

NORGES HANDELSHØYSKOLE

VÅREN 2011, BERGEN



Den irske syken: Fra mirakel til kollaps

En analyse av årsakene til finanskrisen 2008 i Irland
ut i fra etablert kriseteori

Simen Nyfløt Haugen

Veileder: Lars Fredrik Øksendal

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon.

Hovedprofil: Finansiell økonomi.

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen 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

Idéen til denne oppgaven kom etter at jeg forsøkte å lese meg opp i forhold den økte statsgjelden en rekke EU-land bygde seg opp i etterkant av en internasjonal finanskrisen (2007-2009). Blant flere kandidater skilte Irland seg ut som en meget spennende økonomi å gå dypere inn i. Faget Krakk og Kriser viste seg å gi et utmerket fundament for videre arbeid, med sitt fokus på kriseteori, tidligere episoder og ikke minst den nyeste finanskrisen.

Arbeidet med å sette sammen oppgaven har vært tidkrevende og utfordrende, men når alle erfaringer skal oppsummeres har skriveprosessen vært en uforbeholden positiv opplevelse.

Det er min glede å takke min veileder, Lars Fredrik Øksendal, for gode innspill og kjappe tilbakemeldinger igjennom våren. Jeg unner også Ada-Lill Nilsson en takk for kommentarer og godt selskap i skriveprosessen.

Simen Nyfløt Haugen

18. juni 2011

Sammendrag

Denne utredningen er en beskrivende analyse av finanskrisen 2008 i Irland, med en hovedvekt på foranledningen og årsaker. Utredningen har som et mål å foreta en historisk analyse av finanskrisen, hvor eiendomssektoren, banksektoren og fiskal politikk er viktige forklaringsfaktorer. Jeg har sett på utviklingen i nøkkelstørrelser som kredittvekst, BNP, inflasjon, renter og eiendomspriser i for å finne trender og avvik fra likevekt.

Denne utredningen konkluderer med at foranledningen til finanskrisen i Irland hovedsakelig skyldes nasjonale forhold, hvor en likviditetskrise i det amerikanske kredittmarkedet til slutt sendte Irland inn i en krise med påfølgende resesjon. Av interne faktorer var spesielt fire viktige: et overvurdert eiendomsmarked, storstilt spekulativ utlåning til eiendomsutviklere, den irske banksektoren avhengighet av det internasjonale kapitalmarkedet og meget lave realrenter etter årtusenskiftet. Statsbudsjettet hadde basert seg i stor grad på sykliske inntekter som ble sterkt redusert med prisfallet i eiendomsmarkedet. En uforholdsmessig stor byggsektor kollapset på grunn av prisfallet og overkapasitet i eiendomsmarkedet, som igjen tredoblet arbeidsledigheten. Irland fikk kriser i banksektoren, den offentlige økonomien og produksjonen i økonomien.

Innholdsfortegnelse

1.	INNLEDNING	1
1.1	PROBLEMSTILLING	1
1.2	AVGRENSNINGER	1
1.3	MOTIVASJON	2
1.4	DISPOSISJON	2
2.	TEORI	4
2.1	DEFINISJONER	4
2.2	MINSKYS KRISEMODELL	6
2.3	KINDLEBERGERS KRISETEORI.....	10
2.4	FORSKJELLER MELLOM TEORIENE.....	14
2.5	PRAKTISK ANVENDELSE AV TEORI OG MODELL.....	15
2.6	BAKGRUNNEN FOR KRISETEORI	18
3.	METODE	19
4.	ANALYSEDEL I: HENDELSESFORLØPET	22
4.1	IRSK BAKGRUNN.....	22
4.2	INTERNASJONAL RAMME	24
4.3	BOLIGMARKEDET	27
4.4	KREDITTMARKEDET.....	37
4.5	FISKALPOLITIKK OG OFFENTLIGE FINANSER.....	45
5.	ANALYSEDEL II: TEORETISK TILNÆRMING	51
5.1	DISPLACEMENT.....	51
5.2	OVERTRADING	53
5.3	MONETARY EXPANSION	55
5.4	SWINDLES	58
5.5	REVULSION.....	60
5.6	INNENLANDSK FORPLANTNING.....	63
5.7	UTENLANDSK FORPLANTNING	67
5.8	HEGEMONIMAKT	70
5.9	DISCREDIT OG EPILOG	71
6.	DRØFTING AV TEORIENES GYLDIGHET	76
7.	KONKLUDERENDE ELEMENTER	81
8.	LITTERATURLISTE	86
9.	APPENDIKS	92

Figur- og tabelliste

Figur 1. Minskys fem faser.

Figur 2. BNP-utvikling, konstante priser, HP-filtret avvik.

Figur 3. Historisk boligprisutvikling.

Figur 4. Bobletest på det irske eiendomsmarkedet.

Figur 5. Ferdigstilling av boliger i perioden 1970-2009.

Figur 6. Andel huseiere i utvalgte OECD-land.

Figur 7. Loan to value-forhold, 2004-2008.

Figur 8. Pris/leie, VS og blå linje. Boligpriser, HS og rød linje.

Figur 9. Betjeningsgrad.

Figur 10. Sammensetning av boliglån på lånelengde. Alle lån og hele landet.

Figur 11. Realrenter 1983-2007, kvartalsvise tall redusert med forventet inflasjon.

Figur 12. ECB styringsrente og irsk inflasjon 1999-2010.

Figur 13. Kalkulert Taylor-rente for Irland sammenlignet med ECB styringsrente.

Figur 14. Kvartalsvis annualisert vekst i BNP og husholdnings- og bedriftskreditt.

Figur 15. Husholdingers gjeld over disponibel inntekt.

Figur 16. Netto utenlandsk gjeld for irske banker som andel av BNP.

Figur 17. Sykliske skatter som andel av totale inntekter.

Figur 18. Samlet prosentvis vekst i skatteinntekter 2000 til 2007.

Figur 19. Produksjonsgapet i Irland 1982-2011.

Figur 20. Reallønnsutvikling i Irland sammenliknet med de viktigste handelspartnerne.

Figur 21. Ferdigstillinger av boliger i prosent av total boligmasse.

Figur 22. ECB M1 og M3 vekst i prosent.

Figur 23. Kortsiktig finansiering i det amerikanske markedet, milliarder USD.

Figur 24. Margin over interbank-rente (LIBOR), oppdelt i to effekter.

Figur 25. Irlands 4 største bankers utvikling.

Figur 26. Rentemargin i basispunkt mellom irske og tyske 10-årige statsobligasjoner.

Tabell 1. Boligmasse per 1000 innbyggere, utvalgte europeiske land. 2001.

Tabell 2. Nasjonal boligbyggingskostnads-indeks. Endring over forrige år.

Tabell 3. Kundeinnskutt kapital som andel av utlån.

Tabell 4. Andel nye boliglån uten avdragsbetaling.

Tabell 5. Investeringer og brutto nasjonal sparing som andel av BNP.

Tabell 6. Sesongjustert arbeidsledighet, prosent av arbeidsstyrken.

Formel 1. Pris/rente.

Formel 2. Taylors regel.

Formel 3. HP-filteet.

1. Innledning

1.1 Problemstilling

Denne utredningen tar sikte på å undersøke finanskrisen i Irland med hjelp av finanskriseteori. Irland har hatt en meget interessant utvikling de siste 20 årene med en sterk økonomisk vekst, og den irske fremgangen ble hyllet av mange. Irland var for 20 år siden et fattig land sett i vesteuropeisk sammenheng, men klarte å overkomme interne problemer for så å bli et finanssentrum i Europa og base for mange multinasjonale selskap. Den irske modellen la til rette for et godt investeringsklima for utenlandske selskap med sine lave selskapskatter og begrenset regulering, en engelskspråklig og godt utdannet befolkning og sin nære tilknytning til den Europeiske Union og påfølgende euro-valuta. Men da den eksportledede veksten avtok i styrke, skiftet den irske økonomien retning hvor innenlandsk etterspørsel sto for mer av veksten. Den innenlandske veksten ble konsentrert rundt eiendomsutvikling, og Irlands konkurransefortrinn med lave reallønninger avtok. En firedobling av eiendomsprisene fra 1995 til 2006 ble muliggjort med en voldsom kredittvekst som følge av en liberal finansregulering og etter år 2000 lave realrenter. Bankene finansierte seg i mye større grad igjennom internasjonale kapitalmarkeder, noe som skulle bli avgjørende for likviditeten i den irske banksektoren da den internasjonale finanskrisen rammet kredittmarkedene i 2008.

- I denne utredningen skal jeg analysere årsaker som kan forklare finanskrisen i Irland 2008.
- Hvorfor ble den irske økonomien så hardt rammet av den internasjonale finanskrisen 2008?
- En utredning som problematiserer og drøfter årsakene til finanskrisen ut i fra etablert kriseteori, og drøfter kriseteoriens gyldighet på den irske krisen.

1.2 Avgrensninger

Utredningen har et klart fokus på irsk forhold, og vil sparsomt trekke inn andre økonomier for belyse det irske eksempelet. Det spanske eiendomsmarkedet, den islandske banksektoren og den greske fiskale krisen kunne ha vært naturlige sammenligningspunkt, men utstrakt sammenligning hadde sprengt rammen for denne oppgaven. Jeg vil legge noe vekt på det

amerikanske markedet i forhold til internasjonale utviklinger og foranledningen til den internasjonale kredittkrisen fordi det griper direkte inn i det irske eksempelet.

Tidsseriene jeg har brukt i besvarelsen spenner seg ved flere anledninger helt frem til 2011, hovedsakelig for å vise mest mulig av trenden i forhold til priskrakk. Der hvor det har vært mulig har jeg forsøkt å vise utviklingen fra 1987, da kritiske avgjørelser i forhold til den keltiske tigerens fremvekst ble tatt i dette tidsrommet.

Jeg har valgt ikke å inkludere hendelser etter 2009 i oppgaven, selv om flere av disse har påvirket mitt syn og konklusjoner. Da oppgaven fokuserer på årsaksforhold har ikke denne avgrensningen påvirket mine resultater. Mange av de interessante utviklingene har også skjedd i en europeisk politisk ramme som går utover min oppgave. Av samme grunn har diverse “redningspakker” for den irske økonomien blitt ignorert.

Av teorier har jeg begrenset meg til Minskys og Kindlebergers kriseteorier, samt Mishkin sin definisjon av finansielle kriser. Grunnet utformingen av oppgaven har jeg lagt noe mindre vekt på Minskys siste fase *discredit*, da oppgaven konsentrerer seg i større grad om årsaker til krisen og ikke krisens spredning.

1.3 Motivasjon

Mitt ønske med denne utredningen var i første omgang å skrive en utredning relatert til PIGS-landene. Selv om fellesnevneren var en høy offentlig gjeld, lav produksjonsvekst og tilknytningen til euro-valutaen, viste det seg i forarbeidet mitt at finanskrisene i de ulike landene hadde ulike forløp. Uforholdsmessig mange temaer måtte ha bli dekket for å gi alle PIGS-landene en god nok behandling. Jeg valgte å begrense meg til Irland fordi denne historien virket mest interessant for min egen del. Oppfatningen min var at denne økonomien var godt styrt, med spesielt “den irske modellen” og “det irske underet” i baktankene. Anført av skrekkehistorier om avsløringer i det irske banksystemet viste det seg at dette ikke var tilfellet. Jeg baserte utredningen på kriseteori for å ha en praktisk tilnærming som kunne bidra til å strukturere forståelsen for krisen.

1.4 Disposisjon

Utredningen starter med å beskrive etablert kriseteori. Videre presenterer den forløpet til krisen ved å fokusere på utviklingstrekk i årene før krisen, og analyserer emner relevante for

krisen som et forarbeid til neste kapittel. Utredningen fortsetter med en analytisk tilnærming til krisen i forhold til Minskys og Kindlebergers teorier, før den drøfter kriseteoriens gyldighet sett i lys av den presenterte empirien. Den avsluttes med noen kritiske bemerkninger med henblikk på den finansielle reguleringen som en del av min konklusjon.

2. Teori

Dette kapitlet vil hovedsakelig legge ut om de to mest kjente kriseteoriene innen feltet om økonomiske kriser, da jeg anvender teorien på en empirisk hendelse senere i oppgaven. Jeg vil også sammenligne teoriene, og drøfte sterke og svake sider ved teoriene i forhold til finanskrisen. Jeg vil også kort gå inn på noen hovedtrekk ved finanskrisen og se om den etablerte kriseteorien dekker dette. Kapitlet vil også introdusere noen begrep som gjennomgående vil bli brukt i oppgaven.

2.1 Definisjoner

2.1.1 Finansiell krise

Det finnes mange definisjoner av hva som konstituerer en finanskrise, men ingen er allment akseptert. Noen definisjoner peker på konkrete hendelser som må være tilstede, mens andre som Mishkin har en mer generell definisjon:

“A financial crisis is a disruption to financial markets in which adverse selection and moral hazard problems becomes much worse, so that financial markets are unable to effectively channel funds to those who have the most productive investment opportunities”,

Frederic S. Mishkin, 1992.

Mishkin fokuserer på asymmetriske informasjonsproblemer som ugunstig utvalg og moralsk hasard, som representerer usikkerhet henholdsvis før og etter at en transaksjon har skjedd. Han peker på fem hovedfaktorer som kan forverre asymmetriproblemet og dermed skape en finanskrise. Dette er en økning i utlånsrentene, prisfall i aksjemarkedet, en økning i usikkerheten i markedet, panikk i banksektoren og et uventet fall i prisnivået.

2.1.2 Finansielt krakk

Selv om begrepet finansielt krakk er sparsomt brukt i oppgaven, er det hensiktsmessig å skille uttrykket fra en finanskrise. Trukket ut fra kriseteori av Minsky og Kindleberger har Ola Grytten presentert noen definisjoner:

“Finansiell krise som går over i negativ boble og panikksalg. – Raskt fall i finansielle størrelser utover konjunkturtilbakeslag. – Raskt fall i finansielle størrelser med

ringvirkninger til realøkonomien. – Raskt 20 prosents fall i finansielle markeder med ringvirkninger til realøkonomien. – Signifikant raskt fall i finansielle størrelser som må forklares ut i fra psykologi”,

Ola H. Grytten, forelesningsnotater høsten 2009.

Krakk behøver ikke å oppstå etter en finansiell krise, og motsatt trenger ikke et krakk lede til en krise. For å kalle en episode et krakk trenger det å ha en viss størrelse og tempo samt delvis å kunne bli forklart ut i fra markedspsykologi. Det er enklere å observere et krakk i aksjemarkedet enn i eiendomsmarkedet, siden eiendomspriser er mye stivere slik at det tar lengre tid å påvise en viss størrelse i prisfallet.

2.1.3 Boble

En finansiell boble er på sitt mest grunnleggende en realitet når det er betydelige forskjeller mellom observerte priser og fundamentale priser. Fundamentale priser er summen av fremtidige inntekter korrigert for utviklingen i en rekke økonomiske størrelser som endringen i arbeidsledighet og renter. Så om fundamentale forhold ikke kan forklare aktivaprisene er de over- eller undervurdert. Stiglitz sa det slik:

“[...] intuition is straightforward: if the reason that the price is high today is only because investors believe that the selling price will be high tomorrow-when "fundamental" factors do not seem to justify such a price-then a bubble exists”,
Joseph Stiglitz, 1990.

En boble kan være vanskelig å oppdage i oppbyggingsfasen fordi det generelt ikke er full enighet innenfor økonomifaget hva som er bobleverdien og hva som er den fundamentale verdien i et aktivum. Man mangler også gode målemetoder for å måle fundamentale verdier. Det er også mye lettere å fastslå en boble i etterkant ettersom grunnlaget for de optimistiske forventningene er justert og prisene har falt. Når en finansiell boble sprekker har vi et finansielt krakk.

2.2 Minskys krisemodell

Hyman Minsky var en amerikansk makroøkonom og professor som har bidratt med et teoretisk rammeverk som forsøker å forklare hvordan forløpet til en finanskriser kan oppstå. Han identifiserte seg sterkt med de økonomiske prinsippene presentert av John Maynard Keynes, og etter hans død forsøkte han også å videreutvikle flere av temaene presentert i “The General Theory of Employment, Interest and Money” (Minsky, 1975). Han blir i dag ansett mer som teoretiker enn en praktiker, noe hans krisemodell bærer preg av. Modellen inneholder fem faser, og den vektlegger svakheter i pengesystemet, ustabilitet i kredittsystemet, gjeldsstrukturen og spekulasjon. Videre er modellen deterministisk; har en økonomi entret den første fasen er den nærmest dømt til å gå igjennom alle fasene.

Minskys modell forklares mest hensiktsmessig ved å koble inn enkle makroøkonomiske modeller som AD-AS og IS-LM.

Krisemodellen består av fem forskjellige faser:

- Displacement, eller forskyvning
- Overtrading, eller spekulasjon
- Monetary expansion, eller pengeutvidelse
- Revulsion, eller vendepunktet
- Discredit, eller mistro, tillitsfall

AD-AS-modellen

AD-AS forsøker å forklare likevekten i en økonomi som et resultat av aggregert etterspørsel og aggregert tilbud målt etter prisnivå og produksjon. Produksjonen kan være sysselsetting, aktivitetsnivå eller BNP.

Aggregert etterspørsel (AD) vil øke med et fallende prisnivå, og er et resultat av penge- og finanspolitikk. Denne er utledet fra likevektene i IS-LM-modellen. Aggregert tilbud (AS) er en kurve som vil stige med et økt prisnivå og produksjon. Dermed er det en negativ sammenheng mellom arbeidsledighet og et økende prisnivå. På kort sikt vil kurven kun endre seg i forhold til endringer i produksjonen, da prisendringer har en forsinket effekt på grunn av den lave hyppigheten av lønnsforhandlinger og prising av innsatsfaktorer.

IS-LM-modellen

IS-kurven dannes ut ifra forventinger om rente- og produksjonsnivåer som gir likevekt i produktmarkedet, mens LM-kurven dannes ut i fra forventinger i pengemarkedet. Kombinert viser da disse kurvene hvilke nivå av produksjon og renter som danner en likevekt på kort sikt. Fra dette kan modellen så brukes til å forklare endringer som skyldes ytre sjokk på produkt- og pengemarkedet. En konsekvens (årsak for?) av at modellen brukes på kort sikt er at prisstigning ikke er inkludert.

Med disse modellene i bakhånd kan man så se konkret på Minskys fem faser:

2.2.1 Displacement

Den første fasen i Minskys teori kjennetegnes av et ytre makroøkonomisk sjokk. Ofte nevnte eksempler inkluderer krigsutbrudd, handelsboikott, råvareprissjokk og større pengepolitiske avgjørelser. Det avgjørende er at sjokket får konsekvenser for økonomien i den grad at det endrer forventet lønnsomhet i minst en sektor. Dette vil allokere midler til den delen av økonomien i form av økte investeringer og kapasitetsutvidelser for å fange opp disse nye mulighetene. Bedrifter og investorer belåner seg opp med forhåpninger om økt vekst i fremtiden, med det resultatet at man får en selvforsterkende effekt som vil være starten på en boble.

Etter IS-LM modellen vil et eksogent makroøkonomisk sjokk flytte IS-kurven utover, med påfølgende økt rente og produksjonsvekst. En høyere rente på innenlandsk valuta vil øke etterspørselen etter denne, valutaen vil appresiere. Om sentralbanken setter renten etter en fastkurspolitikk kan ikke den tillate at valutaen appresierer, og den vil gripe inn i valutamarkedet med å øke pengemengden. Dette lar seg enklest gjøre ved å kjøpe utenlandsk valuta med innenlandsk valuta. Selv om sentralbanken styrer etter en flytende kurs (inflasjonsstyring) har den en interesse av ikke å la valutaen appresiere for mye da dette svekker eksportnæringen og konkurranseutsatt sektor. LM-kurven vil skifte utover, med det resultat at renten faller og produksjonen øker. Parallelt i AD-AS-modellen vil en lavere rente øke investeringene da den aggregerte etterspørselen vil stige. Resultatet er en vekst i både produksjonen og priser.

2.2.2 Overtrading

Fase to i modellen forbindes med spekulasjon. Ettersom investeringene øker, vil den økte etterspørselen etter de aktuelle aktivaene presse prisene oppover. Fasen kjennetegnes ved optimisme og en ofte ufundert positiv forventning om fremtidig inntekt. Avviket fra langsiktige trender og fundamentale verdier blir av Minsky beskrevet som en mani eller boble. Dette er spekulasjon da investeringer i større grad blir gjort med tanke på videresalg i stedet for inntekten aktivumet gir. Historisk skjer denne spekulasjonen som oftest i aksjer og eiendom. Markedet blir mindre rasjonelt og utviklingen kan ikke opprettholdes over tid (Kindleberger, 2005:25-8).

I IS-LM-modellen er det IS-kurven som beveger seg utover. Dette gir en høyere rente og produksjon. Smitteeffekten over på AD-AS-modellen skjer ved en økt etterspørsel, noe som vil presse prisnivået ytterligere oppover, samt at produksjonen øker.

2.2.3 Monetary expansion

Effekten av et eksogent makroøkonomisk sjokk og spekulasjon gir et press på likviditeten i økonomien. I følge teorien er banker notorisk ustabile og de vil etterkomme denne etterspørselen ved å gi ut mer kreditt. Bankene er gjerne motvillige til å holde igjen da de vil tape markedsandeler til konkurrenter, samt at utlåningen på dette stadiet er profitabel. Fasen kjennetegnes også ved en liberalisering av kredittmarkedet, med en lavere terskel for å drive utlånsvirksomhet og økte lån til marginalkunder. Et annet stikkord for denne fasen er en meget lav realrente.

I IS-LM-modellen vil LM-kurven skifte ytterligere utover grunnet økt pengemengde, noe som gir en lavere rente og økt produksjon. Dette gir igjen et positivt skift til AD-kurven, med den effekten at prisnivået stiger i økonomien.

2.2.4 Revulsion

Vendepunktet i modellen kommer idet en rekke aktører i markedet innser at boblen de har investert i har en begrenset livssyklus. Avviket fra fundamentale verdier og prisnivået i økonomien er høyt nok til at disse ønsker å realisere sine verdier før det nå unngåelige fallet i spekulasjonsobjektene inntreffer. Signaleffekten av dette sprer seg fort, med det resultatet at prisene faller da tilbudet overstiger etterspørselen. Usikkerheten i markedet stiger med fallende priser, og aktører som har belånt sine investeringer får raskt problemer. Andre kjennetegn inkluderer en økning i antall konkurser, både de som normalt ville ha forekommet,

men spesielt konkurser som skyldes et marked med en lavere kredittlikviditet. Takten på nyopptak av lån bremses i det kredittinstitusjoner ser at sikkerheten bak lånene i større grad faller i verdi.

I makromodellene vil LM-kurven få et negativt skift. Rentene vil stige, og investeringer vil bli mindre attraktivt å belåne. Forplantingen til AD-AS vil bli at AD-kurven får et negativt skift og den nye likevekten i den modellen har lavere priser.

2.2.5 Discredit

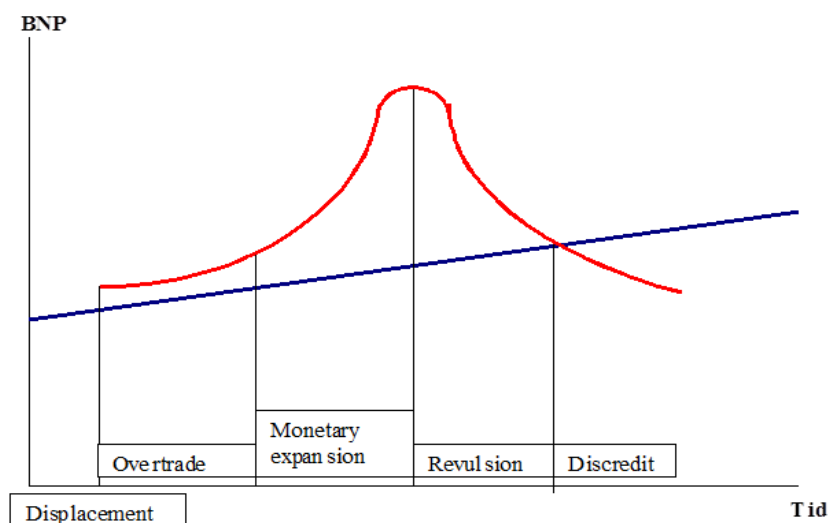
Krisen oppstår i den grad investorene i markedet får panikk. Fasen henger nøye sammen med *revulsion* i og med at på dette stadiet ønsker majoriteten å selge seg ut med påfølgende fall i prisene. Fallet bærer preg av en kollaps med en selvforsterkende spiral. Minsky peker på at krisen vil tilta i styrke helt til en av tre ting inntreffer:

- Investorer anser prisfallet som så markant at prisnivået er under fundamental verdi, og de begynner å kjøpe igjen.
- Handel stoppes ved at for eksempel børsen stenges, eller at det blir satt en nedre grense for prisfallet.
- En “lender of last resort” overbeviser markedet om at den er i stand til å tilføre nok likviditet til markedet for å møte behovet for penger, slik at prisfall som skyldes likviditetsmangel begrenses.

I IS-LM-modellen vil tilbudet bli mindre, med effekten at produksjonen faller. Renten vil også falle. Med dette følger det at AD-kurven også får et negativt skift.

Grafisk viser figur 1 boblen og trend, og dermed avvik fra en tenkt fundamental verdi eller alternativ utvikling uten et makroøkonomisk sjokk.

Figur 1. Minskys fem faser.



Kilde: Ola Grytten, forelesningsnotat 2009.

