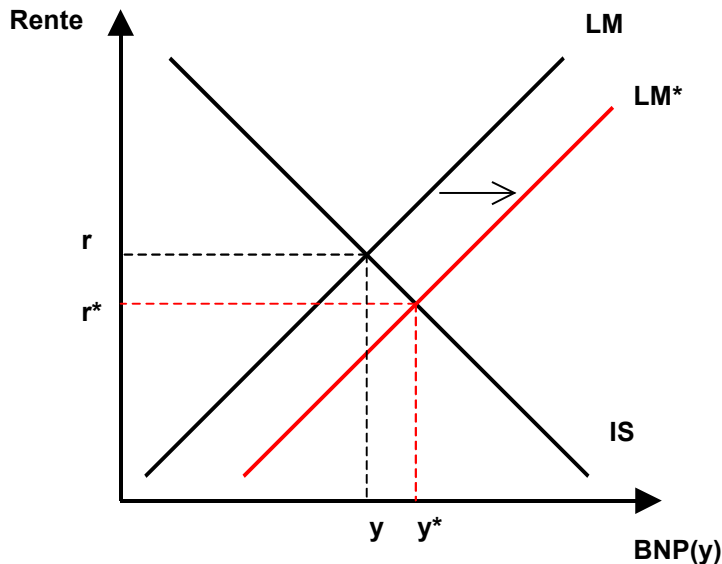
LM-kurven skifter utover som følge av økt pengemengde. Dette vil gi markedet større tilgang på likviditet, noe som fører til at renten synker og at BNP vil øke ytterligere.

¹⁹ Grytten, 2008

²⁰ Grytten, 2003

AD-kurven får atter et positivt skift som følge av den økte etterspørselen. Dette resulterer i enda høyere produksjon (BNP) og høyere priser (inflasjon).²¹

Figur 3: Monetary expansion (IS-LM)



2.3.2.4 Revulsion

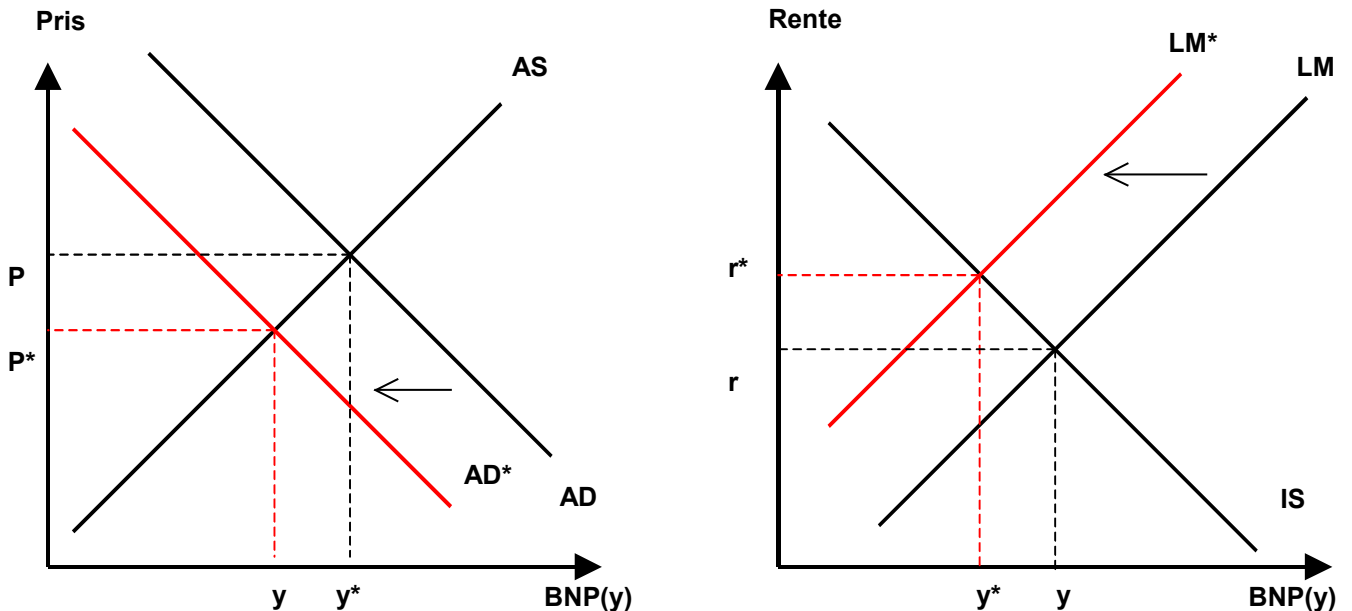
Denne fasen representerer vendepunktet der noen av spekulantene på et tidspunkt vil forstå at den positive prisutviklingen ikke kan holde seg over lang tid. Disse vil ønske å sikre sin profitt og dermed trekke seg ut av markedet. Det vil etter hvert oppstå en usikkerhet som fører til prisfall i markedet. De ulike aktørene vil nå innse at markedet ikke kan gå noe høyere, og at det er på tide å selge seg ut. Nå vil alle ut av posisjoner i finansielle aktiva. Prisene faller som følge av dette enda mer, og økonomien vil oppleve økt antall konkurser. Det blir en kamp om å komme seg ut av markedet før alle andre, da det ikke er nok likviditet i markedet til at alle kan selge på topp.

LM-kurven får i denne fasen et negativt skift og det blir redusert tilgang på likviditet i markedet. Renten øker, og bankene er nå mindre villige til å låne ut penger. På grunn av høyere rente blir det dyrere å investere, og aktørene vil ønske å selge seg ut

²¹ Grytten, 2008

ettersom investeringene nå er mindre verdt. Etterspørselen synker og AD-kurven får et skift innover. Dette fører til redusert BNP og fallende priser.

Figur 4: Revulsjon (AS-AD/IS-LM)



2.3.2.5 Discredit

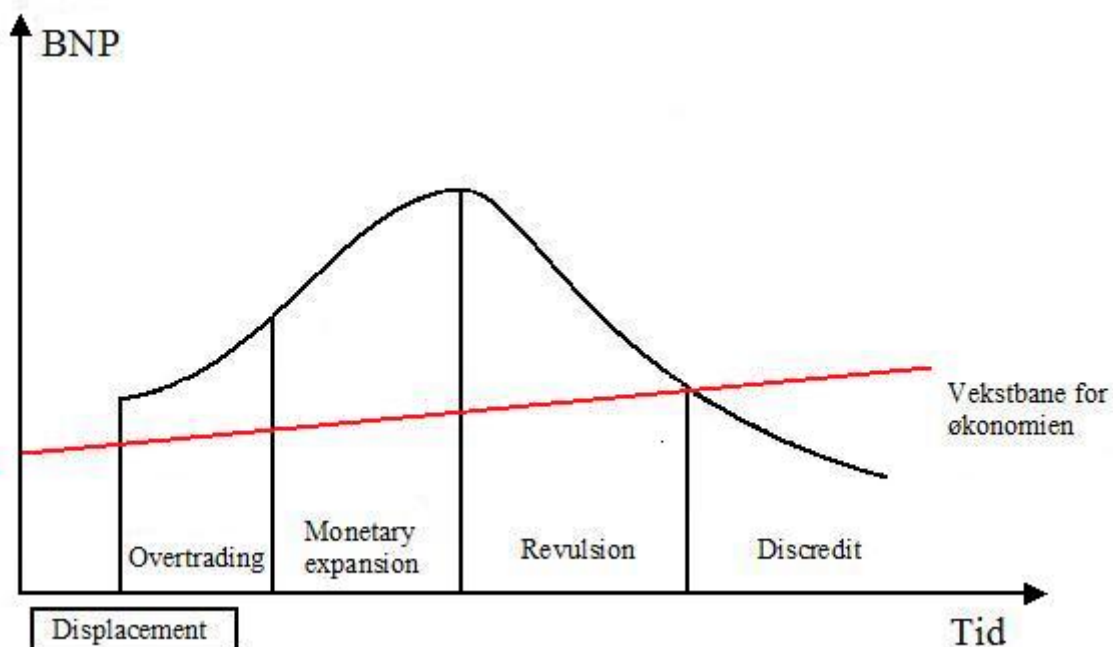
Denne og den foregående fasen fører til at investorene får panikk fordi det blir "trangt i døra", og alle vil ut av markedet samtidig. Markedet vil som følge av dette kollapse, og dermed er krisen et faktum. Panikken som sprer seg i markedet er selvforsterkende og krisen vil bli større og større helt til en av tre ting skjer:

- 1) Prisene faller så mye at investorer igjen blir fristet til å gå inn i markedet igjen.
- 2) Handel i markedet blir stoppet ved at det blir satt grenser for prisfall, eller ved at børser blir stengt.
- 3) En "långiver i siste instans" overbeviser markedet om at tilstrekkelig kapital vil bli tilgjengelig slik at etterspørselen og tillitten til markedet blir opprettholdt.

Det har oppstått debatt rundt temaet om det bør eksistere en slik "långiver i siste instans". Motstandere av denne funksjonen mener at eksistensen av denne

oppfordrer til spekulasjon i seg selv, fordi aktørene bekymrer seg mer for hva som skjer i dag isteden for å tenke fremover på en eventuell fremtidig krise.²²

Figur 5: Hyman Minsky's krisemodell²³



2.4 Kindlebergers kriseteori

Charles P. Kindleberger (1911-2003) har utarbeidet en kriseteori, som tar utgangspunkt i Hyman Minskys modell. Teorien er basert på empiri, og er mindre statistisk enn Minskys modell. Kindleberger har ikke så klare faser som Minsky, og utfallet resulterer ikke nødvendigvis i krise. Han legger stor vekt på panikk i finansmarkeder, og mener at disse ikke kan bli overlatt til seg selv. En hegemonimakt i form av en sentralbank eller økonomisk supermakt kan avgjøre om det blir krise, hvor lenge krisen vil vare og hvor dyp den kan bli.²⁴

2.4.1 Finansielle krisers anatomi

Basert på empiri mener Kindleberger at forløpet til en krise består av:

²² Kindleberger, 2000

²³ Grytten, 2008

²⁴ Grytten, 2008

- Spekulativ mani
- Panikk
- Krakk

2.4.1.1 Spekulativ mani

Forløpet til en krise er ifølge Kindleberger ofte spekulativ mani. Det vil si at en søker økonomisk profitt som er høyere enn forventet profitt, som også er høyere enn realisert profitt. Kindleberger beskriver ordet mani som et tap av kontakt med virkeligheten, som noen ganger grenser til hysteri. Når en ser at andre tjener penger på spekulasjoner, følger en ofte etter. Dette kjennetegnes ved en såkalt flokkatferd. En påtar seg mer risiko enn en ellers ville gjort, da en blir mer optimistisk til profittmulighetene. En enkelt aktør oppfører seg rasjonelt, men markedet som helhet oppfører seg irrasjonelt. En utløsende faktor til spekulativ mani kan ifølge Minsky være fasen "displacement", hvor et makroøkonomisk sjokk påvirker en aktørs profittforventninger. Kindleberger mener at i tillegg kan lav realrente, undervurdert risikopremie og feiltolkninger av markedssignaler være utløsende faktorer.²⁵

2.4.1.2 Panikk

Når de fleste aktørene har kjøpt seg opp i markedet og prisen har steget, vil det til slutt ikke være flere kjøpere igjen da markedet er mettet. Noen aktører selger seg ut, da de skjønner at oppgangen ikke kan fortsette. Dermed vil etter hvert flere følge etter, og antall aktører som ønsker å selge overstiger antall kjøpere. Prisen synker som følge av dette og det skapes panikk i markedet, da realisert profitt ikke overstiger den forventede. Aktørene forsøker å selge unna aktiva for å redusere tapet, og prisen fortsetter å synke.²⁶

2.4.1.3 Krakk

Den siste fasen i forløpet til en krise er krakk. Et krakk kan defineres som et *raskt signifikant fall i finansielle størrelser med ringvirkninger til realøkonomien*.²⁷ I denne

²⁵ Kindleberger, 2005

²⁶ Kindleberger, 2005

²⁷ Grytten, 2008

fasen kollapser prisene på eiendeler, men krakk kan også være et viktig selskap eller finansinstitusjon som går konkurs. Optimisme går over til pessimisme og frykt, og profittforventningene endrer seg til det negative.²⁸

2.4.2 De ulike fasene i Kindlebergers kriseteori

Kindlebergers teori har som sagt ikke så klare faser som Minsky, og han legger stor vekt på hegemonimaktens rolle og påvirkning. Kindlebergers teori inneholder de fem følgende faser:

- Monetary expansion
- Swindles
- Kritisk fase
- Innenlandsk forplantning
- Utenlandsk forplantning

2.4.2.1 Monetary expansion

Minskys fase kalt *displacement* er en del av denne fasen, hvor et eksogent makroøkonomisk sjokk fører økonomien ut i en ny vekstbane. Kindleberger mener at monetær ekspansjon i seg selv kan være utløsende til spekulativ mani. Alle penge- og kreditt ekspansjonene leder ikke til mani, men stort sett er manier blitt assosiert med kreditt ekspansjon. Ved mange eksempler er kreditt ekspansjon et resultat av utvikling av substitutter for hva som tradisjonsmessig har vært penger. Ekspansjon av kreditt er derfor ikke en serie tilfeldige hendelser, men et systematisk utvikling som har foregått i flere hundre år.²⁹

2.4.2.2 Swindles

Ved utvikling av en boble vil noen aktører benytte seg av nye metoder for å få full utnyttelse av profittmulighetene. Dette betyr ikke nødvendigvis at en bryter loven, men at en ser behovet for å være mer kreativ. Når boblen holder på å sprekke og økonomien begynner å gå litt for fort, kan også flere aktører begynne å jobbe i

²⁸ Kindleberger, 2005

²⁹ Kindleberger, 2005

gråsonen av hva som er lovlig. Krakk og panikk tiltrekker mange til å fuske, for å forhindre konkurs eller en annen finansiell katastrofe. En tradisjonell form for svindel er for eksempel å overdrive verdien av varelager og eiendeler. På den måten forsøker en å holde tilbake informasjon til aksjonærer og låntakere, med den hensikt å dekke over sviktende resultater.³⁰

2.4.2.3 Kritisk fase

Den kritiske fasen kan inneholde Minskys *revulsion*, hvor markedet får et vendepunkt etter overoppheting som resulterer i krise. Men i motsetning til Minsky ender ikke Kindlebergers fase nødvendigvis i krise, da markedet kan korrigere seg selv. Forventninger til økonomien går i denne fasen fra optimisme til pessimisme, som er kilden til ustabilitet i kredittmarkedet. Noen låntakere innser da at gjelden er for høy i forhold til inntekten deres, og velger å redusere konsumet slik at de har kapital til å betale ned gjeld eller øke sparing. I tillegg innser lånegivere at de har for mange risikable lån, og ønsker da ikke å tilby låntakerne rulling av lånene ved utløp.

Kindleberger deler den kritiske fasen i to, og skiller mellom *financial distress* og krakk og panikk. I slutten av en periode med prisstigning på aktiva, får en *distress* når et signifikant antall av investorer har basert deres kjøp på forventninger om at prisen vil fortsette å stige. Investorene som i tillegg har lånefinansiert sine kjøp, kan få problemer når renten overstiger inntektene fra aktiva. Når prisene slutter å stige vil disse investorene gå i *distress* da de ikke har kapital til å betale rentene. *Financial distress* kan også komme av en økning i kapitalflyt ut fra landet. Dersom det er gode tider i utenlandske kapitalmarkeder, vil innenlandske investorer velge å plassere penger i utlandet i stedet for hjemme. På grunn av reduksjonen i reservene i banksystemet, vil kreditt i det innenlandske markedet bli mindre tilgjengelig.³¹

2.4.2.4 Innenlandsk forplantning

Innenlandsk forplantning av en krise i et marked, skjer når krisen sprer seg til ett eller flere markeder. Et eksempel på dette er aksje- og eiendomsmarkedet, hvor bobler i

³⁰ Kindleberger, 2005

³¹ Kindleberger, 2005

aksjemarkedet kan være relatert til eiendomsmarkedet. En årsak til dette kan være at enkeltaktører, som har fått økt velferden sterkt som et resultat av økning i priser på eiendom, ønsker å diversifisere velferden ved å kjøpe aksjer.

Når aksjemarkedet faller i verdi, må mange investorer selge med tap. En investor som investerer i eiendom investerer med et mer langsiktig perspektiv, og opererer med langsiktige lån i stedet for korte, kostbare dag-til-dag lån hos en finansinstitusjon. Den økonomiske nedturen i aksjemarkedet vil føre til at etterspørselen etter kontorlokaler, annen eiendom og tomter vil reduseres, som da påvirker leieprisene negativt i eiendomsmarkedet. Ettersom nivået på skatter, avgifter og renter opprettholdes, blir man tvunget til å selge før en taper for mye og prisene på eiendommer synker som følge av dette.³²

2.4.2.5 Utenlandsk forplantning

Utenlandsk forplantning av en krise i et marked, skjer når krisen sprer seg internasjonalt til ett eller flere markeder. Investorer spekulerer ikke kun i markeder innenlands, men har mulighet til å plassere kapital utover landegrensene. Som følge av dette får finansielle kriser en global smitteeffekt, og resulterer i internasjonale kriser. Krisen påvirker enten et antall land samtidig, eller så sprer den seg fra opphavslandet og utover til andre land. Et eksempel på samvariasjon mellom markeder internasjonalt er aksjemarkedet. Empirisk har en sett at når endringer i aksjekursen er små, er korrelasjonen mellom endringer i aksjekursen i forskjellige nasjonale markeder lav. Når endringen i aksjekursen øker, øker også korrelasjonen. Endringer i aksjekursen i USA bruker å ha en større innvirkning på andre markeder, enn det andre markeder har på aksjekursen der.

De ulike krisene kommer ikke nødvendigvis samtidig, men følger etter hverandre. Boom og panikk blir spredt fra et land til en annet på forskjellige måter. Eksempler på dette er arbitrasje i varehandel og finansmarkeder, pengestrømmer i forskjellig form og ren psykologi. Dette reflekterer transmisjonsmekanismen.

³² Kindleberger, 2005

Inflasjon i et land kan forplante seg til andre land på grunn av pengestrømmer. For eksempel led inflasjonen i USA på slutten av 1960-tallet, til en økning av pengestrømmen til for eksempel Tyskland og Japan. Dette resulterte i at inflasjonen i disse landene økte, da deres monetære base og pengetilbudet økte. Endringer i kapitalstrømmer kan også være en følge av ubalanse i valutamarkeder, krig eller endringer i finans- og pengepolitikk.³³

2.4.2.6 Hegemonimaktmodellen

Kindleberger legger vekt på viktigheten av en "leder" som kan ta ansvar og bidra til en stabil økonomi, både på nasjonalt og internasjonalt nivå. Han kaller denne rollen for hegemonimakt. En hegemonimakt kan være en veldig stor aktør, som for eksempel et land, en sentralbank eller et kredittilsyn. Dette er ingen påtvunget rolle, men noen må påta seg ansvaret. Kindleberger mener at en klar hegemonimakt vil være avgjørende for om det blir krise, og at dette også bestemmer krisens varighet og dybde. Fravær av en hegemonimakt vil derimot skape, forlenge og fordype en mulig krise. Ifølge Kindleberger er hegemonimaktens rolle å garantere fem fundamentale forhold i økonomien:³⁴

1. Opprettholde fri markedstilgang under sviktende etterspørsel
2. Kontrasyklisk eller stabil langsiktig kreditt
3. Et stabilt men fleksibelt valutasystem
4. Koordinering av makroøkonomisk penge- og finanspolitikk
5. Kreditt og likviditet i krisetider – *Lender of last resort*

Når prisene faller kraftig, vil etterspørselen etter likviditet kunne føre til at bedrifter går konkurs, og salg av aktiva under slike omstendigheter kan føre til ytterligere fall i prisene. I slike tilfeller kan en hegemonimakt sørge for finansiell stabilitet eller forhindre finansiell ustabilitet, for eksempel ved å gi bedrifter lån. Dersom investorene vet at hegemonimakten vil opptre som en *lender of last resort* i slike tilfeller, vil de imidlertid kunne påta seg overdreven risiko. Årsaken til dette er at investorene regner med at midlene er sikret, noe som også kjennetegner problemet moralsk hasard.

³³ Kindleberger, 2005

³⁴ Gyttén, 2003

Under kriser tenker myndigheter ofte mer på hva som er best nasjonalt, enn hva som er best for økonomien internasjonalt. I slike tilfeller er det viktig at hegemonimakten tar ansvar, og den også bidrar til stabilitet internasjonalt. Kindleberger mener at depresjonen på 1930-tallet var lang og dyp på grunn av at det ikke eksisterte en internasjonal *lender of last resort* eller hegemonimakt. Storbritannia hadde ikke mulighet til å opptre som hegemonimakt på grunn av ettervirkningene fra 1. verdenskrig og gullstandard, mens USA ikke var villing til å påta seg rollen. Han mener også at IMF ikke har møtt forventningene som en *lender of last resort* ³⁵

³⁵ Kindleberger, 2005

3 FINANSKRISENS HENDELSESFORLØP

Vi vil i denne delen av oppgaven legge frem hva som har skjedd de siste årene i internasjonal og norsk økonomi. Her vil vi ta for oss både hva som har skjedd forut krisen, og etter krisens utløp frem til og med første kvartal 2009. Vi vil gå igjennom fire ulike markeder i Norge, og presentere empiriske data som vil bli benyttet videre i analysen. De fire markedene er konjunkturer, kredittmarkedet, boligmarkedet og aksjemarkedet.

3.1 Forløpet til finanskrisen internasjonalt

I perioden før finanskrisen var det en svært lang vekstperiode i økonomien, både nasjonalt og internasjonalt, og flere hundre millioner har steget ut av fattigdom på global basis. På begynnelsen av 2000-tallet var det i USA stigende boligpriser og økt konsum, noe som var en følge av en ekspansiv pengepolitikk. Økt konsum i USA, sammen med globalisering, la forholdene til rette for eksportvekst i Asia. Dette førte til underskudd på den amerikanske handelsbalansen og overskudd på handelsbalansen i mange lavkostland. Som følge av en sterk vekst i produksjon og eksport av forbruksvarer fra lavkostlandene, ble det etter hvert lav konsumprisvekst i de industrialiserte landene. Ettersom de fleste land i OECD-området har inflasjonsstyring, gav lav konsumprisvekst også lave renter i disse landene.³⁶

Perioden med langvarig økonomisk vekst, som var kombinert med lave renter, førte til en sterk ekspansjon i finansmarkedene. Dette førte også med seg utvikling av nye og til dels kompliserte låneprodukter, som i stor grad var basert på verdipapirisering. Lave statsobligasjonsrenter og rikelig tilgang på kapital har vært med på å øke interessen for å investere i foretaksobligasjoner og andre aktiva med høy risiko og avkastning. I tillegg til god inntjening i foretakene har dette bidratt til historiske lave kredittpremier. Jakten på avkastning økte drastisk og investorene pådro seg mer risiko enn hva risikopremien faktisk skulle tilsi.³⁷

³⁶ Økonomiske analyser, 1/2009

³⁷ Finansiell stabilitet, 2/2006

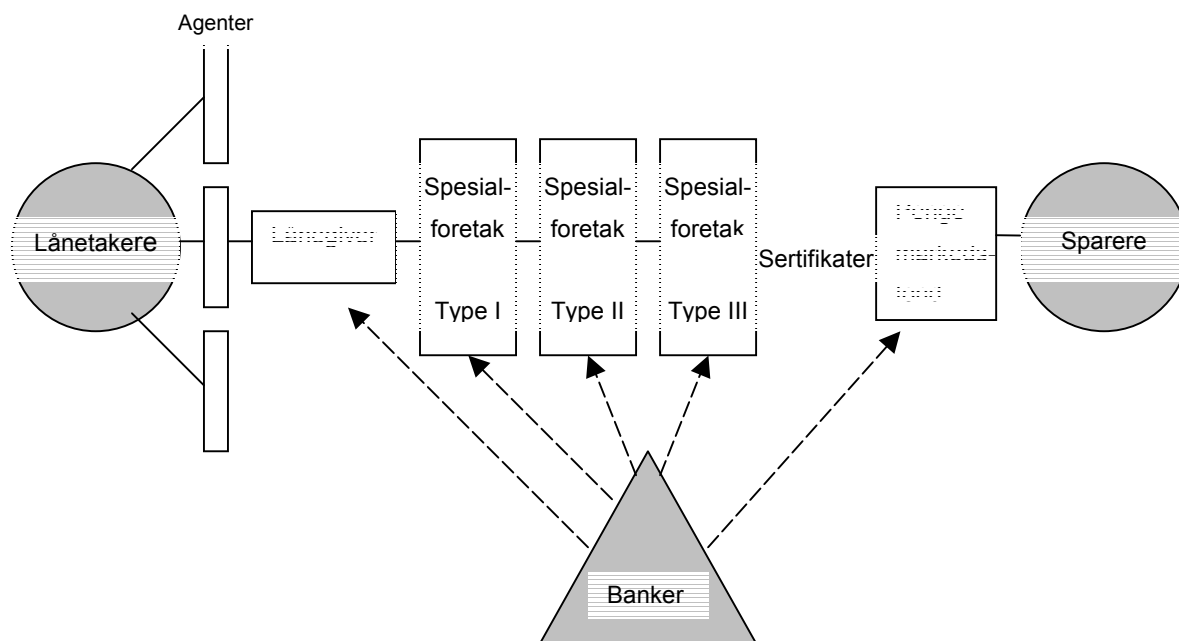
Ved tusenårsskiftet fjernet USA en statlig regulering, som ble innført etter den store depresjonen på 1930-tallet. Det ble da mulig for finansinstitusjoner å låne ut penger til kunder med svak betjeningsevne.³⁸ I tillegg har finansmarkedene vært lite regulert, og har i mer eller mindre grad hatt fritt spillerom for utvikling av nye finansielle produkter. Finansinstitusjoner i USA stod i spissen for utviklingen av nye produkter, hvor de blant annet begynte å tilby såkalte subprime-lån. Dette er lån som spesialiserte kredittinstitusjoner gav til risikogrupper, det vil si lånetakere med svak kredithistorie og usikker betalingsevne. Lånene ble i stor grad gitt med forventning om videre fremtidig vekst i boligprisene. Typiske vilkår for subprime-lån var avdragsfrihet og lave renter, for eksempel de to første årene, med tilsvarende økning senere.

Slike boliglån ble deretter verdipapirisert og videresolgt til andre finansinstitusjoner i flere omganger og i mange varianter. Ansvarsforholdet mellom finansinstitusjonene ble etter hvert tilslørt, og risikoen ble spredd på flere aktører gjennom internasjonale kapitalmarkeder, se eksempel på struktur i figur 6. Markedsandelen for subprime-lån var 20 prosent i USA i 2006, og utgjorde en større andel av boliglånsmarkedet i USA enn i andre land. Samlet sett førte utviklingen til en voldsom oppblåsing av balansene i finansinstitusjoner. Aksje- og boligmarkedet i USA ble overopphetet som følge av subprime og lav rente, da investering i disse markedene ble lånefinansiert.³⁹

³⁸ Dagens Næringsliv: *Hva skjedde egentlig*

³⁹ Økonomiske analyser, 1/2009

Figur 6: Struktur i det amerikanske markedet for boliglån til kunder med lav kredittverdighet. Eksempel.



Kilde: Penger og Kreditt 4/2007

Våren 2007 slet amerikanske lånetakere med å betale renter og avdrag på sine boliglån. I USA har en mulighet til å gi boligen sin tilbake til banken, for å slippe unna lånet som ikke lengre kan betjenes. Dette konseptet er betegnet som *walk out*. Prisene på det amerikanske boligmarkedet begynte å falle da folk ikke klarte å betjene lånene sine, og færre ønsket å kjøpe bolig som følge av høyere rente. Bankene satt da igjen med boliger som de ikke fikk solgt i stedet for likviditet, og dette forverret situasjonen. En rekke investeringsbanker og subprime-institusjoner gikk i 2007 over ende som følge av mange misligholdte lån. Amerikanske subprime-lån begynte i økende grad å forfalle, og da ble obligasjoner som var gitt med boliglån som pant totalt verdiløse. Ettersom slike obligasjoner var solgt videre til internasjonale investorer, spredde effekten seg til en global kredittkrise. Store banker som nå satt på verdiløse obligasjoner, måtte bokføre nedskrivningene og fikk store tap. Den store risikoen som var tatt opp i subprime-lån og relaterte instrumenter ble nå synliggjort.⁴⁰

⁴⁰ E24: *Finanskrisen for Dummies*

Da det ble klart at store banker internasjonalt fikk problemer som følge av å ha investert i verdipapirer relatert til subprime, spredte uroen seg også til kredittmarkedet. Ettersom en ikke visste hvilke finansinstitusjoner som satt med store tap, var bankene redde for å låne penger til hverandre. Banker som trengte å låne fikk mindre likviditet, og det ble en knapphet på amerikanske dollar i markedet som følge av redselen for å låne hverandre penger. Investorer flyttet plasseringer ut fra aksje- og pengemarkedet, og over til sikre posisjoner som blant annet kontanter og statspapirer. Den amerikanske investeringsbanken Bear Stearns måtte stenge to hedgefond som følge av mislykkede investeringer i kompliserte verdipapirer tilknyttet subprime.

Det oppstod likviditetstørke og renteoppgang i pengemarkedet.

Pengemarkedsrentene var uvanlig høye i forhold til styringsrenten, og flere sentralbanker benyttet ulike tiltak for å bedre situasjonen. I august 2007 svarte den europeiske sentralbanken på likviditetstørke og renteoppgang med å tilføre store mengder av euro ved hjelp av ulike markedsoperasjoner. USA, Canada og Storbritannia gjennomførte også lignende operasjoner. Pengemarkedsrentene ble, til tross for tiltakene, liggende unormalt høyere enn styringsrentene. Forskjellen mellom styringsrentene og pengemarkedsrentene var på 0,5-1 prosentpoeng, mot et tidligere normalnivå på 0,1-0,25 prosentpoeng. Sentralbankene avventet med rentekutt, på grunn av inflasjonsfrykt som følge av økte råvarepriser. USA var den første sentralbanken som valgte å sette ned styringsrenten i august 2007, og satt ned renten betydelig flere ganger etter dette.⁴¹

Bankene ønsket ikke lenger å ta på seg noe særlig risiko, og det ble dyrere å skaffe fornyet kapital. I USA ble det betydelig vanskeligere å få boliglån, spesielt subprime. Det ble strengere krav til egenkapital, dokumentasjon på inntekt og kreditthistorie, og rentene økte som følge av at det var dyrt for bankene å låne penger. Det opparbeidet seg en frykt for internasjonal konjunkturedgang, noe som utløste fall på aksjeindekser verden over høsten 2007. Nedgangen kom til Oslo Børs i januar 2008, hvor hovedindeksen falt med nesten 30 prosent på tre uker.⁴²

⁴¹ Økonomiske analyser, 1/2009

⁴² Økonomiske analyser, 1/2009

Det skulle vise seg at flere store banker skulle få problemer. Den første storbanken som måtte reddes var i Storbritannia. Den 17. februar 2008 ble den britiske boliglånsbanken Northern Rock nasjonalisert. En måned senere var det amerikanske Bear Stearns som ble reddet. Dette ble starten på en rekke underganger for amerikanske investeringsbanker. Investeringene var tilknyttet høy risiko og liten egenkapital, og dermed ble de veldig hardt rammet av finanskrisen. Bear Stearns og Merrill Lynch ble kjøpt opp av henholdsvis JP Morgan og Bank of America, mens Morgan Stanley og Goldman Sachs omgjorde virksomheten til forretningsbank. Da Bear Stearns unngikk konkurs, økte risikoappetitten og tilliten til bankene. Aksjekursene begynte å stige igjen utover våren 2008, og nådde historiske topper i USA og Norge i slutten av mai. Toppen i Norge var imidlertid ikke høyere enn den i juli 2007. Noteringen i mai 2008 var på 522,90, sammenlignet med 524,37 i juli 2007.

Den internasjonale krisen var et faktum i september 2008. De fallende boligprisene i USA hadde etter hvert påført bankene store tap. Boliglåns-gigantene Freddie Mac og Fannie Mae var på randen av konkurs, men myndighetene valgte å sette dem under offentlig administrasjon da de ble ansett som for store til å la dem mislykkes. Kort tid etter valgte myndighetene å ikke gripe inn da Wall-Street kjempen Lehman Brothers gikk over ende. Dette resulterte i en dominoeffekt i de globale finansmarkedene. Allerede dagen etter Lehman Brothers gikk konkurs, reddet staten forsikringsgiganten American International Group (AIG). AIG hadde store tap da de hadde forsikret banker mot tap på kompliserte finansielle produkter. Samme måned måtte flere europeiske banker reddes av staten. Oktober var preget av flere bankkonkurser, short-salg restriksjoner og store krisepakker fra myndighetene i blant annet USA, Norge og Storbritannia.⁴³

På Island førte de omfattende problemene i banksektoren til alvorlige vanskeligheter for den islandske økonomien, blant annet ble valutaen sterkt svekket. Islandske banker opparbeidet seg forpliktelse i utlandet som er ni ganger større enn landets BNP. Flere banker gikk over ende, og myndighetene har tatt over flere av Islands banker, blant annet Glitnir, Landsbanki og Kaupthing. Island har også lånt penger fra andre for å ikke risikere å gå konkurs. Det internasjonale valutafondet (IMF) har

⁴³ Økonomiske analyser, 1/2009

sammen med flere land laget en hjelpepakke for å hjelpe Island ut av den alvorlige finansielle og økonomiske krisen.⁴⁴

Aksjekursene og råvareprisene stupte høsten 2008, og verdens børser falt mellom 40 og 65 prosentpoeng. Kapitalmarkedene tørket helt inn, og en fikk se krisepakker og betydelige rentekutt fra sentralbanker verden over. Det var så stor mistillit i finansmarkedene at pengemarkedsrentene var rekordhøye i forhold til styringsrentene. Markedsrentene økte og bankenes utlånspraksis ble fortsatt strammet inn. Husholdninger og næringsliv fikk problemer med å skaffe finansiering til nye investeringer og daglig drift.⁴⁵

Virkningene av finanskrisen kommer mer og mer til syne verden over, og en ser tydelige virkninger på realøkonomien. Flere bedrifter lider store tap, og opplever at de ikke får finansiering til å iverksette nødvendige investeringer. Dette har resultert i økt arbeidsledighet, ettersom flere bedrifter må permittere ansatte for å redusere kostnader, eller ved at bedrifter går konkurs. En ser at veksten i BNP avtar og at flere land er inne i en lavkonjunktur, deriblant USA. Den totale veksten i GDP i USA var redusert til 1,3 prosentpoeng for 2008, fra 2 prosentpoeng i 2007.⁴⁶ I følge Norges Banks pengepolitisk rapport 01/2009 er prognosen for GDP i 2009 på -3 prosentpoeng, som er en markant nedgang i forhold til 2007.

3.2 Den internasjonale finanskrisens innvirkning på norsk økonomi

Utvikling i den internasjonale økonomien med påfølgende finanskriser, har også fått betydning for norsk økonomi. Spredningen av den finansielle uroen til norske finansinstitusjoner har hovedsakelig kommet av ren smitteeffekt. Kredittilsynet har gjort undersøkelser som viser at norske banker ikke har vært direkte utsatt for tap knyttet til det amerikanske subprime-markedet.⁴⁷ Finanskrisen påvirker aktiviteten i norske husholdninger og bedrifter hovedsakelig gjennom fire kanaler:

⁴⁴ Hegnar Online: *Dette er finanskrisen på Island*

⁴⁵ Økonomiske analyser, 1/2009

⁴⁶ Bureau of Economic Analysis

⁴⁷ Penger og Kreditt, 4/2007

1. Rente – og kredittkanalen

Aktiviteten i norsk økonomi påvirkes gjennom rente- og kredittkanalen ved at finansieringskostnaden har steget noe mer enn utviklingen i styringsrenten skulle tilsi. Dette fører til lavere disponibel inntekt for husholdningene og mindre etterspørsel etter investeringsvarer både fra bedrifter og husholdningene. Bankene stiller strengere krav enn tidligere når det gjelder sikkerhet og betalingsevne, og muligheten til å ta opp nye lån er begrenset. Dette påvirker både boliginvesteringer og foretaksinvesteringer.

2. Forventningskanalen

Husholdningene kan ønske å redusere sin gjeld og bygge opp finansielle buffere. Dette kommer som følge av forventninger om svakere økonomisk utvikling og økt arbeidsledighet fremover. Dette kan gi økt sparevolum og lavere konsum i tiden som kommer. Den økte usikkerheten kan føre til at både husholdninger og bedrifter utsetter eller avlyser investeringer.

3. Formueskanalen

Fall i boligpriser og aksjeverdier fører til at privat formue blir mindre verdt. Panteverdier på bolig går ned, noe som kan føre til at husholdningene ønsker å redusere sin gjeld. Dette kan også føre til at det blir vanskeligere å få lån i bankene, noe som vil redusere både konsum og realinvesteringer. På grunn av lavere aksjekurser og høy usikkerhet i aksjemarkedet kan det også bli vanskelig for bedriftene å hente inn ny egenkapital.

4. Eksportkanalen

Når finanskrisen rammer våre handelspartnere, fører dette til at etterspørselen fra utlandet etter norske varer blir redusert. Fallende priser i verdensmarkedet fører til lavere lønnsomhet, noe som igjen kan gi lavere investeringer i norske selskap.⁴⁸

⁴⁸ Pengepolitisk Rapport, 3/2008

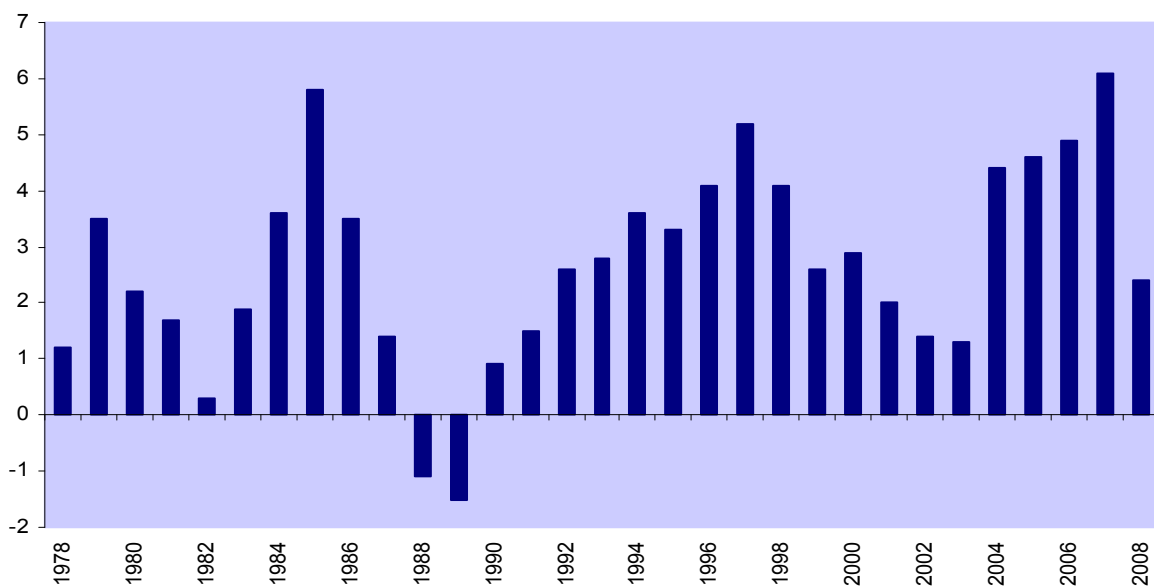
Finanskrisen har gjennom disse fire kanalene påvirket konjunkturer, kredittmarkedet, boligmarkedet og aksjemarkedet i Norge. Vi vil videre presentere disse markedene, med vekt på perioden forut for krisen og krisens utløp.

3.3 Konjunkturer

Formålet ved å se på konjunkturer i Norge, er å undersøke om det er press i den norske økonomien. Det har vist seg at brutto nasjonalprodukt (BNP) har vært en god indikator for dette, og BNP blir ofte benyttet i empiriske analyser. Ulempen er at en ser virkningen i ettertid, og at tallmaterialet revideres ofte. Vi har også valgt å trekke inn inflasjon, investeringer og arbeidsledighet ved analysen av konjunkturer, da disse gir et godt bilde på aktiviteten i økonomien.

Økonomien i Norge har vært i en høykonjunktur etter en sterk oppgang siden 2003. Veksten har vært høy de siste femten årene, dersom en ser vekk i fra en dempet vekst fra 1998, og et mildt tilbakeslag i 2002/2003. I figur 7 ser en volumendringen i BNP for Fastlands-Norge, og en kan se at veksten har steget markert de siste årene frem til 2007. Foreløpige tall for 2008 viser at veksten i BNP er redusert til 2,4 prosentpoeng, som er det laveste nivået siden 2003.

Figur 7: BNP Fastlands-Norge 1978-2008, årlig volumendring i prosent

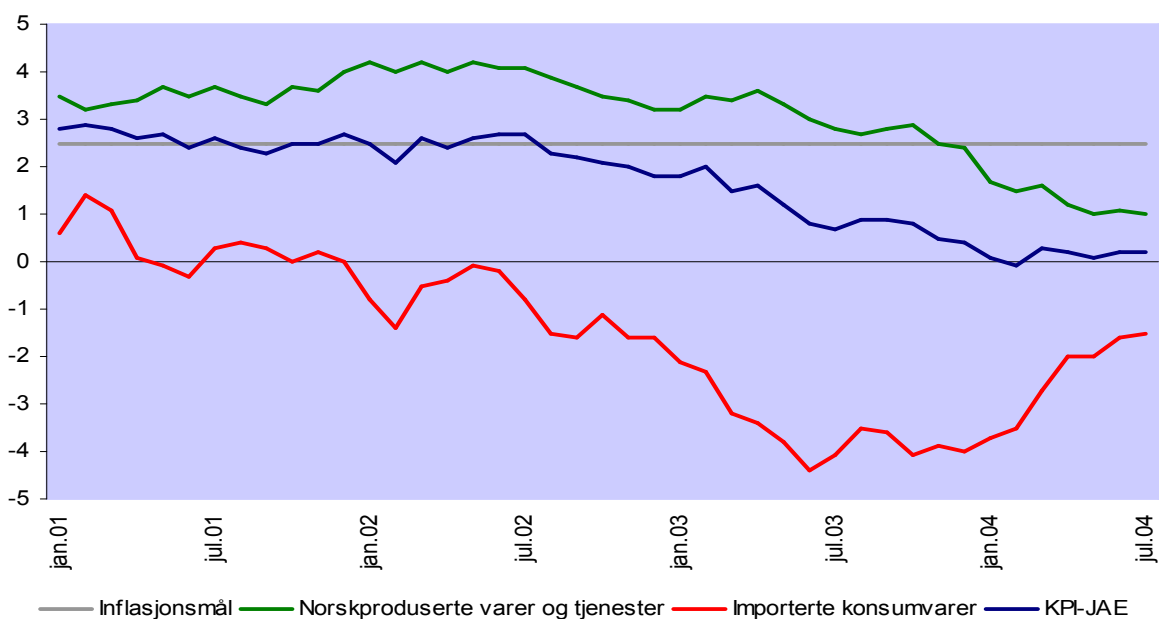


Kilde: Statistisk sentralbyrå

Årsaken til den høye veksten, må sees i sammenheng med en økt globalisering i verdenssamfunnet. Norge har fått mye ut av friere handel og økt utveksling av kapital, teknologi og arbeidskraft. Norske importører har fått tilgang til nye markeder, for eksempel Sentral-Europa og Asia, som har hatt vesentlige billigere forbruksvarer. I tillegg har prisene på olje, gass, frakt, fisk og industrielle råvarer steget markert. For eksempel var gjennomsnittsprisen for Brent Blend i 2002 på 25,1 USD, og etter dette har oljeprisen steget markert. Sommeren 2008 nådde oljeprisen en utrolig toppnotering på 140 USD fatet, men etter dette har den falt drastisk.⁴⁹ Ettersom prisen på norske eksportvarer ble drevet opp, samtidig som Norge fikk importere forbruksvarer billig, er det få land som tjente bedre på den økonomiske utviklingen enn Norge.

Norsk næringsliv har også vært flinke til å ta i bruk ny teknologi. Dette har bedret effektiviteten i bedriftene, som også har ført til økt produktivitet. Denne utviklingen har en også sett i de andre nordiske landene. Norske bedrifter har i tillegg dratt nytte av den sterke veksten i de asiatiske landene og endringer i arbeidsdelingen mellom landene. Ved å legge produksjonen sin til andre land har flere bedrifter blitt mer kostnadseffektive, noe som også har bidratt til vekst.⁵⁰

Figur 8: KPI-JAE. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. 2001-2004. Tolv månnersvekst¹⁾



¹⁾ Prosent

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

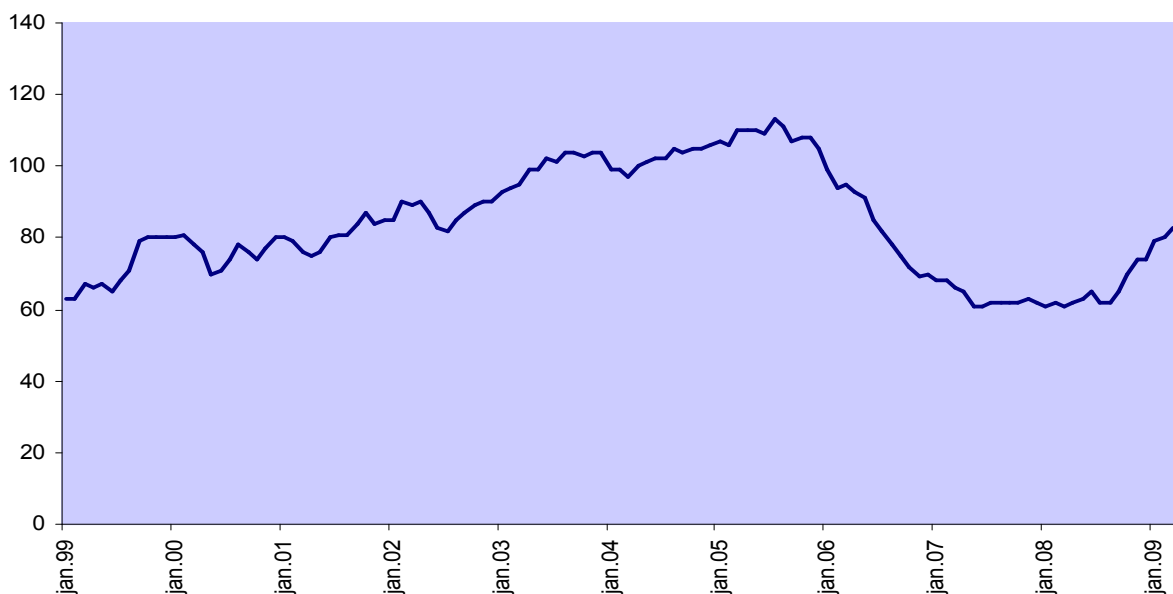
⁴⁹ Statistisk Sentralbyrå

⁵⁰ Penger og Kreditt, 1/2007

Inflasjonen i Norge var under inflasjonsmålet i 2003, og nærmet seg null i 2004. Som en ser fra figur 8, var konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) svært lav frem til slutten av sommeren 2004. Dette skyldes økende import fra lavkostland, samtidig som det var sterk konkurranse og høy produktivetsvekst i mange næringer i Norge.⁵¹

Norges Bank har offisielt styrt etter fleksibelt inflasjonsmål siden 29. mars 2001, og valgte å sette ned styringsrenten som følge av den lave inflasjonen i 2003. Styringsrenten gikk fra 7 prosentpoeng på topp i 2002, til 1,75 prosentpoeng i mars 2004. Den lave renten bidro til at den sterke økonomiske veksten i Norge fortsatte å stige. Etterspørselen og produksjonen tok seg raskt opp etter rentenedsettelsen, men det tok lang tid før sysselsettingen økte. Etter hvert økte imidlertid også sysselsettingen, og den fortsatte å øke frem til fjerde kvartal i 2008. Sysselsettingen var i 2007 høyere enn ved høykonjunktorene på 1980-tallet. Figur 9 viser utviklingen i arbeidsledigheten, og en kan se at denne ble redusert fra 2005. Sammen med reduksjonen i arbeidsledigheten, økte også lønnsnivået kraftig. Arbeidsledigheten har imidlertid økt fra fjerde kvartal i 2008, og tallene for første kvartal 2009 viser en fortsatt økning.