2.3 Kindlebergers kriseteori

Charles Kindleberger skrev sin teori i etterkant av Minsky, og hentet elementer fra hans teori i utarbeidelsen av sin egen. Kindlebergers modell er i mindre grad så deterministisk, og er i større grad basert på empiriske observasjoner. IS-LM og AD-AS-modellene egner seg ikke like godt til å underbygge denne modellen. Han introduserer begrepet *hegemonimakt*, som han mener er avgjørende for hvordan krisens utvikler seg. Krisen har fem ulike faser:

- Monetary expansion, eller kredittutvidelse
- Swindels, eller gråsoneaktivitet, svindling
- Kritisk fase
- Innenlandsk forplantning
- Utenlandsk forplantning

2.3.1 Monetary expansion

At en spekulativ mani starter med en økt penge- og kredittmengde i en økonomi betyr ikke nødvendigvis at en økt kredittmengde skaper en mani. En mani starter gjerne med at investorer forventer en høyere avkastning i påfølgende periode enn nåværende periode. Kindleberger omtaler mani som mangel av kontakt med virkeligheten. Han snakker om

begrenset rasjonell adferd, eller hvordan den individuelle aktøren fremstår som rasjonell, mens det aggregerte markedet beveger seg mer irrasjonelt. Dette er utspringet til blant annet flokkmentalitet og frykten for at (kortsiktige) lønnsomme investeringer blir forbigått. Fasen blir også kjennetegnet at kreditt ekspansjonen er systematisk i natur og ikke resultat av tilfeldigheter.

Det eksogene sjokket i Minskys modellen kan ifølge Kindleberger føre til en *monetary expansion*. En lav realrente og en undervurdert risikopremie kan også være bidragsytende faktorer (Kindleberger, 2005:33-8, 55-7).

2.3.2 Swindles

Sett fra situasjonen etter et krakk finner man som regel en rekke tilfeller hvor aktørene i markedet har opptrådt på kant med loven eller i det minste vært i en gråsoner. Kindleberger omtaler *swindles*-fasen som en periode med jag etter kortsiktig profitt. *Swindles* er investeringer som kan være alt fra spekulative til ulovlige. Fenomenet kommer gjerne i en høykonjunktur med god tilgang på kreditt, hvor profitten knyttet til opportunistisk adferd er størst. Korrupsjon er et ekstremtilfelle under denne fasen, uten av korrupsjon er begrenset til *swindles*. Det avdekkes i mye større omfang i det den økonomiske veksten avtar og kreditttilgangen reduseres, da de som har belånt investeringene sine mest gjerne blir eksponert tidligst.

Swindles forekommer også under i tider med usikre markedsutsikter som en reaksjon for å sikre verdier mot konkurs og å redusere informasjonen til aksjonærer (Kindleberger, 2005: 143-4, 163).

2.3.3 Kritisk fase

Kindlebergers kritiske fase overlapper en viss grad med Minskys *revulsion*, hvor investorene innser at prisene ligger nærme toppunktet. Samtidig blir kalkylene om fremtidig inntjening nedjustert. Men der hvor Minsky sin fase er deterministisk behøver ikke Kindleberger sin kritiske fase å føre til en finanskriser. Det er her hegemonimakten trer inn, og avhengig av dens potens kan den forme utfallet.

Den kritiske fasen skiller imellom finansiell uro på den ene siden, og krakk og panikk på den andre. Finansiell uro oppstår i den grad en større del av investorene endrer sine inntjeningskalkyler på et prismessig toppunkt. I den grad man innser at oppgangstidene går mot slutten kan dette føre til uro i kredittmarkedet, da investorene som har innsett dette ønsker

å begrense sine eksponeringer (lånebeløpene). Som regel skjer mye av dette ved aktivasalg. Kredittinstitusjonene ser også denne trenden, og ønsker å isolere seg fra de mest belånte kundene. I den grad investorer ser bedre muligheter i utlandet og plasserer midler der, vil det også redusere kreditten innenlandsk ved at låneinstitusjoner får mindre disponibel kapital på innskuddssiden.

Om det viser seg at markedsaktørene ikke klarer å forhindre krisen deler Kindleberger opp anløpet i *innenlandsk og utenlandsk forplantning*, samt at mye vekt blir lagt på en *hegemonimakt*.

2.3.4 Innenlandsk forplantning

Innenlandsk forplantning oppstår i det en krise i ett marked sprer seg til ett eller flere andre marked innenfor en økonomi. Historien viser at aksje- og eiendomsmarkedene er de mest sårbare for en slik smitteeffekt. Spesielt eiendomsmarkedet er drevet av kreditttilgang, og det er nærliggende å tenke seg at overskytende kontantstrømmer blir plassert i aksjemarkedet med et ønske om å diversifisere seg. En generell stor formuesøkning i økonomien på grunn av oppgangstidene har også ført til at aktørene i markedet sitter på mye overskuddskapital som har blitt plassert i aksjer og andre aktiva. Forplantningen inntreffer som regel når en stor nok andel av aktørene er eksponert mot flere aktivaklasser, hvor et av disse aktivaene opplever en priskrakk. Krakket fører til at aktørene må selge seg ned i andre aktiva for å dekke likviditetsbehovet som oppstår i aktivumet med krakk, slik at begge markeder opplever fallende priser. Konkurshyppigheten stiger i den grad aktørene blir tvunget til å selge et belånt underliggende med fallende priser. Dette kan igjen gjøre banksektoren sårbar for en krise da den gjerne begrenser kreditten for å redusere tapene, noe som gjør aktørene i markedet enda mer avhengig av å selge aktiva for å skaffe seg likviditet.

Et fall i aktivapriser og dermed husholdningers formue påvirker aggregert etterspørsel. I den grad forbruker øker og spareraten faller under oppgangstider, vil det motsatte skje med fallende priser (Kindleberger, 2005:97).

2.3.5 Utenlandsk forplantning

Kindleberger sier at de fleste kriser ikke er begrenset til ett nasjonalt marked, men har internasjonale innvirkninger. Nasjonale markeder er tett knyttet sammen internasjonalt. Noe av grunnen til dette ligger i arbitrasjeargumentet, hvor tilnærmet like varer skal koste det samme i ulike markeder, kontrollert for handelsbarrierer og transportkostnader. Volumet i

handelen mellom to markeder trenger ikke være så omfattende for å få en smitteeffekt da det er priseffekten som merkes.

Videre er aksjemarkedene også koblet sammen, da prisene på globalt handlede aksjer er tilnærmet like når man tar hensyn til valutakurser. Rentebevegelsers effekt på kortsiktige kapitalstrømmer og psykologi er med på å påvirke dette. Det er mange eksempler opp igjennom historien hvor krakk i ett aksjemarked har hatt en nesten umiddelbar smitteeffekt på andre utenlandske børser. Kindleberger påpeker at jo større prisendringen er i ett aksjemarked, jo større er korrelasjonen mot endringer i andre markeder (Kindleberger 2005:108).

Overføringsmekanismen mellom land styres hovedsakelig av arbitrasje i råvarer og aksjer, ulike former for kapitalforflytning, samarbeid mellom (sentral-) banker og psykologi. En mani trekker som regel alltid til seg utenlandsk kapital, som gjerne forsvinner ved et eventuelt krakk. Likviditetseffekten av dette kan igjen få ringvirkninger i hjemmemarkedene. Gunstige skatte- og avgiftsregler vil også tiltrekke seg kapital og være med å holde oppe en mani. Kapitalstrømmer mellom land er spesielt følsomme for finans- og pengepolitikk. Den psykologiske faktoren gjør det også enkelt å overføre usikkerhet mellom land; reagerer markedet på tegn til fundamentale ubalanser i ett land skal det lite til før man ser liknende sårbarheter i like markeder slik at man i realiteten eksporterer finansiell uro.

2.3.6 Hegemonimakt

I Kindlebergers teori er *hegemonimakten* sentral. Alene kan denne avverge eller dempe en finansiell krise. Dette er en selvoppnevnt rolle slik at den globale økonomien ikke nødvendigvis har en hegemonimakt til en hver tid. Av definisjonen kan det altså eksistere en potensiell hegemonimakt som velger ikke å utøve denne rollen.

En *hegemonimakt* oppfyller i følge Kindleberger fem ulike roller. Den skal **opprettholde markedstilgang med et sviktende marked, bidra med kontrasyklisk kreditt, opprettholde et stabilt valutasytem, koordinere langsiktig makroøkonomisk politikk, samt å fungere som utlåner i siste instans (også internasjonalt).**

Konseptet med en utlåner i siste instans, eller *Lender of last resort*, går ut på at det eksisterer en institusjon som kan tilby kapital når markedet mangler likviditet for å begrense skadeomfanget i økonomien av panikksalg av aktiva. Intensjonen er å stabilisere markedet og å dempe finansiell frykt og uro. Det opereres med to ulike klasser av en utlåner i siste instans,

en nasjonal og internasjonal. Den nasjonale er for alle praktiske formål i dag sentralbanken. I følge Kindleberger har Storbritannia historisk fungert internasjonalt til og med den første verdenskrig, mens USA holdt rollen fra den andre verdenskrig til engang på 1980-tallet. I dag har vi ingen klar nasjon for den rollen, men de største sentralbankene som handlet i kohort i 2008 med rentenedsettelse (samt nasjonale kredittpakker) forsøkte å spille den rollen. IMF og verdensbanken opererer i dette ansvarsområdet, men disse er langt fra hegemonimakter. Disse to institusjonene opptrer som førsterespons ved nasjonale gjeldskriser, og blir bemyndiggjort i den grad de får kapital fra de største medlemslandene

Utover villigheten og evnen til å opptre som en *hegemonimakt* peker Kindleberger på viktigheten av timing i valget med å gripe inn i markedet. Forsøker den å redde alle utsatte bedrifter vil en holde oppe en gruppe som normativt sett burde ha gått under. Det Schumpeter (1942) kalte kreativ ødeleggelse er nødvendig for å få bort marginale bedriften mot slutten av en konjunktursyklus. Ulempen med å interferere for sent blir på den andre siden at solvente bedrifter går konkurs på grunn av en kredittinntørking.

2.4 Forskjeller mellom teoriene

Der hvor Kindleberger konstruerte en normativ kriseteori, lagde Minsky en deterministisk krisemodell. Den store forskjellen mellom disse ligger i hva som skjer etter at boblen har sprukket. I Kindlebergers teori pekes det på *hegemonimaktrollen*, som kan styre krisens gang til en viss grad. Med deterministisk menes det at Minsky sin modell ikke finner noen annen vei rundt en finanskrisen om boblen sprekker.

En forutsetning for kriseoppbyggingen i begge modellene peker på en form for et makroøkonomisk sjokk. Kindleberger refererer til Minskys første fase, og felles for modellene betyr det at økonomien får en sterk vekst i kredittmengden. Modellene samsvarer også med at dette fører til en sterk prisvekst og/eller bobletendenser i ett eller flere aktiva. Utover dette sier både Minsky og Kindleberger at boblene vil avta og så sprekke i den grad aktørene i markedet innser at prisingen av aktivaene langt overgår fundamentale verdier. Begge fokuser på usikkerheten som sprer seg i markedet mens boblen gradvis blir synliggjort. Kindleberger kobler dette mer direkte opp i mot hendelser som avsløringer av økonomisk utroskap og en økning i antall innmeldte konkurser. Utfallet er derimot likt i begge modellene i og med at dette gjør seg utslag i en negativ boble. De samme faktorene som bidro til en overvurdering i

pris og en boble blir snudd på hodet, og det oppstår et raskt prisfall. Priset reflekterer heller ikke fundamentale verdier da prisene “overskyter” den langsiktige trenden vist i figur 1.

Minsky forsøker å tilskrive en finanskrisens livssyklus ned til fem faser, mens Kindleberger fokus ligger mer i retning av hvilke faktorer som kan hindre en finanskrise gitt en overopphetning av en økonomi.

2.5 Praktisk anvendelse av teori og modell

Minskys modell og Kindlebergers teori er henholdsvis en førstegenerasjons- og andregenerasjons- kriseteori. Ingen av dem vil nødvendigvis passe helt overens med den irske finanskrisen jeg vil anvende disse på. Begge teoriene vektlegger betydningen av makroøkonomiske sjokk, men i den virkelige verden er det mer uklart akkurat hva som konstituerer et sjokk. Det er gjerne en kombinasjon av ulike elementer som skaper en situasjon hvor en økonomi er mer utsatt for et makroøkonomisk sjokk. Kindleberger er mer åpen for ulike typer sjokk som kan føre til at økonomien kommer i en ubalanse. Kindlebergers teori kan kalles en andregenerasjons kriseteori fordi den trekker inn markedspsykologi og spekulasjon som forklaringsfaktorer forut for en finanskrise. Såkalt tredjegenerasjonsmodeller er muligens enda mer anvendbare på denne finanskrisen med sitt fokus på smitteeffekter mellom markeder. Jeg vil ikke direkte ta hensyn til en slik teori selv om det kunne vært interessant; subprime-markedet med obligasjoner boliger som sikkerhet utgjorde kun en prosent av verdien til alle internasjonale aksjer og statsobligasjoner, men var kjernen til den største finanskrisen siden depresjonen på 1930-tallet (Dwyer og Tkac, 2009).

Det faktum at jeg skal anvende to teoretiske bidrag på en situasjon gjør at jeg velger å flette sammen noen av fasene. Kindlebergers *monetary expansion* går sammen med Minskys *displacement* da begge tar for seg startfasen på en krise. *Kritisk fase* og *revulsion* er også slått sammen selv de har noe ulikt fokus, siden begge beskriver vendepunkter forut for krisen. Av ulikheter mellom Kindlebergers *innenlandsk* – og *utenlandsk forplantning* og Minskys *discredit* i denne oppgaven, vil Kindlebergers teori hovedsakelig bli anvendt på hendelsene rett etter 15. September 2008, mens Minskys teori vektlegger konsekvensene på kort sikt i større grad.

Teorier kan kun danne et rammeverk, og vil naturlig nok ikke inkludere nye elementer som er særegne for kriser som oppstår i etterkant av teoripubliseringen. Selv om finanskrisen deler en rekke elementer med tidligere kriser (som en rask kredittvekst), var særlig utbredelsen av finansinstitusjoner i USA ikke omfattet av amerikansk regulering en forsterkende faktor som forsterket likviditetstørken og tillitstapet internasjonalt. Nye innovasjoner (som subprime-lån) er ikke noe nytt i seg selv, noe man sist så i forbindelse med den amerikanske resesjonen i 2001. Da var innovasjonen knyttet til usikkerheten rundt derivativ-instrumenter og hedgefond. Oppmykning av finansregulering har vist seg å være en gjennomgående faktor forut for en rekke kriser, noe jeg syns teoriene ikke tydelig nok får frem. Selv Kindlebergers *swindles*-fase, som har et fokus på spekulativ og ofte ulovlig adferd, begrenser seg veldig til enkeltaktører uten å gå inn på det større bildet. Mye av krisen, både i USA og Irland, skyldes delvis at kravene til finansinstitusjoner ble mindre strenge. Kindleberger ser på spekulativ adferd på enkeltnivå, men jeg må utvide den til å se på oppførselen til mer institusjonelle aktører som finanstilsyn for å lage et bedre bilde av forløpet til krisen.

På overflaten, som Caballero og Krishnamurthy (2008a) skriver, kan det virke som at ingen finanskriser er helt like. Regulerende myndigheter er gode til å ta lærdom av kriser i etterkant og identifisere årsaker til hvorfor de ble forsterket. (Det klassiske) eksempelet her er den amerikanske sentralbankens frykt i 2008 for en gjentakelse av den store depresjonen på 1930-tallet, hvor krisen ble forverret av en innstrammende pengepolitikk i etterkant av et aksjekrakk: I 2008 stilte sentralbanken med store summer for å få i gang utlåningen i interbank-markedet. Innskuddsgarantier, både direkte og implisitt, er også et virkemiddel ulike sentralbanker vellykket har brukt for å forhindre at husholdninger tømmer bankinnskuddene sine, og dermed tapper bankene for likviditet i krisetider. Likevel er det er par grunnleggende temaer jeg mener kriseteoriene bør dekke som de ikke omfatter. En svakhet ved den generelle anvendelsen av disse temaene er at de er skreddersydd i etterkant av krisen.

Irrasjonell overflod er et begrep Robert Shiller (2000) skrev om og Alan Greenspan (1996) brukte i en tale for å beskrive perioder med overmot og overoptimisme i verdipapirmarkedene. Irrasjonell overflod, likesom *overtrading*, førte til overprising av aktiva som kunne gjøre seg utslag i bobler og overdreven risikotagning. Denne perioden er grundig beskrevet i begge teoriene jeg anvender, slik at jeg har valgt å prøve å følge de teori-fasene ganske strengt i min anvendelse. Den noe litterære tolkingen av teoriene her gjort seg utslag at jeg har valgt å bruke introduksjonen av euro-valutaen som krisens makroøkonomiske

(eksterne) sjokk. Dette henger sammen med et annet punkt sentralt for kriser; **Store kontantstrømmer inn i økonomien**. Reinhart og Reinhart (2008a) mener at “capital flow bonanza” inn i en økonomi betraktelig øker sjansene for en bankkrise, som igjen kan lede til en generell finanskriser. En lav styringsrente med påfølgende veldig lave realrenter i Irlands tilfelle har bidratt til en eksplosjon innen den private kredittveksten. Dette får begge teoriene godt frem, og begge to har til og med kalt hver sin fase for pengemengdevekst. Veksten er muliggjort av bankene, og setter man empirien opp i mot teorien passer spesielt Minskys *overtrading* godt inn her. Et tema teoriene ikke utdyper, men som jeg mener er viktig for denne finanskrisen er **regulatorisk uforsiktighet**. Det har vært en politisk strategisk avgjørelse i Irland å tiltrekke seg utenlandsk kapital, med en implisitt forståelse av et mykt overoppsyn fra reguleringsmyndighetens¹ side. Det gikk så langt at The New York Times i en artikkel i 2005 kalte Irland “den ville vest av europeisk finans”. Mangel på politisk vilje og regulatoriske begrensninger har sterkt bidratt til kredittveksten og eiendomsboblen i Irland, men er ikke dekket igjennom teori. Der hvor regulatorisk uforsiktighet har muliggjort eiendomsboblen, har enkeltaktørene bidratt til at eiendomsboblen har vokst frem. Opptreden kan kalles **moralsk hasard**. Mange banker tok på seg risiko utover hva de kunne takle om det makroøkonomiske bildet ble forverret. Om de bevisst spekulerte for å tjene en profitt på kort sikt, men regnet med at myndighetene ville gripe inn om bankene var på randen av kollaps, kan man kalle oppførselen moralsk hasard. Inkludert i dette punktet faller også oppførsel hvor man med full viten spekulerer i å gjøre seg til en systematisk risiko (som kan true hele det finansielle systemet) eller “too big to fail”, slik at man får en spesialbehandling fra myndighetene. Skjematisk har jeg valgt å plassere de to siste punktene inn under *swindles*, da jeg mener de er en forlengelse av Kindlebergers teori.

¹ “The Financial Regulator”, (FR) eller finanstilsynet som vi kjenner det på norsk, ble ikke opprettet før i 2003. Reguleringsoppgavene hadde tidligere hørt inn under sentralbankens domene.

2.6 Bakgrunnen for kriseteori

En grunn til at man har et fokus på kriseteorier er fordi det reelle økonomiske skadeomfanget av finanskriser kan bli veldig stort. Alle finanskriser har et forløp hvor endringen i en rekke størrelser antyder en fremtidig ubalanse om man ikke korrigerer for adferden. Kriseteori generelt forsøker å identifisere nøkkelstørrelser som man kan måle i nåtid, slik at det skal være mulig å endre kurs før man har en krisesituasjon over seg. I en dynamisk økonomi vil det være veldig vanskelig å skille ut hvilke akkumulerte handlinger som gjør en krise mer sannsynlig, og hvilke utviklinger som kun er en resultat av størrelser som kan forklares ut i fra fundamentale forhold.

Reinhart og Rogoff (2008c) omtaler mentaliteten som gjør at finanskriser stadig kommer igjen veldig godt med tittelen på sin bok "*This time is different*". I boken tar de for seg finanskriser helt tilbake til 1400-tallet og frem til i dag, hvor poenget mitt i denne omgangen er at finanskriser gjentar seg. Finanskriser oppstår i den grad økonomisk fremgang leder an til overoptimistiske antagelser om fremtiden som igjen møter realiteten lenger frem i tid. Ingen kriser er helt like, men temaet hvor man tror at alt går bra siden man ikke gjør det samme som ledet til en krise forrige gang gjør at kriser er til for å bli. Vi har kriseteori for å systematisere årsakene og kjenne de igjen, og forhåpentligvis skalere ned veksten ovenfra før interne årsaker fremprovoserer en boblesprekk. Ideelt skulle kriseteori hatt en mye mer forebyggende karakter, men dessverre viser det seg at denne type teori først øker i bruk og popularitet i etterkant av en finanskrise. Kindleberger forsøker å systematisere faktorer som kan endre utgangen på en krise gitt et kriseforløp, men vi trenger kriseteori som kan komme krisen i forkant og elegant vise at de negative konsekvensene på kort til mellomlang sikt er større og veier tyngre enn spekulativ profitt på kort sikt.

Et viktig moment i utformingen av reglene for aktører i en økonomi er at reguleringsmyndighetene unngår å gå i fellen hvor de blir presset av ledende aktører i økonomien. Dette kalles "regulatory capture" (Tirole og Laffont, 1991).

3. Metode

Jeg har hovedsakelig brukt tidsserier av kvantitative data for å underbygge argumentasjonene mine. Disse er primært presentert i form av grafer i figurer. Noen av tidsseriene er ubehandlede det vil si at de er uttrykt i nominelle størrelser for å få frem absolutt vekst. Noe av datamaterialet er korrigert for en harmonisert konsumprisindeks, som er ECBs KPI-alternativ for eurovaluta-området, for å få frem reelle størrelser. Ved ett tilfelle har forventet inflasjon blitt brukt for bedre å illustrere realrentene. En rekke gjelds- og kredittstørrelser er uttrykt i prosentandeler av brutto nasjonalprodukt for å fange opp den relevante effekten.

Analysen av eiendomsmarkedet er gjort med et datasett over private boliger fra “Department of Environment, Heritage and Local Government” (DoEHLG) (en grov tilnærming finnes i det norske kommunaldepartementet). Det inkluderer ikke næringseiendom, men disse utgjør en mindre del av det irske eiendomsmarkedet. Det næringsbyggene har hatt en prisutvikling tilsvarende videresolgte private boliger, men med en forsinkelse på omtrent 9 måneder

Price/Rent (pris/leie) ratioen for boliger har paralleller til pris/dividende ratioen man kan finne i analyse av aksjer. Pris/dividende ratioen er på sin side en påbygning av pris/inntekt ratioen, som igjen ble utformet av Gordon og Shapiro (1956). Teorien består i at prisen på et aktivum, i dette tilfellet en aksje, er summen av alle fremtidige inntekter diskontert ned til dagens verdi. Inntektene vil i dette stiliserte tilfelle være utbytte på aksjen. Modellen tar hensyn til fremtidig vekst i den underliggende økonomien. Modellen i sin helhet er ganske begrenset i sin anvendelse, men tankegangen bak er sterk. $(1-b)$ representerer andelen av bedriftens overskudd som ikke blir holdt tilbake i bedriften (dividende). “ r ” er kapitalens alternativkostnad, og “ g ” er vekstraten i økonomien. P/E brukes også som en prismultiplum hvor man grovt kan anslå bedriftens verdi om man har bedriftens inntjening og en gitt prismultiplum for en sammenlignbar bedrift.

$$(1) \quad \frac{P}{E} = \frac{1-b}{r-g}$$

En klassisk undersøkelse foretatt av Cochrane (1991) finner at mesteparten av variasjon i aksjeprisen kommer fra endringer i avkastningen. Krainer og Wei (2004) finner at denne

konklusjonen også lar seg overføre til pris/leie ratioen. De mener da videre at P/R ratioen forventes å endre seg fordi boligpriser i fremtiden forventes å endre seg, og at endringene vil være mye større en forandring i leiepriser. Leiepriser er i teorien en god indikator på alternativkostnaden siden det representerer alternativet til å kjøpe egen bolig. Som jeg kommer tilbake til i tilfellet Irland vil leiekostnadene gi et forstyrret bilde av pris/leie ratioen i den grad leiekostnadene ikke beveger seg i takt med den generelle prisutviklingen i økonomien. En metode rundt dette problemet er å la leieprisene vokse i takt med konsumprisutviklingen. Et slikt valg er i midlertid et steg i retning av “å torturere dataene” for å oppnå et mer ønsket resultat, og jeg har valgt ikke å gjøre dette siden det gir et galt bilde av den virkelige utviklingen. Jeg har brukt en leieprisindeks fra den største eiendomsformidleren i Irland, daft.ie, og korrigert for gjennomsnittlig leie for en 3-roms for å estimere leieprisene.

Jeg har brukt Taylor-regelen for å få frem hvorvidt 3-måneders tilbudt rente fra ECB var for lave ut i fra hvilken produksjons- og prisvekst Irland har hatt. Den nominelle styringsrenten bør endres i forhold til avvikene mellom ønsket og reell inflasjon og potensiell og reell BNP med et påslag for realrenten i likevekt. I mitt regnestykke blir dette operasjonalisert til 50 % (BNP-vekst minus 3 %) og 50 % (inflasjon minus 2 %) + 1 %. Alle data er hentet fra Thomson Datastream. 3 % BNP-vekst er hva man kan forvente at en økonomi stabilt kan vokse med over tid, og 2 % inflasjon er hva ECB uttalt styrer renten i mot.

$$(2) \quad i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - \bar{y}_t).$$

Her er i_t den nominelle renten fra ECB, π_t er den målte inflasjonen, π_t^* er ønsket langsiktig inflasjon, r_t^* er ønsket langsiktig realinflasjon, y_t er målt BNP-vekst og \bar{y}_t er potensiell BNP-vekst som ikke fører til et inflasjonspress i økonomien.

HP-filteret, utviklet av Hodric og Prescott, er en teknisk metode for å måle en trend i et datasett. Med teknisk menes det at filteret finner trenden kun fra en rekke observasjoner uten noen tilleggsinformasjon. Avvikene totalt, de positive og de negative, vil summeres opp til null. Store endringer mot slutten av datasettet vil også få en overvekt. De to siste problemene kan begrenses om man ikke bruker avvikene for hele settet, men utelukker de siste observasjonene eller har pålitelige estimater for fremtiden. Det er uansett mitt beste verktøy for å måle overprising og dermed fastslå tidsperioder med bobler.

$$(3) \quad \min \sum_{t=1}^T (y_t - \tau_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(\tau_{t+1} - \tau_t) - (\tau_t - \tau_{t-1})]^2.$$

Jeg har brukt et HP-verktøy som anvender formelen over. Første del av likningen forsøker å minimere den sykliske trenden i datasettet. Den andre deler forsøker å minimere variasjonen i veksten til trendkomponenten. Des høyere λ , des mer blir serien glattet ut. Jeg har derfor brukt en lambda-verdi på 100 hvor jeg har årlige observasjoner, som er ofte brukt i andre studier. Jeg brukte 1600 som lambda-verdi der hvor observasjonene er kvartalsvis i tråd med (Hodric og Prescott, 1981).

Av data over boliger har jeg hovedsakelig brukt databasen til DoEHLG. Denne har i mange tilfeller tidsserier som strekker seg 30 år tilbake, og dette dekker mine behov for oppgaven. Datasettet inkluderer ikke nærings- eiendom, men disse utgjør en mindre del av det irske eiendomsmarkedet. Det kommersielle markedet har hatt en prisutvikling tilsvarende videresolgte private boliger, men med en forsinkelse på omtrent 9 måneder. Det overnevnte datasettet har også noe informasjon om husholdningers lånestatistikk, men kun fra 2003 til 2007, slik at jeg har brukt andre kilder for en økning av tidsintervallet. Det jeg har hatt mest bruk for i deres database er indekserte boligprisene for ulike områder i Irland, som er mer detaljerte enn indeksene til boligformidlere på internett (daft.ie, myhome.ie) og som strekker seg lengre tilbake i tid. Jeg har også holdt meg til IMF's data over makroøkonomiske størrelser der hvor det har vært mulig. Daft.ie (tilsvarende finn.no) sin leieprisindeks på boliger har blitt anvendt som en beste tilnærming til P/R-forhold. DoEHLG har også noe informasjon om boliglån som jeg ikke klarer å finne andre steder, men disse dataene strekker seg ikke over så mange år. I den grad jeg har lett etter lengre tidsserier på for eksempel "loan to value ratios" har jeg kun funnet kommentarer som nevner et gjennomsnitt i ett enkelt år slik at det er vanskelig å kartlegge en trend. Irlands svar på SSB, Central Statistics Office (CSO), hadde begrensede data på tidsserier som skuet bakover og på å sammenlikne dataene med for eksempel BNP. Databasene til OECD og IMF har vært mer til hjelp, men de viser som regel ikke data med kortere intervaller enn årlig. Den irske sentralbanken (CBI) har aggregerte data på bankene, men de var gjemt dypt nede i kvartalsvise publikasjoner. Thompson Datastream har blitt brukt for å finne daglige renter på statsobligasjoner og noen inflasjons- og BNP-data på kvartalsnivå.

4. Analysedel I: Hendelsesforløpet

Dette kapitlet er relativt omfattende sett i forhold til oppgaven. I tillegg til å gi en analytisk fremstilling av viktige temaer for utredningen, vil kapitlet ha et formål med å sette finanskrisen i Irland i kontekst både fra en irsk historie og en internasjonal ramme. Jeg vil greie ut om hvordan boligmarkedet utviklet seg, og hvorfor dette var sentralt i forhold til finanskrisen. Jeg vil også vise hvordan skattesystemet incentiviserte investeringer i eiendom og hvordan myndighetene la til rette for en eiendomsboble. Jeg vil gå inn på kredittmarkedet i Irland, med en hovedvekt på hvordan dette understøttet den kraftige prisveksten innen eiendom. Jeg vil også belyse hvordan en svak regulering av finanssystemet tillot en enorm privat kredittvekst. Kapitlet vil også diskutere hvilke effekter introduksjonen av eurovalutaen og utenlandske investeringer har hatt på den irske økonomien.

4.1 Irsk bakgrunn

4.1.1 Veien frem til den Keltiske Tigeren

Irland har i tidligere århundrer blitt ansett som et land i utkanten av Europa. Landet har aldri bygd opp en tungindustri og det har ikke hatt nevneverdige eksportvarer. Landet har også helt opp til 2000-tallet lidd av en netto befolkningsemigrasjon grunnet alt fra hungersnød til dårlige høy arbeidsledighet i hjemlandet. En av fire irer var sysselsatt i jordbruket da irene sa ja til EU. I dag er det over 40 millioner amerikanere med irske aner. Irland hadde før 1960 en veldig lav vekst i BNP sammenliknet med resten av det vestlige Europa. En proteksjonistisk politikk får mye av skylden for en vekst på kun 2 prosent på 1950-tallet. Dette var medvirkende til at en av syv irer emigrerte i løpet av det tiåret (Jacobsen, 1994). Tarifflettelse og handelsliberalisering, spesielt rettet mot Storbritannia som var Irlands klart største importør, gjorde at Irland gradvis fikk den samme veksttakten som andre likende land. Problemet for Irland var at dette ikke førte til at de nærmet seg i BNP per innbygger. Offentlige utgifter ble igjennom 1970-tallet brukt for å stimulere etterspørselen i økonomien uten at dette hadde den ønskede effekten. Resultatet ble at den offentlige gjelden steg i en periode slik at renten på irske statsobligasjoner var 15 prosent høyere enn Tysklands og den offentlige andelen av BNP økte. En topp ble nådd i 1986 da den samlede gjelden var på 116 prosent av BNP (Considine og O'Leary, 1999). Skatteøkninger hadde ingen stor effekt på

inntektssiden og myndighetene trodde ikke at ytterligere økninger ville få statsbudsjettet i balanse. I første halvdel av 1980-tallet var Irlands BNP per innbygger kun to tredjedeler av Storbritannias.

4.1.1 Keltisk tiger

I 1987 startet irene sin opphenting mot et gjennomsnittlig europeisk velstandsnivå. Vekstperioden som fulgte gav den irske økonomien kallenavnet den keltiske tigreren; dette var tidsperioden hvor den irske økonomien tok igjen den britiske i BNP per innbygger og overgikk OECD-gjennomsnittet. To faktorer overgår resten i forklaringsgrad når en skal beskrive hvordan Irland ble et relativt rikt OECD-land. Den første faktoren er relatert til den europeiske union og euro-valutaen, med de fordeler og plikter Irland måtte forholde seg til. Den andre faktoren omhandler politiske grep, både skattepolitikk og satsingen på utenlandske investeringer. Den sterke vekstperioden var underbygget av oppbyggingen av en stor eksportsektor, men Irland mistet noe av sitt konkurransefortrinn da arbeidsproduktiviteten falt utover 2000-tallet. Veksten ble i stadig større grad drevet av en eiendomsboble, og perioden med den keltiske tigreren ebbet ut.

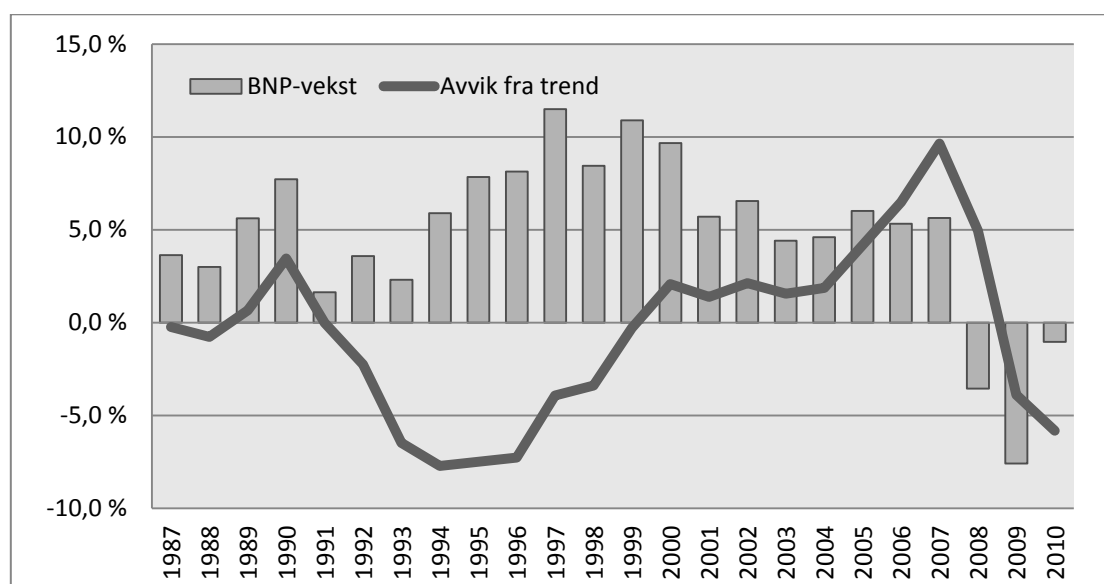
Irland ble medlem av det nåværende EU i 1973. Selv om Irland i starten nøt godt av fondsoverføringer – Barry (1999) hevder at overføringene hevet Irlands BNP med 4 prosent – var Irlands hovedgevinst at økonomien ble mer integrert med de andre medlemslandene. Irland ble med i forløperen til euro-valutaen og de ble gradvis tvunget til å få bukt med den høye inflasjonen og budsjettunderskuddene for å klargjøre for et fremtidig felles valuta. Det indre markedet i EU (fra 1992) gjorde at mange multinasjonale selskap ville etablere produksjons-avdelinger i EU for å dra nytte av ikke-eksisterende tollbarrierer. En stor fordel for Irland var oppfatningen om at landet var veldig vennligstilt imot utenlandske investeringer. Irland hadde tiltrukket seg en kritisk masse av ledende markedsaktører innenfor sine sektorer som gjorde avgjørelsen om å velge nettopp Irland enklere for andre selskap. Murphy (2000) peker også på at i motsetning til det andre engelskspråklige landet (Storbritannia) var Irland mye mer innstilt på å ta innover seg euro-valutaen.

Utenlandske investeringer er helt sentrale i forhold til å forklare Irlands “tigervekst”. Irland var på slutten av 1980-tallet i den stillingen at landet ikke hadde en stor industribase med tilhørende skatteinntekter myndighetene var avhengige av. Dermed kunne de snu ulempen til en fordel ved å sette selskapsskatten helt ned i 10 prosent; noe de gjorde primært for å

tiltrekke seg multinasjonale selskaper. 10 prosent-raten ble for drøy for EU, slik at den ble noe oppjustert, men den hadde den ønskede effekten. Amerikanske høyteknologiselskaper dominerte i løpet av 1990-tallet den irske produksjonssektoren: i 1995 sto de fem største for 53 prosent av verdistigningen innenfor den irske produksjonssektoren mens de kun sysselsatte 14 prosent. Høyteknologiselskapene bidro også til å øke produktiviteten per arbeider markant.

Produksjonsgapet vist i figur 2 (som avvik fra trend) får frem skillet i den irske økonomien, hvor økonomien vokse utover sin potensielle produksjon fra 2000. Det skal sies at tidspunktet passer godt i *etterkant*, da estimert vekst frem til 2016 er inkludert i beregningene. Et funn av databehandlingen er at produksjonen var i en opphøningsfase igjennom hele 1990-tallet. Det må understrekes at dette er en ren teknisk øvelse, slik at tidspunktet for skiftet vil bli støttet av flere andre faktorer igjennom utredningen. Den gjennomsnittlige veksten i perioden (1987-2008) var på 6 prosent, med en toppnotering i 1997 hvor realveksten var 11,5 prosent. En sammenhengende vekst over 10 år høyere enn 5 prosent er kun observert i Sør-Korea; en rekord Irland var nærme å tangere med >5 prosentsvekst i 9 av 10 år.

Figur 2. BNP-utvikling, konstante priser, HP-filtret avvik.



Kilde: IMF og egne beregninger.

4.2 Internasjonal ramme

Foranledningen til krisen i USA er forankret i to elementer. Den ene er subprime-lån og den andre er verdipapiriseringen av lånerelaterte produkter. Noe nytt med foranledningen ved

krisen var hvordan kreditt ble formidlet i USA. Fremveksten av subprime-lån samt innpakkingen av boliglån inn i store låneporteføljer gjorde kredittmarkedet uoversiktlig. Etterspørselen etter låneproduktene og profitten knyttet til disse var så stor at bankene solgte til husholdninger med stadig dårligere kredittverdighet. I og med at de store kredittratingselskapene i USA gav produktene som inneholdt subprime jevnt over gode vurderinger, ble lånepakkene ansett som relativt trygge i markedet. Låneprodukter ble i mange tilfeller gitt toppvurdering med en kalkulert lav risiko selv om avkastningen oversteg bedrifter med lik vurdering. Tidligere hadde raske boligprisfall vært isolerte tilfeller i USA, så det tilfellet at alle eiendomsmarkedene (delstater) falt i pris samtidig ble i liten grad inkludert i risikoanalysene. Dette var ikke opprettholdbart da konkursratene ville stige kraftig om eiendomsprisene falt. Da problemene med subprime-lån gikk inn over markedet i 2007, ble de internasjonale kapitalmarkedene betydelig mer nervøse. Krisen hadde sin opprinnelse i USA, men siden lånebaserte produkter var solgt til resten av verden fikk man en global finanskris.

Finanskrisens oppbygging hadde ikke vært mulig i det omfanget vi så om det ikke tidligere hadde vært tatt en rekke grep for å liberalisere finansmarkedene. Mindre reguleringer og overoppsyn fra myndighetens side ble ansett for å gjøre markedene mer effektive og produktive. Finanskrisen hadde heller ikke fått den globale dimensjonen om de amerikanske boliglåne ikke var eid globalt. Kredittørken som følge av usikkerheten som spredte seg etter aksjekrakkene verden over i september 2008 rammet deler av alle økonomiene som var avhengige av interbank-markedet for finansiering. Det ble tydeliggjort at finanssystemet hadde et grunnleggende problem da aktørene i markedet ikke klarte å verdsette store deler av boliglånsporteføljene de ulike selskapene satt på.

4.2.1 Liberaliseringen

Finansreguleringen slik den ble gradvis brutt ned i USA har røtter helt tilbake til oppryddingen etter den store depresjonen på 1930-tallet, hvor det ble dannet et regelverk som skulle forhindre fremtidige boble og krakk-episoder. Etter Glass-Steagall-styresettet ble bankvirksomhet skilt fra slik at investeringsbanker ikke kunne virke som innskuddsbanker. En god oppfølging av reguleringer sørget for at bankkollapser var sjeldne som igjen gav en veldig lav systematisk risiko i finanssystemet. Denne balansen brøt ned på 1970- og 80-tallet, hvor hensynet til et friere finansmarked gradvis ble mer vektlagt over reguleringer som begrenset overdreven risikotagning. Synet på risiko endret seg også over tid; i takt med innovasjonen i finansnæringen og banet blant annet vei for "opprett og distribuer-modellen": ved at bankene kunne selge utlåne sine videre senket det deres risiko samt at det frigjorde

kapital for ytterligere lån. Som Volcker (2008) sa så muliggjorde dette at risikoen kunne bli fordelt på en måte at de som var villige og hadde muligheten påtok seg risikoen. Da Glass-Steagall-lovgivningen til slutt ble avskaffet i 1999 skapte det to store problem med reguleringen, da finansinstitusjonene vokste seg “for store til å veltes”. Det første gikk på at den amerikanske sentralbanken mente at finansmarkedene burde i det store og hele være selvregulerte. Det andre var at finansinstitusjonene var for store og innviklede til effektivt å overvåkes. Det var ikke noe konkret liberalisering, men heller mangel på ny regulering av instrumenter som tiltok i popularitet.

4.2.2 Subprime

Den sentrale finansielle innovasjonen forut for krisen i USA er blitt kalt subprime, og refererer til kredittgiving til kunder som normalt ikke har kredittstandard nok til å skaffe et boliglån til normale lånebetingelser i banken. Denne praksisen tjente som en erstatning eller påbygging i offentlige støtteordninger til husly. Den hadde også en politisk velsignelse da Bush-administrasjonen hadde det som et uttalt mål å øke antallet av amerikanere som eide egen bolig; et mål som ble nådd da huseierandelen økte med 5 prosent på 2000-tallet før krisen inntraff. Enkelte økonomer mener at fremveksten av subprime-markedet var en markedsløsning på et sosialt problem (Connor et al., 2010:14), andre peker på politisk press (Issa, 2009:5-8), mens en annen nøyter seg med å hevde at et overdrevent fokus på huseierandeler ikke nødvendigvis er løsningen på alle problemer, og måten det var rotfestet i subprime er noe den amerikanske økonomien må slite med i dag (Shiller, 2009). Veksten i subprime-markedet ble anført av de statsstøttede låneinstitusjonene Fannie Mae og Freddy Mac (*American Dream Commitment*), som kjøpte opp store deler av subprime-lånene kommersielle banker hadde gitt. Etterspørselen fra Fannie Mae og Freddy Mac bidro også til å øke prisen på disse lånene for andre banker. I tillegg ble subprime-lån i stor stil inkludert i store låneporteføljer som inneholdt mange “sunne” lån, og som nevnt ble disse porteføljene distribuert globalt.

4.2.3 Globalisering

Reinhart og Reinharts (2008a) “capital flow bonanza” får frem en effekt av en økende globalisering. Mens kapitalstrømmer tidligere netto gikk fra industrialiserte land til utviklingsland siden avkastningen var større der, snudde denne trenden på 2000-tallet. Spesielt USA opparbeidet seg stadig større underskudd på driftsbalansen. Villige långivere med store driftsoverskudd var blant annet olje-økonomier, asiatiske land som hadde økt sin

sparing etter Asia-krisen og Kina, med et stadig voksende handelsoverskudd. Ben Bernanke (2005) snakker om et *global savings glut*, hvor verdensøkonomien stadig får økte (spare-) midler, og at disse til dels investeres i USA. Underskuddene vokste også i Storbritannia med flere². Den er i følge Bernake også en bidragsyter til at rentene internasjonalt har holdt seg lave.³ De store kapitalstrømmene ble til dels omplassert internt i USA til subprime-markedet. Reinhart og Reinhart (2008b) peker på at økonomier med finanskrise pleier å ha store underskudd på driftsbalansen i forkant av krisen.

4.3 Boligmarkedet

Markedet for næringsbygg og privatboliger er en viktig del av alle økonomier. Prisutviklingen i boliger reflekterer betalingsvilligheten til konsumenter, boligbygging sysselsetter en større del av arbeidsstokken. På det høyeste i 2007 var en av syv irer engasjert i byggesektoren, mot et gjennomsnitt for OECD på 8 prosent (CSO, 2008). Boligrelatert informasjon er derfor å anse som viktige for makroøkonomiske trender.

Den langsiktige ideelle boligmassen i Irland er et resultat av en rekke faktorer. En av disse er den **permanente inntekten** til husholdninger. Den kan brukes på et aggregert nivå, men blir upresis på detaljnivå da datasett over BNP kun inneholder BNP per capital som snitt men ikke per median. **Brukerkostnader** for boliger er en annen, som jeg har valgt å operasjonalisere som betjeningsgrad. Boliglånsutgifter er her den klart største faktoren. **Konstruksjonskostnader** er en annen faktor hvor det generelle lønnsnivået har en stor betydning. **Tilgjengelig kreditt** anser jeg som så viktig at jeg dedikerer et helt kapittel rundt **det**. **Lokale forhold** kommer jeg ikke inn på. **Den demografiske utviklingen** vil også bli beskrevet i dette kapittelet.

I Irland har både antall igangsettelser av nybygg og eiendomspriser tatt seg markant opp de siste 20-25 årene. En del av nybyggingen kan forklares med en mye større etterspørsel etter boliger på grunn av en sterk forbedring av den disponible inntekten. Det har til en viss grad ført til en selvforsterkende sirkel mellom økte boligpriser og antall igangsettelser. Alle andre

² Utviklingstrekket deles for så vidt også av Irland og Spania.

³ Lave langsiktige renter fører generelt til at investorer søker seg til alternative markedet i jakt på høyere avkastning. Dette er igjen medvirkende til å øke etterspørselen og prisene på aksjer generelt.

OECD-land hadde også siden 1990-tallet opplevd en sterk realprisvekst i boligprisene, med unntak av Tyskland og Japan. Ser man på perioden fra 1970 og frem til i dag viser det seg at resesjoner med et kraftig fall i boligprisene og kredittproblemer er noe lengre og dypere enn resesjoner som ikke har sitt utspring i eiendomsbobler (Loungani, 2008).

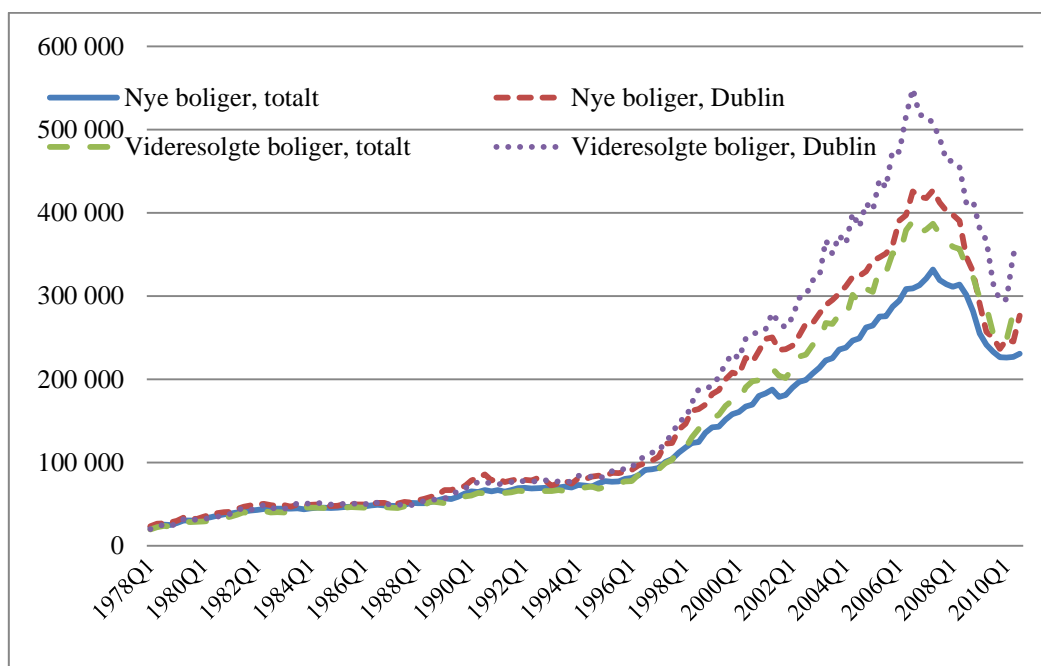
Det må trekkes et skille mellom privatboliger og næringseiendommer. Næringseiendommer omfatter alt fra bygging av kontorblokker og renovasjon av kontorlokaler til utvikling av tettsteder, men om man ser på markedet under ett har prisutviklingen skygget markedet for videresolgte privatboliger.

4.3.1 Prisutvikling

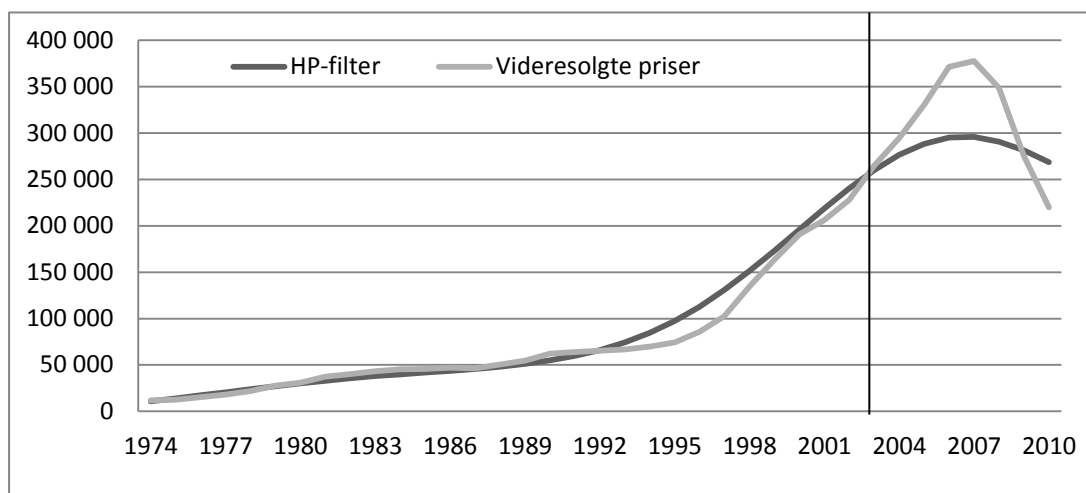
Figur 3 viser boligprisutviklingen mellom 1987 og 2009. Veksten i priser stiger markant allerede fra slutten av 1995. Tidligere hadde boligprisene økt i takt med BNP, men nå steg de raskere. Figuren viser at gjennomsnittsprisen for nye boliger i Irland steg med det firedoblede fra 1995 til 2007, hvor hovedstaden så en enda kraftigere økning. Ser man på datamaterialet viser boligprisene en relativ lik utvikling i alle de andre større byene i Irland. Datasettet skiller i gjennomsnittspriser for nye og videresolgte boliger, hvor videresolgte boliger i snitt de ti siste årene har holdt seg 16 prosent høyere. Dette kan forklares med at slike boliger er plassert mer sentralt og at områdene de ligger i er jevnt over bedre utbygd med tanke på infrastruktur som skoler og helsetjenester. Irske husholdninger var i stor grad villige til å flytte på seg, en viktig faktor for at mer rurale områder utenfor byene så en eksplosjon i nybygging. Irland fikk et pendlerbelte; i Dublins tilfellet er dette over 100 km utenfor bygrensen.