Figur 9: Arbeidsledighet. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Jan 1999- mars 2009¹⁾



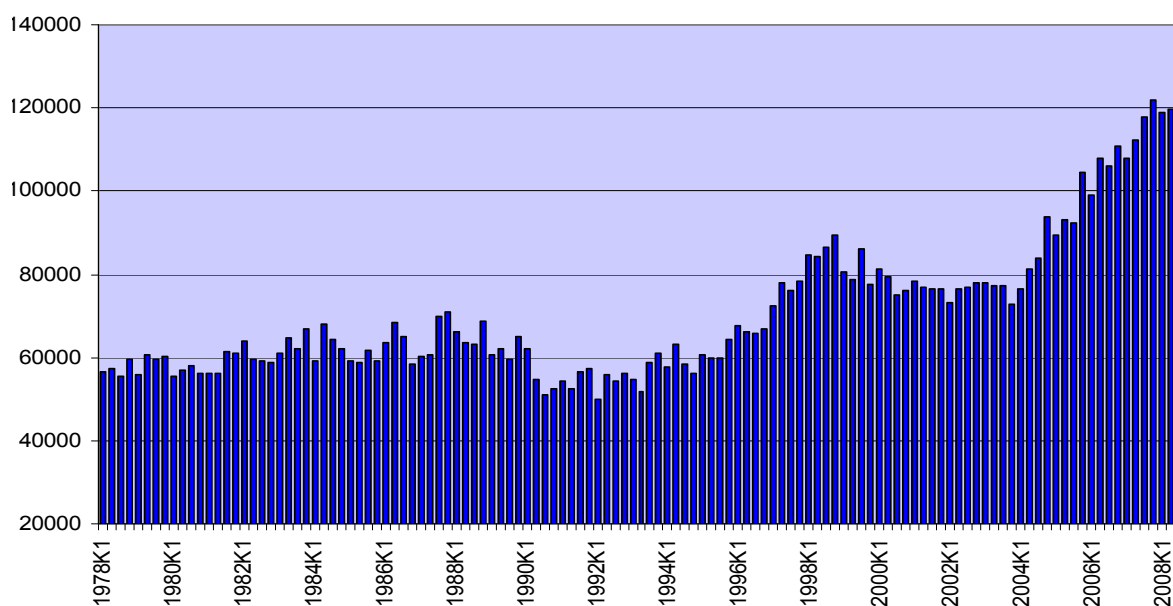
¹⁾ Sesongjusterte tall. Enhet:1000

Kilde: Statistisk sentralbyrå

⁵¹ Inflasjonsrapport, 3/2004

I perioden etter rentenedsettelsen i 2005 ble det etterhvert mangel på intern arbeidskraft. Samtidig økte tilgangen på arbeidskraft fra andre land, for eksempel fra Polen og Litauen. Husholdningene fikk økt kjøpekraft som følge av inntektsøkningen og den lave renten, og dette førte til at etterspørselen etter lån, varer og tjenester økte. Publikum begynte å investere mer i bolig og aksjer, noe som presset prisene oppover. Bedriftene økte også investeringene i realkapital, som følge av god inntjening og lave renter. I figur 10 nedenfor ser en en klar økning fra 2004 til 2007, men en tilbakegang i 2008.⁵²

Figur 10: Bruttoinvestering i fast realkapital, 1978-2008. Kvartalsvise tall. Faste priser (2005=basisår, mill.kr). Sesongjustert



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Verdiskapningen i Norge fikk gradvis bredere feste, og økte sterkt på grunn av høy inntekt og sparing på statens hånd, økt kjøpekraft i husholdninger og god inntjening i næringslivet. Gode tider og statlige overskudd skapte trygghet, og dette påvirket husholdningers atferd i forhold til sparing og kjøp av bolig. Norge var preget av sterk optimisme i oppgangstiden. Konjunktorene snudde imidlertid for litt over ett år siden. Forbruket stoppet opp, og veksten i investeringen har falt. Årsaken til dette må sees i sammenheng med uroen i finansmarkedene og de høye rentene. Foreløpige tall for

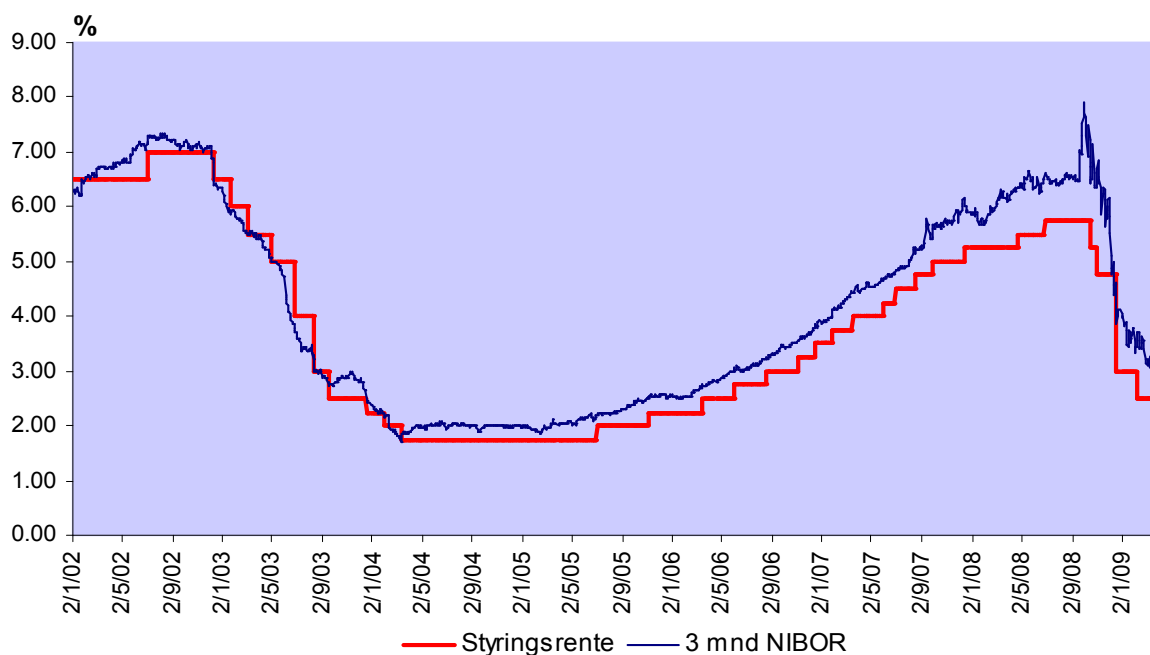
⁵² Penger og kreditt 1/2008

BNP Fastlands-Norge på 2,4 prosentpoeng viser at veksten avtok klart i 2008. Til sammenligning var denne beregnet til 6,1 prosentpoeng i 2007.⁵³

3.4 Kredittmarkedet

Kredittmarkedet er viktig når en skal analysere finansiell stabilitet. En kan benytte forskjellige kredittindikatorer, som blant annet beskriver utviklingen i publikums bruttogjeld. Kredittindikatorene har gode egenskaper som indikator for utvikling i realøkonomien, og gir i tillegg informasjon om de ulike sektorenes finansielle stilling. Fordelen ved kredittindikatorer er at de har gode realtidsegenskaper, det vil si at de revideres lite.⁵⁴ Vi vil videre presentere hva som har skjedd i kredittmarkedet forut for krisen og se på ulike kredittindikatorer som vi vil benytte i vår analyse.

Figur 11: Norges Banks styringsrente og Pengemarkedsrenten. 2002-2009¹⁾



¹⁾ Januar 2002 til og med mars 2009

Kilde: Norges Bank

Norges Bank har som nevnt styrt etter fleksibelt inflasjonsmål siden mars 2001, og styringsrenten er det viktigste virkemiddelet for å oppnå målet som er på ca 2,5 prosentpoeng. Styringsrenten har en påvirkning på de kortsiktige

⁵³ Statistisk sentralbyrå: Kvartalsvis nasjonalregnskap, 4. kvartal 2009

⁵⁴ Penger og Kreditt, 3/2006

pengemarkedsrentene, som igjen påvirker renten bankene kan tilby til privatpersoner og bedrifter.

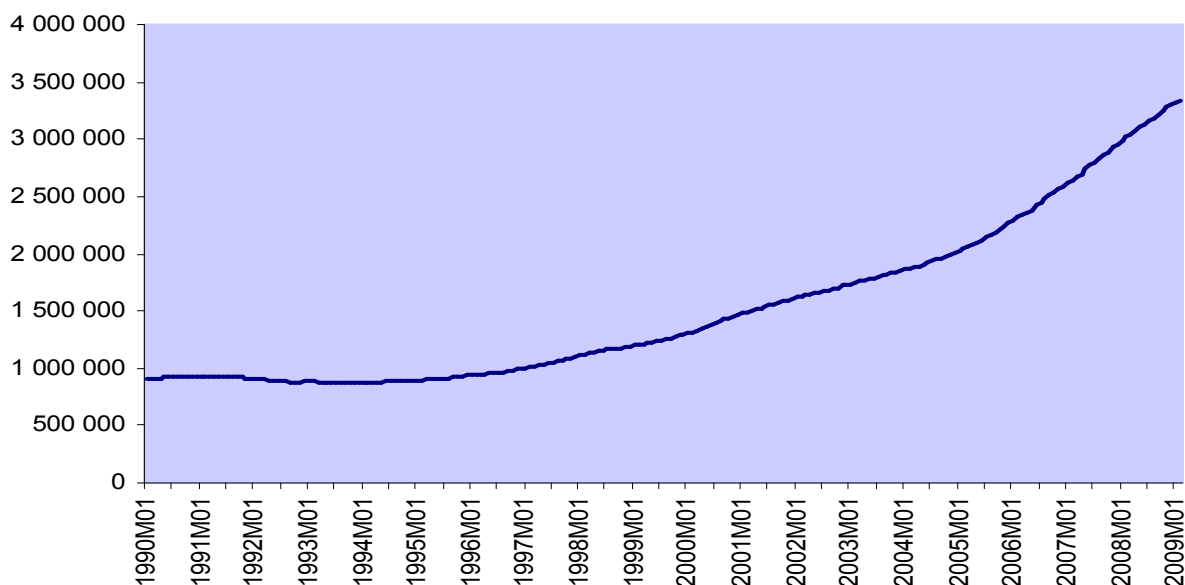
Figur 11 viser utviklingen i styringsrenten fra 2002. Renten ble satt ned fra 2003 for å øke kjøpekraften, da inflasjonen var svært lav. Styringsrenten skal i teorien danne gulvet for pengemarkedsrentene, og figuren viser at pengemarkedsrenten i hovedsak følger utviklingen i styringsrenten. Renten ble satt opp igjen sommeren 2005, slik at inflasjonen ikke skulle bli for høy. Denne hadde lenge vært på et unormalt lavt nivå, og skulle nå opp på et mer normalt nivå. 25. juni 2008 nådde styringsrenten toppen på 5,75 prosentpoeng. Etter dette har renten blitt satt ned fem ganger på grunn av uroen i finansmarkedet, og lå per 31.mars 2009 på to prosentpoeng.⁵⁵

Som følge av den lave renten i 2003/2004, sank gjennomsnittrenten på utlån fra private banker i samme periode. Når renten var lav økte også publikums innenlandske bruttogjeld kraftig fra 2003 og årene fremover, som en ser i figur 12. Nye låneprodukter og konkurranse mellom bankene har også bidratt til at låneveksten har økt. Det har blitt mulig å velge lengre løpetid og avdragsfrie perioder på boliglån, og nye produkter som rammelån har inntatt markedet. De nye produktene har gjort det lettere å frigjøre kapital bundet i boligen, og har også gjort det mulig å betjene en høyere gjeld med en gitt inntekt. En må se økningen i boligprisene i sammenheng med økt gjeldsopptak. Flere fikk lån, og boligkjøpere fikk gjerne også større lån enn tidligere. Dermed kunne de by mer på den boligen de ønsket, og dette var en medvirkende faktor til at prisene steg.⁵⁶

⁵⁵ Norges Bank

⁵⁶ Finansiell Stabilitet, 1/2005

Figur 12: K2 - Publikums innenlandske bruttogjeld, 1990-2009¹⁾

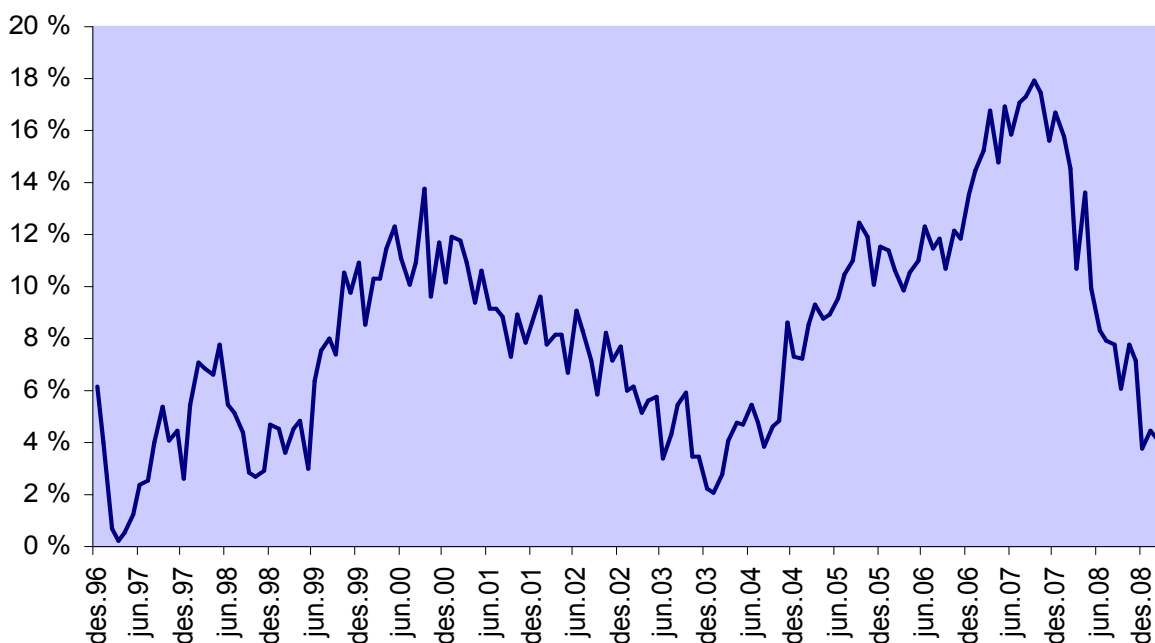


1) Sesongjusterte beholdningstall (mil.kr)

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Fra 2003 ser en også at pengemengden (M2) økte (se figur 13). Dette har en sammenheng med en stigende lønnsomhet i bedrifter, lønnsvekst for husholdninger, og et økende gjeldsopptak. Publikum hadde mer penger på grunn av en periode med lavere rente og høyere lønnsvekst enn tidligere.

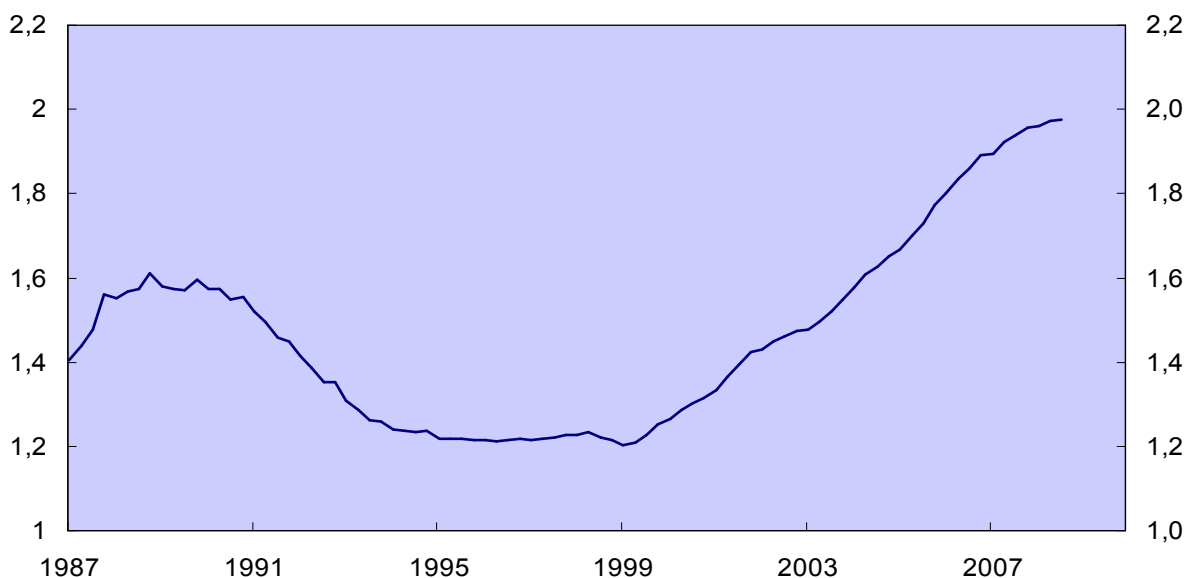
Figur 13: M2, des. 1996 – feb. 2009, 12 måneders vekst



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Under bankkrisen på 1980-tallet var andelen gjeld i forhold til disponibel inntekt rundt 1,6. I 2007 var denne opp i 2, se figur 14. Det vil si at folk bruker mindre andel av sin inntekt til rent livsopphold i dag, og bruker mer til bolig og renter.

Figur 14: Gjeld som andel av inntekt, Kvartalstall. 1. kvartal 1987 – 4 kvartal 2008¹⁾



1) Husholdingenes lånegjeld som andel av likvid disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Bankene har i perioden med lav rente vært solide og hatt gode resultater. Dette må sees i sammenheng med at tap på utlån har vært lave, og at bankene i tillegg har hatt lave driftskostnader. Den høye utlånsveksten bidro til å redusere bankenes egenkapitalandel, og bankenes rentemargin falt med et prosentpoeng fra 1998 til 2,4 prosent i slutten av 2005. Årsaken til dette var den kraftige veksten i utlån til husholdninger, da disse har en lavere rentemargin enn utlån til foretak. Denne marginen er også blitt presset ned som følge av den harde konkurransen blant bankene, der en forsøker å kapre kunder fra konkurrentene.

Det norske bankmarkedet har blitt mer internasjonalt, ved at bankene har beveget seg utover landegrensene for å hente inn kortsiktig kapital. De siste årene har norske banker økt sin kortsiktige gjeld til utlandet, og på den måten blir bankene mer påvirket av finansielle forhold i det internasjonale bankmarkedet. Det europeiske dollarmarkedet har vært en mye brukt kilde til finansiering for norske banker. Årsaken

til dette er i hovedsak at bankene har betydelige utlån i dollar for å skaffe likviditet i norske kroner. Dette skjer ved at bankene låner dollar for å bruke dette til å bytte til seg norske kroner. Da Lehman Brothers gikk konkurs i september 2008, gikk som sagt krisen i finansmarkedet inn i en mer alvorlig fase. Rentepåslagene på lån mellom bankene steg markert, og økte risikopremier på renter i markedene i USA og Europa smittet raskt over på norske renter.⁵⁷

Ingen norske banker har operert på samme måte som Northern Rock i Storbritannia, med så store innslag av lånefinansiering i pengemarkedet. Men interbankmarkedet i Norge har fungert dårlig som følge av den internasjonale uroen. Det ble vesentlig dyrere å låne penger mellom bankene, som følge av økte renter internasjonalt, og bankene ble mer forsiktige med å gi hverandre lån. Dette førte til at interbankmarkedet mer eller mindre stoppet opp. Forskjellen mellom pengemarkedsrenten og styringsrenten var rekordstor i slutten av 2008, og som et resultat av dette steg renten bankene kunne tilby til private og bedrifter markert de siste månedene i 2008. Dette førte til at flere privatpersoner og bedrifter ikke lenger klarte å betjene sine lån. Bankene måtte da tapsføre flere misligholdte lån enn tidligere. Til tross for dette har norske banker hittil vist seg å være solide. Bankene har i tillegg strammet inn sin kredittpraksis, slik at det har blitt vanskeligere å få lån. Dette har var medvirkende til at veksten i boligprisene har avtok i 2008. Krisen i kredittmarkedet har også påvirket næringslivet i Norge, i den forstand at flere bedrifter ikke får innvilget nødvendige lån til viktige investeringer og daglig drift.⁵⁸

Regjering og Storting i samarbeid med Norges Bank har utarbeidet en rekke krisepakker for å bedre situasjonen i kredittmarkedet. Norges Bank har som sagt redusert styringsrenten fem ganger siden høsten 2008, og i tillegg tilført markedet likviditet. En har sett at pengemarkedsrenten har nærmet seg styringsrenten som følge av disse tiltakene, og dette har igjen påvirket rentene som bankene tilbyr privatpersoner og næringslivet. Vi vil gå nærmere inn på disse krisepakkene senere i oppgaven.

⁵⁷ Finansiell stabilitet, 2/2008

⁵⁸ Penger og Kreditt, 4/2007 og Finansiell stabilitet, 2/2008

3.5 Boligmarkedet

Boligpriser og boliginvesteringer er viktige makrostørrelser som kan fortelle oss mye om tilstanden i økonomien. Derfor kan det også være interessant å se på utviklingen i det norske boligmarkedet de siste årene. Boligprisene blir blant annet drevet av disponibel inntekt, rente, arbeidsledighet, boligmasse og forventninger om fremtidige boligpriser.⁵⁹

I de fleste OECD-land har boligprisene fulgt en stigende trend siden 1970-årene. I økonomiske nedgangstider har en imidlertid sett perioder med fall i boligprisene og markert fall i boligprisveksten. De fleste av de merkbare boligprisfallene skjedde i periodene 1980-82 og 1989-92.⁶⁰ Lønnsomheten i byggebransjen ble i begynnelsen av 1990-årene svekket som følge av økt rente og lavere boligpriser, og dette førte til at boliginvesteringene falt markert i perioden frem til 1993. Fra 1993 til 1998 falt renten, og boligprisene økte konstant helt frem til første halvår i 2003. Fra 1994 til 2002 så vi også en økning i boliginvesteringene. Som tidligere nevnt hadde norsk økonomi et mildt tilbakeslag i 2002/2003. Da aktiviteten i økonomien tok seg opp fra andre halvår i 2003, førte dette til at både boligpriser og boligbygging igjen økte markant.⁶¹

Figur 15 viser utviklingen i det norske boligmarkedet illustrert ved hjelp av boligprisindeksen. Vi ser at prisveksten i boligmarkedet har vært sterk, spesielt etter 2003. Lave renter og høy vekst i husholdningenes inntekter har vært blant drivkreftene bak denne utviklingen.⁶² Dersom vi studerer boligprisene per kvadratmeter, ser vi også her en sterk utvikling i det norske boligmarkedet. Figur 16 viser både nominell og reell boligprisutvikling frem til mars 2009. Vi ser også at boligmarkedet hadde sin topp i 2007, og at boligprisveksten har avtatt etter dette.