Noe av prisstigningen kan med stor sannsynlighet forklares med en generell kvalitetsøking på boligmassen. I hvilken grad dette er inkludert i prisstigningen er vanskelig å fastslå. Et nærliggende mål for å se på om prisutviklingen avviker fra sin langsiktige trend vil være å finne fundamentalverdien. Kort fortalt er fundamentalverdien nåverdien av alle fremtidige goder huseier vil få (Krainer og Wei 2004). En økonometrisk modell brukt av Rae og Van den Noord (2006) regner blant annet på fundamentalverdien, og de finner at boligpriser har oversteget denne fra 2003. Graden av avvik fra fundamentale verdier varierer mellom undersøkelser, men flere peker på samme tidspunkt. Mine egne beregninger (figur 4) peker også på året 2003 som det første året med en eiendomsboble i Irland.

Figur 3. Historisk boligprisutvikling, nominelle priser i euro.



Figur 4. Bobletest på det irske eiendomsmarkedet.



Kilde begge figurer: DoEHLG.

4.3.2 Overheng

I EU15-sammenheng var Irland langt under snittet i forhold til boligmasse per innbygger ved årtusenskiftet (2001). Fem år senere hadde total boligmasse økt til 573,6 per 1000 innbygger, men antall bebodde husstander lå på det samme nivået med 477,6 per 1000. Det er en viss

treghet i en hver befolkning når det kommer til å endre bomønster, noe det kan se ut som irske boligutviklere har ignorert.

Tabell 1. Boligmasse per 1000 innbyggere, utvalgte europeiske land. 2001.

	Total	Bebodd
Danmark	620,8	594,6
Estland	599,3	521,4
Frankrike	633,6	525,6
Irland	467,1	467,1
Nederland	417,7	417,7
Polen	453,5	421,2
Portugal	632,6	447,6
Spania	655,1	443,6
Storbritannia	574,8	550,8
Tyskland	598,5	na
Ungarn	515,1	474,9

Kilder: EUROSTAT for census og boligmasse. DoEHLG for irsk boligmasse (også 2006).

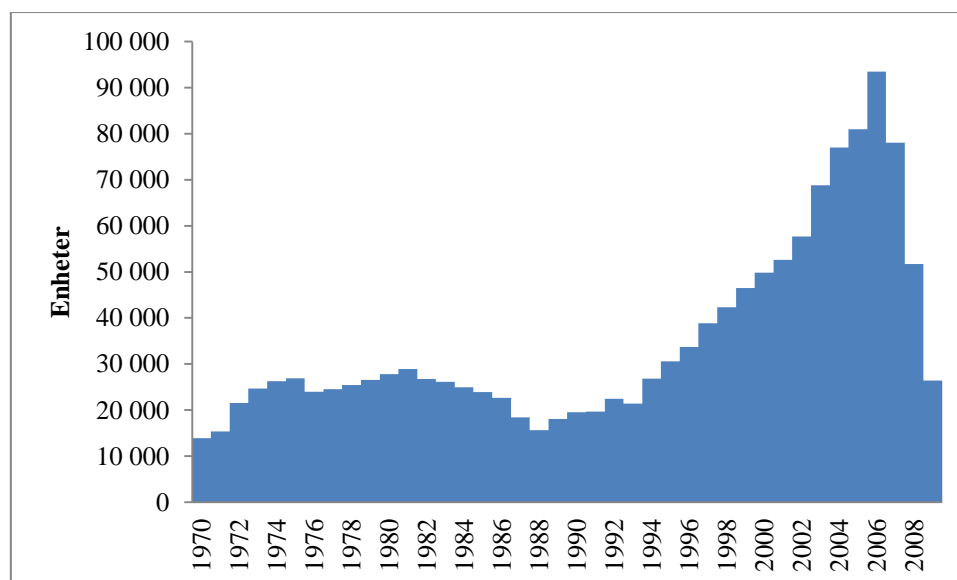
En bi-effekt av den sterke etterspørselen etter boliger var en oppmykning av byggesonereguleringene utenfor de største befolkningssentrene. Det var ikke uvanlig at tidligere folketomme områder ble bygd opp fra grunnen fordi utbyggerne forventet et fremtidig behov for dette. Det var ikke store problemer med å skaffe byggetillatelse, med de konsekvenser i dag har mange tettsteder med tomme boliger. Overheng i antall boliger, det vil si antall boliger konstruert utover normale forhold og etterspørsel, fra 2009 estimerer tall mellom 35 000 og 170 000 (ESRI, 2009). Inkludert fritidsboliger er det estimert at over 300 000 boliger står tomme i Irland (ekskludert fritidsboliger er tallet 228 000). Med et så stort overskudd av boliger i Irland fatter det liten tvil om at utbyggersektoren vil ha redusert aktivitet i den nærmeste fremtid. Nybyggingen samsvarer sterkt med prisutviklingen på boliger. I forhold til den voldsomme økningen fra midten av 1990-tallet kan det likevel ikke konkluderes med at perioden tidligere var normalen, da Irland i siste periode opplevde en sterk velstandsøkning. Der hvor det europeiske gjennomsnittet på ferdigstillinger av boliger lå på rundt 4 per 1000 innbyggere, lå Irland (og Spania) oppe på 18 per 1000 i 2007 (CSO, 2007:14).

DoEHLGs indeks over konstruksjonskostnader⁴ på private boliger i Irland viser at kostnadsveksten (med ett unntak i 2001) ligger på samme nivå som inflasjonen. Siden indeksen stiger betydelig langsommere enn boligprisveksten, kan man på bakgrunn av disse dataene delvis konkludere med at boligprisveksten ikke skyldes stigende konstruksjonskostnader. Av data ekskludert fra indeksen vet man at de nominelle rentekostnadene etter skatt var lave og at de reelle kostnadene var tilnærmet null prosent. Arbeidsinnvandring fra andre EU-land til boligbyggesektoren, som økte merkbart fra og med 2004, var med på å presse ned lønnsutviklingen i sektoren sammenliknet med andre deler av økonomien.

Tabell 2. Nasjonal boligbyggingskostnads-indeks. Endring over forrige år.

1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
3,4%	3,3%	1,4%	3,5%	3,7%	4,9%	7,6%	14,5%	
2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
6,4%	2,7%	2,8%	3,0%	3,9%	3,9%	3,8%	-1,4%	1,1%

Figur 5. Ferdigstilling av boliger i perioden 1970-2009.

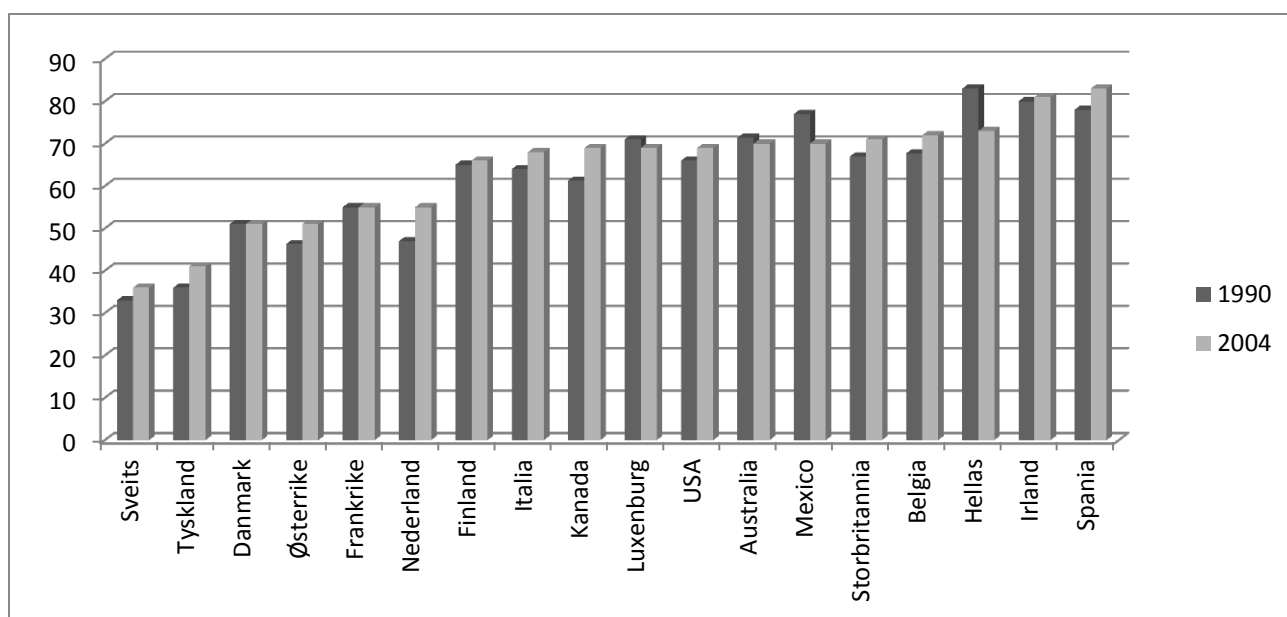


Kilde tabell 2 og figur 5: DoEHLG.

⁴ Indeksen tar kun hensyn til arbeids- og materialkostnader, (dvs. ekskludert rentekostnader, kostnader for landutvikling og profittmarginer).

Selv om prisene hadde steget voldsomt i mange andre sammenlignbare land, skilte den irske befolkningen seg ut på flere fronter. De hadde de 10 siste årene hatt den helt klart største veksten blant OECD-land i disponibel inntekt med 5 prosent i årlig. Irene hadde også den største befolkningsøkningen i samme periode, samt den høyeste andelen av unge mennesker (25-34) som var aktuelle førstegangskjøpere. En annen demografisk utvikling var en markant økning i skillsmisseraten fra og med 1990-tallet, samt at antall beboere per husstand falt noe. Andelen av boligeiere i Irland har også i europeisk sammenheng vært stabilt høy på over 80 prosent. Leiemarkedet i Irland er lite utviklet, og mye av grunnen kan være en sterk irsk kultur hvor det å eie er ansett som tryggere enn å leie. Irland har en av de høyeste selveierandelene i forhold til totale privatboliger i Europa, som figur 6 viser. Tendensen med ønsket om å eie egen bolig fortsatte inn i eiendomsbobleoppbyggingen.

Figur 6. Andel huseiere i utvalgte OECD-land.



Kilde: OECD og Luxembourg Income Study.

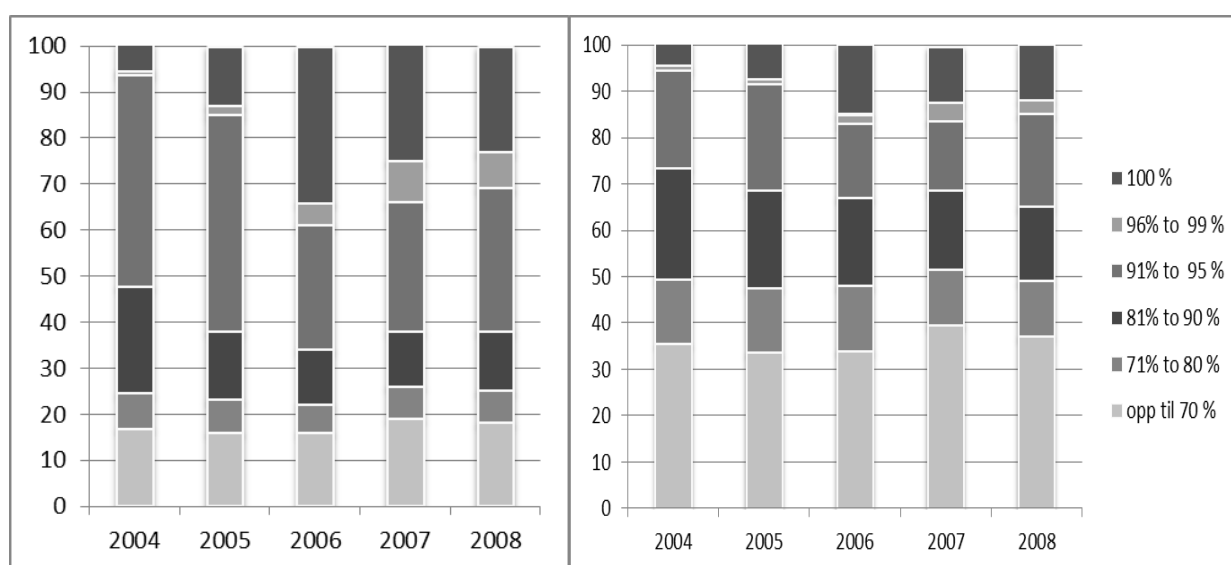
4.3.3 Indikatorer for bobletendenser

Loan to value-ratios (boliglånets størrelse i forhold til verdien på boligen)(LTDs) og lånets løpetid er to utvalgte indikatorer som gir informasjon på hvor lett det er å få kreditt, og indirekte forteller om boliglånets størrelse. Det er en sammenheng i datasettet mellom økte LTD-forhold og økt lenge på lånet.

Figur 7 viser kun et begrenset antall år, men illustrerer to viktige poeng samtidig som den ikke får frem et annet viktig poeng. Halvparten av alle nye boliglån ble tatt opp med mindre enn 20 prosent egenkapital, men det er også snittet for andre EU-land (Doyle, 2009:84). Doyle finner

at den gjennomsnittlige LTD-ratioen for Irland i 2000 lå på 90 prosent, samt at ratioen hadde steget i med omtrent 10 prosent på 1990-tallet. 35 prosent av alle boliglån ble etablert uten egenkapital da markedet var på sitt høyeste i 2006. Dataene viser også at førstegangskjøperne låntagere sto for mellom 34 og 36 prosent av alle lånopptak mellom 2004-2008. Figur 7 viser også at nærmere 7 av 10 lånte mer enn 80 prosent av kjøpesummen. Et viktig resultat av lånegraden, utover hvor eksponert førstegangskjøperne var, går på hva den egenkapitalen som burde gått til boligkjøpet ble brukt på. Brutto sparerate i forhold til disponibel inntekt gikk for husholdninger i perioden 2004-2007 ned fra 11 til 6 prosent (Eurostat, 2008).

Figur 7. Loan to value-forhold 2004-2008. VS: nye låntagere. HS: alle låntagere.



Kilde: DoEHLG.

Boliger blir åpenbart brukt som panteobjekter. Dette skaper et problem der hvor man har en lav egenandel på boligen da selv et begrenset prisfall vil gjøre boliglånet større enn verdien på boligen. I Irland som i Norge er det ingen muligheter for å foreta en “walk out”⁵ som i USA, slik at husholdningene er i overhengende fare for å betjene lån som er større enn underliggende boligverdier. Sosiale normer gjør midlertid at det å slå seg selv personlig konkurs blir ansett som “skamfullt”. Men i forhold til konteksten rundt kredittboblen, og ikke minst omfanget av husstander i samme situasjon, kan dette fort endre seg. Utover dette ble boliger også brukt som sikkerhet for forbrukslån; det var i Irland veldig enkelt å frigjøre kapital som var bundet opp i boligen.

⁵ Boligån henger i USA på selve boligen og ikke personen som opptar det.

Fra slutten av 1990-tallet bevegde andelen av husholdninger som tok opp lån med flytende rente seg fra en lik fordeling til en overvekt blant flytende lån. I 2002 opprettet irene lån til flytende rente i 85 prosent av tilfellene (OECD, 2005). Med lave renter på 2000-tallet gav dette en ekstra etterspørsel etter kreditt, da lånerenten er det mest synlige aspektet og dermed den viktigste beslutningsfaktoren ved låneopptak for irske husholdninger (O'Donnell og Keeney, 2009). Der hvor lånerenten var fast, var den i de fleste tilfeller kun bundet i 1-3 år. I den grad husholdningene tar opp lån over evne med logikken at stigende priser vil kompensere dem senere, har vi en boble (Case og Shiller, 2003).

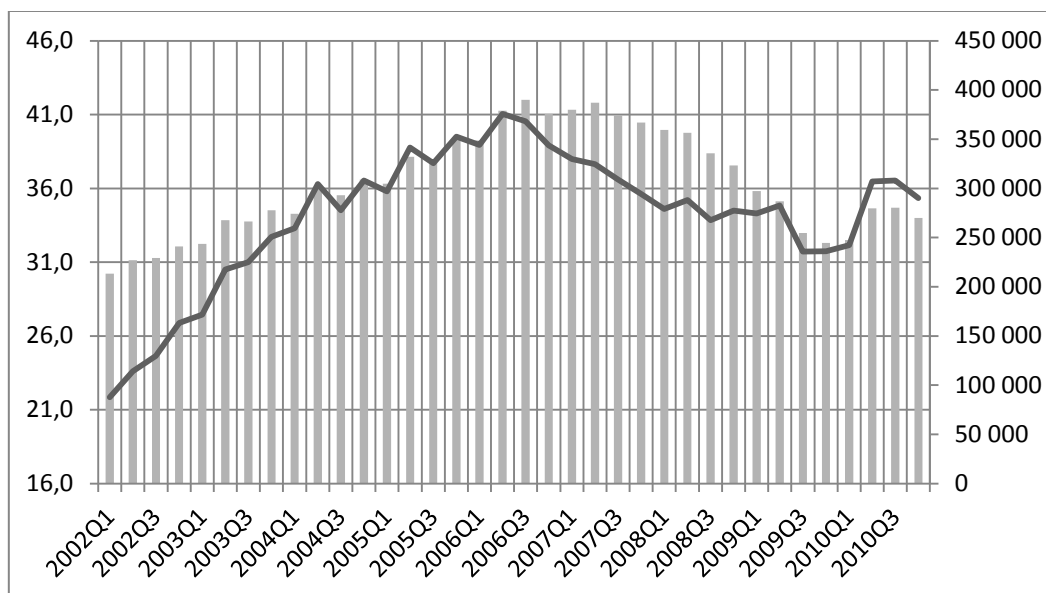
Pris/inntekt og pris/leie-ratioer kan påpeke over- og underprising av boligmarkedet i den grad de avviker fra en langsiktig trend. I alle tidligere tilfeller i historien har en P/I-ratio som stiger med over 50 prosent ledet til et krakk i boligprisene kort tid i etterkant (André, 2010:11). P/I måler boligpriser i forhold til disponibel inntekt slik at en økning gjør det privatøkonomisk vanskeligere for husholdninger for å kjøpe boliger. I Irlands tilfelle skulle det ta fire år fra det nivået ble brutt til prisene raste. P/I ser på per capita disponibel inntekt, noe som i mange tilfeller vil være en svakhet da gjennomsnittet av befolkningen ofte ikke er representativt for snittet av boligkjøpere. André (2010) mener at dette (samt at leiemarkeder ofte er mer regulerte) kan forsvare noe av økningen over tid til begge ratioer. I den grad P/R-ratioen stiger mye er det på den ene siden en sterk indikator at prisene er overvurdert, men på den andre siden endrer det ikke folks handlingsmønster. Leieprisene falt med 2 prosent mellom 2001 og 2006 samtidig som boligprisene steg med 50 prosent. For å se på utviklingen i P/R-ratioen i absolute tall i stedet for relativt til en indeks var P/R-ratioen i 2006 på 40. For å sammenlikne dette med Norge lå den samme ratioen på omtrent 25 på sitt høyeste. Om utviklingen i Irland hadde fortsatt i samme takt som på starten av 2000-tallet, ville ratioen i 2009 ligget nærmere 100.

En svakhet med P/R-ratioen er at den sjelden er stabil over tid, da den rykker mye med sterk prisstigning, hvor den igjen faller i der hvor leieprisene korrigerer for prisstigningen. Hverken P/R eller P/I tar hensyn til at husholdninger lånefinansierer boliger, med det resultat at rentekostnader ikke inkluderes. Det er en svakhet i ratioene når man ser på utviklingen over tid da man må trekke inn eksogeniteter for å forklare noe av endringen.

Av utviklingen i Pris/leie vist figur 8 øker P/R hyppigere enn selve boligprisene, noe som kan forklares med at utleieprisene ikke endret seg merkbart i perioden. Retningen i P/R-veksten har også blitt skygget av boligprisene, ut av man kan trekke konklusjoner fra dette. Av figur 7

kan vi også observere at leieprisene var fallende de to første årene, for så å holde seg statisk i to år og så begynne å stige noe ettersom boligprisene begynte å falle.

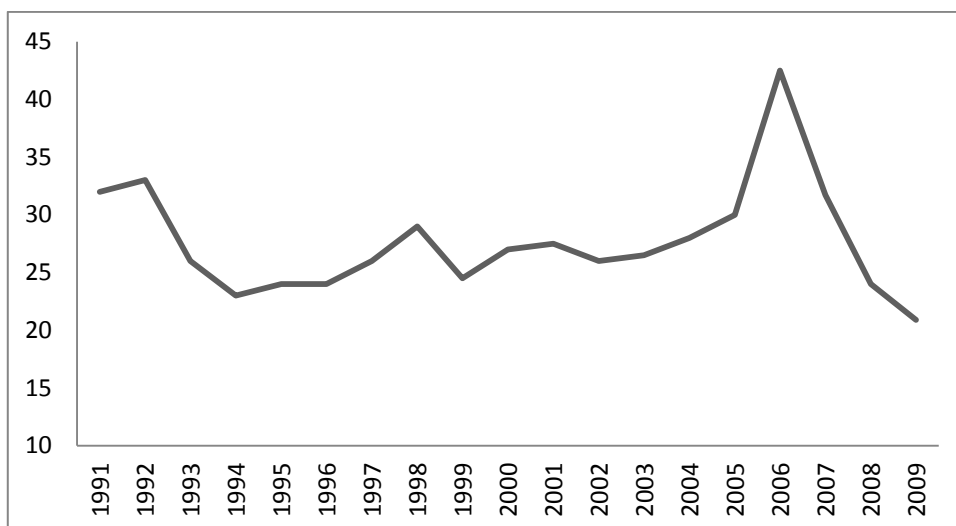
Figur 8. Pris/leie, VS og linje. Boligpriser, HS og stolper.



Kilde: DoEHLG og daft.ie.

Pris/inntekt ratioen måler i praksis det samme som betjeningsgraden [affordability ratio], eller hvor stor andel av disponibel inntekt som i snitt blir brukt til boligrelaterte utgifter. Ratioen er ikke like anvendelig for å måle bobler, men er mer nyttig med tanke på husholdningenes kontantstrømmer til forbruk og sparing. Stabiliteten til betjeningsgraden opp frem mot toppunktet i 2006 kan være med å forklare hvorfor boligprisene kunne stige slik tilfellet var.

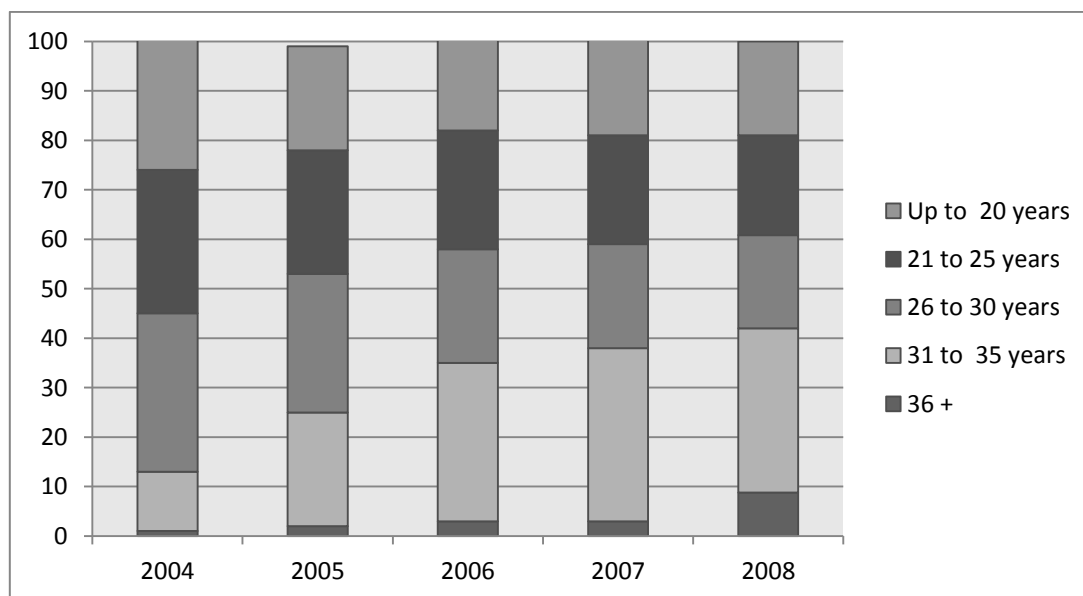
Figur 9. Betjeningsgrad.