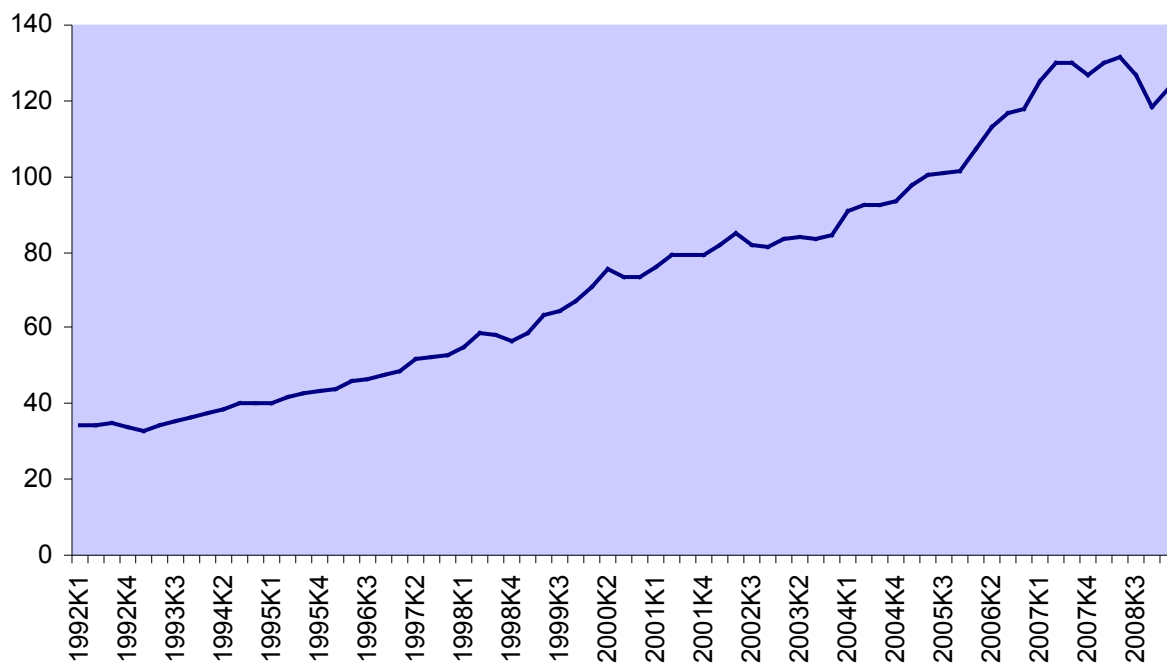
⁵⁹ Klovland, 2008

⁶⁰ Finansiell stabilitet, 1/2007

⁶¹ Penger og Kreditt, 4/2006

⁶² Finansiell stabilitet 1/2006

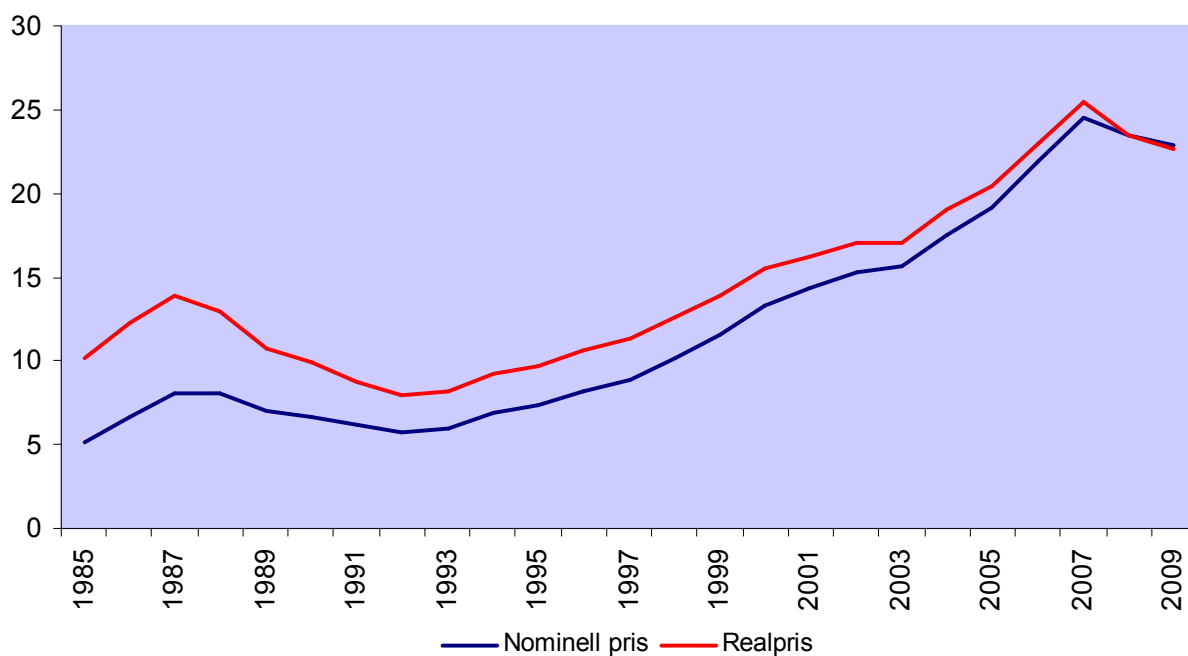
Figur 15: Boligprisindeks for Norge. 1992-2009. Kvartalsvise tall.¹⁾



¹⁾ 1.kvartal 1992-1.kvartal 2009. 2005=100.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 16: Boligpris per kvadratmeter 1985-2009.1000kr. Årlige tall.¹⁾

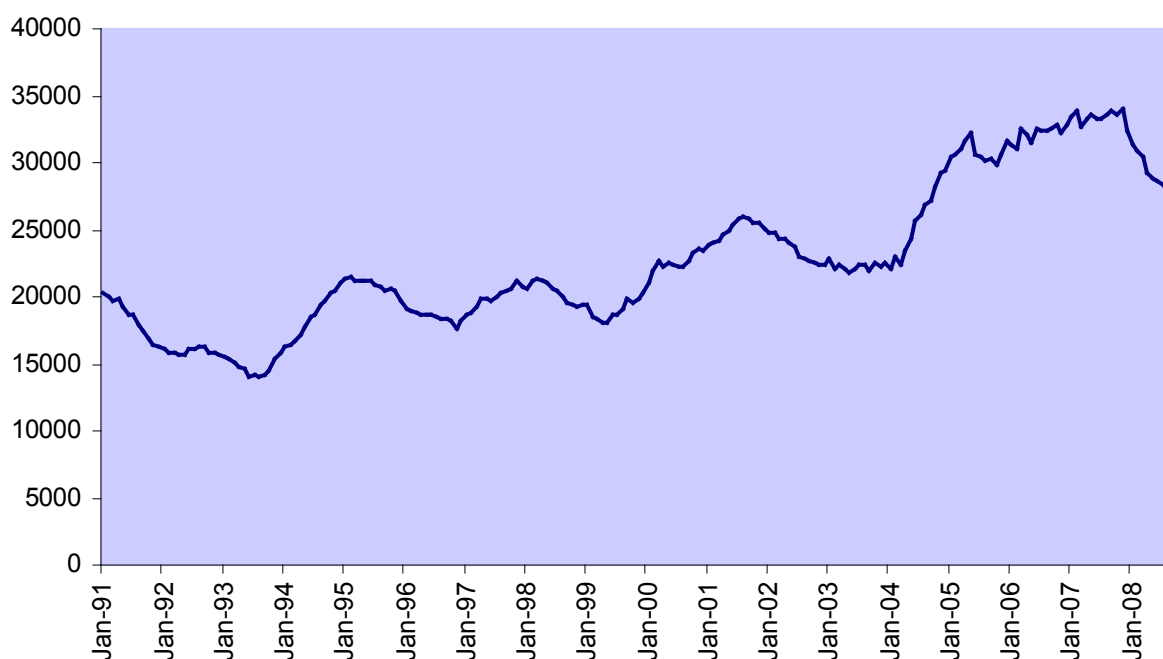


¹⁾ Gjennomsnittlig pris per kvadratmeter 1985-2009 (prisene for 2009 er kun til og med mars). Justert for endringer i konsumprisindeksen (2008-kroner).

Kilde: Norges Eiendomsmeglerforbund(NEF), Eiendomsmeglerforetakenes Forening(EFF), FINN.no og Econ Pöyry.

Samtidig med den sterke veksten i boligprisene, så vi også en økning i tilbudet av nye boliger. Dette tyder på at etterspørselen etter bolig har vært svært høy, og at tilbudet økte for å møte denne etterspørselen. Figur 17 viser antall igangsatte boliger fra 1991 til 2008. Av grafen ser vi en markant økning fra begynnelsen av 2004. Fra mars 2005 til 2006 ble det igangsatt litt over 30.000 nye boliger, mens gjennomsnittet lå på rundt 20.000 i perioden 1990 til 2005. I oppgangsperioden var antall omsatte boliger høyt, og tiden det tok å selge brukte boliger var lav.⁶³

Figur 17: Igangsatte boliger. Sum siste 12 måneder. 1991-2008.¹⁾



1) Januar 1991 – september 2008

Kilde: Statistisk Sentralbyrå

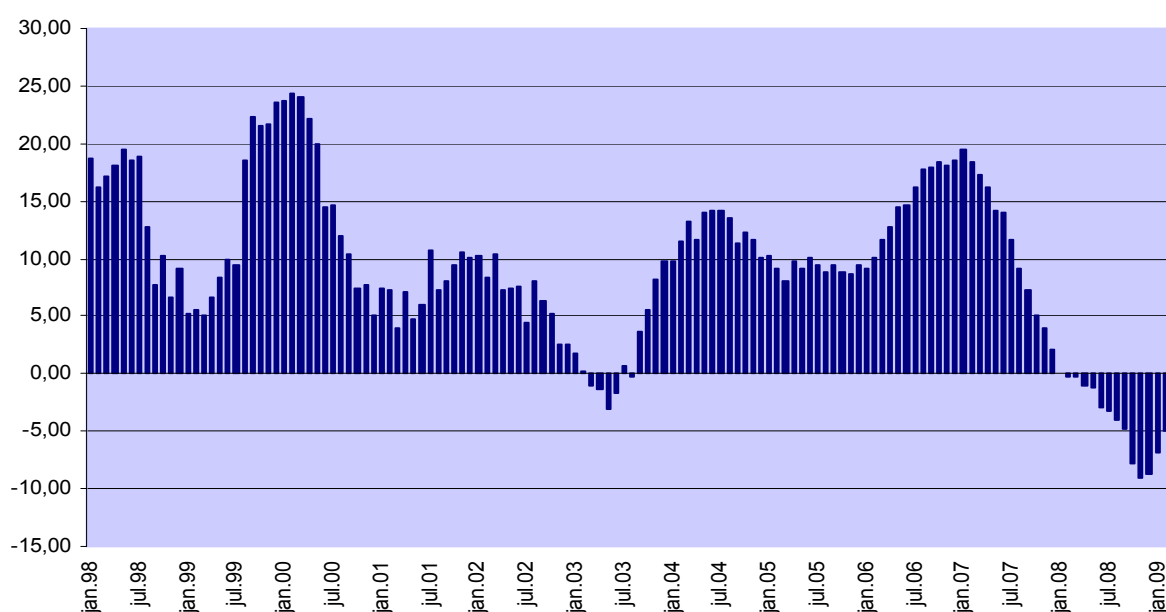
Det norske boligmarkedet var i oppgangsperioden fra 2003 til 2007 preget av en overdreven optimisme i forhold til hvilke profittmuligheter som lå i markedet. En lang periode med boligprisvekst førte til forventninger om at prisoppgangen skulle vedvare. En annen faktor som kan ha bidratt til økte boligpriser, er den økte bruken av rammelån og avdragsfrihet. Dette har gjort det mulig å betjene et høyere lån for en gitt inntekt. Den gunstige boligbeskatningen fører også til at boligprisene gjerne øker i gode tider. Økte kostnader ved å bygge bolig og økte tomtekostnader har gjort at boligprisene har vært voksende også fra tilbudssiden i økonomien.⁶⁴

⁶³ Finansiell Stabilitet, 1/2006

⁶⁴ Finansiell Stabilitet, 2/2008

Boligmarkedet i Norge fikk et kraftig løft siste halvår av 2006. Tolvmånedersveksten i boligmarkedet var på rundt 18 prosent høsten 2006, da det fremdeles var høy aktivitet i det norske boligmarkedet.⁶⁵ Veksten i boligmarkedet har imidlertid avtatt, og vi kan se av figur 18 at tolv månedersveksten har vært negativ siden februar 2008. Priset falt noe de siste månedene i 2008. I desember 2008 var boligprisene på sitt laveste nivå siden toppen i 2007. Pris per kvadratmeter var 21 500 sammenlignet med 24 900 i august 2007.⁶⁶

Figur 18: Tolvmånedersvekst i boligprisene 1998-2009¹⁾



¹⁾ Januar 1998-mars 2009

Kilder: NEF, ECON P., FINN.no, EFF og Norges Bank.

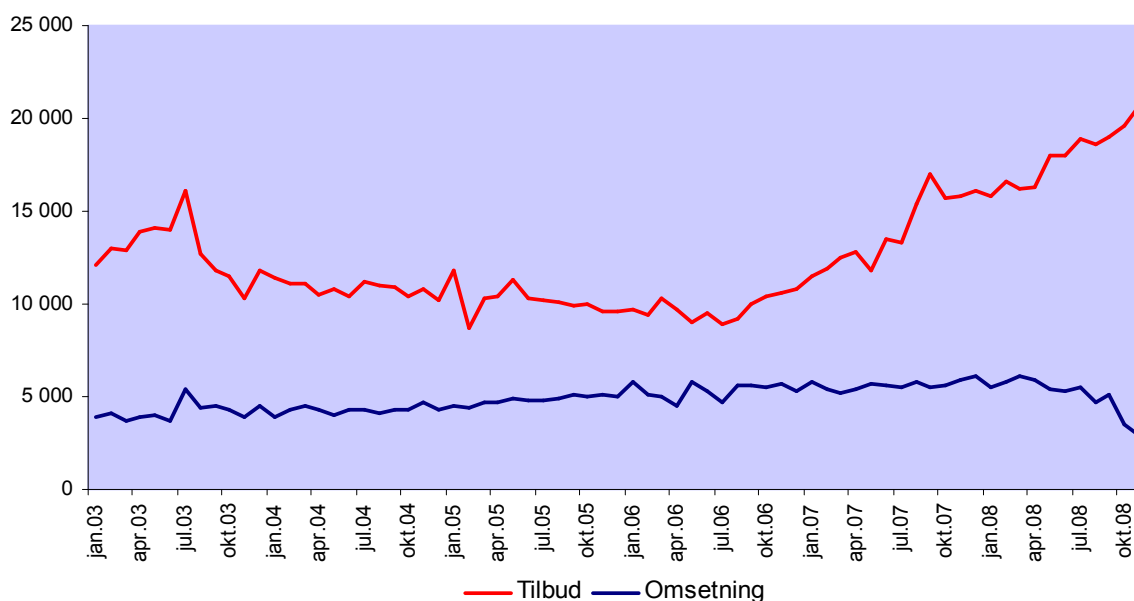
Det var ulike faktorer som førte til fallet i boligprisene i 2007 og 2008. På etterspørselssiden førte strammere kredittpraksis og økning i boliglansrentene til at etterspørselen gikk ned. Sannsynligvis bidro også den store usikkerheten og lavere forventninger til vekst i boligprisene til at færre ønsket å kjøpe ny bolig. I tillegg ville mange selge sin eksisterende bolig før de kjøpte ny. Omsetningen av brukte boliger falt, og tilbudet var svært høyt frem til slutten av 2008. Dette er illustrert i figur 19.⁶⁷

⁶⁵ Finansiell Stabilitet, 2/2006

⁶⁶ Finansiell Stabilitet, 2/2008

⁶⁷ Finansiell stabilitet, 2/2008

Figur 19: Tilbud og omsetning av boliger 2003-2008¹⁾



¹⁾ Januar 2003-november 2008

Kilder: NEF, ECON P., FINN.no, EFF og Norges Bank.

I tillegg førte nybyggingen av boliger til at tilbudet av disse også var høyt. Dersom vi ser tilbake på figur 17, ser vi imidlertid at igangsettingen av nye boliger begynte å falle merkbart i slutten av 2007. Fallet har vært dramatisk, og i januar 2009 ble det igangsatt bygging av 2299 nye boliger. Dette er en nedgang på 14,2 prosent i forhold til samme måned i 2008.⁶⁸ Fallet i nybygging må sees i sammenheng med nedgangen i boligsalget. Tilbudssiden reagerte altså raskt på fallet i etterspørselen, noe som demper risikoen for et langvarig prisfall.⁶⁹

I løpet av første kvartal 2009 har vi sett at boligprisene igjen har begynt å stige sammenlignet med måneden før. Boligprisstatistikken fra eiendomsmeglerbransjen viser at prisene på boliger som er formidlet via finn.no i mars 2009 var gjennomsnittlig 0,1 prosent høyere enn i februar 2009. Boligpris per kvadratmeter var på 23 200 i mars 2009, som er en økning på 7,9 prosent fra desember 2008. Til tross for at det har vært en økning i boligprisene første kvartal i 2009, har tolv månedsveksten vært negativ. Boligprisene i mars 2009 var 5,4 prosent lavere enn i mars 2008 og 7 prosent lavere enn toppen i august 2007.⁷⁰

⁶⁸ Hegnar Online: *Dramatisk fall i igangsatte boliger*

⁶⁹ Finansiell Stabilitet, 2/2008

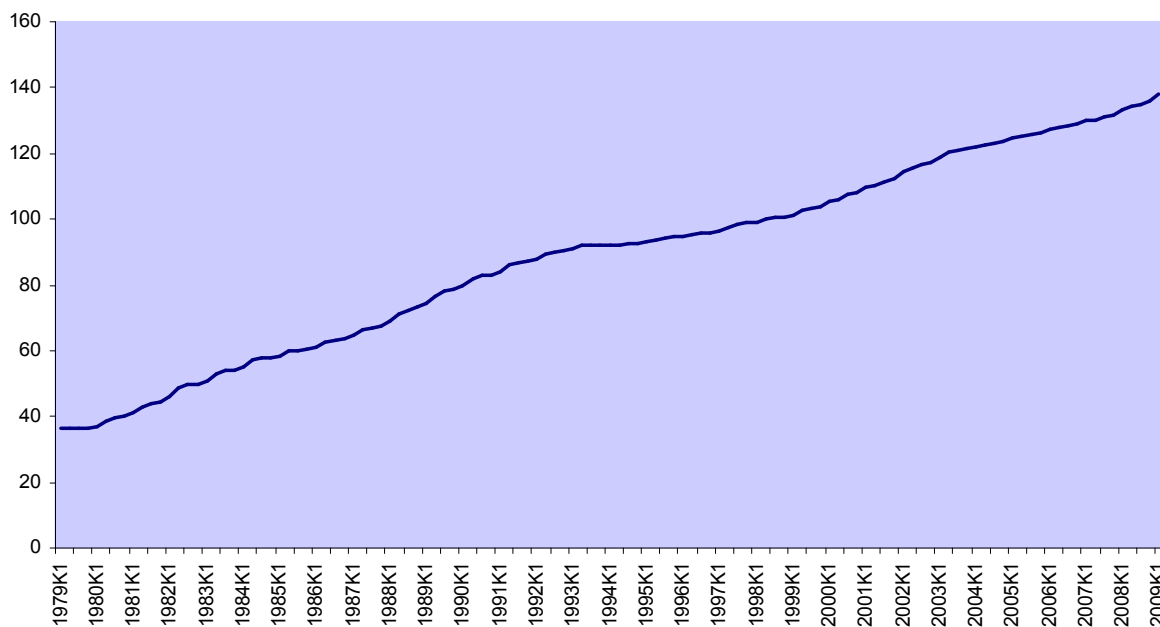
⁷⁰ Eiendomsmeglerbransjens boligprisstatistikk, mars 2009

3.5.1 Leiemarkedet for boliger

Alternativet til å eie bolig er å leie. Derfor ser en ofte på utviklingen i boligprisene relativt til husleieprisene for å vurdere om boligprisene er overvurdert i forhold til langsiktig verdi. Dersom boligprisene øker mer enn husleiene, vil forventet avkastning av å kjøpe bolig for utleieformål avta. Dette reduserer etterspørselen etter å kjøpe bolig, noe som presser boligprisene ned og leieprisene opp. Dette gir grunnlag for at forholdet mellom boligpriser og husleier kan være stabilt over tid, men dette betyr ikke nødvendigvis at de er det.⁷¹

Husleieindeksen, som er en del av konsumprisindeksen, kan illustrere utviklingen i det norske leieprisene. Figur 20 viser husleieindeksen kvartalsvis i perioden 1979 til 2009. Vi ser at husleieprisene har økt konstant siden 1979, men at grafen har en mye flatere helning enn vi ser av boligprisindeksen. Vi vil komme nærmere inn på dette i analysedelen av oppgaven.

Figur 20: Husleieindeksen 1979-2009. Kvartalsvise tall.¹⁾



Kilde: Statistisk sentralbyrå

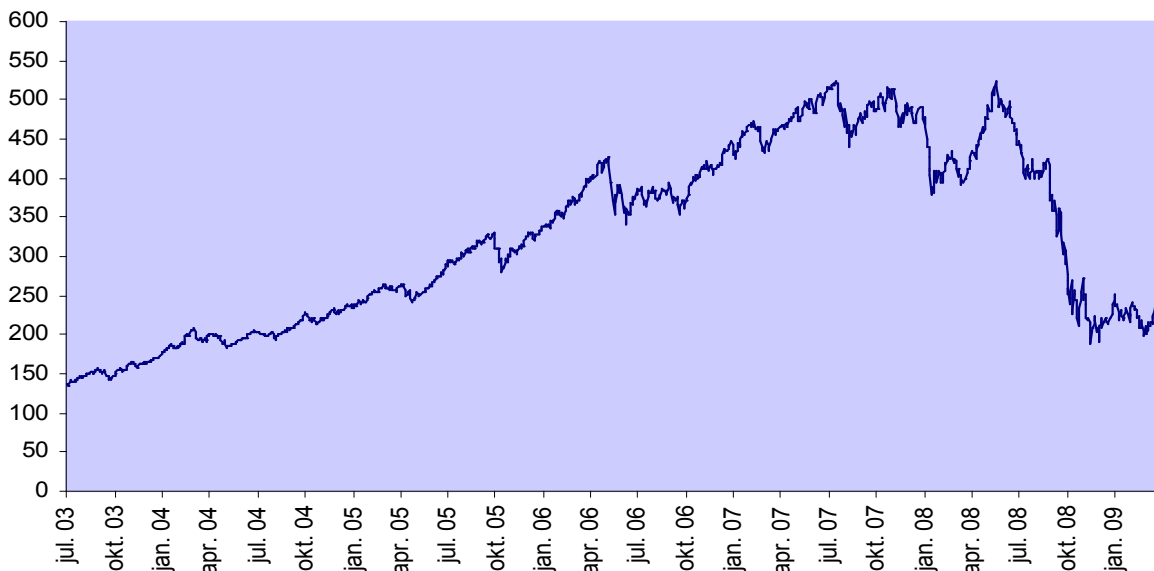
1) 1.kvartal 1979 – 1.kvartal 2009

⁷¹ Finansiell Stabilitet, 2/2005

3.6 Aksjemarkedet

I en gjennomgang av situasjonen i Norge, er det sentralt å studere aksjemarkedet. For det første kan utviklingen i aksjemarkedet si oss noe om konjunkturutviklingen i landet. For det andre kan aksjemarkedet også gi informasjon om utviklingen i norske selskap. Dette er viktig for bankenes inntjening og dermed også for den finansielle stabiliteten. Utviklingen på Oslo Børs kan også ha direkte innvirkning på den finansielle stabiliteten, da finansinstitusjoner har inntekter fra blant annet aksjeomsetning og kursendringer påvirker verdien av aksjer på finansinstitusjonenes balanser. I tillegg er Oslo Børs en finansieringskilde både for finansinstitusjoner og andre foretak.⁷²

Figur 21: Oslo Børs Benchmark Index, 2003-2009



Kilde: Oslo Børs

Aksjekursene over hele verden har hatt en sterk stigning siden bunnen i 2003. Dette har også vært tilfelle i det norske aksjemarkedet. Figur 21 viser utviklingen på hovedindeksen OSEBX. Den sterke oljeprisen har vært en viktig drivkraft bak denne stigningen. Mange selskaper på Oslo Børs er sterkt relatert til olje og energi, og empiriske analyser viser at det er en positiv samvariasjon mellom oljeprisen og det fleste delindeksene. Her er samvariasjonen klart sterkest mellom oljeprisen og energiindeksen.⁷³

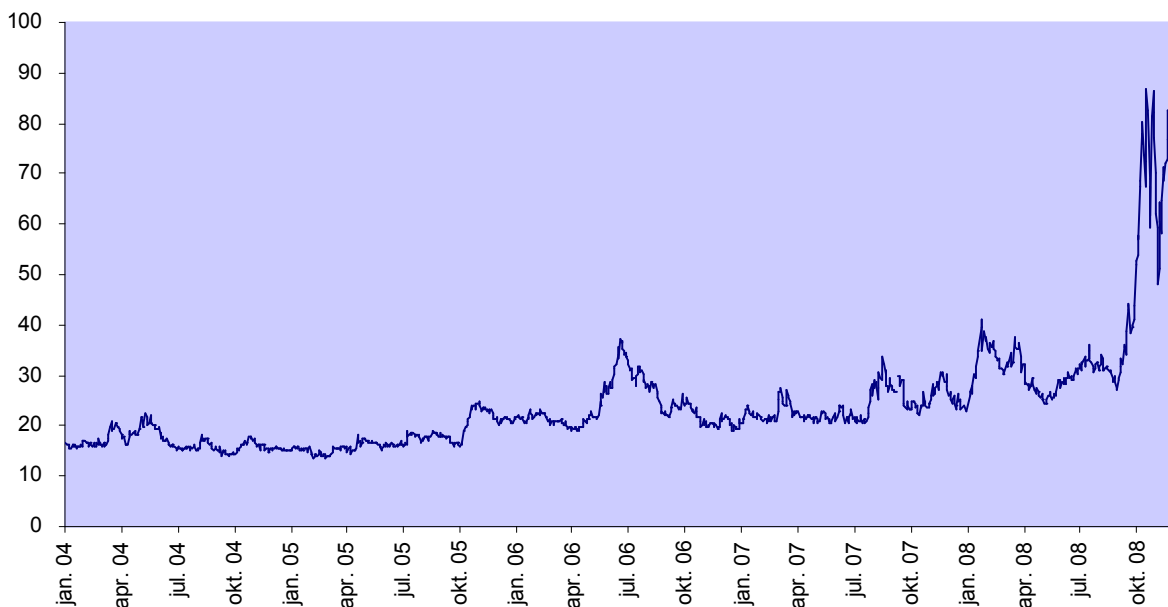
⁷² Penger og Kreditt, 2/2007

⁷³ Finansiell stabilitet, 2/2005

Uroen som oppstod i internasjonale kredittmarkeder spredte seg videre til aksjemarkedene i flere land sommeren 2007. Dette bidro til noe kursfall og større usikkerhet.⁷⁴ I løpet av 2008 så vi store svingninger i det norske aksjemarkedet. Etter hvert som USA opplevde svakere vekstutsikter og det var stor usikkerhet rundt finansuroen verden over, kunne vi se markert fall i aksjekursene på Oslo Børs i januar 2008. Månedsavkastningen for januar ble den tredje svakeste noensinne. I mars snudde aksjemarkedene både i Norge og internasjonalt. Dette kom som følge av at den amerikanske sentralbanken garantistøttet oppkjøpet av investeringsbanken Bear Stearns. Denne oppgangen var spesielt stor på Oslo Børs.⁷⁵

Den 22.mai 2008 sluttet hovedindeksen på 522.9. Etter dette har vi sett en synkende utvikling i aksjemarkedet og ved utgangen av året hadde verdien av Oslo Børs falt med mer enn 64 prosent siden noteringen i mai.⁷⁶ Aksjemarkedet i Norge har i likhet med andre land vært preget av usikkerhet og kraftige svingninger. Dette har ført til at utenlandske investorer har redusert sin andel på Oslo Børs. Kursene på norske finansaksjer og grunnfondsbevis falt også kraftig i 2008.⁷⁷

Figur 22: Implisitt aksjevolatilitet for aksjeopsjoner



Kilde: Thomson Reuters, Oslo Børs og Norges Bank

⁷⁴ Finansiell Stabilitet, 2/2007

⁷⁵ Finansiell stabilitet, 1/2008

⁷⁶ Oslo Børs

⁷⁷ Finansiell Stabilitet, 2/2008

Det er stor usikkerhet knyttet til fremtidig inntjening i norske foretak på grunn av uroen, og dette preger også aksjemarkedet. Ved å se på aksjevolaletitet kan vi få en indikasjon på usikkerheten i markedet. Dette er et mål som illustrerer hvor store fluktusjoner markedsaktørene forventer i en aksjekurs, og gjenspeiler med andre ord markedets syn på fremtidig usikkerhet. Figur 22 viser den implisitte aksjevolaletiteten i Norge i perioden fra januar 2004 til slutten av november 2008. Vi ser at volatiliteten har økt markant i løpet av 2008, og forventningene til aksjeprisutviklingen på Oslo Børs er dermed svært usikker. Dette har ført til et lavt antall emisjoner i det norske aksjemarkedet siden finansuroen startet. Flere bedrifter ønsker å avvente med en emisjon, da det er for stor usikkerhet knyttet til kursen på nyutstedte aksjer.⁷⁸

3.7 Tiltak mot finanskrisen

Finansuroen har som sagt medført økte risikopremier og mindre vilje fra bankene til å yte lån til hverandre. Dette førte til høyere pengemarkedsrenter både nasjonalt og internasjonalt fra slutten av 2007, og en rekordstor *spread* i slutten av 2008. For å motvirke virkningene av finanskrisen, har norske myndigheter utført en rekke tiltak for å styrke bankenes likviditet inntil markedet blir mer normalt igjen. Tiltakene har som mål å bidra til å løse de problemene bankene står overfor, men samtidig begrense risikoen for utilsiktede virkninger.

Noen av tiltakene fra norske myndigheter har vært.⁷⁹

- Økt lånevolum fra Norges Bank til bankene med sikkerhet i verdipapirer (F-lån). Dette har ført til en betydelig styrking av bankenes likviditet i norske kroner.
- Norges Bank har også lagt ut F-lån med lengre varighet enn normalt.
- 16.september 2008 tilførte Norges Banke markedet 5 millioner dollar gjennom en valutabytteavtale. Dette kom som følge av tilgangen på dollar var så liten at

⁷⁸ Finansiell Stabilitet, 2/2008

⁷⁹ Finansiell stabilitet, 3/2008

bankene sluttet å stille norske pengemarkedsrenter. I slutten av september tilbød Norges Bank ytterligere to valutabytteavtaler, der banken kunne bytte til seg dollar mot norske kroner.

- Norges Bank tilbød i løpet av oktober og november 2008 fastrentelån i amerikanske dollar mot sikkerhet i verdipapirer.
- Norges Bank har i oktober og november 2008 også tilført kronelikviditet i bytte mot euro og dollar ved bruk av valutabytteavtaler.
- Kravene til sikkerhet ved opptak av lån i Norges Bank er midlertidig blitt mindre strenge. Disse tiltakene gjør at bankene kan låne mer i Norges Bank enn det de kunne tidligere.
- Norges Bank har inngått avtale med Federal Reserve (den amerikanske sentralbanken) om å bytte inntil 15 millioner amerikanske dollar mot norske kroner. Dette styrker Norges Banks handlefrihet til å møte finansiell uro i markedet.
- 24.oktober 2008 vedtok Stortinget å gi Finansdepartementet fullmakt til å bytte statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett. Formålet med denne bytteordningen er å sikre bankenes langsiktige finansiering. Statspapirene kan brukes som sikkerhet for lån i Norges Bank, men også i andre banker. Eventuelt kan de selges videre.
- 26.januar 2009 kom regjeringen med en tiltakspakke for å stimulere sysselsettingen i Norge. Denne inneholdt endringer i statsbudsjettet for 2009, noe som medfører nye tiltak for til sammen 20 milliarder norske kroner. Tiltakspakken har hovedfokus på problemene som har vist seg i arbeidsmarkedet og skal dempe virkningene av finanskrisen på norsk økonomi. På lang sikt har tiltakspakken også som målsetning å forberede norsk økonomi på eventuelle

fremtidige utfordringer ved å gjøre økonomien grønnere og mer kunnskapsbasert.⁸⁰

- 8.februar 2009 kom regjeringen med en ny krisepakke. Denne gangen en kredittpakke for å sikre finansiering for bedrifter og husholdninger. Dette skal gjennomføres ved å etablere to fond med en samlet kapital på 100 milliarder kroner. Disse skal medvirke til å få i gang gode næringslivsprosjekter og motvirke at sviktende kredittilgang fører til at gode prosjekt ikke får finansiering og ellers lønnsom virksomhet stopper opp. Regjeringen stiller visse krav til de som ønsker å benytte seg av denne pakken. Dette går ut på å vise moderasjon i forhold til lederlønninger og bonuser, og den enkelte bank som benytter seg av denne pakken forplikter seg til å følge de krav som regjeringen stiller. For eksempel vil lønninger og øvrige ytelser til ledende ansatte ikke kunne økes i perioden frem til 31. desember 2010. Ledende ansatte med en fastlønn på over 1,5 millioner kroner kan heller ikke honoreres med bonus opptjent i 2009 og 2010.⁸¹

⁸⁰ Finansdepartementet, pressemelding 26.01.09

⁸¹ Finansdepartementet, pressemelding 08.02.09

4 ANALYSE

I analysedelen av utredningen vil vi blant annet se om det har vært press i økonomien og om det har vært bobletendenser i bolig- og aksjemarkedet. For å teste dette har vi utført analyser ved hjelp av HP-filter, P/E- og P/R-analyse. Vi vil presentere metoden som er benyttet i forkant av analysen. Sammen med empirien vi har presentert i kapittel 2, vil resultatene bli knyttet opp mot Minsky og Kindlebergers kriseteorier.

4.1 Hodrick-Prescott-filteret (HP)

En finansiell krise kan måles ved et signifikant negativt avvik i finansielle nøkkelstørrelser fra trend. Med bakgrunn i dette er det viktig å kunne:

- Estimere trend
- Foreta trendjustering
- Måle avvik fra trend

Avviket fra trend kan være en mulig indikator for å se om det er i ferd med å bygge seg opp bobler, og avgjøre om en er i ferd med å gå inn i en krise.⁸²

For å måle konjunkturutviklingen i Norge, vil vi i denne oppgaven blant annet beregne produksjonsgapet i en bestemt periode med utgangspunkt i sesongjustert kvartalsvis BNP. Det har vist seg å være nyttig å ta utgangspunktet i produksjonsgapet dersom en skal tallfeste og oppsummere presset i økonomien. Produksjonsgapet defineres som avviket mellom faktisk produksjon og potensiell produksjon, og her er trenden potensiell produksjon. Dersom faktisk produksjon er høyere enn potensiell produksjon, er produksjonsgapet positivt. Det vil da være et press i økonomien, som er forbundet med økende prisvekst. Er produksjonsgapet negativt, vil dette reflektere ledige ressurser, noe som er forbundet med fallende prisvekst.⁸³

⁸² Gyttén 2008

⁸³ Penger og Kreditt 4/04

For å kunne måle produksjonsgapet, må en som sagt identifisere trenden. Dette vil vi gjøre ved hjelp av et Hodrick-Prescott filter. Vi vil her ta utgangspunkt i sesongjustert kvartalsvis BNP, som er hentet fra Statistisk sentralbyrå (SSB). Sesongvariasjoner vil si økonomisk aktivitet som gjentas med tilnærmet samme styrke hver måned, kvartal eller år. Et eksempel på dette er høytider som er sterkt preget av økt handleaktivitet, som jul eller påske. En ønsker å fjerne slike variasjoner fra dataserien, slik at en bedre kan studere de underliggende bevegelsene i økonomien. En ønsker imidlertid ikke å fjerne variasjoner som skyldes uventet endringer i aktivitet, som for eksempel er forårsaket av subprime.

SSB benytter et program kalt X-12 ARIMA for å sesongjustere BNP. I korte trekk går justeringene ut på å dekomponere den originale kvartalsserien (O) i tre deler: trend (T), sesong (S) og irregulær (I). Sammenhengen mellom disse forutsettes å være enten multiplikativ, $O = T \cdot S \cdot I$, eller additiv, $O = T + S + I$. Ved kvartalsvise BNP benyttes vanligvis den multiplikative dekomponeringsmodellen. Justeringen av kvartalsseriene foretas i X-12 ARIMA ved beregning av forskjellige typer glidende gjennomsnitt.

Før selve dekomponeringen begynner, korrigeres serien for påskens plassering. Denne kan variere mellom første og andre kvartal. Neste trinn er å fremskrive serien ved hjelp av en ARIMA-modell. Fremskrivningen foretas på nytt hver gang en får en ny observasjon. Dette fører til at det ofte blir revisjoner i komponentene i den siste delen av tidsserien.⁸⁴

4.1.1 Illustrasjon av modellen

Hodrick og Prescott har utarbeidet en modell for filtrering av tidsserier, som hjelper oss å kartlegge trender, og å beregne svingninger og avvik fra trend i tidsserier. HP-filteret er en enkel, teknisk metode som er mye brukt og et eksempel på en univariat metode. Det betyr at vi kun benytter informasjon fra den aktuelle tidsserien, som i vårt tilfelle er BNP, til å beregne potensiell produksjon. En fordel med HP-metoden er at trendmessig produksjon kan beregnes direkte fra faktisk produksjon. HP-filteret deler en tidsserie Y_t inn i en trendkomponent T_t og en syklisk komponent C_t :

⁸⁴ Statistisk sentralbyrå

$$Y_t = T_t + C_t$$

Metoden går ut på å finne den verdien av potensiell produksjon y_t^* som minimierer avviket mellom faktisk produksjon og trend, samtidig som det legges begrensninger på hvor mye veksten i trend kan variere. Dette gjøres ved følgende uttrykk:⁸⁵

$$\min \left\{ \sum_{t=1}^T (y_t - \tau_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(\tau_{t+1} - \tau_t) - (\tau_t - \tau_{t-1})]^2 \right\}$$

for $t = 1 \dots T$

y_t = faktisk produksjon

τ_t = potensiell produksjon/ trend

Første leddet i uttrykket er kvadratet av produksjonsgapet. Årsaken til at vi kvadrerer dette leddet, er at vi ønsker å gi positive og negative avvik like stor vekt. Andre leddet er et mål på endringer i trend, og vektet med parameteret λ . Dette parameteret avgjør i hvilken grad variasjoner i trend skal tillates, og har en verdi mellom null og uendelig. λ bestemmes utenfor modellen. Ved å velge $\lambda = \infty$, mister det første leddet sin betydning. Trenden vil da variere minst mulig, og vi får en lineær trend med konstant vekst. Ved å velge $\lambda = 0$, innebærer dette at avviket mellom faktisk produksjon og potensiell produksjon skal være minst mulig. Disse to størrelsene blir da identiske og produksjonsgapet vil være null til enhver tid. Det betyr at λ i utgangspunktet bør settes mellom null og uendelig, men verdien settes ofte etter følgende tommelfingerregel:⁸⁶

- $\lambda = 14\,400$ for månedlige observasjoner
- $\lambda = 1\,600$ for kvartalsvise observasjoner
- $\lambda = 100$ for årlige observasjoner

⁸⁵ Hov, 2008

⁸⁶ Hov, 2008

Denne regelen er blitt internasjonalt akseptert, men Statistisk sentralbyrå har ut i fra empiriske analyser funnet ut at $\lambda = 40\ 000$ er et bedre anslag enn 1600 for kvartalsvise data ved analyse av norsk økonomi. Ulempen med en høyere λ er at endepunktsproblematikken blir forsterket, men problemet kan i noen grad minimeres ved å forlenge tidsserien for BNP med anslag før beregningen utføres. En lavere λ gir mindre svingninger i produksjonsgapet, dermed mer variasjon i trenden. Empiriske undersøkelser har vist at ulik verdi av λ i hovedsak gir samme historie, men at størrelsene på produksjonsgapet vil variere. Vi vil benytte λ lik 40 000 i vår analyse av produksjonsgapet.

Denne metoden har sine svakheter, og dette vil ha betydning for resultatet. Disse svakhetene kan deles inn i fem grupper:⁸⁷

1. Manglende teoretisk fundament

Det foreligger ikke økonomisk teori som ligger til grunn for at trend i BNP er det samme som potensiell produksjon, og i så fall er spørsmålet om HP-filter kan benyttes til å finne denne trenden. Når metoden er en ren mekanisk øvelse uten teoretisk fundament, har vi ingen grunnlag til å hevde at HP-filteret treffer riktig. Resultatet avhenger også av hvilken verdi vi velger for λ . Det kan her være vanskelig å finne ut hvilken verdi som er korrekt å bruke. SSB opererer med $\lambda = 40\ 000$, mens tommelfingerregelen tilsier $\lambda = 1\ 600$.

2. Endepunktsproblematikk

HP-filteret er et symmetrisk filter, ettersom det benytter observasjoner fra perioden $t-n$, t og $t+n$ for å bestemme trenden i periode t . På slutten av en periode finnes det ingen fremtidige observasjoner, slik at da kun kan benytte faktisk og historisk observasjon til å kartlegge trenden. På begynnelsen av en periode finnes det derimot ingen historiske observasjoner, slik at en kun kan benytte faktisk og fremtidig observasjon. Konsekvensen av manglende observasjoner i endene av en tidsserie, er at størrelsen på produksjonsgapet påvirkes mer av faktisk produksjon enn resten av tidsserien. En mulig løsning er å velge en kortere tidsserie, da en kan inkludere effekten av en fremtidig observasjon helt frem til de siste tilgjengelige dataene.

⁸⁷ Hov, 2008

Problemet er at en ofte ønsker å benytte en tidsserie som inneholder data helt frem til de siste observasjonene, da det er de som er interessante i forhold til den økonomiske analysen.

3. Realtidsproblematikk

Det er vanskelig å fastslå faktiske verdier. Det knyttes for eksempel stor usikkerhet til de nyeste observasjonene av BNP, da disse dataene ofte blir revidert i etterkant. De siste observasjonene gis også større vekt på grunn av endepunktsproblematikken, og dette er med på å forsterke realtidsproblematikken.

4. Problemet med svært lange konjunktursyklus

Om vi har et negativt produksjonsgap over lang tid, vil ikke dette fanges opp av et HP-filter med vanlige verdier for λ , da filteret i stedet justerer ned potensiell produksjon. Et negativt produksjonsgap over lang tid vil dermed fremstå som fallende potensiell produksjon, altså en fallende trend. Om HP-filteret fungerer godt eller ikke, avhenger av hvor lange en antar at konjunktursyklene er. En nedgangskonjunktur på opptil 10 år vil være lengre enn hva et HP-filter aksepterer som syklisk, gitt at en benytter verdier for λ i henhold til tommelfingerregelen.

5. Oppgangs- og nedgangstider

HP-filteret antar at positive og negative avvik i det første leddet av minimeringsfunksjonen tillegges like stor vekt. Implisitt betyr dette at oppgangs- eller nedgangstider er gjennomsnittlig like lange, noe som ikke alltid er korrekt ifølge Romer.⁸⁸

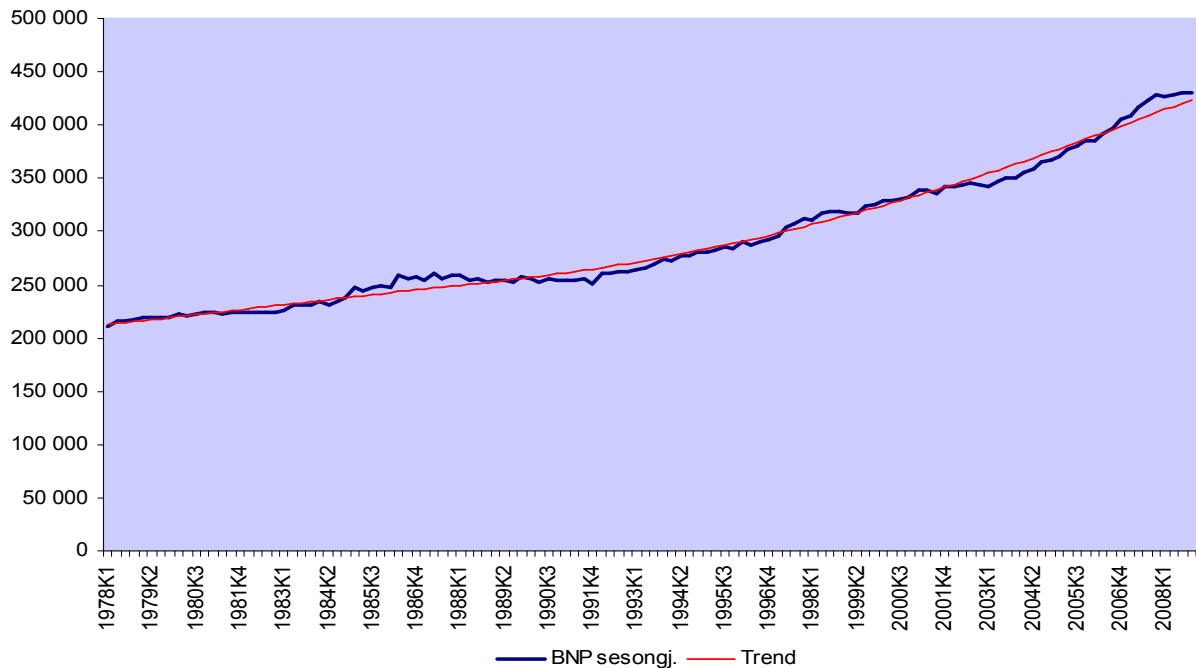
4.1.2 Beregning av produksjonsgapet

For å kunne tallfeste og oppsummere presset i økonomien, ønsker vi å måle produksjonsgapet. Vi har valgt å ta utgangspunkt i BNP per innbygger for Fastlands-Norge, kvartalstall fra 1978 til 2008, som er justert for sesongvariasjoner. Tallene vi benytter til vår analyse er som nevnt hentet fra Statistisk sentralbyrå, hvor 2006 er basisår.

⁸⁸ Romer, 1999

Første steg i beregningen av produksjonsgapet, er å estimere trenden til BNP. For å gjøre dette benytter vi HP-fileret i Microsoft Excel. En utfordring ved bruk av HP-fileret er at λ må settes i forkant, og hvilken verdi denne får vil påvirke resultatet. Vi vil som tidligere nevnt benytte $\lambda = 40\,000$ i vår analyse. Figur 23 viser sesongjustert BNP i forhold til den estimerte trenden.

Figur 23: BNP per innbygger med trend, 1978-2008

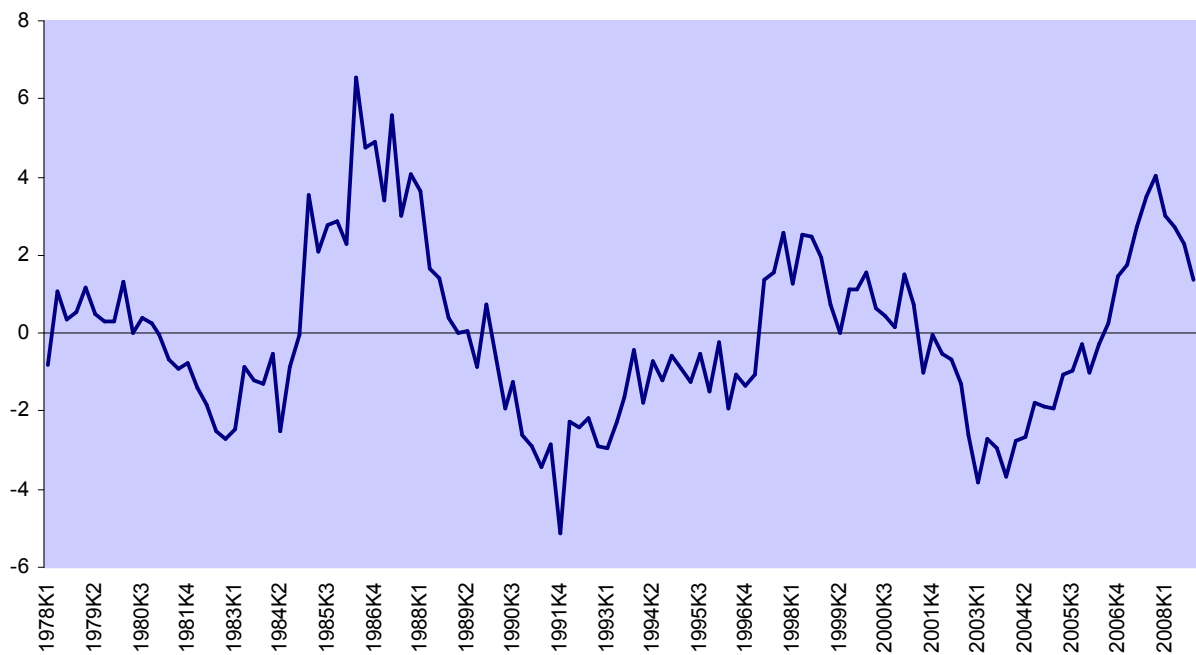


En kan se at BNP svinger seg stokastisk rundt trenden og at det er synlige produksjonsgap, men figuren sier oss ikke så mye om størrelsen på produksjonsgapet. Vi har derfor regnet ut produksjonsgapet, som er differansen mellom faktisk produksjon og potensiell produksjon (trenden). Vi har benyttet følgende formel:

$$C_t = \ln Y_t - \ln T_t$$

Som en ser fra formelen, er variablene uttrykt i logaritmer, slik at produksjonsgapet er det prosentvise avviket mellom faktisk produksjon ($\ln Y_t$) og potensiell produksjon ($\ln T_t$).

Figur 24: Produksjonsgapet, prosentvis avvik



I figur 24 ser en tydelig de produksjonsgap som har funnet sted i norsk økonomi de siste tretti årene. Det positive produksjonsgapet på 80-tallet kommer klart frem ved denne beregningen, som viser at Norge var i en høykonjunktur forut for bankkrisen. Ut i fra disse beregningene kan en se at Norge har hatt et negativt produksjonsgap fra 2001, men fra midten av 2006 til slutten av 2007 har landet vært preget av en høykonjunktur. Reduksjonen av det negative produksjonsgapet fra slutten av 2003 kan sees i sammenheng med at styringsrenten ble satt ned fra begynnelsen av 2003 og frem til 2005, for å få fart i økonomien igjen. Virkningen av rentenedsettelsen sees en stund etterpå, da det tar tid før en ser virkningene i realøkonomien. Ut i fra det positive produksjonsgapet i norsk økonomi forut for finanskrisen, kan man si at det har vært prispress i økonomien og at tilgjengelige ressursene har vært fullt utnyttet.

Hvor stort produksjonsgapet forut for krisen var, og når det vil snu er for tidlig å si. Ettersom vi benytter en tidsserie som inneholder data helt frem til de siste observasjonene, skaper dette problemer i forhold til endepunktsproblematikken da morgendagens data ikke er tilgjengelig. Datamaterialet som nå er tilgjengelig vil også bli revidert i ettertid, noe som vil gi utslag i størrelsen på produksjonsgapet. Dette forsterker HP-filterets svakheter, da det er bedre å se presset i økonomien en stund i etterkant.

Problematikken rundt valget av lambda vil som sagt også påvirke resultatet av testen, da valget av denne komponenten ikke har et teoretisk fundament. Med HP-filterets svakheter i tankene bør en ikke trekke de store konklusjonene, men bruke resultatet til å synliggjøre tendenser. Våre beregninger viser et positivt produksjonsgap årene forut krisen, men hvor stort det faktisk er vil en først kunne se i ettertid. Vi kan dermed ikke konkludere med at det høye prispresset i økonomien er årsaken til uroen i forbindelse med den internasjonale finanskrisen. En ser imidlertid sammenhengen mellom prispresset og den store oppgangen i økonomien forut for krisen.