Kilde: CBFSAI.

Forholdstallet i figur 9 viser en merkbar forbedring etter boligkrakket, hvor betjeningsgraden på landsbasis i 2009 var på 20,9 prosent. Økningen i disponibel inntekt og statlig støtte til låntagere samt en fallende styringsrente er årsaker til den bedre posisjonen (DoEHLG, 2009). En annen konsekvens av at betjeningsgraden ikke falt i en periode hvor realinntektene økte var nettopp at betjeningsgraden ikke falt: Den økte boligkostnaden gjorde at antall hoder per husstand ikke økte i en periode hvor levestandarden målt i realinntekt økte dramatisk.

Figur 10. Sammensetning av boliglån på lånelengde. Alle lån og hele landet.



Kilde: DoEHLG.

En annen omstendighet for at irske husholdninger kunne øke kredittbelastningen var at løpetiden på utlån generelt økte (figur 10) slik at betalingsbyrden på kort sikt ble lavere. Særlig var tendensen sterk på nye lån, men også økende i den grad husholdninger reforhandlet eldre lån når de tok opp nye. Fra bankens side vil en reforhandling generelt være å foretrekke fremfor at banken overtar boligen; selv om dette senker kredittrisikoen på kort sikt senker den også kontantstrømmene.

4.3.4 Oppsummering

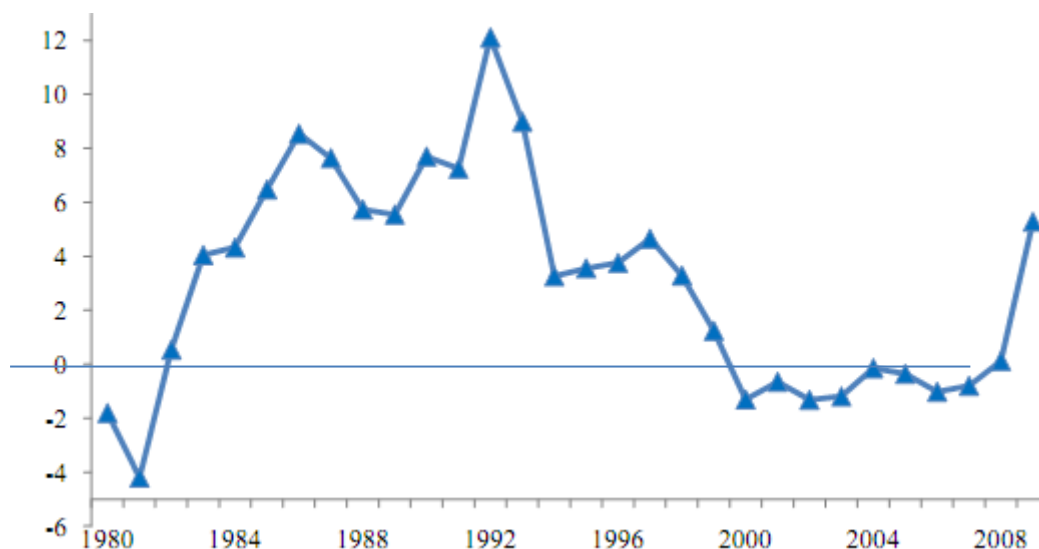
Delkapittelet tar for seg en voldsom prisvekst på eiendom, og jeg viser til andres forskning og egne undersøkelser som bekrefter en boble i eiendomsmarkedet fra 2003. Jeg går inn i flesteparten av faktorene som forklarer en ideell mengde boligmasse uten å komme med et definitivt svar på dette. Jeg peker på overkapasiteten i private boliger i etterkant av priskrakket i eiendom. Jeg forklarer at mye av betalingsvilligheten for eiendom skyldes

endrede lånebetingelser fra bankene, som har hjulpet til med å holde de reelle kostnadene knyttet til bolig kunstig lave.

4.4 Kredittmarkedet

Det kan være hensiktsmessig for forståelsen å dele opp utviklingen i kredittmarkedet i Irland i to perioder; før og etter år 2000. Denne oppdelingen samsvarer ikke helt med perioden som ansees som den keltiske tigreren (1990-2007), men peker på den underliggende veksten som har økt kredittmengden. I tidsrommet mot år 2000 var endringen i det irske BNP-nivået preget av en sterk eksportvekst, underbygget av en langvarig depresiering av valutaen. Figur 11 viser at realrenten holdt seg mye høyere før årtusenskiftet, noe som kan ha hatt en dempende effekt på boligmarkedet og byggeaktiviteten. Etter år 2000 endret mønsteret seg da realrenten falt kraftig. Dette økte etterspørselen etter kreditt og boliger, og dermed også byggeaktiviteten.

Figur 11. Realrenter 1983-2007, kvantalsvise tall redusert med forventet inflasjon.



Kilde: ECB og EUROSTAT.

4.4.1 Innovasjon i kredittmarkedet

På 1980-tallet så boligutlånsmarkedet helt annerledes ut. Egne boligsparebanker og ikke forretningsbanker sto for mesteparten av boligrelaterte lån til husholdningene (Honohan, 2009:5). Sluttet av 1980-tallet and 1990-tallet opplevde en periode med betydelig finansiell

oppmykning and liberalisering i det irske markedet. En milepæl var slutten på de formelle utlånskravene bankene hadde til det private markedet. I 1985 ble det introdusert nye renteordninger for bankene. To store oppmykninger av valutavekslings-begrensninger i 1988 og 1992 gjorde det mye lettere å tiltrekke seg utenlandsk kapital. Disse inkluderte administrative krav på kapitaloverføringer, kontroll over kapitalbevegelser og begrensninger på utenlandske kapitalkontoer.⁶ Likviditetsratioen eller kapitalbufferet bankene var nødt til å holde, ble redusert fra 8 til 2 prosent mellom 1991 og 1999 slik at det irske markedet overholdt føringer fra euro-systemet (Fitzpatrick og McQuinn, 2007). Resultatet var at irske banker sto mye friere i forhold til hvem og mengden kreditt de kunne tilby og det økte potensialet for kapitalplasseringer i det irske banksystemet.

4.4.2 Oppbyggingen av kredittboblen

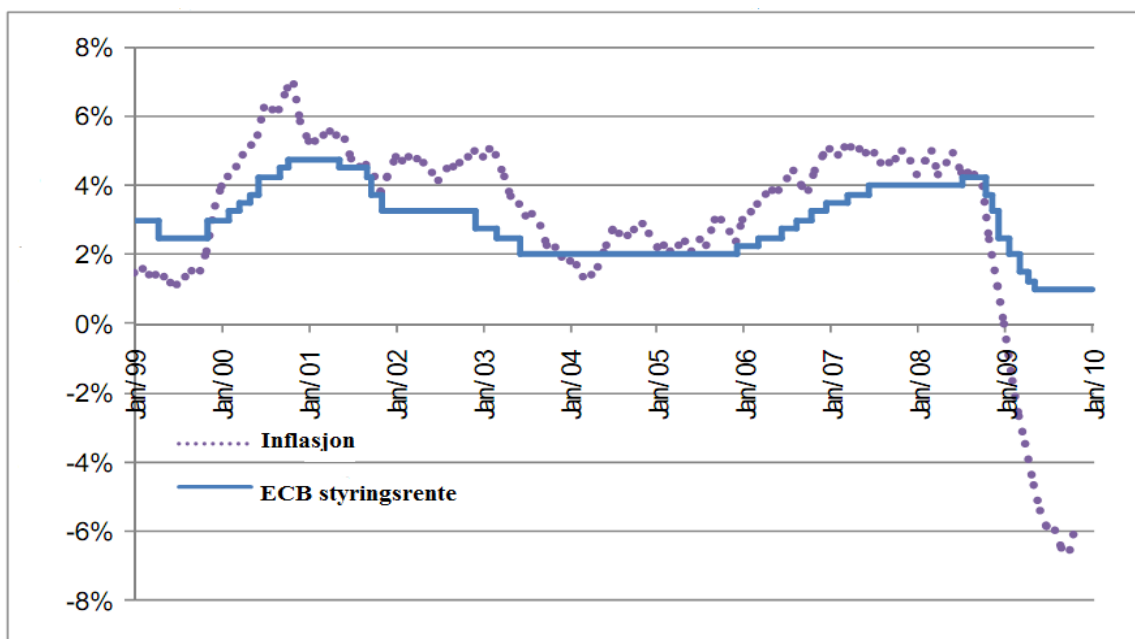
Den realøkonomiske irske veksten fra omtrent 1987 dannet grunnlaget for en sterkere boliggetterspørsel da immigrasjon og velstandsøkning gav en følelse av større økonomisk trygghet. Men det var introduksjonen av euro-valutaen i 1999, da realrentene falt kraftig, som var uheldig for eiendomsmarkedet siden det allerede var inne i en periode med voldsom prisvekst. De store irske bankene hadde ikke vært særlig delaktige i finansieringen av den eksportledede veksten opp imot år 2000. Det skjer et skifte i fokuset til utlånsporteføljene, hvor boligrelatert kredittgiving steg fra 40 prosent i 2002 til 60 prosent i 2006 (Honohan, 2006). Dette henger sammen med at den europeiske sentralbanken fjernet retningslinjene på sektorallokeringen av kreditt. Dette ble spesielt relevant for de irske bankene, da ECB tidligere hadde favorisert utlån til såkalte produktive (forretnings-) sektorer, og prøvd å begrense kreditttilbudet til eiendomsmarkedet siden det ikke var ansett som like produktivt (Kelly et al., 2011).

4.4.3 Inflasjon

Den ledende indikatoren for fastsettelse av styringsrenten for ECB er inflasjonen i euroområdet. ECB har som rettesnor at inflasjonen ikke skal overstige 2 prosent over tid. Jensen og Aastrup (2010) finner imidlertid ut gjennom en empirisk undersøkelse at ECB ikke har styrt etter inflasjonen, men etter økonomisk aktivitet i eurosonen. ECB har på sin side greid å holde prisnivået stabilt – kanskje deres viktigste oppgave. Relatert til Irland har dette vært medvirkende til at de nominelle rentene vist i figur 12 og dermed realrenten muligens har blitt holdt kunstige lav.

⁶ Den irske riksrevisjonen.

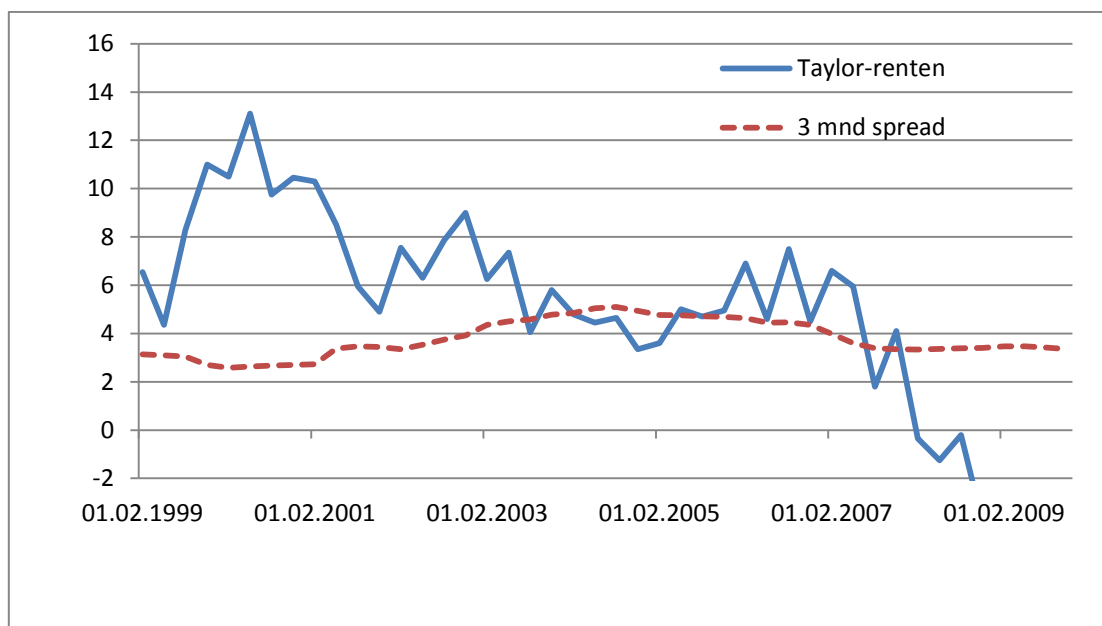
Figur 12. ECB styringsrente og irsk inflasjon 1999-2010.



Kilder: CSO og ECB.

Konsumprisene i Irland, som et mål på prisstigningen og inflasjonen i økonomien, fanger ikke opp boligprisutviklingen. Den reelle KPI-veksten burde ha vært betraktelige høyere for å inkludere de faktiske forholdene i økonomien. Utover dette er KPI-veksten i Irland høyere enn i euro-området, noe som trekker i retning av den europeiske styringsrenten burde vært høyere for å bremse kredittveksten i Irland. Det har helt klart vært en uheldig virkning for Irland at styringsrentene har blitt bestemt i Brussel. For det amerikanske markedet har Taylor (2008) argumentert for at den lave renten var en sterk forklaringsfaktor for kredittveksten der. Ved å bruke Taylor-regelen kan man kalkulere hva ECB-renten måtte ha vært for å holde inflasjonen i Irland på euro-landenes langsiktige mål på 2 prosent. Som vist i figur 13 måtte ECBs 3 måneders utlånsrente ha ligget gjennomsnittlig 2,4 prosentpoeng høyere for at inflasjonen etter Taylors regel (1993) skulle ha ligget på 2 prosent. Sammenlignet med ECBs styringsrente blir renteforskjellen enda større.

Figur 13. Kalkulert Taylor-rente for Irland sammenlignet med ECB 3 mnd spread.



Kilder: Egne kalkuleringer og ECB.

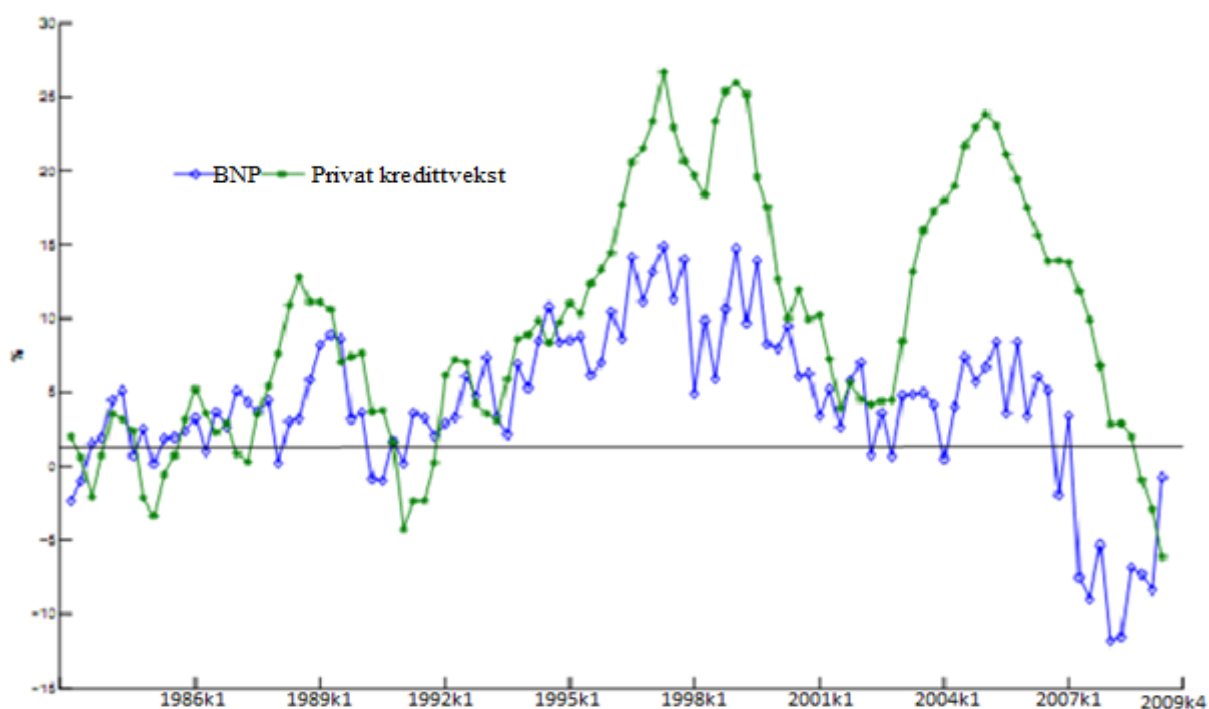
Det kan sies at graden av kraftig vekst i kreditt eller lånevolum ofte kommer forut for en finanskriser. Dette var også tilfellet for Irland. Kaminsky og Reinhart (1999) finner at dette var tilfellet for krisene i Sørøst-Asia og Latin-Amerika på 1990-tallet. Sammenhengen mellom en sterk kredittvekst og antall låntakere som misligholder lånene sine er også positiv (Marques, 2006) men dette er ikke nødvendigvis noe de irske bankene har tatt nok hensyn til. Noe av dette kan nok tilskrives en flokkmentalitet i et miljø med stigende grad av konkurranse mellom bankene. Rajan (1994) finner på en mer generell basis ut at feilvurderinger gjort relatert til kreditt ikke blir like hardt straffet i aksjemarkedet om de er felles for hele industrien.

4.4.4 Kredittgap

Et kredittgap måles ut ifra data om husholdnings- og bedriftskreditt (kreditt i privat sektor (PSC)) og BNP. Veksten illustreres i figur 14. I den grad veksten i forholdet mellom disse størrelsene avviker fra en teknisk langsiktig trend (målt igjennom et HP-filter) har vi et kredittgap. Skal en også ta hensyn til strukturelle endringer i økonomien og et stadig mer sofistikert finansmarked, kan det bli vanskelig å finne en trend rundt normaltilstanden av forholdet mellom PSC- og BNP-vekst. Kredittgapet viser seg å øke markant i perioden mellom 1997 og 2001 samt 2003 til 2007. Økningen i den siste perioden skyldes i stor grad at de irske bankene fikk tilgang på ytterligere kreditt i det internasjonale markedet.

Oppmykningen av kredittmarkedet hadde i den første perioden da fått nok år til å komme i full effekt. Det kan også nevnes at kreditttilgangen i tidligere år hadde blitt holdt lavere enn en likevekt på grunn av reguleringer og andre begrensninger. Forholdet mellom kredittvekst og BNP vist i figur 14 viser enda tydeligere tidspunktet for når kredittgapet startet å øke voldsomt i Irland. Det samsvarer med introduksjonen av euro-valutaen. En indikator for finansiell liberalisering er forholdet mellom innenlandsk kreditt og nominell BNP (Kaminsky og Reinhart 1999:480).

Figur 14. Kvartalsvis annualisert vekst i BNP og husholdnings- og bedriftskreditt.



Kilde: CBI, teknisk forskningspapir No. 1/11.

Kredittgapet kan brukes til å signalisere potensiell ustabilitet i banksektoren. Borio og Lowe (2002) finner at signaleffekten kredittgapet gir er den samme som produksjonsgapet, slik at kun en av disse behøves for å måle sannsynligheten for en fremtidig bankkrise. Selv om kredittgapet er en god indikator da den måler det akkumulerte avviket, blir man ikke kvitt problemet med at den er bakoverskuende. Men når avviker er stort nok får den allikevel en relativ sterk prediksjonskraft. Empirisk forskning har påpekt at et kredittgap på over 4 prosent medfører en 80 prosents sannsynlighet for en bankkrise i nær fremtid (Gjedrem, 2003).

4.4.5 Finansieringsgap

De irske bankene endret sammensetningen av kapitalkildene bak utlån betraktelig på 2000-tallet. Historisk har kundeinnskudd stått for hoveddelen av kreditt som bankene igjen har lånt ut. Tabell 3 viser utviklingen for andelen av utlån de siste 11 årene som den irske sentralbanken mener kan knyttes til boliglån. Som nevnt innledningsvis varierer boliglånsandelen av utlån fra 40 til over 60 prosent i tabellens intervall. Kundeinnskuddene vokste i samme periode årlig (1999-2007) med 15 prosent⁷, slik at de irske bankene aggregert bygde seg opp et voldsomt finansieringsgap. Residualfinansieringen bankene brukte var primært opplåning fra andre finansinstitusjoner og ut utstedelse av verdipapirer. Fra 1999 frem til utlånstoppen i 2007 økte bankene andelen av denne finansieringsformen fra 30 til 53 prosent. Igjen, dette ble muliggjort gjennom et stadig mer liberalisert internasjonalt pengemarked. Det faktum at bankene gjorde seg mer avhengig av interbank-midler utsatte også bankene for risiko knyttet til volatiliteten i samme marked. De bankene i Irland muliggjorde dermed de økte låneporteføljene sine ved å tilby utlån med lang durasjon som de i ett av to tilfeller finansierte med korte posisjoner de ofte måtte rullere. Aggregert stilte de irske bankene seg i en posisjon som gjorde de svært sårbare om differansen mellom interbank-renten og styringsrenten økte som følge av et sjokk. Bankene var også helt avhengige av at en stor andel av utlånsporteføljen var på variabel rente, slik at de kunne korrigere utlånsrentene på kort varsel om innlånsrentene økte.

Tabell 3. Kundeinnskutt kapital som andel av utlån.

1999	2000	2001	2002	2003	2004
51 %	50 %	50 %	47 %	44 %	37 %
2005	2006	2007	2008	2009	
32 %	32 %	28 %	24 %	23 %	

Kilde: CBI

Lån til innskudd (LTD) måler indirekte det samme som finansieringsgapet da det baserer seg på de samme innsatsfaktorene, så jeg velger ikke å se på disse størrelsene da utviklingstrekkene er like.

Irske husholdningers evne til å betjene boliglån ble forenklet gjennom at de irske bankene jevnt over økte spekteret av ulike låntyper på 2000-tallet.⁸ Det mest interessante funnet er data

⁷ Tabelldata og tall hentet fra CBFSAI "monthly statistics", tabell c7

⁸ Ulike låneprodukter med variabel rente økte med 77% mellom 97 og 06, mens det i 09 var tilbake på 97-nivå.

over nyopprettede boliglån (tabell 4). Ettersom gjennomsnittsstørrelsen på boliglånene øker, valgte stadig flere husholdninger kun å betale renter i en begrenset periode etter lånopptaket. Som vist i kapittelet om eiendomsboblen var husholdningens andel av disponibel inntekt som ble brukt på boligutgifter relativt stabil på 2000-tallet før finanskrisen. En økende andel som ikke betaler avdrag i en tidsperiode hvor realrentene er svært lave kan være med på å skjule den faktiske gjeldsbelastningen for husholdningene.

Tabell 4. Andel nye boliglån uten avdragsbetaling.

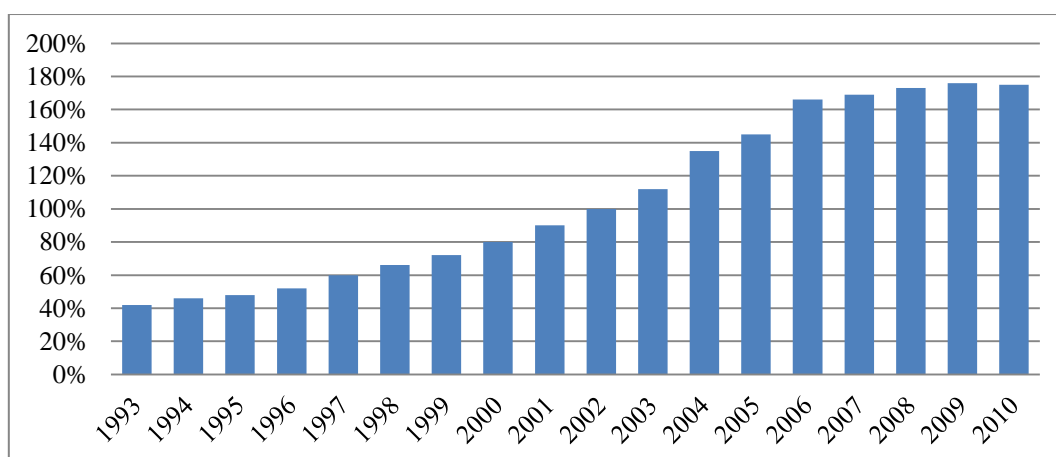
1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
10 %	9 %	6 %	4 %	3 %	4 %	3 %
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
2 %	3 %	4 %	7 %	10 %	12 %	15 %

Kilde: CBI.

4.4.6 Bankenes utlåning

Data for kredittveksten til husholdninger (Figur 15) viser en mer gradvis utvikling når man kontrollerer for disponibel inntekt; den aggregerte størrelsen steg i hele tidsperioden mellom 1993 og 2009. Grunnen til at størrelsen ikke faller mer markant i de to siste årene etter at krisen var overført til realøkonomien i Irland, knytter seg til de store nedskrivningene irske banker foretok da husholdningene i økende grad misligholdt boliglån. Størrelsen steg mellom 1995 og 2008 med 276 prosent mens BNP i realpriser steg med 105 prosent.