4.2 P/E-analyse

P/E-verdien til et aktivum viser salgsverdi (P) i forhold til fundamental/reell verdi, målt ved inntjening (E).⁸⁹

Ved hjelp av P/E-verdier kan en analysere om det finnes tegn til eventuelle finansielle bobler i det aktuelle markedet. Dersom prisen på aktivumet er betydelig høyere enn inntjeningen, kan dette være et signal om en finansiell boble. I denne sammenhengen vil det være mest relevant å se på relative størrelser og endringer i P/E-verdier over tid. En slik analyse kan også avdekke eventuelle negative bobler.⁹⁰

4.2.1 Nærmere om P/E-analyse av aksjemarkedet

For å studere om utviklingen i aksjemarkedet har vært større enn det som kan forklares av fundamentale forhold, brukes ofte verdsettingsindikatorer som P/E. Den vanlige tolkningen er at en høy P/E-koeffisient indikerer et dyrt aksjemarked. Denne indikatoren kan også si noe om hvor sårbart markedet er for et eventuelt fall i kursene.⁹¹ Høy verdsetting fører til mer sårbarhet overfor kursfall, mens lav verdsetting angir potensiale for kursstigning.

⁸⁹ Grytten, 2008, forelesning 17.09.08

⁹⁰ Grytten, 2008

⁹¹ Finansiell Stabilitet 1/2007

Denne indikatoren bygger på Gordons formel, som antar at verdien av en aksje er lik nåverdien av alle fremtidige utbytter:

$$P_t = \frac{D_t(1+g)}{(k-g)}$$

På tidspunkt t er aksjekursen P_t og utbytte D_t . Videre antar formelen at aksjer gir årlige utbytter med konstant vekst lik g . For å neddiskontere til nåverdi, må vi dele på avkastningskravet minus veksten. Avkastningskravet til aksjer er lik k . Dette avkastningskravet vil med rimelighet være større enn avkastningskravet for risikofrie investeringsalternativ. Vi kan dermed splitte avkastningskravet i langsiktig risikofri rente (r) og en risikopremie (rp). Risikopremien er den markedsbestemte kompensasjonen en investor får for å ta aksjerisiko.

$$k = r + rp$$

Denne modellen er forenklet ved at utbyttene vokser med en konstant rate (g), og at det dermed ikke eksisterer usikkerhet knyttet til fremtidige utbytter. I realiteten er det nettopp usikkerheten knyttet til fremtidige utbytter som gjør at investorene krever risikopremie. Dersom en konstant andel (b) av inntjeningen (E) holdes tilbake i selskapene, mens resten utbetales som utbytte, får vi følgende sammenheng:

$$D_t = E_t(1-b)$$

Aksjekursen kan dermed uttrykkes på denne måten:

$$P_t = E_t \frac{(1-b)(1+g)}{(r+rp-g)}$$

Dette betyr at aksjekurser og inntjening i teorien skal utvikle seg proporsjonalt i forhold til hverandre. En annen måte å si det på er at aksjekursen skal være gitt av selskapets resultat multiplisert med en konstant faktor.

P/E-metoden er en mye brukt verdsettelsesindikator, og den er teoretisk lett å beregne. Det er imidlertid viktig å merke seg at denne metoden har enkelte ulemper. Modellen baserer seg for eksempel på inntjening som er en regnskapsmessig størrelse. Dette er ikke nødvendigvis en god indikator for en aksjonærs verdi av en aksje. Årsaken er blant annet at regnskapsmessige størrelser kan endres som følge av endringer av regnskapsprinsipp. Dette vil endre rapportert inntjening uten at det faktisk har innvirkning på fundamental verdi av selskapet. Metoden tar heller ikke hensyn til selskapets utbyttepolitikk, noe som vil ha stor betydning for aksjonærene. I tillegg er det vanskelig å vite hvilken P/E-koeffisient som er "normal". Man bør for eksempel korrigere for kapitalkostnader og vekstutsikter i det enkelte selskap.⁹²

I denne sammenhengen er det også viktig å merke seg betydningen av usikkerhet for verdsetting av aksjer. I den foregående ligningen vil det være nevneren som har størst betydning for nivået på P/E. Det er rimelig at både rentenivået (r) og inntjeningsveksten (g) i noen grad vil avhenge av nominell vekst i økonomien. Vi ser da bort i fra kortsiktige variasjoner. Dersom effekten av disse to faktorene kansellerer hverandre, vil det være variasjoner i risikopremien (r_p) som blir mer avgjørende for variasjoner i nivået. Høy P/E kan i så tilfelle indikere lav risikopremie, mens lav P/E henger sammen med høy risikopremie.⁹³

4.2.2 Nærmere om P/R-analyse av boligmarkedet

En kan også bruke P/E-analyse for å studere utviklingen i boligmarkedet, da mer korrekt kalt P/R-analyse (*price to rental earnings ratio*). Vi ser da på en bolig som et økonomisk aktivum som genererer inntjening enten i form av husleieinntekter eller som verdi av eget boligkonsum. Eiendomsmarkedet og leiemarkedet for boliger kan synes å være to ulike markeder. Disse to vil imidlertid i konkurranseutsatte markedsforhold være tett knyttet til hverandre. Når vi studerer P/R-ratene til boligmarkedet antar vi at det eksisterer markedsbetingelser som knytter boligpriser og leiepriser sammen.

⁹² www.valuebasedmanagement.net

⁹³ Penger og Kreditt 2/2007 (Nøkkeltallsanalyse for Oslo Børs)

Brukerkostnaden U_t er den månedlige kostnaden ved å eie bolig. Denne tar hensyn til gjeldskostnad, vedlikeholdskostnader, andre operative kostnader og eiendomsskatt, med fratrekk for forventet verdistigning på boligen. I denne modellen antar vi at disse kostnadene er proporsjonale til prisen på boligen. Vi får da følgende formel for brukerkostnad:

$$U_t = mP_t + rP_t - P_tI_t$$

t = tidsindikator

m = vedlikehold, operative kostnader og eiendomsskatt i prosent av boligpris

P = boligpris

r = gjeldskostnadsrate (etter skatt)

I = forventet verdistigning på bolig (etter skatt)

Modellen antar videre at denne brukerkostnaden i et konkurransedyktig marked må være lik leiekostnaden (R) av å leie boligen. Dette fordi den siste personen som tar valget mellom å eie bolig eller leie bolig må være indifferent mellom disse to, ellers vil ikke markedet være i likevekt. Vi får dermed følgende likevektsligning:

$$R_t = mP_t + rP_t - P_tI_t$$

Ved å kombinere likevektsligningen med brukerkostnad, kan vi utlede et mål på "price to rental ratio":

$$\frac{P_t}{R_t} = \frac{P_t}{mP_t + rP_t - P_tI_t} = \frac{1}{m + r - I_t}$$

P/R-ligningen forteller oss at P/R bør synke ved høyere renter og øke ved høyere inflasjonsforventninger. Dette gir oss et grunnlag for å se om markedet befinner seg i en boble eller ikke.⁹⁴

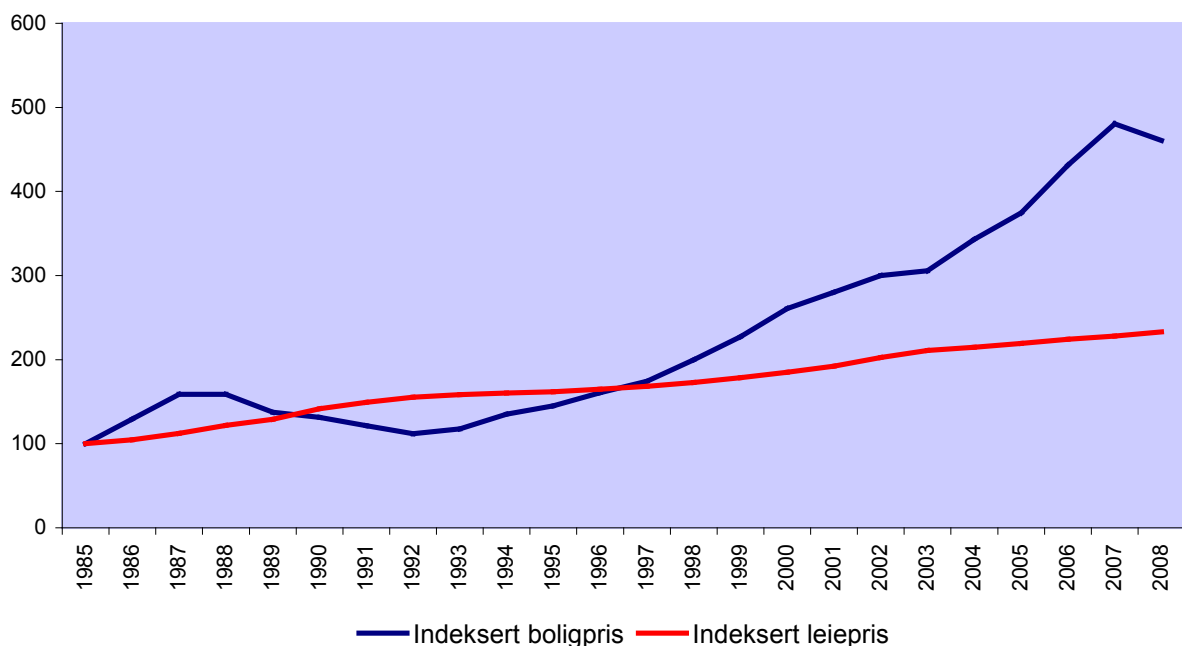
⁹⁴ Pozdena, 2006

4.2.3 P/R-analyse av det norske boligmarkedet

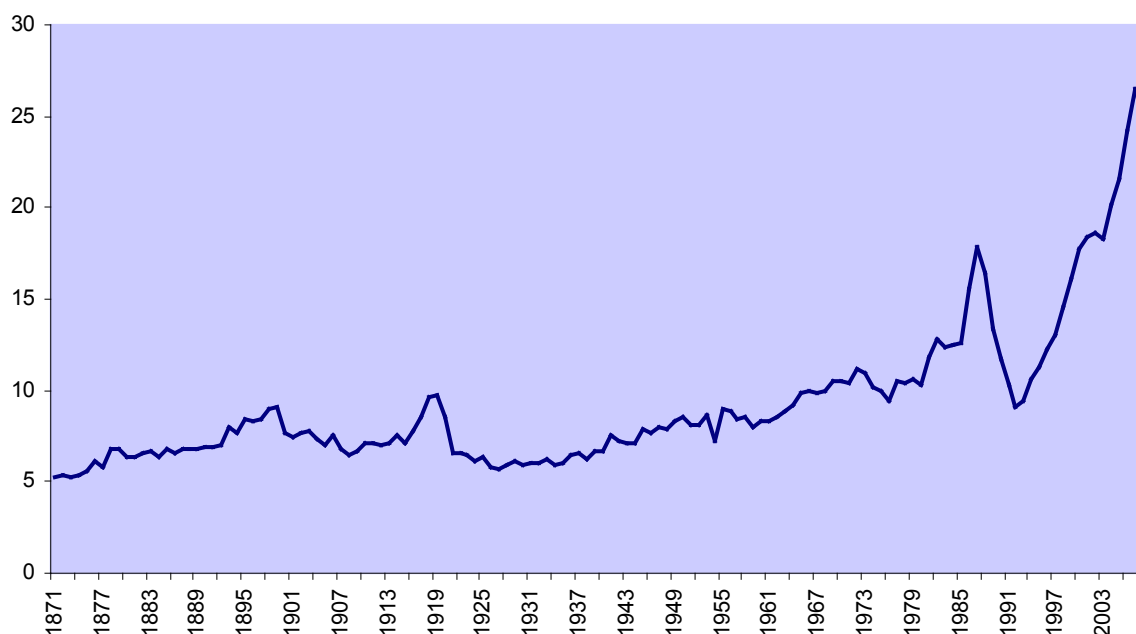
For å finne ut om det norske boligmarkedet har vært utsatt for en boble, vil vi utføre en P/R-analyse. Dette gjør vi ved å studere den historiske utviklingen i boligpriser og husleiepriser i Norge. Vi vil først gå ganske langt tilbake i tid for å få et større bilde av situasjonen. I artikkelen *"Boligkrakk og finanskrise i historisk perspektiv"* (Grytten, 2009) presenteres årlige P/R-koeffisienter for det norske boligmarkedet tilbake til 1871. Disse er beregnet ved hjelp av historiske data fra Statistisk sentralbyrå, Norges Bank og Norges Handelshøyskole.

Vi har tidligere presentert tall for boligpriser per kvadratmeter tilbake til 1985. Ved å benytte P/R-koeffisientene for de enkelte år kan vi beregne husleier per kvadratmeter for samme tidsperiode. Videre har vi indeksert tallene for å vise hvordan boligprisene har økt i forhold til leieprisene (se figur 25). Her ser vi tydelig hvordan boligprisene har hatt en mye sterkere prisstigning enn husleieprisene siden 1993.

Figur 25: Boligpris og husleie indeksert. 1985-2008. 1985=100.



Figur 26: Historiske P/R-koeffisienter for det norske boligmarkedet 1871-2008. Årlige tall.



Kilde: Grytten (2009)

Den grafiske fremstillingen i figur 26 viser at boligprisene har vokst mye mer enn leieprisene, og at forskjellen er spesielt stor i perioden fra 1993 til 2007. Vi ser at P/R-koeffisienten for det norske boligmarkedet nesten har tredoblet seg i løpet av denne perioden. P/R-koeffisienten er målt til 9,36 i 1993, mens P/R-koeffisienten for 2007 ligger på 26,53. Den store økningen etter 1993 samsvarer med boligprisindeksen som viser en ganske stor prisøkning i denne perioden. Når vi sammenligner med prisøkningen for husleie, ser vi at boligprisene har vokst mye raskere enn leieprisene. På bakgrunn av dette mener vi at det har vært en boble i det norske boligmarkedet. Tabell 1 viser P/R-koeffisientene for perioden 1993 til 2007.

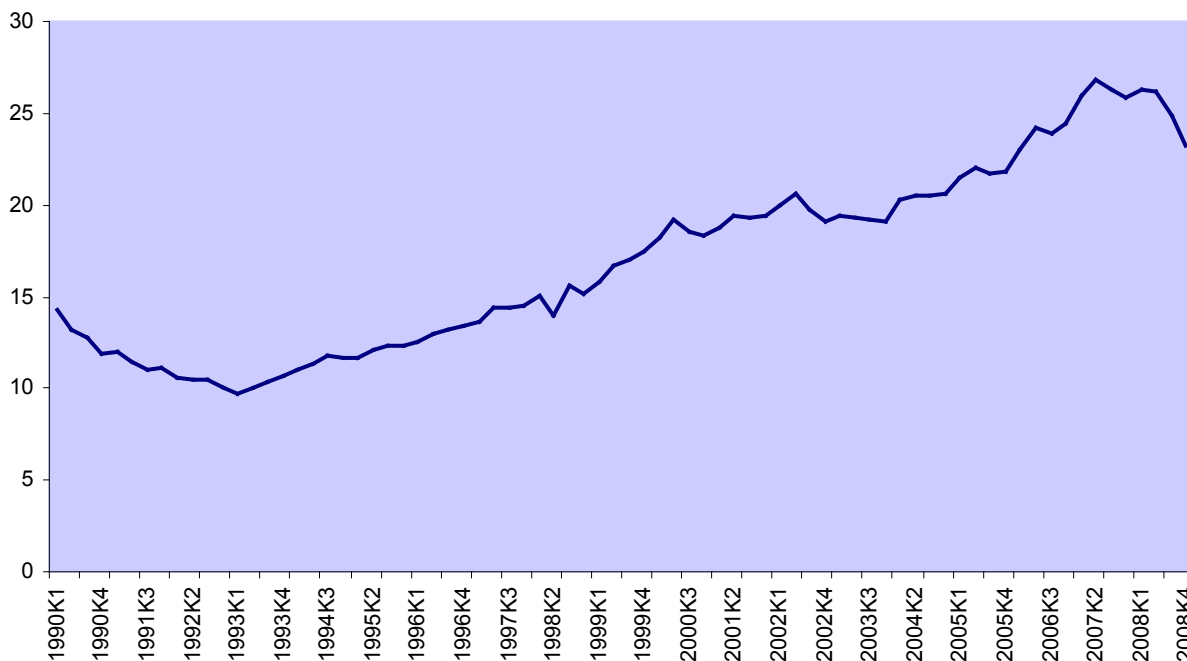
Tabell 1: P/R-koeffisienter for det norske boligmarkedet 1993-2008. Årlige tall.

År	P/R
1993	9,36
1994	10,62
1995	11,29
1996	12,28
1997	13,05
1998	14,57
1999	16,05
2000	17,76

År	P/R
2001	18,36
2002	18,66
2003	18,26
2004	20,11
2005	21,52
2006	24,21
2007	26,53
2008	24,92

Dersom vi ser nærmere på de siste årene, bekrefter dette tendensene. Figur 27 viser kvartalsvise data for perioden fra 1. kvartal 1990 til 4. kvartal 2008. Kurven har en ganske bratt helning, noe som bekrefter at boligprisene har økt betydelig mer enn leieprisene siden 1990. Dette viser igjen at det ikke har vært likevekt mellom boligpriser og leiepriser.

Figur 27: P/R-koeffisienter for det norske boligmarkedet 1990-2008. Kvartalsvise tall.



Kilde: Grytten (2009)

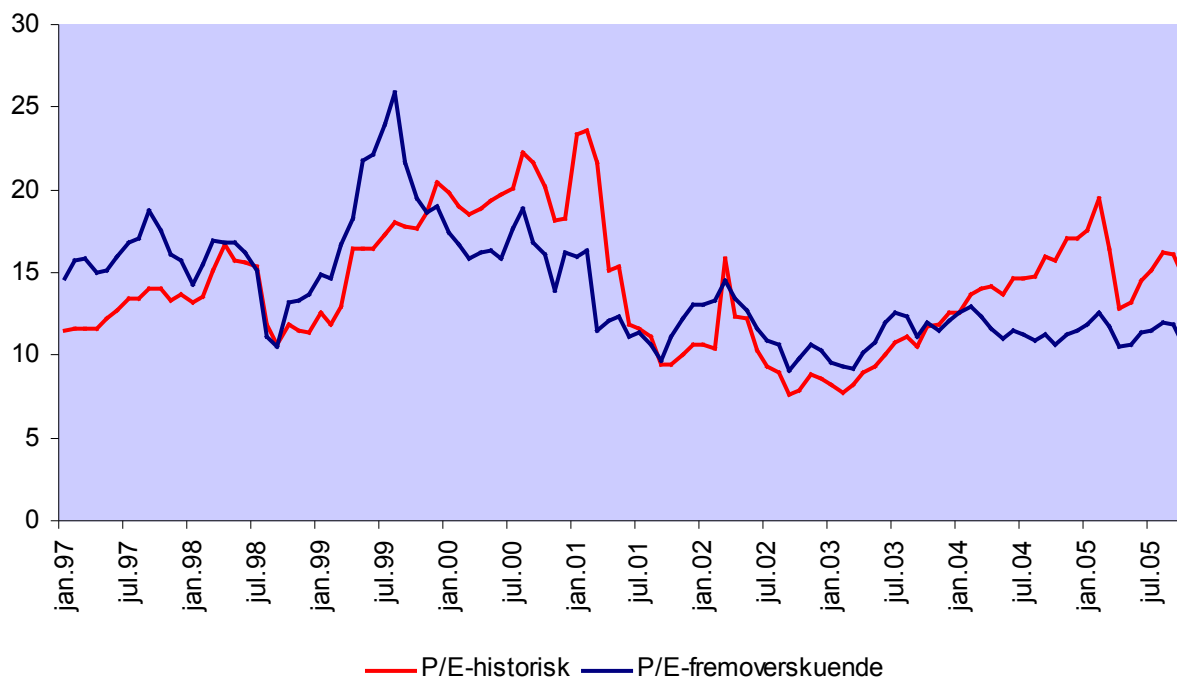
Utviklingen i P/R-koeffisienten viser at de høye boligprisene ikke har reflektert fundamentale verdier, men har kommet av at en boble har fått lov å bygge seg opp i markedet. P/R-ligningen forteller oss som nevnt at koeffisienten bør synke ved høyere renter. Dette er ikke alltid tilfelle. I Norge har vi for eksempel hatt stigende renter i perioden fra sommeren 2005 til sommeren 2008. Likevel ser vi en sterk økning i P/R-koeffisienten i samme periode. Dette kan komme av andre faktorer som for eksempel inflasjonsforventninger. Ifølge teorien skal koeffisienten øke når inflasjonsforventningene øker. Det høye nivået siste årene kan derfor ha kommet av at aktørene i markedet har forventet en høy prisstigning i boligmarkedet, og at de derfor har vært villig til å betale en høy pris selv om rentene steg. Prisforventningene kan imidlertid ha vært for høye i denne perioden, da aktørene i markedet forventet at boligprisoppgangen skulle fortsette lenger enn det faktisk gjorde.

Med bakgrunn i P/R-tallene som er presentert i denne analysen, vil vi som sagt argumentere for at det norske boligmarkedet har vært utsatt for en boligboble. Vi vil komme nærmere inn på årsaker til at boligboblen har oppstått under analysen av kriseteorierne til Minsky og Kindleberger.

4.2.4 P/E-analyse av det norske aksjemarkedet

Vi har sett at det norske aksjemarkedet har hatt sterk oppgang siden 2003. Det kan i denne sammenhengen være vesentlig å studere P/E-koeffisienter for å kunne avdekke om oppgangen er støttet av økt inntjening i bedriftene. Vi skal i vår analyse se nærmere på utviklingen i det norske aksjemarkedet, og prøve å finne ut om det har foregått boblelignende tendenser i dette markedet. En måte å gjøre dette på er å studere P/E-verdien til markedet over tid. Vi benytter her gjennomsnittlig P/E for Oslo Børs presentert i *Finansiell stabilitet 2/2005*. Vi har ikke lyktes i å finne troverdige tall etter oktober 2005, vi vil derfor konsentrere oss om å kun se på tall i perioden frem til dette.

Figur 28: P/E-tall for Oslo Børs 1997-2005¹⁾



1) Månedstall januar 1997 til oktober 2005.

Kilde: EcoWin, Thomson Financials og Norges Bank

Figur 28 viser fremoverskuende og historisk P/E for Oslo Børs. Vi ser av de historiske tallene, som er basert på inntjening siste 12 måneder, at Oslo Børs var høyere priset i 2000 enn i 2005. P/E for Oslo Børs var i februar 2003 på sitt laveste nivå i denne perioden. Da lå historisk P/E på 7,8. Etter dette økte nivået frem til februar 2005 da den var 19,5. Dette kan tyde på at det ble gradvis lavere risikopremier etter hvert som Oslo Børs opplevde oppgangstider. Omvendt kan en forvente at P/E-verdiene vil synke som følge av finanskrisen da investorer ikke lenger er like villige til å ta risiko. Ettersom vi ikke har data som kan bekrefte eller avkrefte dette, vil vi gå videre til å studere fremoverskuende P/E.

De fremoverskuende tallene er her basert på forventet inntjening neste 12 måneder. Vi ser av figur 28 at historiske og fremoverskuende koeffisienter ligger på omtrent samme nivå ved årsskiftet 2003/2004. I januar 2004 var historisk P/E 12,6, mens fremoverskuende P/E var 12,55. Vi ser imidlertid at disse to grafene forlater hverandre, og at vi etter dette ser stor forskjell mellom historisk og fremoverskuende P/E. I februar 2005 lå fremoverskuende P/E på 12,53, altså omtrent samme nivå som året før, mens historisk P/E nå var på 19,5. Dette kan tyde på at det har vært boblelignende tendenser også i aksjemarkedet. Når fremoverskuende koeffisienter avviker mye fra historiske koeffisienter kan det være at forventningene til *earnings* har blitt feil estimert. Ut i fra disse tallene mener vi derfor at forventningene til inntjeningen på Oslo Børs var for høye i forhold til det som var reelt, og at aksjemarkedet derfor har vært overpriset.

4.3 Minskys krisemodell

Vi vil videre gå gjennom modellens fem faser knyttet opp mot dagens situasjon i Norge.

4.3.1 *Displacement*

Den første fasen i hendelsesforløpet forut for en krise består av at markedet blir utsatt for et eksogent makroøkonomisk sjokk, noe som endrer forventningene til fremtidig profitt i minst en sektor i økonomien.

Vi vil betrakte det lave rentenivået, som følge av en ekspansiv pengepolitikk, som et eksogent sjokk. Styringsrenten i Norge ble som tidligere nevnt satt ned med 0,5 prosentpoeng fra sju prosent i slutten av 2002, og stoppet på 1,75 prosentpoeng i mars 2004. Den forble på dette historisk lave nivået helt frem til juli 2005. Den lave renten har bidratt til å øke forventningene til fremtidige profittmuligheter i både bolig- og aksjemarkedet. Når det er billigere å låne penger, vil både bedrifter og husholdninger ønske å øke sin gjeld. Dette gir høyere kapital som igjen fører til økt konsum og økte investeringer.

En annen faktor som har bidratt til stor vekst og økte investeringer er den høye oljeprisen. Gjennomsnittsprisen på råolje fra Brent Blend var som tidligere nevnt 25,1 USD i 2002. Etter dette steg oljeprisen markert før den sommeren 2008 nådde toppnotering på 140 USD per fat. I og med at Norge og Oslo Børs er så sterkt knyttet til olje- og energisektoren, har dette stor betydning for veksten i aksjemarkedet og i økonomien generelt. Den økte oljeprisen bidrar til større aktivitet i oljesektoren, og børsoppgangen har blant annet vært støttet av vekst i selskapenes inntjening. En slik oppgang vil kunne bidra til at forventningene til fremtidige profittmuligheter i aksjemarkedet øker enda mer, og dette bidrar igjen til å øke investeringene ytterligere.

4.3.2 Overtrading

Denne fasen kjennetegnes ved at spekulasjon fører til stor etterspørsel etter finansielle aktiva, denne vil etter hvert overgå tilbudet og resultere i økte priser. Aktører som vanligvis ikke er en del av markedet vil i denne fasen bli fristet til å delta for å få sin del av profitten.

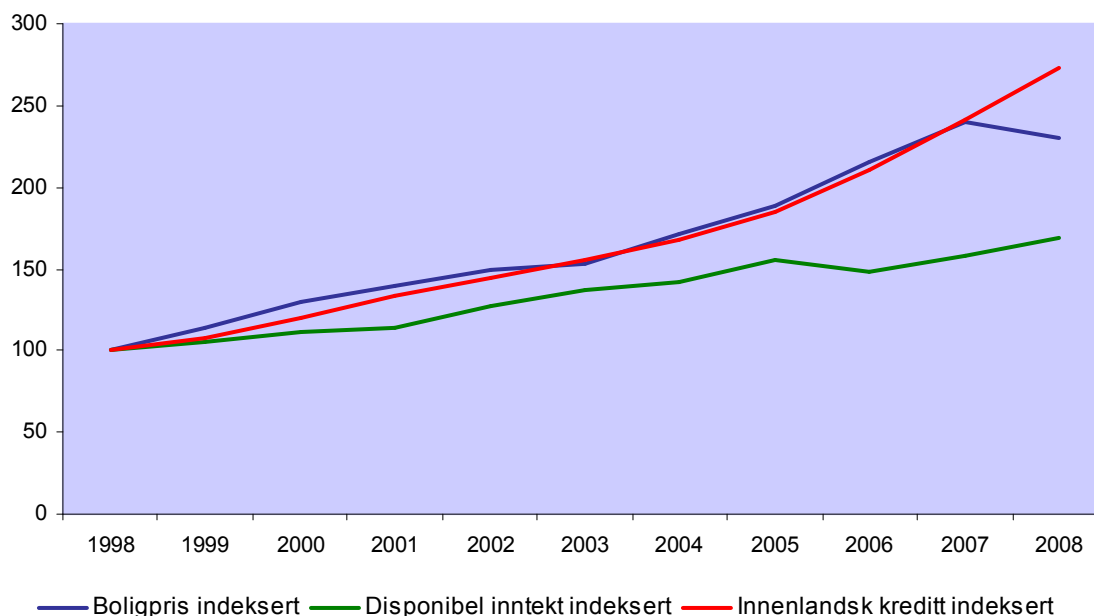
Det norske boligmarkedet kan trekkes frem som et eksempel på såkalt *overtrading*. Norge har opplevd en sterk vekst i boligprisene siden 1993, og denne utviklingen må sees i sammenheng med den lave renten. Vi har sett at omsetningen av boliger har økt betraktelig, noe som betyr at flere har ønsket å kjøpe seg inn i boligmarkedet fremfor å leie bolig. Etter hvert som folk så at andre tjente gode penger på å investere i bolig, var det flere som ønsket å ta del i dette markedet. Den sterke etterspørselen har også ført til en økning i tilbud og produksjon av nye boliger.

Ut i fra vår P/R-analyse mener vi at det norske boligmarkedet har vært utsatt for en boligboble. Boligprisene har vokst betydelig mer enn leieprisene, noe som tyder på at de ikke reflekterer fundamentale verdier. Det er selvsagt også andre faktorer som spiller inn på boligpriser og boliginvesteringer, men det er imidlertid vanskelig å se at disse faktorene skal ha så stor betydning for den høye veksten en har sett i boligmarkedet.

Vi nevnte i kapittel 3.5 at boligprisene blant annet blir drevet av disponibel inntekt, rente, arbeidsledighet, boligmasse og forventninger om fremtidige boligpriser. Vi har i løpet av oppgangsperioden sett en stor økning i disponibel inntekt for norske husholdninger, noe som tilsier at boligprisene skal øke. I figur 29 har vi sammenlignet veksten i boligpriser med veksten i disponibel inntekt og innenlandsk kreditt. Her har vi benyttet de årlige tallene for boligpris per kvadratmeter som vi har presentert tidligere i oppgaven. Tallene for disponibel inntekt og kreditt er hentet fra Statistisk sentralbyrå. Vi har deretter indeksert tallene for å gjøre dem sammenlignbare. Figuren illustrerer at økningen i boligprisene i perioden fra 1998 til 2005 utviklet seg relativt likt med disponibel inntekt. Deretter ser vi fra 2005, altså de siste årene før boligprisene nådde sin topp, at boligprisene har vokst betydelig mer enn økningen i disponibel inntekt skulle tilsi. Vi ser også at økningen i kreditt gjenspeiler den sterke

boligprisveksten. Etersom kredittvolumet og boligprisene har vokst i takt med hverandre, mens disponibel inntekt har hatt en lavere vekst, kan vi konkludere med at prisveksten i boligmarkedet i stor grad har vært kredittrevet.

Figur 29: Boligpris og disponibel inntekt indeksert. 1998-2008¹⁾



¹⁾1998=100. Nominelle tall.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Vi har også sett svært sterk vekst i det norske aksjemarkedet siden 2003. Den store oppgangen førte til at markedet endret sine forventninger til fortjeneste også her. Veksten førte til at flere ønsket å investere i aksjer. En så gjerne at andre tjente gode penger på dette markedet, og ønsket å delta for å ta del i denne profitten. Vår P/E-analyse indikerer at aksjemarkedet har stått ovenfor reduserte risikopremier fra 2003. Risikoen ble undervurdert fordi det hadde gått så bra så lenge. Men bakgrunn i P/E-analysen mener vi også at børsen har vært utsatt for bobletendenser i 2004 og 2005. Børsoppgang sammen med lav rente førte også til at mange lånefinansierte sine aksjeinvesteringer, noe som resulterte i at mange tok på seg mer risiko enn de var klar over. Investeringene var basert på at aksjemarkedet skulle fortsette å stige slik det hadde gjort gjennom oppgangskonjunkturen.

4.3.3 Monetary expansion

Denne tredje fasen oppstår som følge av at de to foregående fasene fører til økt etterspørsel etter penger og kreditt, og at bankene følger opp med å føre en ekspansiv utlånspolitikk.

Vi har sett at gjennomsnittrenten på utlån fra private banker ble redusert som følge av den lave styringsrenten. Dette førte til at flere ønsket å ta opp lån. Det var også lettere å få innvilget lån hos bankene fordi lav rente gjorde det mulig å betjene et høyere lån for en gitt inntekt. Høye boligpriser frigjorde i tillegg mer kapital slik at en kunne låne mer basert på boligens verdi. I perioden etter 1993 har publikums bruttogjeld økt kraftig. Vi ser av figur 14 i kapittel 3.4 at andelen gjeld av disponibel inntekt i 1993 lå rundt 1,3. I 2007 var denne kommet opp i 2. Det oppstod i denne perioden sterk konkurranse mellom bankene, og mange nye låneprodukter kom på markedet. Bankenes rentemargin ble også sterkt redusert som følge av denne konkurransen.

Det har således blitt drevet en ekspansiv utlånspolitikk hvor det har vært billig å låne penger og lett å få lån. En har sett en sterk økning i publikums pengemengde etter 2003, noe som blant annet er et resultat av økende gjeldsopptak. Ifølge tallene fra Statistisk sentralbyrå har sesongjustert pengemengde (M2) i perioden fra januar 1998 til januar 2008 økt med rundt 138 prosent. Tilsvarende har sesongjustert innenlandsk bruttogjeld økt med rundt 169 prosent i samme tiårsperiode. Dersom vi sammenligner med produksjonen av varer og tjenester, får vi en mye lavere økning. BNP for Fastlands-Norge hadde i denne perioden en årlig volumendring på mellom 1,3 og 6,3 prosentenheter. Fra første kvartal 1998 til første kvartal 2008 økte sesongjustert BNP med 38 prosent. Vi ser dermed en stor forskjell i veksten av produksjon av varer og tjenester i forhold til veksten i kreditt og pengemengde. I en slik situasjon skulle man tro at Norge ville oppleve høy inflasjon i samme periode, fordi markedet nå består av flere penger og færre varer. Vi observerer imidlertid at inflasjonen ikke var økende i denne perioden, snarere tvert imot. Den lave inflasjonen kan blant annet forklares med hvordan sentralbanken måler inflasjonen, som gir grunnlag for pengepolitiske beslutninger. For eksempel er ikke boligprisindeksen med

i beregningene av konsumprisindeksen. Vi vil komme nærmere inn på dette under hegemonimaktmodellen senere i analysen.

Som følge av den ekspansive utlånspolitikken økte publikums investeringer og konsum, noe som igjen gav enda større etterspørsel etter penger og kreditt. Dette hadde en selvforsterkende effekt på situasjonen og bidro til at boblen fikk lov å blåse seg opp. Husholdningene ble på samme tid stadig mer sårbare dersom det skulle komme dårlige tider i økonomien.

4.3.4 Revulsion

Denne fasen representerer vendepunktet der noen av aktørene innser at oppgangen ikke kan vare evig. De vil ønske å trekke seg ut av markedet, og det vil oppstå en usikkerhet i markedet som etter hvert vil føre til prisfall.

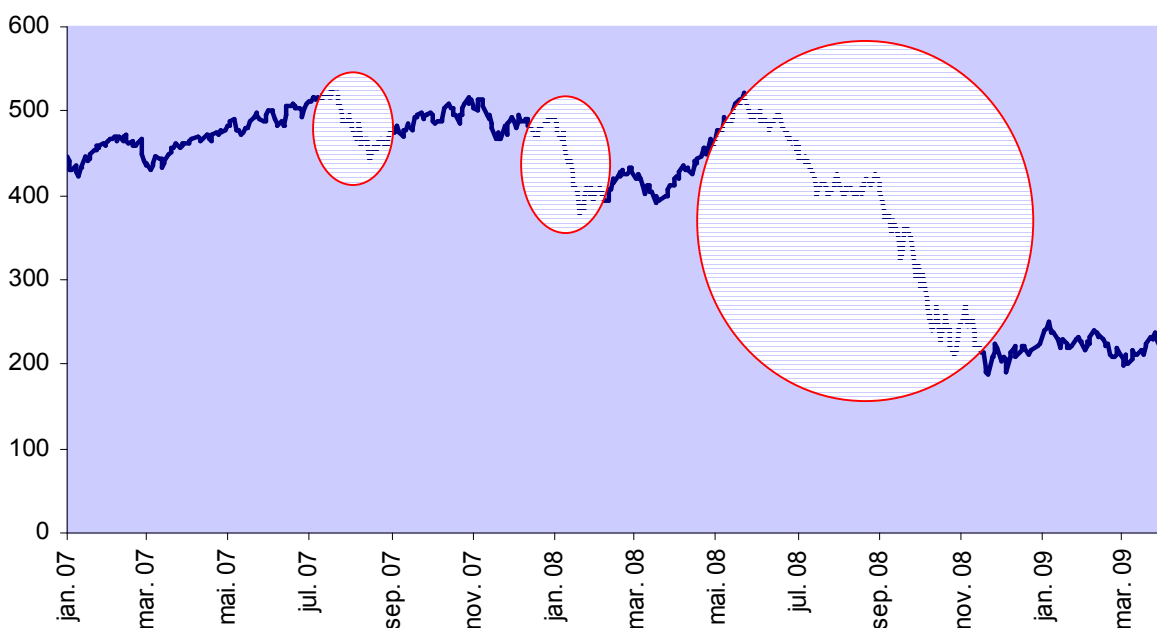
Våren 2007 begynte en for alvor å merke økt mislighold av de såkalte subprime-lånene i USA. Flere slet med å betale renter og avdrag, samtidig som det amerikanske boligmarkedet falt. Obligasjonene som var gitt med pant i disse boliglånene ble etter hvert verdiløse, og mange banker gikk med store tap. Da disse også var solgt til internasjonale investorer, spredde effekten av dette seg til en global krise. Nå begynte risikoen som lå i subprime å komme til syne, og uroen spredte seg fort til kredittmarkedene. Ingen visste hvem som satt med store tap i forbindelse med subprime. Det oppstod knapphet på amerikanske dollar i markedet fordi bankene var redde for å låne penger til hverandre. I tillegg steg rentene som følge av uvanlig høye risikopremier. Flere store banker fikk problemer som på grunn av store tap, og måtte bli reddet fra konkurs.

Som følge av uroen i kredittmarkedene opparbeidet det seg en frykt for en internasjonal konjunkturedgang. Denne frykten spredde seg til aksjemarkedet, noe som bidro til kursfall og stor usikkerhet. Uroen ble merkbar i det norske aksjemarkedet allerede sommeren 2007, da Oslo Børs hadde et kursfall på 15,44 prosent fra toppen 23. juli til bunn 16. august. I januar 2008 falt igjen hovedindeksen på Oslo Børs markant som følge av den finansielle uroen, nesten 30 prosent på tre uker. Men etter at Bear Stearns ble reddet fra konkurs, oppstod det ny tillit til

finansmarkedene og aksjekursene begynte å stige igjen. Aksjekursene nådde historiske topper både i USA og Norge i slutten av mai 2008.

Men denne historiske oppturen på Oslo Børs gikk fort over til et fall i aksjemarkedet. Hovedindeksen falt raskt og mye, og børsfallet stoppet ikke opp før bunnen på 188,23 i midten av november 2008. Fra 522,90 i mai til bunnen i november, falt hovedindeksen på Oslo Børs 64 prosent. På et halvt år halverte verdien av hovedindeksen seg, og den ligger fortsatt på et lavt nivå i forhold til toppnoteringen. Vi vil med bakgrunn i dette si at det har vært et krakk i det norske aksjemarkedet. Oslo Børs falt også mer enn flere børser internasjonalt, for eksempel New York Stock Index (NYSE). Oslo Børs er som tidligere nevnt korrelert med oljeprisen, men oljeprisene var fortsatt på et høyt nivå i mai 2008, og holdt seg på dette nivået frem til slutten av august før den også falt kraftig. Fra figur 30 kan en se kursfallene som er forklart ovenfor.

Figur 30: Oslo Børs Benchmark Index. 2007-2009



Kilde: Oslo Børs

Med bakgrunn i blant annet i figuren ovenfor, har vi sett at Oslo Børs har vært svært volatil i forhold til endringer i markedssituasjonen. De to første kursfallene kan indikere at de som har investert i aksjemarkedet begynner å forstå hvor høy risiko de

faktisk har pådratt seg, og derfor ønsker å trekke seg ut av markedet. Dette resulterer til slutt i et enormt prisfall fra slutten av mai, og vi ser på dette aksjekrakket som vendepunktet i forhold til Minskys fase kalt *revulsion*.

I samme periode som en opplevde børsfall verden over, økte risikopremiene i de amerikanske og europeiske markedene. Dette smittet over på de norske rentene, da det ble dyrere for norske banker å finansiere seg i interbankmarkedet. Dette kom som følge av den store usikkerheten rundt hvem som satt med hvilken risiko og tap i markedet. Pengemarkedsrenten økte som følge av dette, og avstanden mellom styringsrenten og pengemarkedsrenten ble større enn normalt. Bankene ble da tvunget til å øke sine renter ytterligere, dette for å dekke inn de økte kostnadene i forbindelse med økt pengemarkedsrente.

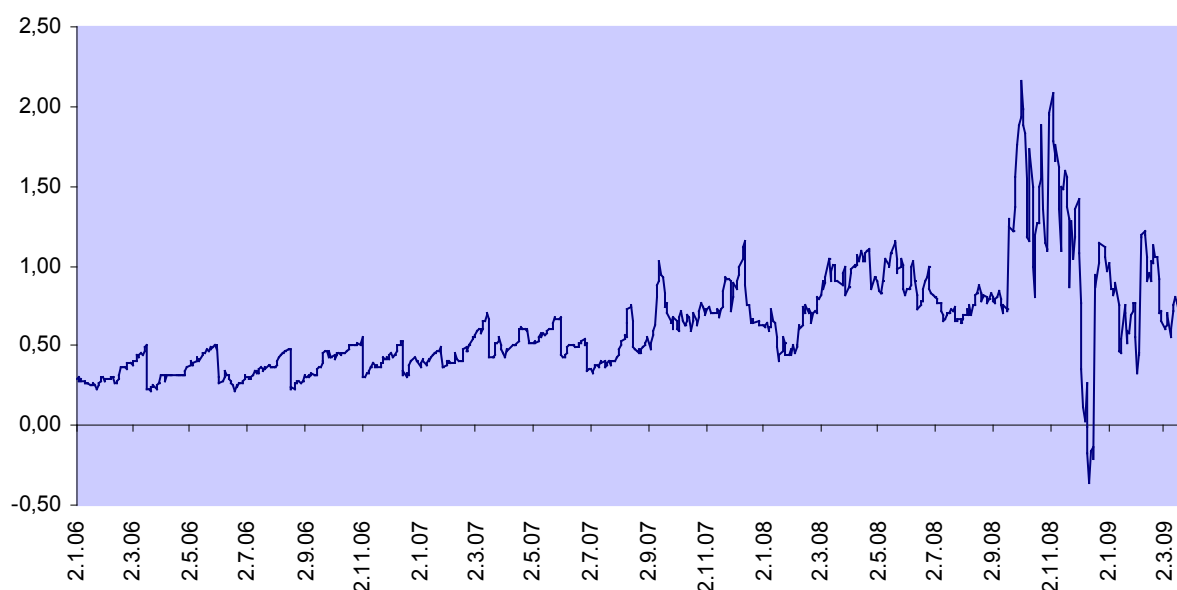
Det oppsto også en usikkerhet i boligmarkedet fordi aktørene innså at veksten måtte avta før eller senere. Når bankene ble mindre villige til å låne ut penger, påvirket dette boligmarkedet. I august 2007 nådde det norske boligmarkedet sin topp. Etterspørselen etter å kjøpe bolig gikk ned blant annet som følge av strammere kredittpraksis og høyere boliglånsrenter fra bankene. I og med at det oppstod stor usikkerhet rundt fremtidig økonomisk utvikling, var det også mange som avventet kjøp av bolig. Det var også mange boligkjøpere som ønsket å sikre seg ved å selge sin eksisterende bolig før de kjøpte ny. Disse faktorene bidro også til redusert etterspørsel etter å kjøpe egen bolig.

4.3.5 Discredit

Denne fasen kjennetegnes ved at det blir "trangt i døren", da alle vil ut av markedet samtidig. Markedet vil som følge av dette kollapse, og krisen er et faktum.

Krisens utløp internasjonalt kom i september 2008. Fallende boligpriser i USA hadde påført bankene store tap. Da myndighetene i USA valgte å ikke gripe inn da Lehman Brothers gikk konkurs, skapte dette panikk i det internasjonale kredittmarkedene. Dette forsterket problemene i interbankmarkedene, og kapitalmarkedene tørket inn. Pengemarkedsrenten ble som følge av dette rekordhøye i forhold til styringsrentene.

Figur 31: Rentespread (differansen mellom styringsrenten og 3mnd NIBOR)



På grunn av de høye risikopremiene og mistilliten i finansmarkedene, ble rentespreaden rekordstor også i Norge (se figur 31). De økte rentene i interbankmarkedet førte derfor til at bankene i Norge økte utlånsrentene ytterligere. Denne hadde vært lav en lang periode, og mange fikk nå problemer med å betjene sine lån. Selv om bankene i Norge så langt har vist seg å være solide, har de vært mindre villige til å ta risiko. Som følge av dette har bankene strammet inn sin kredittpraksis kraftig. Høsten 2008 var det vanskeligere å få lån hos norske banker og det ble generelt dyrere å investere. Husholdninger fikk ikke lån til kjøp av bolig, og bedrifter opplevde å ikke få finansiering til gode investeringer og daglig drift.

I forhold til boligmarkedet vil vi så langt ikke si at det har vært kollaps i Norge. Vi har sett mye sterkere prisfall i andre land, for eksempel USA og Storbritannia. Vi har tidligere i denne oppgaven konstatert at det norske boligmarkedet har vært utsatt for en boble. Da boligprisene falt frem til slutten av 2008, var det et tegn på at boblen skulle sprekke. Prisene har imidlertid tatt seg opp igjen i første kvartal 2009, som kan være en ny overopphetning eller et "blaff" i boligmarkedet. Det vil uansett på sikt være nødvendig med en korreksjon i boligprisene, da disse per i dag ligger på en unormalt høyt nivå.

I løpet av oppgangskonjunkturen etter 2003 ble det etablert mange nye bedrifter som har hatt store fordeler av det har vært gode tider i økonomien. Når vi nå opplever mindre gode tider, vil det være naturlig at noen bedrifter ikke klarer seg. En må forvente at noen vil gå konkurs, mens andre vil klare seg gjennom en tøffere periode. Det vil i tillegg være naturlig at arbeidsledigheten går noe opp, da denne har vært på et meget lavt nivå under oppgangskonjunkturen. Faren er at bedrifter som er solide og som har gode prosjekter, vil kunne få problemer med å få tilstrekkelig finansiering. Det vil være viktig for samfunnet at slike bedrifter klarer seg gjennom en nedgangstid, da de både sikrer og skaper nye arbeidsplasser. Dersom store bedrifter går under, kan ledigheten fort bli høyere enn ønskelig. Realøkonomien i Norge har blitt påvirket av den finansielle krisen blant annet ved at BNP synker og arbeidsledigheten nå er på vei oppover. Disse tendensene viser hvor viktig det vil være å sikre finansiering fremover. Regjeringen har derfor kommet med krisepakker for å løse problemene i blant annet interbankmarkedet og sikre finansiering for bedrifter og husholdninger. Vi vil komme nærmere inn på dette under hegemonimaktmodellen.

4.4 Kindlebergers kriseteori

Kindlebergers kriseteori tar som tidligere nevnt utgangspunkt i Minskys krisemodell. Etersom analysen av Minskys krisemodell er presentert i kapittel 4.3, vil vi referere til dette kapitlet hvor også Kindlebergers faser tar utgangspunkt i Minskys teori.

4.4.1 Monetary expansion

Minskys fase *displacement* er som nevnt i teorien en del av Kindlebergers *monetary expansion*. I vår analyse av Minskys *displacement*, har det lave rentenivået i Norge vært et eksogent makroøkonomisk sjokk på økonomien, som har ført til at økonomien har gått over til *overtrading* og *monetary expansion*. Kindleberger mener at monetær ekspansjon i seg selv kan være en utløsende faktor til spekulativ mani. I forhold til denne finanskrisen, kan vi si at monetær ekspansjon har vært en utløsende faktor. Men det er ikke sikkert dette hadde vært tilfellet, dersom renten ikke var så lav som den har vært. Forløpet til denne finanskrisen er et eksempel på hvordan en kreditteksjon har ledet bedrifter og forbrukere ut i mani. En har vært på søken

etter høyere lønnsomhet, noe som førte til at bolig- og aksjeprisene steg markert årene før krisen.

I forhold til Kindlebergers kriseteori, vil vi si at Minskys *displacement*, *overtrading* og *monetary expansion* går inn under denne fasen. Disse fasene er som sagt forklart tidligere i analysen, og vi vil derfor ikke gå nærmere inn på hva de ulike fasene inneholder.

4.4.2 Swindles

Ved utvikling av en boble vil noen aktører bli mer kreative for å få full utnyttelse av profittmulighetene. Eksempler på kreativ tenkning kan være endring av regnskapsprinsipper, regnskapsføring og verdsettelse som får resultatet til å fremstå bedre enn det er. Noen vil også ty til bedrageri og svindel når økonomien begynner å gå litt for fort.

Vi har sett flere saker i mediene den siste perioden, hvor personer er siktet for bedrageri og svindel. Et eksempel er Tordenskjold-saken, som i følge Dagens Næringsliv går ut på at Tordenskjold-toppene Stuve, Kolbjørnsen og Hellevik er tiltalt for grovt bedrageri for 100 millioner kroner. Tappingen av selskapet skal ha vært systematisk og har pågått over seks år i følge Økokrim. Dette er et eksempel på at personer utnytter sin stilling i selskapet for å utnytte profittmuligheter til det ytterste.