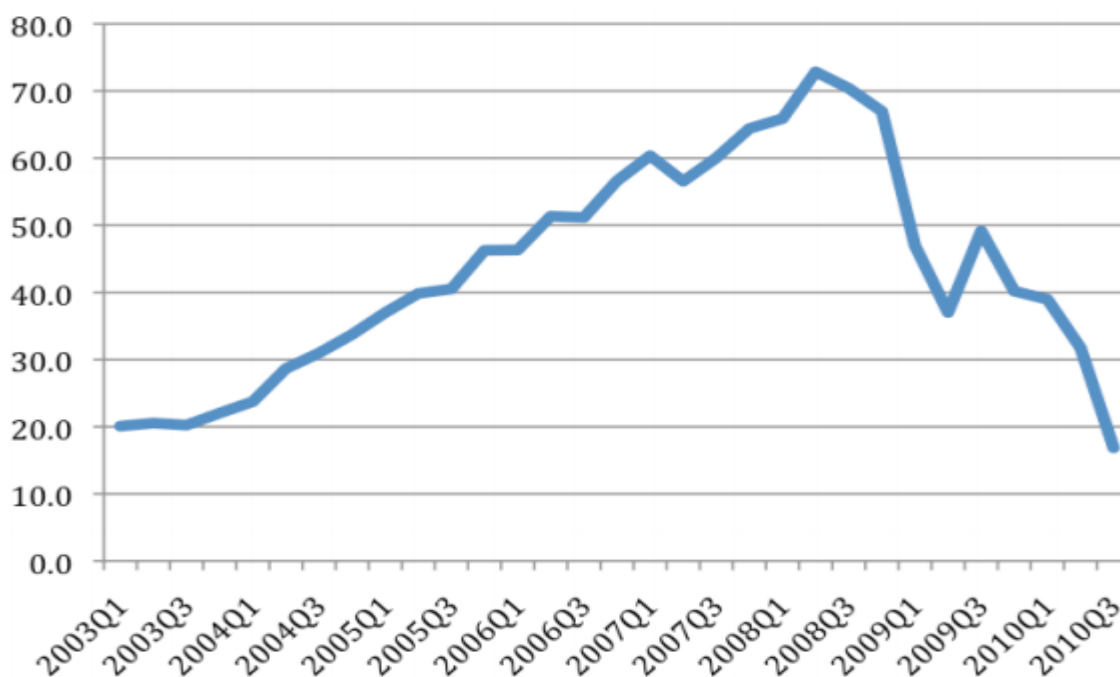
Figur 15. Husholdningers gjeld over disponibel inntekt.



Kilde: CBI.

Forholdet mellom bankers utlån til den ikke-finansielle sektoren og BNP vokste ganske stabilt for de 12 største OECD-landene (ekskludert USA), hvor det stabiliserte seg på omtrent et en til en-forhold i 2004 (Schularick og Taylor, 2009). Den irske veksten overgikk disse landene, og hadde i 2008 dobbelt så mye privat gjeld i forhold til BNP sammenlignet med de 12 OECD-landene. Inkluderer man utlån til den finansielle sektoren og verdipapiriserte boliglån sto de irske bankene med bokførte utlån på 270 prosent av BNP. Effekten av en fallende BNP fra og med 2009 øker de totale utlånene til over 3 ganger BNP. Kreditt ekspansjonen i realtermer representerte mellom 1997 og 2008 en 700 prosents økning i verdien av boliglån og en 1100 prosents økning i kreditt gitt til eiendomsutviklere. Konsentrasjonen av utlånsgrupper var et stort problem flere av de store irske bankene ikke adresserte. Særlig Anglo-Irish og Irish Permanent hadde majoriteten av sin utlåning knyttet opp i mot eiendoms-kreditt. Et annet poeng som belyser denne spesialiseringen mot boliger var at Anglo-Irish kun hadde filialer i de seks største byene i Irland. Bankens totale risikoprofil gradvis endret ettersom utlånsporteføljen ble mindre diversifisert og således mer utsatt for kreditttap ved prisfall i eiendomsmarkedet. Tendensen var at irske banker fra og med 2002 i stadig økende grad begynte å finansiere den innenlandske kredittveksten i internasjonale kapitalmarkeder (figur 16).

Figur 16. Netto utenlandsk gjeld for irske banker som andel av BNP.



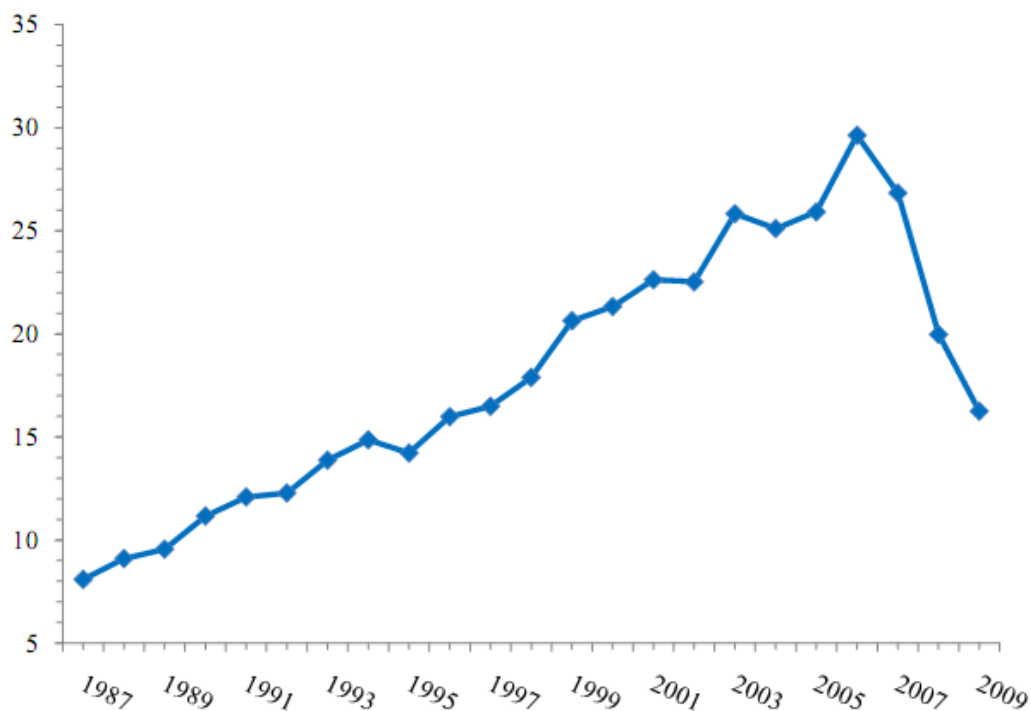
Kilde: CBFSAI.

4.4.7 Oppsummering

Meget lave realrenter har bidratt til en kredittekspløsning i Irland etter årtusenskiftet. ECBs styringsrente har i snitt vært 6 prosentpoeng for lav for at prisveksten i Irland skulle ha holdt seg på to prosent årlig. Det private gjeldsnivået økte fra under 100 prosent av BNP til 2,5-3 ganger BNP, avhengig av målemetode og sluttspunkt. Irske banker har underbygget kredittveksten i stadig større grad med utenlandsk kapital, men en konsekvens at bankinnskudd utgjorde en fallende andel av bankens balanse. Banksektoren har blitt mye mer sårbar for endringen i internasjonale renter, og risikoen knyttet til utlån har gjennomgående økt siden eiendomsrelaterte utlån vokste fra under 40 prosent til over 60 prosent av bankens totale utlåning.

4.5 Fiskalpolitikk og offentlige finanser

Figur 17. Sykliske skatter⁹ som andel av totale inntekter.



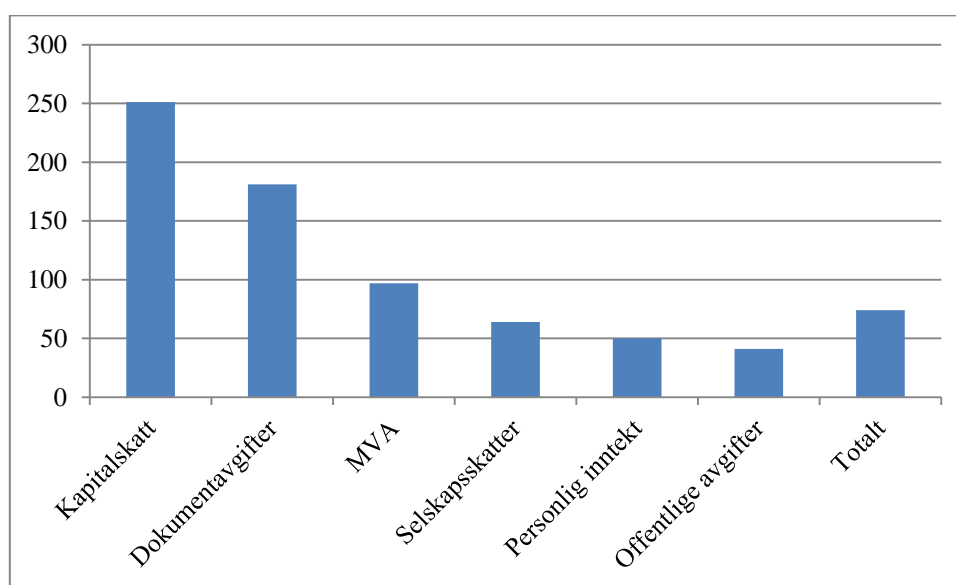
De irske statsfinansene har på overflaten blitt godt forvaltet de siste 20 årene før krisen slo inn. Vellykketheten av den fiskale disiplinen iscenesatt på slutten av 1980-tallet, og første til at det irske statsbudsjettet hadde mindre enn tre prosent i underskudd i alle årene fra 1989

⁹ Selskapskatt, dokumentavgift og skatt på kapitalinntekter.

frem til 2008. Det offentlige gjeld som andel av BNP falt også i perioden, hvor størrelsen gikk fra over 100 prosent på 1980-tallet til å ligge på 12 prosent i 2007. Jevnt over presterte Irland mye bedre enn de fleste andre EU-land etter disse indikatorene; kun i 2000 klarte et samlet EU å vise til et overskudd på det offentlige budsjettet. Luxemburg var *før* finanskrisen det eneste EU-landet med en lavere andel av offentlig gjeld i forhold til BNP. Driftsbalansen gikk også fra en nøytral posisjon i 2003 til et underskudd på 6 prosent av BNP i 2007.

Veksten i offentlige utgifter ble i store deler underbygd av veksten i realøkonomien. BNP-veksten gav den irske stat store inntekter, men mye av inntektsgrunnlaget forsvant sammen med kollapsen av eiendomsboblen. Noe av forklaringen på at dette kunne skje var at det skjedde en strukturell endring i skatteinntektene, vist i figurer 17 og 18. Inntektene fra eksporten falt gradvis ettersom realvekslingskursen appresierte, og ble i stadig større grad erstattet av innenlandsk etterspørsel, hvor eiendomsbygging var en sterk drivkraft. Dette kan underbygges av sysselsettingstall: mellom 1994 og 2000 økte sysselsettingen med 467 000 (ekskludert jordbruk), og byggsektoren sto for 16 prosent av denne (arbeidsplasser i det offentlige økte med 15 prosent). Mellom 2000 og 2007 ble det registrert en økt sysselsetting på 440 000, hvor byggsektoren sto for 26 prosent og det offentlige sto for 34 prosent av den nye veksten. Som også nevnt i kapitlet om boligmarkedet var andelen sysselsatte i boligsektoren overvektet sammenliknet med andre europeiske land. Estimaten (Fitzgerald et al., 2005) på underliggende etterspørsel ble overgått i alle årene fra 2003 til 2007.

Figur 18. Samlet prosentvis vekst i skatteinntekter 2000 til 2007.

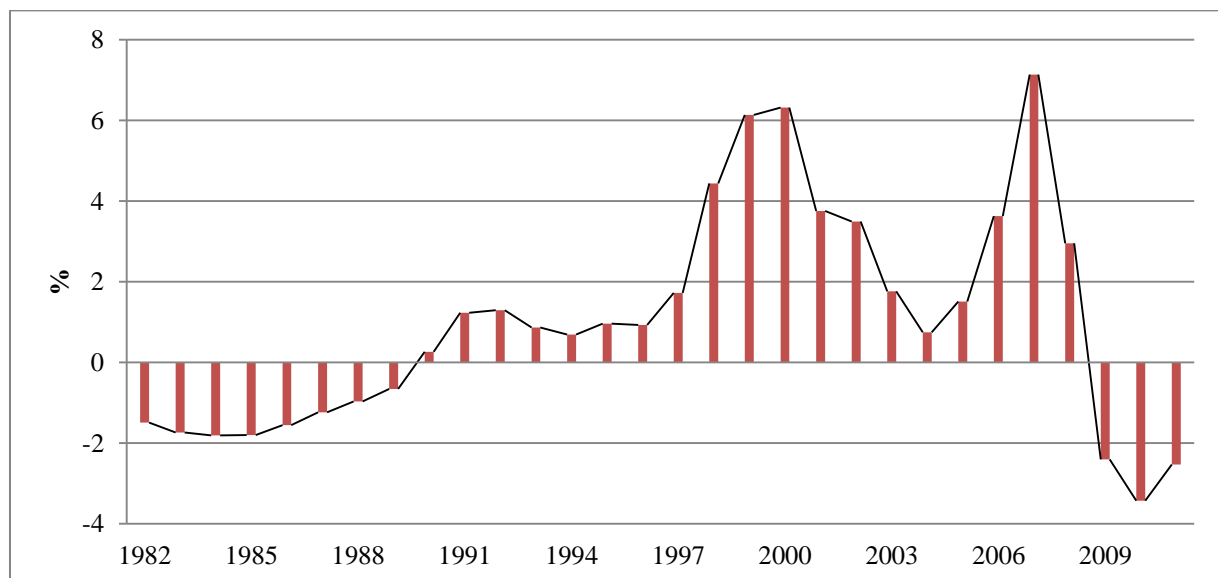


Kilder fig. 17 og 18: CBFSAI.

4.5.1 Produksjonsgap

Målinger på forskjeller mellom realisert og potensiell BNP kan i den grad avviket er positivt signaliser finansiell ustabilitet. Potensiell BNP vil være maksimal produksjon i økonomien uten at dette øker inflasjonsnivået. Av figur 19 ser man at de to periodene med positive avvik samsvarer med kredittveksten i figur 14. En intuitiv forklaring kan være at i en periode med sterk vekst og stor aktivitet i økonomien gir positive forventninger for fremtidig inntjening. Slike framtidssikter vil igjen øke både konsum og realinvesteringer, som helt eller delvis finansieres ved låneopptak. Da et positivt produksjonsgap indikerer en overopphetning av økonomien, taler dette igjen for at styringsrenten burde settes opp i disse periodene. Det man kan observere av figur 12 er at renteretningen fra ECB samsvarer nokså godt med de største produksjonsgapene i Irland, men at rentenivået generelt ikke har en begrensende effekt på produksjonsutviklingen. Tall fra ECB viser at inflasjonen i euro-området fra 2000 til september 2008 har blitt målt til omtrent 2,5 prosent, men i Irland har denne nominelle størrelsen jevnt over ligget 1-2 prosentpoeng høyere.

Figur 19. Produksjonsgapet i Irland 1982-2011.



Kilde: IMF.

Effekten på produksjonsgapet er tydelig, og OECD, IMF og EC (European Commission) foretar alle målinger av dette. OECD og EC måler et svakt positivt gap mellom 2003 og 2007 på henholdsvis 0,74 og 0,46 prosent av BNP (årlig snitt), mens IMF's er noe lavere med -0,12 prosent. Et interessant faktum er at IMF i 2009 reviderte sitt tidligere estimat for året 2007 fra 0,2 prosent til et produksjonsgap på 7,1 prosent (IMF, 2009). Dette underbygger det faktum at

eksterne institusjoner som skulle overvåke den irske økonomien ei heller så faresignalene da de jevnt over ikke mente at den irske økonomien opererte over full kapasitet.

4.5.2 Regulering

De irske bankene endret i kredittkspansjonen ikke betydelig på metodene for kredittgivning, som for eksempel i USA med den eksplosjonsartede veksten i sub-prime-sektoren. I Irland var det omfanget av tradisjonell utlåning som kan forklare veksten. Mendoza og Terronens (2008) finner empirisk at blant annet en avslappet holdning til regulering i industrialiserte land er en medvirkende årsak til en kredittboble. Det er også vist i USA at det er en sammenheng mellom en stor kredittkspansjon og nedgang i kredittgivingsstandardene (Dell’Ariccia et al., 2008). Kelly (2010) skriver at den irske sentralbanken og myndigheter feilet i å regulere den systematiske risikoen den voldsomme kredittkspansjonen representerte. Videre peker han på mentaliteten til sentralbanken, hvor det eksisterte en holdning der nasjonal pengepolitikk var irrelevant da både renter og i en stor grad priser ble satt utenfor deres rekkevidde. Kelly kan heller ikke observere en innsats fra CBFSAI i forhold til å begrense kredittkspansjonen. En myk regulering henger også sammen med Irlands skattesystem som incentiviserte utenlandske selskap til å ha en juridisk tilstedeværelse uten å ha nevneverdig aktivitet¹⁰. Reguleringen endret også karakter i perioden med den keltiske tigreren. Godt hjulpet av Basel II-regelverket skiftet fokuset fra å overvåke bankene direkte til å fremheve modeller. CBFSAI inntok et helhetssyn hvor overvåkning av individuelle transaksjoner kom i skyggen av kontroll rundt corporate governance og risikoprosedyrer. Honohan (2009) mener at de irske overvåkningsmyndighetene gikk i en felle hvor de gav avkall på gode og gamle kontrollrutiner til fordel for et nytt komplekst system for kapitalkontroll som ikke hadde oversikt over bankrisikoen de irske bankene påtok seg. Det irske finanstillsynet er preget av lite innsyn fra allmennheten og lite gjennomskiktighet. Min antagelse er at kvaliteten på den aktive reguleringen faller når de ikke blir formelt revidert eller må rapportere aktiviteten til andre enn CBFSAI. Da den irske sentralbanken i 2009 undersøkte hvordan reguleringen hadde vært i eiendomsbobleperioden, ble ingenting gjort kjent for offentligheten utenom det som kom frem igjennom medielekkasjer.

“*Extremely weak and ineffective*”, Scott Ross, (politiker/journalist) (2009) etter at han fikk innsyn i reguleringspraksisen slik den var før eiendomsboblen sprakk.

¹⁰ Mer om dette i Stewart 2006, “Financial Flows and Treasury Managed Firms”

De irske bankenes utlånspraksis styrtes indirekte av finansreguleringen, en regulering som sammenliknet med andre eu15-land var liberal. Et godt eksempel på dette er at det ikke fantes noe lovgivning rundt lånegaranterte obligasjoner før 2001, et segment som sto for 14 prosent av all boliggjeld seks år senere (Honohan, 2009). Bankene sto også fritt til å pakke inn boliglån (verdipapirsere), noe ett av fire boliglån var i 2007. Slike låneporteføljer er vanskelig å verdsette eksternt i den grad låntagere misligholder lånene sine i en økende grad, noe som skjer i en finanskriser.

4.5.3 Skattesystemet

Skattleggingen av irske husholdninger er moderat sammenlignet med andre medlemsland innenfor EU. På selskapssiden er Irland som å regne som et lavskatteland med en selskap- og kapitalsskatt på 12,5 prosent. På 1990-tallet var denne satsen viktig for å tiltrekke seg utenlandske investeringer, som igjen hadde en stor innvirkning på den irske økonomien da utenlandske investeringer fungerte som en katalysator for innenlandsk vekst. Denne skattesatsen har blitt en slags symbol på en (tidligere) vellykket skattepolitikk, og er fremdeles noe irene nekter å røre selv med et stort press fra sterke EU-land som Frankrike og Tyskland. Utenlandske selskap etablert i Irland utøver også et press for å holde selskapsskatten uendret.

Skattleggingen av boliger er i Irland meget generøs; mye på grunn av at Irland er det eneste landet i OECD som tillater skatteavskrivninger på lånerenter samtidig som at det ikke eksisterer en eiendomsskatter, kapitalsskatter eller kalkulatoriske kostnader ved utleie (Barnham, 2004). Eiendomsskatter ble avskaffet i 1995 og kapitalsskatter ved salg av private boliger gjelder kun for boliger med tomt over 4047 kvadratmeter (en englesk acre). Irske myndigheter forsøkte spesielt i perioden 1998-2002 å justere på skatter for å hindre at eiendomsprisene skulle vokse mye mer enn inflasjonen, men i flere tilfeller gikk de for langt slik at de reverserte tiltakene i påfølgende statsbudsjetter. Netto effekt av skattejusteringene i forhold til eiendom var hver gang at skattebyrden ved å anskaffe og videregjøre eiendom ble lavere.

Myndighetene brukte fra og med midten av 1990-tallet store summer på å bygge ut infrastruktur som veier og annen tilrettelegging for eiendomsutvikling. Store landeiere subsidierte lite eller ingenting av denne utbyggingen selv om landområdene fikk en betydelig verdiøkning som et resultat av dette. Myndighetene stimulerte utviklingen på en rekke måter, med den effekten av etterspørselen og dermed prisene, økte. Et relatert tema vil være

sonebegrensningen som i sterke grad ble håndhevet i mer urbane områder. Dette medvirket direkte til et kunstig lavere tilbud og indirekte til at ubenyttede landområder i større grad ble bygd ut. En måte å se dette på er at kostbare deler av infrastrukturen ble billigere for eiendomsutviklere. En reintroduksjon av eiendomsskatten fra 1970-tallet kunne nok ha redusert noe av prisveksten på boliger.

4.5.4 Oppsummering

Den irske økonomien har opplevd en sterk vekst, men som jeg finner i dette underkapittelet har veksten i stadig større grad fått en syklisk karakter. En kraftig økning i engangsinntekter fra kapitalgevinster og dokumentavgifter kombinert med en sterk vekst i offentlige utgifter har skapt store strukturelle ubalanser i irske offentlige finanser. Overvåkningsmyndigheter som IMF har heller ikke sett faresignalene. Jeg finner også at irske myndigheter har tilrettelagt igjennom hovedsakelig skattesystemet for en boble i eiendomsmarkedet. Den tilhørende kredittveksten har blitt muliggjort gjennom en begrenset regulering av den irske banksektoren.

5. Analysedel II: Teoretisk tilnærming

Dette kapitlet har til hensikt med å analysere finanskrisen og foranledningen med hjelp av kriseteoriene jeg har valgt. Kapitlet vil delvis bygge videre på min første analysedel. En sterk side ved teoriene er at de er vel egnet til å analysere kriser *ex post*. Kapitlet tar form med underkapitler allerede skissert i teorikapitlet. Kapitlet vil også diskutere utviklingstrekk i den irske økonomien, og hvordan de samstemmer med teoriene. Kronologisk vil kapitlet starte med introduksjonen av euro-valutaen og avsluttes på et tidspunkt hvor konsekvensene av krisen fremdeles er uklare. Visse utviklingstrekk vil bli trukket til en epilog, men en rekke hendelser som skjedde etter krisen vil bli inkludert i dette kapitlet da de er med på å fremheve elementer i fasene før og under krisen.

5.1 Displacement

Et eksogent makroøkonomisk sjokk er i følge Minsky hendelsen som forårsaker et *displacement*. Forskyvningen han snakker om går ut på at minst en sektor i økonomien endrer forventningene til fremtidig inntjening. Fasen er også beskrevet igjennom *monetary expansion* i Kindlebergers teori, men den fasen inkluderer også Minskys *overtrading*.

Øvelsen med å sette den irske finanskrisen inn i Minskys krisemodell krever noe diskusjon. Den lange vekstperioden til irske realøkonomien i forkant av krisen er hovedgrunnen til dette. Sammensetningen av forklaringsfaktorer som bidro til veksten er flere, og i visse tilfeller strekker de seg langt tilbake i tid: Et element var at det irske statsbudsjettet begynte å gå i balanse sent på 80-tallet, og stabiliseringen av valutakursen/ inflasjonen etter en valutakrise i 1993. Et annet element er veksten i utenlandske investeringer i den irske økonomien. For å tidfeste starten på *displacement*-fasen opp mot teorien kan det være rimelig å anta at introduksjonen av euro-valutaen tjener denne funksjonen, ettersom realrentene falt omtrent tre prosentpoeng på veldig kort tid da de ulike nasjonale valutaene skulle harmoniseres mot hverandre.

Irland tok i bruk euroen som sin myntenhet 1. januar 1999, og holdt det gamle valutaen i fast kurs i tre år før euroen ble fysisk introdusert. Den europeiske styringsrenten blir satt på bakgrunn av økonomiske forhold i alle medlemslandene som bruker euroen, hvor den irske prisutviklingen har en lavere prioritet enn blant annet Tysklands - og Frankrikes -. Fra et nivå

på 4,75 prosent (til interbank-markedet) i 2001 satte den de neste fem årene gradvis ned renten til et bunnivå på 2 prosent som ble holdt ut 2005. Som vist tidligere var den irske prisveksten høyere enn gjennomsnittet av resten av euro-valuta-landene. Den lave renten var en bidragsyter til å øke forventningene til fremtidig inntjening, spesielt i boligmarkedet men også i aksjemarkedet. Da utlånsrentene falt økte etterspørselen etter kreditt. Av modellen vil økningen i kapital igjen føre til økt forbruk og investering. Makrodata underbygger til en viss grad modellen da investeringene økte i perioden med lave nominelle renter. Brutto nasjonal sparing virker upåvirket av renten før finanskrisen, men er mer korrelert med investeringer da begge størrelser påvirkes positivt av boliginvesteringer.