En har også sett nye former for bedrageri, for eksempel Nigeria-brev, bedrifter som tilby maksimal avkastning på minimale investeringer, Timeshare-bedragerier og fakturasvindel. Slike bedragerier blir ofte knyttet opp mot kriminelle miljøer, og er godt organiserte.

4.4.3 Kritisk fase

Denne fasen inneholder Minskys *revulsion*. I motsetning til Minsky er Kindlebergers fase ikke nødt til å ende i krise, fordi markedet kan korrigere seg selv. Dersom en ser på økonomien internasjonalt er verden i krise, men finanskrisen har imidlertid ikke

rammet Norge like hardt som andre land enda. Norsk økonomi er klart påvirket av krisen, men det er for tidlig å si omfanget av dette.

Vi har sett på konjunkturer, kredittmarkedet, boligmarkedet og aksjemarkedet i Norge. En har som tidligere nevnt sett en avtagende vekst i BNP i 2008, og i forhold til Norges Banks prognoser skal denne avta også i 2009 og 2010. Dette indikerer at økonomien er på vei inn i en nedgangskonjunktur. Arbeidsledigheten har også økt, men som tidligere nevnt har denne vært rekordlav. En må derfor forvente en økning i arbeidsledigheten, uten at det nødvendigvis betyr at økonomien er i krise.

Bruttoinvesteringene har også avtatt den siste tiden. Dette må sees i sammenheng med at bedrifter har vanskeligheter med å få finansiering, og at ulike bransjer har mindre aktivitet enn tidligere. Et eksempel på dette er den internasjonale bilindustrien. Det er imidlertid viktig å huske på at effekten på realøkonomien vil komme til syne senere, og det er derfor umulig for oss å si hvor hardt realøkonomien vil bli rammet i Norge.

Som tidligere omtalt har det vært et krakk i børsmarkedet, og kredittmarkedet har vært sterkt påvirket av finanskrisen. Det er store uroligheter i disse markedene, noe som vi ikke tror vil være over med det første. Som tidligere nevnt under P/R-analysen av boligmarkedet, har det oppstått en boble i dette markedet. Boligboblen har ikke sprukket enda, da prisene igjen har begynt å stige etter prisfallet fra august 2007 til utgangen av 2008. Vi tror imidlertid at boligprisene skal ytterligere ned over tid, men at dette kun vil være en korrigering i forhold til overvurderte verdier.

4.4.4 Innenlandsk forplantning

Innenlandsk forplantning av en krise går som tidligere nevnt ut på at krisen sprer seg til et eller flere markeder. Da interbankmarkedet stoppet opp, var som nevnt bankene ikke like villige til å låne ut penger og utlånsrenten vokste. Uroen i kredittmarkedet har ført til at det ble vanskeligere for privatpersoner og bedrifter å få lån. Dette har blant annet påvirket boligmarkedet, da privatpersoner ikke hadde muligheten til å gi like mye som før for en bolig. I tillegg har flere banker vært påpasselig med å tilby mellomfinansiering, og det har ført til at en må selge sin nåværende bolig før en

kjøper ny. Som følge av dette ble det større tilbud av boliger, og det tok lengre tid før boliger ble solgt, noe som presset boligprisene ned.

4.4.5 Utenlandsk forplantning

Med utenlandsk forplantning sprer krisen seg internasjonalt til ett eller flere markeder. Norge er en veldig liten aktør i verdensøkonomien, og effekten av krisen er kommet senere til Norge enn til andre land. Finanskrisen har spredd seg internasjonalt og har påvirket Norge gjennom flere kanaler. Den største effekten kom gjennom rente- og kredittkanalen. Da renten mellom bankene steg i interbankmarkedet internasjonalt, ble det dyrere for norske banker å låne penger, som førte til at renten bankene kunne tilby sine kunder økte. Det ble mindre kreditt tilgjengelig i markedet, og dette påvirket også bolig- og foretaksinvesteringer.

I tillegg har norsk økonomi blitt påvirket via forventningskanalen. Finanskrisens uroligheter i internasjonal økonomi, har ført til forventninger om svakere økonomisk utvikling og økt arbeidsledighet også i Norge. Ettersom det har vært stor usikkerhet knyttet til forventninger om fremtiden, har husholdninger blant annet valgt å øke sparevolumet og bruke mindre på konsum. I følge Statistisk sentralbyrå har spareraten for husholdninger hatt en markant økning siste året. I første kvartal 2008 var spareraten på 0,3 prosent av disponibel inntekt, mens den var 4,8 prosent i første kvartal 2009.

Som tidligere nevnt har det vært krakk på Oslo Børs, som følge av den internasjonale finanskrisen. Dette kom på grunn av usikkerhet i markedet, og førte blant annet til at mange utenlandske investorer valgte å trekke seg ut av Oslo Børs. Dette har vært en medvirkende faktor til at aktivaprisene har sunket.

Da finanskrisen rammet Norges handelspartnere, ble etterspørselen etter norske varer redusert. På den måten har finanskrisen forplantet seg via eksportkanalen. For eksempel har norske bedrifter, som produserer komponenter til bilindustrien, fått merke en synkende etterspørsel etter sine produkter da det blir produsert færre biler internasjonalt. Dette har i verste fall ført til at norske produsentbedrifter har gått konkurs, for eksempel Fundo Wheels i Høyanger.

4.4.6 Hegemonimaktmodellen

Kindleberger legger som tidligere nevnt vekt på viktigheten med å ha en leder, som kan ta ansvar og bidra til en stabil økonomi. Dersom denne hegemonimakten uteblir, kan det få fatale følger ved en eventuell krise. De handlingene en hegemonimakt utfører, vil også kunne påvirke utfallet av en økonomisk krise.

Norges Bank har en sentral rolle som hegemonimakt i Norge, og har som mål å fremme finansiell stabilitet. Sentralbankens viktigste virkemiddel for å ivareta dette er som tidligere nevnt styringsrenten, som blir styrt ut i fra et fleksibelt inflasjonsmål på rundt 2,5 prosentpoeng. Da finanskrisens utløp kom i september 2008, hadde flere sentralbanker allerede satt ned renten som følge av uroen i finansmarkedet. Norges Bank satt ned renten 16. oktober 2008 for første gang siden 2002. Renten er satt ned med 3,75 prosentpoeng siden dette, og er ved utgangen av første kvartal 2009 på 2 prosent.

I tillegg til styringsrenten, har Norges Bank kommet med en rekke andre tiltak for å bedre situasjonen i interbankmarkedet. Sentralbanken har blant annet tilført likviditet til banksystemet i form av flere F-lån og valutabytteavtaler. I tillegg har kravene til sikkerhet ved opptak av lån i Norges Bank blitt mindre strenge, slik at bankene kan låne mer enn tidligere. Det har vist seg at disse tiltakene ikke har være tilstrekkelige for å løse problemene som er forårsaket av finansuroen. I dette tilfelle har Regjering og Storting tredd inn i rollen som hegemonimakt sammen med Norges Bank. Hittil har regjeringen lagt frem tre krisepakker, den første ble presentert 24. oktober 2008 og som tidligere nevnt var formålet med denne pakken å sikre bankenes langsiktige finansiering. Det er i tillegg lagt frem en krisepakke som skal stimulere sysselsettingen i Norge, og en kredittpakke som skal sikre finansiering for bedrifter og husholdninger. En viktig årsak til at Norge har hatt mulighet til å komme med disse tiltakene, er den tilgjengelige kapitalen vi har fra Statens Pensjonsfond–Utland (Oljefondet).

Nå gjenstår det å se i hvilken grad disse tiltakene påvirker norsk økonomi. Et av hovedformålene ved disse krisepakkene er å få i gang interbankmarkedet, og å få bankene til å låne ut penger igjen. Dette bidrar til at husholdninger og bedrifter igjen

får finansiert boligkjøp og investeringer. Ved den siste krisepakken stilte som sagt regjeringen krav til bonuser og lønninger til de bankene som velger å benytte seg av tilbudet. Dette kan føre til at banker velger å ikke benytte seg av pakken, da de ikke ønsker å tilpasse seg slike krav. Her savner vi et incentivsystem for at bankene faktisk skal benytte seg av tilbudet. Det er også viktig å ta hensyn til at bankene er private selskaper, som ønsker å maksimere sin profitt. Bankene i Norge er solide til tross for krisen, så de er ikke avhengige av krisepakkene. Selv om de velger å benytte seg av tilbudet, er det viktig at bankene benytter kapitalen til utlån i stedet for å kun øke egenkapitalen. Bankene har svakere incentiver for å låne ut penger når markedet er urolig og risikofyllt. Vi mener derfor at en viktig oppgave for hegemonimakten fremover vil være å gi bankene incentiv til å låne ut mer.

Da renten gikk ned, så vi at dette bidro til økt gjeldsnivå. Norges Bank har i flere av sine rapporter om finansiell stabilitet fra 2004 og fremover gitt uttrykk for at det høye gjeldsopptaket er et usikkerhetsmoment, og at dette kan bidra til at bankene vil lide store tap i fremtiden. Det er også nevnt at boligprisene har kommet opp på et unormalt nivå, hvor det er sannsynlig at prisene vil avta. Men slik vi ser det, er dette ikke tatt hensyn til i stor nok grad ved rentesettinger.

Slik som pengepolitikken er lagt opp til i dag, må sentralbanken foreta en avveining mellom utslagene i produksjon og sysselsetting på den ene siden og utslagene i inflasjonen rundt inflasjonsmålet på den andre siden ved en rentesetting.

Avveiningen mellom prisstabilitet og stabilitet i realøkonomien beskrives som det å minimere en tapsfunksjon, hvor både variasjoner i produksjonsutviklingen og variasjoner i inflasjonen inngår.

Vi mener at Norges Bank ved rentesettinger bør vurdere flere forhold enn det som inngår i tapsfunksjonen, da verken boligpriser eller aksjepriser blir fanget opp i konsumprisindeksen som måler inflasjon. De bør vurdere å ta hensyn til faktorer som aktivapriser og gjeldsopptak når rentenivået skal bestemmes. Dersom en styrer blindt etter inflasjonen, kan en overse viktige forhold i økonomien. For eksempel importerer Norge billigvarer fra utlandet, noe som demper inflasjonen. Da vil det ikke nødvendigvis hjelpe at en setter ned renten, da dette fører til økt forbruk, høyere

gjeldsbelastning og økte boligpriser. Det er imidlertid opp til Regjering og Storting å tildele Norges Bank et slikt mandat.

Sentralbanken har satt ned renten betraktelig siden krisen slo til høsten 2008 og dette har ført til at lånerenten, spesielt til privatpersoner, er blitt redusert kraftig. I tillegg er en blitt bedt om å låne opp og bruke mer penger, noe som er den samme situasjonen som la grunnlaget for finanskrisen. En kan da reflektere over om dette kan føre til en ny overopphetning i norsk økonomi. Her vil det være sentralt å finne en balansegang mellom det å stimulere økonomien og det å bidra til en ny kreditt ekspansjon med påfølgende forbruksboom.

En hegemonimakt kan ikke bare se på de nasjonale forholdene, men må også se over landegrensene. Vi har sett at ved denne finanskrisen har verdens land gått sammen for å løse de økonomiske problemene. Det har vist seg at ingen land alene har klart å ta på seg hegemonimaktrollen internasjonalt, men at en har gått sammen for en felles løsning hvor Det internasjonale valutafondet (IMF) har en sentral rolle.

5 KONKLUSJON

Årene forut for finanskrisen har en sett en internasjonal økonomisk oppgang som har resultert i en voldsom kreditt ekspansjon med påfølgende forbruksfest. Utvikling av nye finansielle produkter har vært medvirkende til å øke investeringslyst og forventninger om profitt. I USA ble subprime mer og mer utbredt etter hvert som boligprisene steg. Optimismen var stor, og risiko ble svært undervurdert. Da renten begynte å stige igjen og boligprisene i USA falt, kom risikoen tilknyttet til subprime til syne og dette spredde seg til en global finanskrise.

Den sterke veksten i Norge årene forut for krisen, må sees i sammenheng med økt globalisering i verdenssamfunnet. Dette førte til friere handel og økt utveksling av kapital, teknologi og arbeidskraft. I tillegg har prisene på olje, gass, fisk og industrielle råvarer økt i oppgangsperioden. Norges Bank har ført en økt ekspansiv pengepolitikk, som har styrt mot en historisk lav rente. Som et resultat av dette har en sett en enorm økning i gjeldsgraden til både husholdninger og bedrifter. Gjeld som andel av disponibel inntekt har økt betydelig, fra 1,5 under bankkrisen på 80-tallet til 2 i 2007. Nye låneprodukter som avdragsfrihet og lengre løpetid har gjort det mulig å betjene en høyere gjeld enn tidligere. Samtidig har økning i boligprisene ført til at en kan frigjøre mer kapital med pant i bolig. Vi må også se økningen i boligprisene sammen med kreditt ekspansjonen, da flere har hatt mulighet til å kjøpe bolig i stedet for å leie. Vi har sett i vår P/R-analyse at boligprisene har vært overvurdert i forhold til leieprisene. Vi har dermed konkludert med at det har oppstått en boligboble i det norske boligmarkedet årene forut for krisen. Til tross for en prisøkning i første kvartal av 2009, forventer vi at boligprisene etter hvert vil korrigere seg til et nivå som er mer i tråd med boligens fundamentale verdi.

Da den undervurderte risikoen tilknyttet subprime kom til syne i 2007, spredde dette seg til en global kredittkrise. Kredittmarkedet i Norge ble rammet i form av høyere renter, men på høsten 2008 stoppet markedet opp. Subprime var den utløsende faktor for den globale kredittkrisen, men ettersom gjeldsopptaket var så høyt mener vi at det ville kommet en krise i verdensøkonomien uavhengig av subprime. I vår analyse av de fire markedene har vi sett at den finansielle uroen i norsk økonomi er

et resultat av økt kreditt- og pengemengde. Når renten økte som følge av økte risikopremier, klarte en ikke å betjene de høye lånene som ble innvilget under oppgangskonjunkturen.

Aksjemarkedet var preget av lav risikopremie årene forut for krisen. Årsaken til dette var blant annet god inntjening i selskapene og en enorm vekst på Oslo Børs. Når folk så at andre tjente penger på aksjer, ønsket de selv å være med på oppturen. Det har vært vanskelig å få tak i P/E-tall fra Oslo Børs lengre enn 2005, men de tallene vi har analysert viser bobletendenser i aksjemarkedet. Som følge av usikkerhet og økt fokus på risiko i sammenheng med finanskrisen, var det et aksjekrakk på Oslo Børs i 2008. Hovedindeksen halverte seg i forhold til toppnoteringen i løpet av et halvt år.

Til tross for at det er finanskrisen internasjonalt, kan vi ikke konkludere med at det er krise i Norge. Norsk økonomi er likevel klart berørt av finanskrisen, noe vi ser i alle de fire markedene vi har analysert. I tillegg til at kreditt-, bolig- og aksjemarkedet har blitt påvirket, har også produksjon og sysselsetting blitt redusert. Det gjenstår imidlertid å se hvor store konsekvenser den internasjonale krisen vil få for realøkonomien i Norge.

Kindleberger forklarer i sin teori viktigheten av at en hegemonimakt tar ansvar ved en eventuell krise. Norges Bank, Regjeringen og Stortinget har fremstått som en hegemonimakt, og har prøvd å dempe virkningene av finanskrisen ved hjelp av krisepakker. Det gjenstår nå å se i hvilken grad disse virkemidlene slår ut i norsk økonomi. Dersom en ser at nåværende tiltak ikke er nok for å sikre finansiering til i hovedsak bedrifter, bør en vurdere tiltak som gir bankene sterkere incentiver for å få bankene til å låne ut penger. I tillegg bør det vurderes om pengepolitikken i dag er optimal i forhold til å fremme finansiell stabilitet. Ettersom sentralbanken kun styrer etter fleksibelt inflasjonsmål ved å minimere tapsfunksjonen, mener vi at det er viktige faktorer som ikke blir tatt hensyn til. Vi så at årene før krisen var preget av lav inflasjon, og at sentralbanken satte ned renten som følge av dette. I samme periode var det prisoppgang i bolig- og aksjemarkedet, og en betydelig kredittoppgang som ikke ble tatt hensyn til ved rentesettingen. Den norske pengepolitikken bidro altså til at husholdninger og bedrifter fikk mulighet til å opparbeide seg en høy gjeldsandel, som de videre brukte til å investere i bolig og aksjer. Sentralbanken bør derfor

vurdere om disse faktorene bør tas hensyn til ved en vurdering av pengepolitikken, men det er som sagt opp til Regjering og Storting om Norges Bank skal ha den muligheten.

En har sett i årene før finanskrisen at finansmarkedene ikke har oppført seg rasjonelt, men har vært preget av spekulasjon og overdreven optimisme. Markedet ble i stor grad drevet av troen på at veksten skulle vedvare. Når vi i tillegg hadde en ekspansiv pengepolitikk som utløste en enorm kreditt ekspansjon, var grunnlaget for en mulig finansiell krise lagt.

6 REFERANSER

Artikler:

- Benedictow A. og Johansen, Per R. (2005): *Prognoser for internasjonal økonomi*
- Bureau of Economic Analysis: *GDP and the Economy, Advance Estimates for the Fourth Quarter of 2008*
- Dagens Næringsliv: *Hva skjedde egentlig* (05.10.2008):
www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1504537.ece
- E24: *Finanskrisen for Dummies* (16.09.08):
www.e24.no/boers-og-finans/article2657790.ece
- Grytten, Ola H. (2009): *Boligkrakk og finanskrise i historisk perspektiv*
- Grytten, Ola H. (2003): *Finansielle krakk og kriser*
- Hegnar Online, *Dette er finanskrisen på Island* (22.10.2008)
www.hegnar.no/okonomi/article329689.ece
- Hegnar Online, *Dramatiske fall i igangsatte boliger* (23.03.2009)
www.hegnar.no/eiendom/article365678.ece
- Holden, Steinar (2004): *AS-AD – modellen*
- Holden, Steinar (2004): *IS-LM med rente som virkemiddel i pengepolitikken*
- Norges Banks skriftserie nr. 34, *Kap.3: Finansiell stabilitet*
- Norges Bank: Penger og Kreditt 4/2004, *Produksjonsgapet i Norge - en sammenligning av beregningsmetoder*
- Norges Bank: Penger og Kreditt 3/2006, *Utviklingstrekk i kredittmarkedet*
- Norges Bank: Penger og Kreditt 4/2006, *Boliginvesteringer og boligpriser*
- Norges Bank: Penger og Kreditt 1/2007, *Økonomiske perspektiver, årstalen 2007*
- Norges Bank: Penger og Kreditt, 2/2007, *Nøkkeltallsanalyse av Oslo Børs*
- Norges Bank: Penger og Kreditt 4/2007, *Uro i kredittmarkedene - boligfinansiering ute og hjemme*
- Pozdena (2006): *Testing for bubbles in the U.S. housing market*
- Romer, Christian D (1999), *Changes in Business Cycles: Evidence and Explanations*

Litteratur:

- Kindleberger, Charles P. (2000 og 2005): *Manias, Panics and Crashes*. Palgrave Macmillian, New York

- Kindleberger, Charles P. (1986): *The world in depression 1929-1939*. University of California Press , Berkeley, California

Rapporter:

- Eiendomsmeglerbransjens boligprisstatistikk, mars 2009
- Norges Bank: Finansiell Stabilitet 1/2005
- Norges Bank: Finansiell Stabilitet 2/2005
- Norges Bank: Finansiell Stabilitet 1/2006
- Norges Bank: Finansiell Stabilitet 2/2006
- Norges Bank: Finansiell Stabilitet 1/2007
- Norges Bank: Finansiell Stabilitet 2/2007
- Norges Bank: Finansiell Stabilitet, 1/2008
- Norges Bank: Finansiell Stabilitet 2/2008
- Norges Bank: Finansiell Stabilitet 3/2008
- Norges Bank: Inflasjonsrapport 3/2004
- Norges Bank: Pengepolitisk Rapport 3/2008
- Norges Bank: Pengepolitisk Rapport 1/2009
- Statistisk Sentralbyrå: Kvartalsvis nasjonalregnskap, 4. kvartal 2009
- Statistisk Sentralbyrå: Leiemarkedsundersøkelsen, 4. kvartal 2008
- Statistisk Sentralbyrå: Økonomiske analyser 1/2009

Forelesninger:

- Grytten, Ola H. (2008): Forelesningsnotater i Krakk og Kriser, NHH høst 2008
- Hov (2008): Forelesningsnotater i Konjunkturanalyse, NHH vår 2008
- Klovland (2008): Forelesningsnotater i Konjunkturanalyse, NHH vår 2008
- Thøgersen (2008): Forelesningsnotater i Konjunkturanalyse, NHH vår 2008

Internettider:

- Finansdepartementet, pressemelding 26.01.09 og 08.02.09: www.regjeringen.no
- Norges Bank: www.norges-bank.no
- Norges Eiendomsmeglerforbund: www.nef.no
- Oslo Børs: www.oslobors.no/
- Price to earnings ratio: www.valubasedmanagement.net
- Statistisk Sentralbyrå: www.ssb.no/

7 APPENDIKS – ORDFORKLARING

Brutto nasjonal produkt (BNP)

BNP er en indikator for samlet verdiskaping i et land, og gir samtidig uttrykk for opptjent bruttoinntekt fra innenlandsk produksjonsaktivitet. BNP tilsvarer den engelske forkortelsen GDP (Gross Domestic Product).

Faste priser

Faste priser vil si at alle størrelser måles med de prisene som gjaldt i en gitt periode eller på et gitt tidspunkt. Ved deflatering fjerner en prisendringen fra tallserien og får et uttrykk for den volummessige utviklingen.

Fastlands-Norge

Med Fastlands-Norge menes all innenlandsk produksjonsaktivitet utenom næringene utvinning av råolje og naturgass, tjenester tilknyttet olje- og gassutvinning, rørtransport og utenriks sjøfart.

Finansiell boble

Selvoppyllende avvik mellom fundamental verdi og markedspris, som fortsetter inntil vilkårene for selvoppyllelse opphører.

Fastrentelån (F-lån)

Er det instrumentet som primært blir brukt for å tilføre likviditet til banksystemet. F-lån er lån mot sikkerhet i verdipapirer til fast rente og gitt løpetid. Løpetiden varierer og avhenger av likviditetssituasjonen i banksystemet.

Internasjonal Monetary Fund (IMF)

Internasjonal Monetary Fund eller det internasjonale valutafondet er en sentral aktør i det internasjonale økonomiske samarbeidet, og har som mål å fremme en bærekraftig økonomisk utvikling og internasjonal finansiell stabilitet.

Inflasjon

Vedvarende vekst i prisnivået. Inflasjonen måles vanligvis ved veksten i konsumprisindeksen (KPI).

Inflasjonsmål

I Norge har regjeringen fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken i Norge. Det operative målet er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Det tas i utgangspunktet ikke hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser.

Konsumprisindeksen (KPI)

Konsumprisindeks. Indeks som måler veksten i konsumprisene.

KPI-JAE

Et mål på veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer. KPI-JAE er et mål på den underliggende prisstigningen. Det er dette målet Norges Bank benytter for rentefastsettelsen.

Pengemengde

Pengeholdende sektors beholdning av sedler og mynt, bankinnskudd og andre finansielle instrumenter. Pengeholdende sektor består av publikum (kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger) samt andre finansielle foretak enn banker og statlige låneinstitutter.

M0

M0 betegnes som basispengemengden. Det er summen av bankenes og pengeholdendes sektors (publikum og andre finansielle foretak enn banker og statlige låneinstitutter) beholdning av norske sedler og mynter i omløp samt deres innskudd i Norges Bank.

M1

M1 betegnes som det smale pengemengdebegrepet. Det vil si pengeholdende sektors (publikum og andre finansielle foretak enn banker og statlige låneinstitutter) beholdning av norske sedler og mynter samt sektorens innestående på transaksjonskonti i Norges Bank og forretnings- og sparebanker (i norske kroner og utenlandsk valuta).

M2

M2 betegnes som det brede pengemengdebegrepet eller publikums likviditet. Det vil si pengeholdende sektors (publikum og andre finansielle foretak enn banker og statlige låneinstitutter) beholdning av norske sedler og mynter, ubundne bankinnskudd og banksertifikater.

Styringsrenten

Styringsrenten i Norge er renten på bankenes folioinnskudd i Norges Bank. Endringer i Norges Banks styringsrente vil normalt ha sterkt gjennomslag i de mest kortsiktige rentene i pengemarkedet og for bankenes innskudds- og utlånsrenter.

Valutabytteavtaler

Dette er en forpliktende avtale mellom to parter om å bytte en valuta mot en annen, med avtale om å bytte disse tilbake på et framtidig tidspunkt til en på forhånd avtalt kurs.

NIBOR

Norwegian Inter Bank Offered Rate. Er den renten norske banker er villige til å låne hverandre penger for i en spesifisert periode.