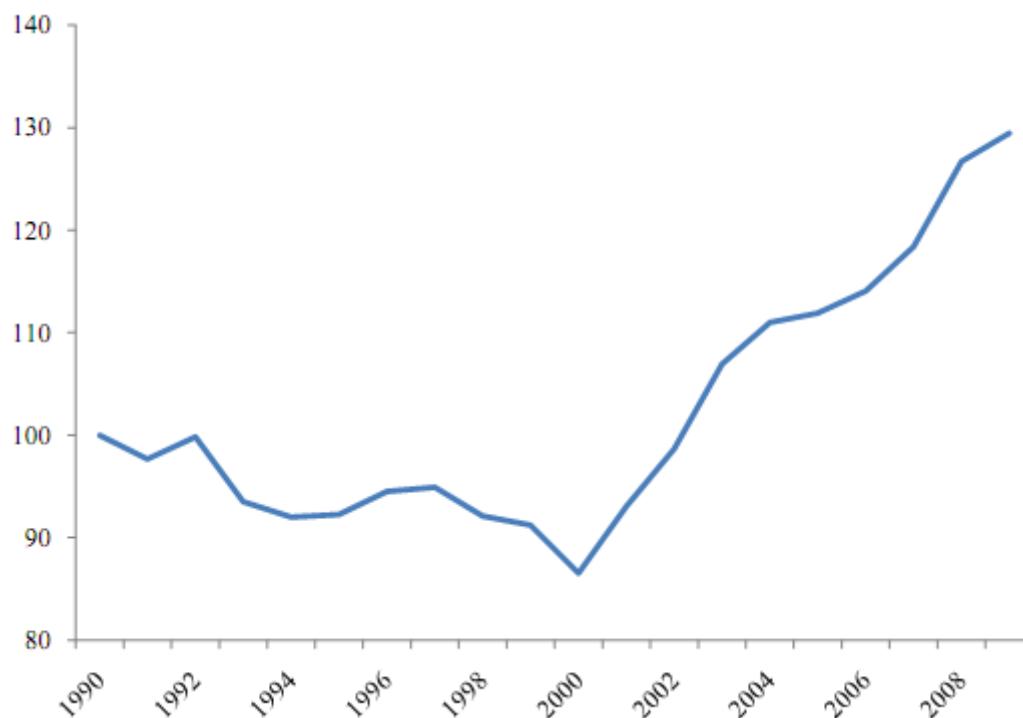
Tabell 5. Investeringer og brutto nasjonal sparing som andel av BNP.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Investeringer	19,7 %	21,4 %	23,3 %	23,7 %	24,0 %	22,7 %	22,1 %	23,4 %
Brutto sparing	23,1 %	24,7 %	24,1 %	23,9 %	23,6 %	22,1 %	21,1 %	23,4 %
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Investeringer	24,7 %	27,2 %	28,0 %	27,3 %	22,3 %	14,1 %	10,8 %	
Brutto sparing	24,1 %	23,7 %	24,5 %	21,9 %	16,6 %	11,0 %	10,1 %	

Kilde: IMF.

Signaler som underbygger antagelsen om introduksjonen av euro-valutaen som en *displacement*-hendelse finner man i realøkonomien. Veksten på 1990-tallet var i mye større grad drevet av økning i arbeidsstyrken enn lønnsvekst i økonomien (Honohan og Walsh, 2002). Mye av tilnærmingen i sysselsetting mot sine viktigste handelspartnere skyldes relative fall i reallønningene frem mot årtusenskiftet, men sysselsettingen fortsatte å øke etter år 2000 på tross av et stadig svakere konkurransefortrinn (økning i reallønningene). Det er blant annet på dette grunnlaget man kan hevde at den irske økonomien før år 2000 var drevet av eksportledet vekst, mens den etter år 2000 var drevet av en innenlandsk eiendomsboble: Mesteparten av sysselsettingsveksten var i boligbyggingssektoren, og til en viss grad i offentlig sektor. Figur 20 får frem at konkurransefortrinn den irske økonomien hadde i lønnsutvikling gradvis blir snudd til en ulempe fra og med år 2000.

Figur 20. Reallønnsutvikling i Irland sammenliknet med de viktigste handelspartnerne.



Kilde: CBFSAI.

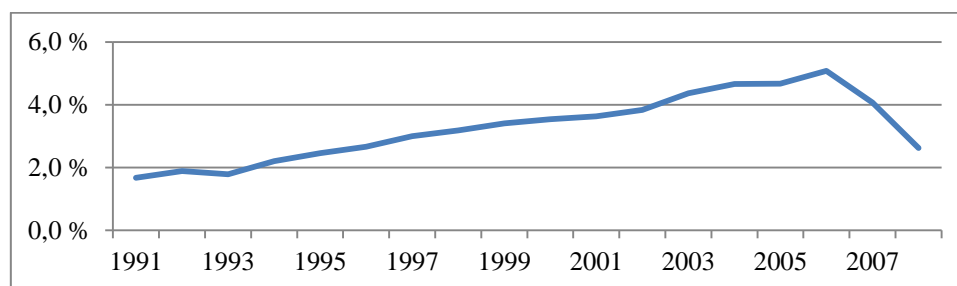
5.2 Overtrading

De økte prisforventningene som dannes ved *displacement* øker etterspørselen etter aktiva som boliger, og spekulasjon i disse aktiva vil øke prisene i den grad etterspørselen overgår tilbudet. Fasen kjennetegnes også ved at flere personer begynner å spekulere da den økte kortsiktige profitten i markedet frister flere.

Overtrading er et begrep og en fase som godt beskriver utviklingen i det irske boligmarkedet. Selv om prisstigningen i eiendomsmarkedet var tiltagende allerede før introduksjonen av euro-valutaen, fortsatte den markert helt frem til at boligmarkedet snudde i slutten av 2006. Takten på omsetning av boliger økte og på det meste ble over 6 prosent av boligmassen omsatt innenfor et år. Noe av den økte etterspørselen skyldes en økt immigrasjon inn i Irland, men omsetningshyppigheten forklares bedre ut ifra at husholdningene skiftet bosted oftere. Av figur 21 kan man også observere at den relative boligbyggingen økte til veldige høye nivå. De stigende boligprisene satte fart på byggsektoren.

Eiendomsprisene steg fordi etterspørselen etter eiendommer økte. Husholdningene var villige til å betale stadig høyere priser, og oppsvinget i eiendomsbygging (tilbudet) hadde ikke den prisreducerende effekten en likevektsmodell taler for. Det er mulig å forsvare at betalingsvilligheten til husholdninger for eiendommer er større enn for eksempel andre finansobjekter som aksjer. Eiendom og aksjer kan begge fungere som investeringsobjekter, men tidshorizonten er gjerne lengre for boligkjøp. Som en investering virker også boliger som en husstand og blir dermed et sammensatt gode. I Irland var det en stigende trend med å investere i boliger kun som oppussingsobjekter med tanke på videresalg. Dette samsvarer med teoriene da det kun tjener det kortsiktige profittmotivet og dermed blir ansett som spekulasjon.

Figur 21. Ferdigstillinger av boliger i prosent av total boligmasse.



Kilde: DoEHLG.

Overtradingsfasen er bobleoppbyggingsfasen. For å kunne klassifisere en boble i eiendomsmarkedet som holder det ikke å påvise en sterk vekst. Teoretisk kan man ha en boble med fallende priser om grunnlaget for de fundamentale prisene faller mer enn de observerte prisene. Teknisk avviksanalyse igjennom en bobletest med et HP-filter er en metode for å påvise avvik fra en langsiktig trend. Jeg har tidligere vist denne bobledannelsen (figur 4) og referert til forskning som klassifiserer en teknisk boble ut ifra prisdata fra 2003. En metode å argumentere for at prisveksten ikke har hatt full dekning i realøkonomiske størrelser går igjennom konkurransevnen til irske husholdninger (se figur 20).

En sterk vekst i disponibel inntekt kan argumentere for at mye av prisutviklingen skyldtes fundamentale forhold, i den grad denne størrelsen vokser i samme takt som boligprisene. Dette fordi husholdningene ikke opplevde en økning i betalingsbyrden. Som kapittelet rundt boligmarkedet viser, steg boligprisene raskere enn inntektene mellom 1995 og 2000 samt mellom 2002 og 2006. Fitzgerald (2005) påpeker at utleieprisene i den første perioden doblet seg, mens de holdt det samme nivået i den siste perioden. Pris/leie-forholdet doblet seg i

perioden fra 2000 til toppen i 2007 i en periode hvor eksportveksten avtok, konkurranseevnen falt og strukturelle problemer i IT-sektoren tiltok; faktorer som alle taler for at den fundamentale veksten som summen av fremtidige inntekter skulle enten falle eller i det minste vokst i et lavere tempo.

Jeg vil påpeke at Irland har hatt en eiendomsboble som samsvarer med Minskys *overtrading*, og figur 4 under illustrer dette godt. Catte med fler (2004)¹¹ finner at (formues-) effekten på de svært så stabilt stigende boligprisene er medvirkende til en økning i økende privat forbruk og boligbygging i en slik grad at dette kan skjule (strukturelle) svakheter i (real-) økonomien (parentesene er mine egne tolkninger av forfatterens uttalelser). Cabellero (2006) argumenterer på sin side for at det alltid vil være bobletendenser i eiendomsmarkedet da det er en generell knapphet på aktiva.

5.3 Monetary expansion

Pengeekspansjonsfasen kjennetegnes ved at den økende etterspørselen etter penger og kreditt fører til at bankene tillemper dette ved å føre en ekspansiv utlånspolitikk.

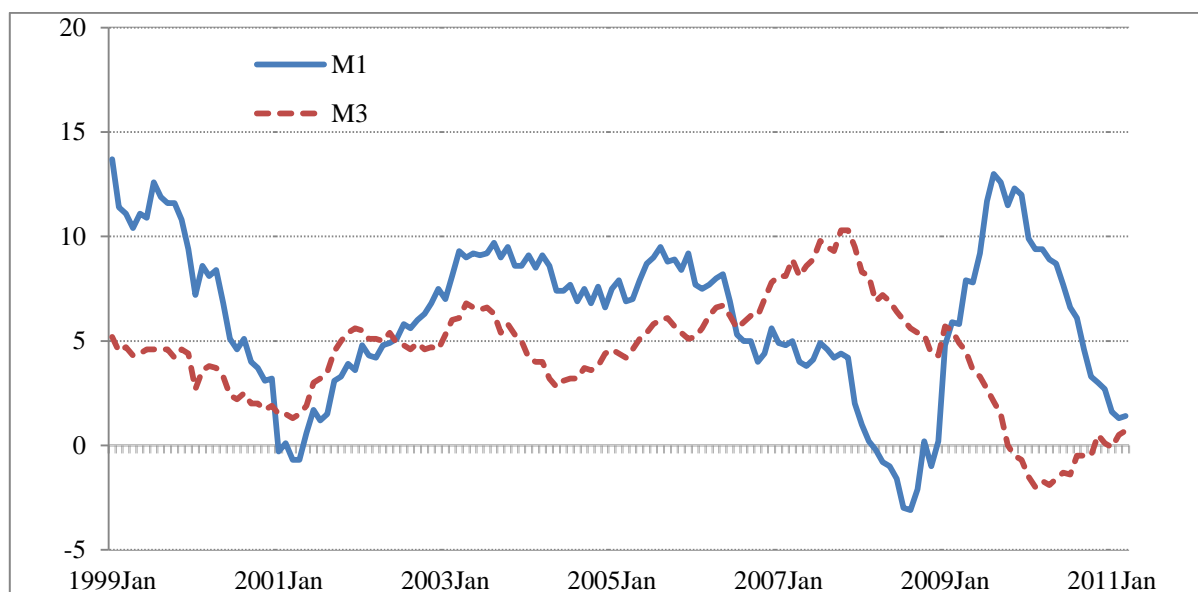
Det må skilles mellom husholdningskreditt og myndighetenes opplåning. I bobleperioden ble den irske statsgjelden redusert grunnet meget gode skatteinntekter selv om myndighetene økte utgiftene med mer enn KPI-veksten mellom 2000 og 2007. Statsgjelden som andel av BNP falt fra et nivå på 65 prosent i 1997 til 20 prosent i 2005. Gjeldsøkningen for private aktører, og spesielt husholdninger, viser en annen utvikling. Data fra ECB setter andelen boligrelatert gjeld over BNP på 29 prosent i 1999, 45 prosent i 2003 og 74 prosent i 2007. Det tilsvarer en økning på toppen av det sterke BNP-veksten på 155 prosent på 8 år. For å forklare hvor stor andel den boligrelaterte gjelden utgjorde var den totale utlåningen til ikke-finansielle institusjoner på 91 prosent i 2007: i året hvor den irske økonomien var på sitt største beløp totale utlån urelatert til boliger seg til 17 prosent av BNP. Nå forteller nok ikke disse dataene hele bildet på sammensetningen da man ikke vet konkret i hvilken grad boliglån var større enn lånefinansieringen til boliger og også ble brukt til forbruk. Brutto sparerate (tabell 5) holdt seg stabil mellom 1996 og 2007, og viste ikke den samme utviklingen som i USA hvor den falt med 80 prosent i en tilsvarende periode. Selv om forbruket økte kraftig i perioden, kommer ikke dette tydelig frem av disse dataene siden disse medberegner sparing gjort i eiendom.

¹¹ Analysen gjennomgår 18 OECD-land.

Denne fasen tolket igjennom Minsky kjennetegnes av en finansiell oppblåsing av økonomien. Dette kan i økonomier med sin egen valuta vises igjennom en økning av pengemengden, men det blir noe mindre anvendbart i Irlands tilfelle da pengemengden måles i en valuta som er felles for 16 andre land. Irske banker henter inn kapital i euromarkedet, så vekstratene her har en direkte innflytelse på utlånsmulighetene. Irske banker låner også en større andel enn andre banker i det internasjonale lånemarkedet, slik at pengemengdestørrelser blir relativt mer relevant for irske banker.

M1 (“smale penger”) som ECB måler den består i kontanter og innskudd over natten, og M3 (“brede penger”) inkluderer dette samt alle innskudd, gjenkjøpsavtaler og pengesfond som kan fungere som pengesubstitutter. Siden begge størrelsene er fratrukket inflasjon vil vekststørrelser over 0 bety at pengemengden øker mer enn den generelle prisstigningen i eurosonen.

Figur 22. ECB M1 og M3 vekst i prosent, annualiserte månedstall deflatert med inflasjon.



Kilde: ECB.

Fallet i veksten pengemengden frem mot 2001 kan delvis forklares av den stigende styringsrenten. Valutaen nærmet seg en likevekt som samsvarte med den fysiske introduksjonen av valutaen. Veksten i M1 samsvarer inverst med styringsrenten i hele perioden, ikke overaskende gitt klassisk forskning av blant annet Mundell (1963) og Tobin (1969). Det har fra ECB sin side blitt drevet en ekspansiv pengepolitikk med billig tilgang til kreditt. En for sterk pengemengdevekst vil i følge teoriene også slå seg ut i en økt risiko for

bobletendenser i aktivapriser. En økning i pengemengden vil som regel føre til et oppadgående press på inflasjonen, noe som vil kreve en reaksjon fra ECB og da helst i form av en renteøkning. Som tidligere nevnt slo ikke økningen i pengemengden ut i en økt inflasjon, slik at ECB kunne fortsette å stimulere økonomien på kort sikt uten inflasjonsbekymringer. Spesielt perioden 2003-2006 burde vært preget av en mer kontraktiv pengepolitikk, og fraværet av dette førte i Irlands og flere andre europeiske land til sterkt stigende aktivapriser. Den mer kontraktive pengepolitikken ble tatt i bruk da subprime-krisen i USA begynte å påvirke verdens finansmarkeder. Det faller utenfor oppgaven å gå inn på valutakursendringer mellom EUR og USD, men kort fortalt var det en sammenheng med at EUR styrket seg kraftig og en reduserte pengemengde av euro. Av skillet mellom M1 og M3 som man observerer i etterkant av Lehman Brothers-kollapsen har det to forklaringer. Den ene er at likviditeten ECB tilførte markedet var klassifisert som M1. Den andre er at M3 størrelsen grovt er tre ganger så stor som M1¹², og investorer plasserte heller penger i USD (mer om flukt til likviditet under utenlandsk forplantning).

Utviklingstrekk for de irske bankene, da spesielt finansieringskildene, underbygger de ytre rammeverket ECB gav. Finansieringen fra interbank-markedet gikk fra 35 milliarder euro (2009-priser) i 1999 til 240 milliarder i desember 2007. I samme periode også utstedelsene av obligasjoner fra 4 til 174 milliarder euro, noe som gjorde at finansieringen fra kapitalmarkedet overskygget kundeinnskuddene som lå i størrelsesorden 200 milliarder euro.¹³ Det må nevnes at disse tallene alene gir et *for* dystert bilde av irske bankers gjeld, ettersom de også satt som motpart på deler av interbank- og obligasjonsmidlene.

Ettersom en kredittøkning gav seg utslag i høyere eiendomspriser kan det være naturlig å tenke seg at en innstramning av kreditt fra bankens side ville ha ført til lavere eiendomspriser. Halvparten av utlånene var enten til fast rente eller holdt en fast margin til ECBs styringsrente, slik at de irske bankene ikke effektivt kunne øke avstanden mellom innskudds- og utlånsrenten for å bedre inntjeningen og kapitalbufferet. Renteøkninger på utlånsporteføljene med variabel rente fra har bankenes side også en kredittrisiko for en økt hyppighet av konkurser.

Utover de nasjonale bankene var det også et betydelig innslag av utenlandske banker med datterselskap (, med hovedvekt på britiske,) som drev utlånsvirksomhet i Irland. Innslaget av

¹² ECB historiske tidsserier over pengestørrelser.

¹³ CBFSAI "quarterly bulletin", tabell c3 og c6

disse bankene bidro til å skjerpe konkurransen med et press på utlånsmarginene, samt at de var deltagende til at utlånsstandardene falt.

Selv om den lave styringsrenten irene forholdt seg til etter at de sluttet seg til euro-valutaen muligens kan forklare kredittboblen, er ikke dette nødvendigvis den eneste forklaringsfaktoren. Sensitivitetsmålinger foretatt av Kelly (2010) fremhever at utlånsrentene måtte falle betraktelig for å ha i det hele tatt en innvirkning på eiendomsprisene. Boliglånenes størrelse har en mye større påvirkning på boligprisene. Sysselsettingen og befolkningsvekst er heller ikke en forklaringsfaktor i og med at boligpriser falt relativt til gjennomsnittsinntjeningen i perioden frem til 1995. Dette var en periode med sterk sysselsettingsvekst hvor Irland fremdeles hadde sin egen valuta med strengere kredittreguleringer. Som tidligere vist med utviklingen i lån til verdi-forholdet, peker fremveksten av kredittboblen på dårligere kredittgivningspraksiser og utlånspolitikk fra de irske bankenes side.

5.4 Swindles

I *swindles-fasen* peker Kindleberger på spekulasjon og gråsonaktivitet som karakteristiske aktiviteter. Særlig handel i eiendom for kortsiktig profitt kan sees på som spekulasjon. Dette kan også ha positiv innvirkning på eiendomsprisene, slik at denne fasen kan passe godt med eiendomsmarkedet.

Det irske finansmarkedet er lite sett i europeisk sammenheng. Handlinger og bevegelser foretatt av en enkelt stor aktør kan her ha en stor innvirkning på kredittmarkedet og påfølgende eiendomsmarkedet. Det er naturlig å trekke frem *Anglo Irish Bank* som en enkeltaktør som var sterkt medvirkende til å presse eiendomsprisene oppover. Fra å ha en markedsandel på 3 prosent i 1997, var de ti år senere Irlands tredje største bank med en markedsandel på 18 prosent. Utlånsporteføljen deres vokste i snitt med 36 prosent årlig i denne perioden, og det er vanskelig å argumentere for at dette var en bærekraftig vekst over tid. *Irish Nationwide Building Society* opptrådte veldig lik i forhold til Anglo, hvor begge spesialiserte seg på eiendomsrelatert kredittgiving. På Anglos utlånsside er det også hevdet at kun 10 eiendomsutviklere sto bak halvparten av utlånsporteføljen (FT, 2010). Dette stilte denne gruppen i en meget sterk forhandlingsposisjon ovenfor ytterligere kredittgivning fra bankens side: Betalingsproblemer hos aktører i denne gruppen ville gi Anglo store problemer jamfør konkurser på lån de allerede betjente, slik at å forlenge kreditten var en rasjonell handling på

kort sikt. Irish Nationwide var enda mer ekstreme ettersom eiendomsutviklere sto for 80 prosent av alle utlån. Av enkelthandlinger peker noen situasjoner seg særlig ut: Den mangeårige sjefen for Anglo skjulte i mange år personlige lån han tok fra egen bank fra eierne, lån som beløp seg til 160 millioner euro da de ble oppdaget. På selskapsnivå manipulerte Anglo også siden egen balanse; de lånte flere milliarder euro til andre banker som de fikk tilbakebetalt som kundeinnskudd rett før årsavslutning for å bedre innskudd til utlånsforholdet sitt. Selv om finanstilsynet var oppmerksomme på det (O'Brien et al, 2009) manipulerte Anglo sin egen aksjepris da en av de største aksjeeierne ville selge seg kraftig ned i Anglo: De lånte ut 300 millioner euro til privatpersoner som igjen kunne kjøpe aksjene og holde det skjult for at salget ikke skulle ha negative priseffekter i markedet. Siden finanstilsynets aldri kommenterte hendelsen offentlig ble det aldri reist noen tiltale mot aktørene.

Det hevdes også at Irlands har et særegent subprime-marked, da likheter som dårlige kredittsjekking, overvåkning og høye gjeld til aktiva-forhold var tilstedeværende (Cotter, 2009). Anglo hadde få egne bankfilialer og finansierte seg i mye større grad i interbankmarkedet enn andre irske banker. En effekt av den lave lånestandarden til Anglo-Irish Bank var en smitteeffekt på de andre store bankene i Irland, ettersom forventningspress fra markedet og analytikere førte til at disse forsøkte å oppnå den samme profitten og veksten. At handlingene var preget av kortsiktig tenkning er det i ettertid ingen tvil over, siden de største irske bankene ble de facto eller effektivt overtatt av irske myndigheter i 2009 og 2010.

Det har opp igjennom tidene alltid vært tette bånd mellom næringslivet og den politiske elite i Irland (MacDonald og Sheridan, 2008). Særlig relevant for muliggjøringen av bobleoppbyggingen har vært finansreguleringsmyndighetenes behandling av de store bankene og samarbeidet mellom politikere og boligutviklere. På det første punktet har reguleringen [min påstand] vært uforsvarlig: Relativt enkle grep som å kreve 10-20 prosent egenkapital ved låneopptagelse og å begrense andelen av utlånene som ikke kunne være finansiert av kundeinnskudd, ville nok ha dempet eksplosjonen i kreditt man observerte på 2000-tallet. De relevante myndigheter har styrt finanspolitikken etter en ledesnor hvor mindre innblanding gir et mer effektivt finansmarked, hvor dette har gjort seg utslag i lavere finansiell stabilitet. En illustrasjon på dette får man ved å se på stresstestene av irske banker i 2006 foretatt av CBFSAI i regi av IMF og verdensbanken. Under "ekstreme men mulige" scenarier tok man høyde for et boligprisfall på 20 prosent og andre beskjedne utviklinger. Som en del av stresstesting ble bankene bedt om selv å regne ut konsekvensene for krise-scenariet, men

ingen av de store bankene kom frem til at de ville få solvensproblemer. CBFSAI foretok også beregninger hvor de tok høyde for at tapene på utlån steg til det sekssdobbelte og at bankene klarte å få igjen 25 prosent av lånesummen gitt forfall. Konklusjonen til CBFSAI var at bankene kun ville tape 5 prosent av utlånsporteføljen gitt et krakk i eiendomsprisene. Rapporten sier ingenting om bankene ville forbli betalingsdyktige gitt en krise, men siden man ikke så store endringer i oppførselen til CBFSAI etter stresstestene antar jeg at de ikke oppdaget svakhetene i bankene. Selv om dette ikke fullstendig passer inn i Kindlebergers *swindles*, nærmer vi oss i og med at alvorligheten ved å tillate bankene å gjøre hva de vil kommer tett på gråsonaktivitet.

“It’s not beyond the bounds of possibility that we actually talk ourselves into a recession” – Brian Goggin, BoI¹⁴ CEO, mai 2007.

Moralsk hasard oppstår når en aktør har incentivet til å ta en risikabel handling fordi han er beskyttet fra konsekvensene. Både i USA, hvor den nasjonale krisen var delaktig i å starte krisen i Irland, og i Irland var tegnene til uforsvarlige handlinger fremtredende. Franke og Krahen (2008) hevder at provisjonsincentivene i den amerikanske finansindustrien og utbredelsen av “opprett og distribuer”-systemet var de to grunnleggende årsakene bak finanskrisen i USA. Enkeltaktører ble overincentivert til å holde “hale-risiko” (dvs. yttersiden i en sannsynlighetsdistribusjon; (de negative) konsekvensene for en handling er store men sannsynligheten er lav for at den vil inntreffe), siden dette gav en bedre avkastning på kort sikt. I Irland kan man ikke påpeke en like tydelig klassisk felle som i USA, i og med at de ikke hadde det samme utlånssystemet. Adferden av moralsk hasard i den irske banksektoren kommer nok tydeligst frem i “too big to fail”-argumentet: Myndighetene reddet banker som kunne true stabiliteten til banksystemet, og tok med det tap som bankene selv var skyldige i. I den grad de tette båndene mellom banksektoren og den politiske elite i Irland gjorde at bankene var klar over at de ville bli reddet, noe som virker sannsynlig i ettertid, hadde man et stort moralsk hasard-problem knyttet til bankens utlånspolitikk før krisen.

5.5 Revulsjon

Dette er vendepunktfasen hvor man gradvis innser at oppgangsperioden vil nå et toppunkt. Usikkerheten sprer seg siden stadig flere aktører trekker seg ut av markedet ettersom prisene

¹⁴ Irlands største bank

begynner å falle. *Revulsion-fasen* overlapper i tema med Kindlebergers kritisk fase, men i motsetning til *revulsion* trenger ikke den kritiske fasen nødvendigvis føre til en finanskrise.

Finanskrisen i Irland slo ut med full styrke i september 2008, men starten på krisen kan spores tilbake til problemene i det amerikanske lånemarkedet som gradvis kom til synet over et år tidligere. Finanskrisen var internasjonal av omfang og den mest omfattende krisen verden hadde opplevd siden den store depresjonen på 1930-tallet. Selve bakgrunnen for finanskrisen internasjonalt blir for omfattende å greie ut om i denne oppgaven, men jeg vil ta inn elementer der hvor disse underbygger Irlands finanskrise.

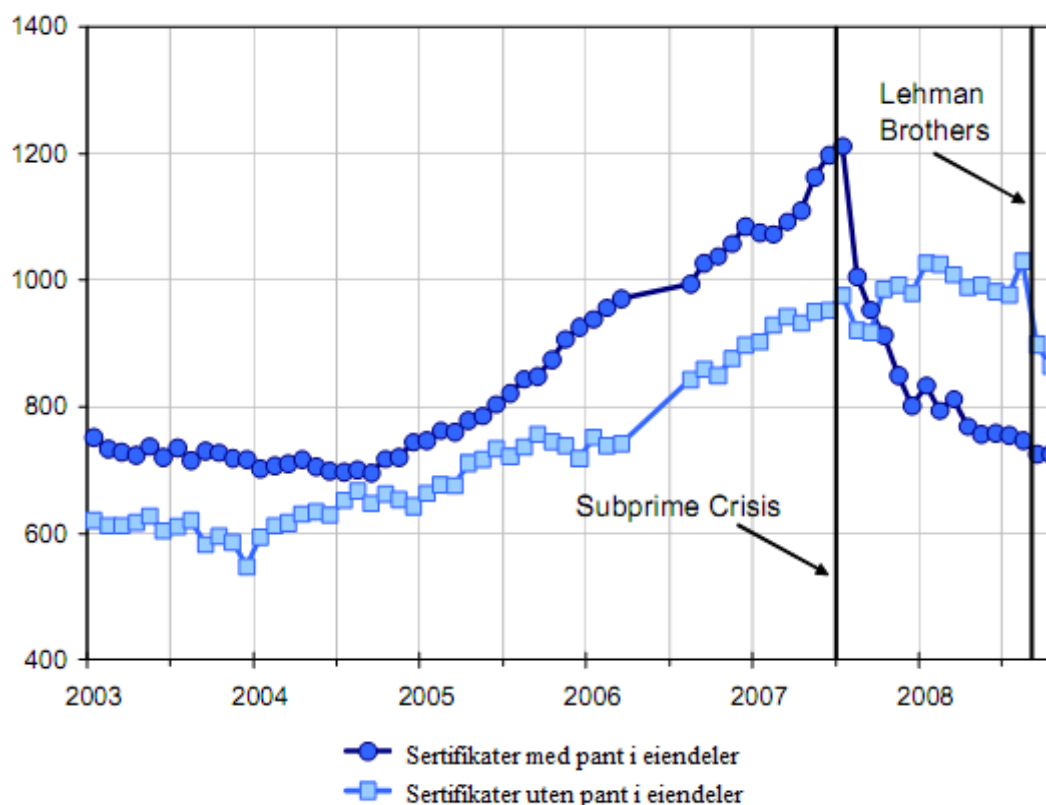
Prisveksten på private boliger i Irland var fallende allerede fra tredje kvartal 2006; et punkt som markerte toppen for den ledende indikatoren på irenes velstandsøkning på 2000-tallet. Det blir vanskelig å si konkret hvorfor akkurat dette tidsrommet markerte toppen, siden andre viktige faktorer ikke hadde endret seg forutfor. Økonomien totalt var fremdeles inn i en høykonjunktur, aksjemarkedet nasjonalt hadde ikke opplevd et krakk, kredittveksten var fremdeles sterk, politikken endret ikke på lovverket for eiendomsmarkedet og realrenten for irske husholdninger var fortsatt tilnærmet negativ. Likevel falt boligprisene. En faktor som kan bidra til å forklare starten på slutten for den irske eiendomsboblen er betjeningsgraden. 2006 var året hvor irske husholdningen merket et kraftig hopp i andelen av disponibel inntekt som ble brukt på boligrelaterte utgifter (vist i kapittelet om boligmarkedet).

De fallende boligprisene gav i første omgang bankene et problem ettersom tapene relatert til eiendomsutvikling økte i frekvens og omfang. Markedet innså dette reflektert i den fallende aksjekursutviklingen i de største irske bankene allerede fra mars 2007. Aksjemarkedet generelt var også nervøst dette året, en karakteristikk det delte med de fleste børser internasjonalt.

Spesielt i det amerikanske markedet så man tegn til uroligheter i 2007 og 2008. Subprime-krisen kan sies å starte med havariet av to fond eid av banken Bear Stearns i juni 2007. Tilgjengelig kreditt falt kort tid etterpå da finansmarkedet forsøkte å tilpasse seg de nye forholdene det sto overfor. Noe av årsaken lå ved det innviklede finansielle systemet, hvor mange av markedsaktørene ikke hadde full oversikt over innholdet i verdipapirer knyttet til boliglån; verdipapirer som hadde blitt solgt over hele verden men ikke minst nasjonalt i USA. Som vi så av prising av disse relatert til feilprisingen av risiko virket det som markedet var blitt for komplisert for sitt eget beste. Et godt eksempel på mangel over totaloversikt så vi den 15. september 2008 da den amerikanske banken Lehman Brothers gikk konkurs. De

amerikanske myndighetene valgte ikke å gripe inn for å redde banken. Kort fortalt anså de en systematisk risiko til det internasjonale finansmarkedet som en idiosynkratisk risiko. Resultatet var det som blir ansett som startskuddet på den globale finanskrisen av 2008.

Figur 23. Kortsiktig finansiering i det amerikanske markedet, milliarder USD.



Kilde: Caballero, 2008b.

Slik modellen til Minsky og teorien til Kindleberger er fremstilt, er det en periode hvor tilliten i markedet gradvis blir erodert og det oppstår en tilstand med usikkerhet ettersom stadig flere aktører innser at aktivpriser vil falle. Tidspunktet for når dette vil inntreffe er en oppskrift på et engstelig marked ettersom boligprisene allerede er fallende og boligene er sterkt overbelånte. I USA falt boligprisene nasjonalt med 20 prosent fra november 2007 til november 2008. Ett av argumentene bak den høye kredittratingen på verdipapiriserte boligobligasjoner var at eiendomsmarkedene var så forskjellige fra område til område at prisfall ikke var sterkt korrelerte. Tidspunktet for krakket kunne nok ha inntruffet tidligere om ikke de amerikanske myndighetene hadde grepet inn overfor banken Bear Stearns i mars 2008, som de gjorde ved at sørge for et salg til en annen bank. Argumentene for dette var blant annet at å la banken kollapse utgjorde en systematisk risiko. Banken hadde transaksjoner med så store deler av finansmarkedet, slik at selv om markedet i absolutte størrelser kunne

absorbere tapene ville Bear Stearns kollaps skape usikkerhet rundt veldig mange av finansinstitusjonene den hadde handler med. Utledet etter Minsky sin modell er det kun et spørsmål om tid når en finanskrise vil inntreffe gitt en finansiell boble i forkant.

I Irland hadde boligprisene falt enda mer, men selv om eiendomsinvesteringene var like omfattende lånefinansiert var ikke metodene like. De irske bankene satt i mye større grad selv på lånene de selv utstedte slik at finansmarkedet ikke var like komplisert å overvåke. Problemene for bankene her var at de satt på enorme låneporteføljer som besto av utlån husholdningene og eiendomsutviklere ville ha problemer med å betale tilbake om høykonjunkturen i landet avtok. Bankene hadde som tidligere nevnt også finansiert på en slik måte at ett av to utlån var muliggjort med innlån i det internasjonale interbank-markedet. Situasjonen for ekstern finansiering ble mer og mer utfordrende igjennom 2008 (figur 24), og utløst av kollapsen i Lehman Brothers i midten av september eskalerte situasjonen da finansieringen til Irlands mest aggressive bank (Anglo) stoppet opp den 29. september samme år. Kindlebergers kriseteori sier at krisens omfang og faktum henger på hva en *hegemonimakt* foretar seg, noe jeg kommer tilbake til senere i kapitlet.

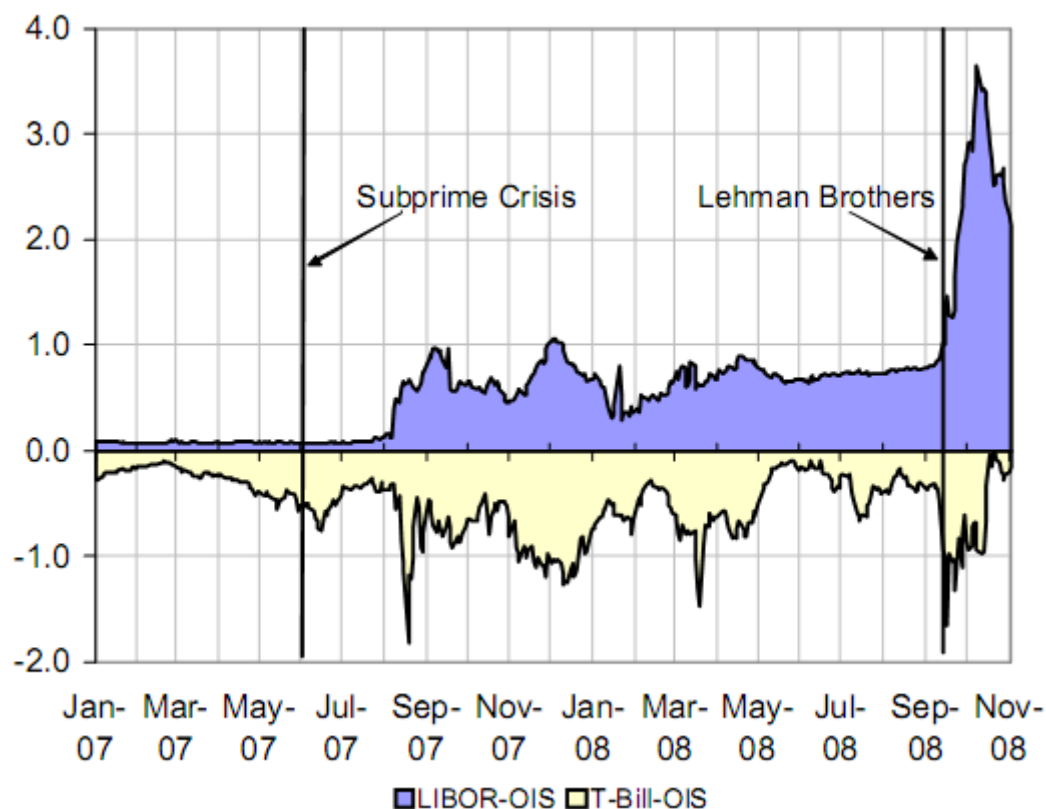
5.6 Innenlandsk forplantning

For å klargjøre; *innenlandsk forplantning* vil omhandle effektene på den irske økonomien. Etter Kindlebergers teori vil dette beskrive hvordan en krise eller eventuelt et krakk sprer seg fra ett marked til andre marked *innenfor én økonomi*. En annen vinkling kunne ha fokusert på hvordan effektene av prisenfallet i boligmarkedet i USA smittet over til finansmarkedet, for deretter å presentere de eksterne virkningene av dette på den irske økonomien. Jeg vil forholde meg under *innenlandsk forplantning* til å se mer isolert på virkningene for den irske økonomien.

Oppskriften på krisen for bankene var at de hadde påtatt seg for mye kredittrisiko (konkursrisiko) med utlån til eiendomsutviklere og husholdninger. Da prisene falt fra og med 3. kvartal 2006 økte tapene på utlån gitt til boligbygging. Etersom ECBs styringsrente også steg, og uroen i interbank-markedet i 2007 gjorde finansieringen til bankene vanskeligere, startet bankene å stramme inn kredittgivingen. Da boligprisene falt ytterligere, ble også etterspørselen etter boliger lavere samtidig som tapene på boliglån økte. ECB startet med spørreundersøkelser sommeren 2007 for kredittetterspørsel og kredittstandarder, hvor man kunne observere at kredittetterspørselen fra eiendomsutviklere falt *før* kreditten fra bankene

ble strammet inn. Undersøkelsen fant det samme for husholdninger, men avstanden mellom etterspørselsfallet og kredittinnstramningen var her lengre (etterspørselsfall fra tidlig 2007, innstramning fra oktober 2007).

Figur 24. Margin over interbank-rente (LIBOR), oppdelt i to effekter.



Kilde: Caballero, 2008b.

I interbank-markedet slo urolighetene ut i september 2007 ved at differansen mellom LIBOR og OIS (Overnight Index Swap) økte kraftig fra et lavt nivå. Figur 24 måler også differansen som 3 måneders Treasury Bills (T-Bills) minus OIS som brukes som en indikator på “flukt til likviditet”¹⁵. Av figuren ser man videre man at de irske bankene hadde betalt betydelig premier på finansieringen frem mot 15. september 2008, hvor premien ble så stor fordi tilliten i hovedsakelig det amerikanske markedet kollapset. Jeg kommer tilbake til akkurat dette under “utenlandsk forplantning”.

Det var igjen Anglo-Irish som fikk så store problemer med å finansiere driften at de irske myndighetene grep inn den 30. september 2008 med å garantere for alle innskudd og

¹⁵ Et fenomen i finansverdenen når investorer selger unna illikvide og risikable aktiva og plasserer midlene i korte amerikanske rentepapirer (som ansees for å være blant de mest likvide sertifikatene i verden).

forpliktelser (for 2 år). Da hadde Anglo brukt opp all pant for å sikre ytterlig kreditt fra ECB og banken klarte ikke å reforhandle sin kortsiktige gjeld. Problemet var at myndighetene utvidet disse garantiene til alle de seks største irske bankene selv om ingen av de andre bankene hadde liknende øyeblikkelige problemer a la Anglo. Det er rimelig å anta at irske myndigheter ikke skjønnte grunnen for spesielt Anglos kollaps siden de behandlet situasjonen som en midlertidig likviditetsskvis, i motsetning til en fundamental ubalanse i finansieringsmetodene og en slett utlånspolitikk.

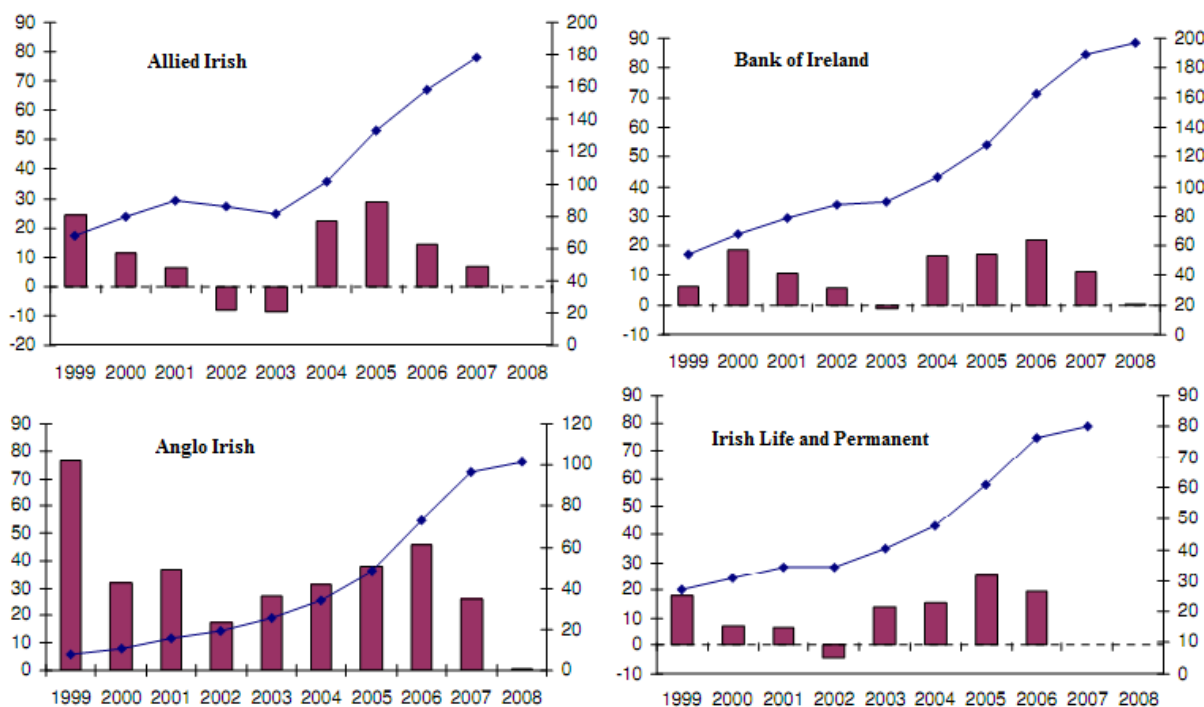
“The initial expectation of officials at the time of the guarantee was that none of the institutions involved was insolvent, and that their problems stemmed mainly from a freezing of short-term liquidity in the wake of the bankruptcy of Lehman Brothers”, rapport til den irske finansministeren fra sjefen for CBFSAI¹⁶.

Selv om irene var like redde som resten av europeerne for å la en bank gå konkurs, siden terskelen for å kalle en bankkollaps en systematisk krise var senket i denne tidsperioden, var de likevel den første nasjonen til å garantere for bankene i den grad de gjorde. De irske myndighetene ville nok ha vist at de hadde bedre oversikt over sine egne banker om de kun adresserte Anglo-Irish og ikke hele banksektoren.

De irske myndighetene garanterte for alle de seks største irske bankene i frykt for smitteeffekten Anglo kunne påføre finansieringsmulighetene til de andre bankene, til tross for at de ikke var i liknende situasjoner. Innskuddsgarantier påvirker ikke bankenes muligheter for å finansiere seg i interbank-markedet. Som en innenlandsk forplanting er det vanskelig å gjøre risikoskiftet tydeligere. Etter at garantien var et faktum ble den irske befolkningen igjennom den irske staten ansvarlige for alle tap som lå i låneporteføljene til bankene. Slike garantier som inkluderer ikke-tallfestede likviditetsstøtter har historisk vist seg å være svært kostbare (Klingebiel, 2003).

¹⁶ “The Irish Banking Crisis Regulatory and Financial Stability Policy 2003-2008”, 2010:19

Figur 25. Irlands 4 største bankers utvikling, VS: årlig vekst og stolper, HS, bokførte eiendeler fra årsregnskapene og linjer.



Kilde: Honohan, 2009.

Krav til egenkapitalgrad i forhold til utlån er noe av de regulatoriske størrelsene de irske bankene måtte forholde seg til før (og for så vidt etter) krisen. Intensjonen var at bankene skulle opparbeide seg en buffer som kunne begrense sannsynligheten for kollaps om kredittapene økte i omfang. Reguleringene var langt i fra tilstrekkelige. I 2006 ble kapitalkravet for 100 prosent finansierte boliglån økt fra 4 til 4,8 prosent i et forsøk på å gjøre de mer motstandsdyktige mot kredittrisikosjokk. Som nevnt i kapittelet om kredittmarkedet i Irland så vi at LTD-forholdet steg videre fra 06 til 07.

“We required banks to set aside much more capital in relation to these types on loans”(re: null egenkapital) og “Our capital regime is thus one of the more stringent [no:streng] in Europe”¹⁷ er noen av uttalelsene fra sjefen for det irske finanstilsynet Patrick Neary selv etter at finanskrisen var over Irland.

Basel II-regelverket lager standarder for bankene, hovedsakelig for å redusere den potensielt systematiske risikoen de kunne representere. En uheldig virkning av dette var at bankene

¹⁷ Tale til den irske parlamentets komite for økonomiske reguleringer 14. oktober 2008

verdsatte aktivaene sine etter markedspriser, som gjorde at egenkapitalen regnskapsmessig økte med stigende boligpriser. De fleste reguleringsmyndigheter anser en vekst av aktivasisiden på over 20 prosent som et sterkt faresignal på en betydelig økt risikoeksponering. Av figur 25 ser man at utviklingen for bankene fra 1999, hvor Anglo og Irish Permanent oversteg 20 prosent-terskelen i henholdsvis 8 av 9 og 6 av 9 år. Problemet er på en siden at denne markedsvurderingen av boliglånene bidro direkte til kredittveksten. På den andre siden sto bankene som hadde utnyttet de daværende kapitalbufferreglene fryktelig eksponert da boligprisene snudde fra om med 2006. Da interbank-markedet ble stadig mer turbulent i 2007 og 2008, ble sikkerheten bankene kunne stille med overfor ECB for likviditetslån gradvis mindre i forhold til totale utlån. ECB stilte i desember 2007 med likviditet til de irske bankene tilsvarende 14 milliarder euro, men denne størrelsen hadde steget til over 105 milliarder euro i juni 2009.

Forplantningseffekten kom fra boligsektoren og spredte seg til finans/banksektoren ettersom boligrelaterte tap akkumulerte i balansebøkene til bankene. Bankene på sin side fortsatte å vokse i bokførte aktiva helt frem til 2008, selv om finansiering ble stadig mer tungvint. Bankene med Anglo Irish i spissen trengte statsgarantier for å sikre fortsatt drift etter at interbank-markedet låste seg opp knyttet til Lehman Brothers-hendelsen. Mer om effekter på realøkonomien, hvorfor interbank-markedet sluttet å fungere og grep foretatt av irske myndigheter i de tre neste underkapitlene “utenlandsk forplantning”, “hegemonimakt” og “discredit”.

5.7 Utenlandsk forplantning

Ut i fra oppgavens vinkling faller det naturlig å se på hvordan den amerikanske krisen fikk et internasjonalt preg, og igjen hvordan dette påvirket Irland. Av Kindlebergers teori ser man på hvordan en innenlandsk krise forplanter seg til eksterne markeder. Finanskrisen påvirket de fleste store økonomier i verden. Mange av økonomiene hadde i mange år vært inne i en periode med høykonjunktur, med mangeårig vekst i både aksje- og eiendomsmarkeder. Internasjonal handel og integrerte interbank-markeder gjorde det lett å overføre uroligheter og spre usikkerhet mellom økonomiene.

Girouard et al. (2006) peker på at eiendomsbobler tidligere har vært enkeltstående av natur. Det har historisk sjeldent vært noen smitteeffekter rundt eiendomsbobler, selv innenfor deler av for eksempel USA. Globale faktorer, som gjennomgående lave renter, har vært viktige

innslag som forlenget eiendomsbobler i mange europeiske og det amerikanske markedet til og med 2006. Det finnes likevel store nasjonale forskjeller siden for eksempel det tyske eiendomsmarkedet ikke falt betydelig med tanke på bygging eller priser, i motsetning det irske og spanske markedet.

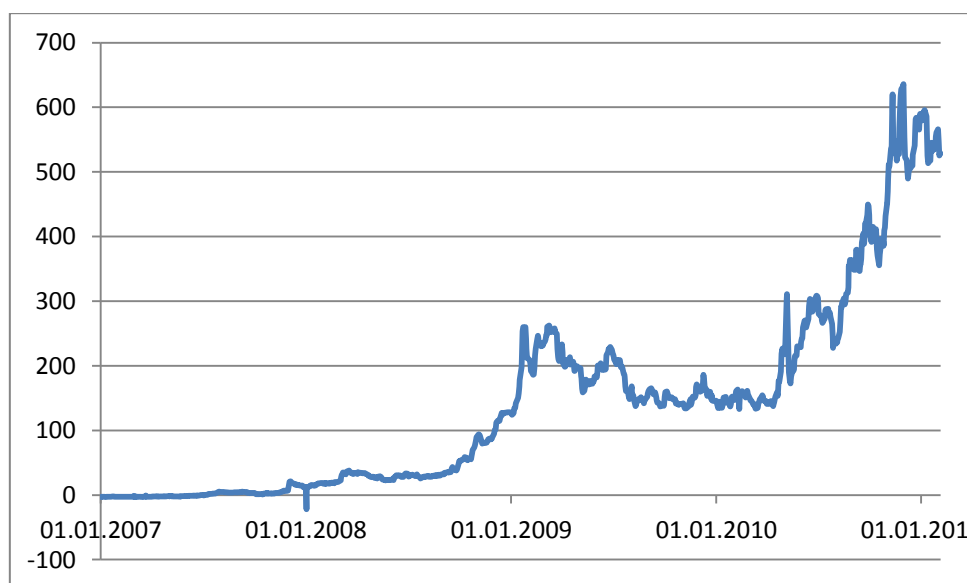
Figur 24 kan sees på som en representasjon på hva som symboliserte finanskrisen i første omgang. Tilliten mellom så å si alle aktører i interbank-marked falt til et bunnivå ved at utlånerne krevde et skyhøyt rentepåslag for å låne penger til andre banker. I realiteten gjorde dette at irske banker ikke kunne bruke denne kanalen for finansiering unntatt på veldig kort sikt. Det som i deler av september og oktober 2008 da var en kredittkrise synliggjorde for offentligheten de systematiske ubalansene i de irske bankene. Den 17. september var “flukt til likviditet”-faktoren steget til 165 basispunkter (T-bills minus OIS), mens interbank kredittrisiko-faktoren (LIBOR minus OIS) toppet på 365 basispunkt den 10. oktober. Forplantingseffekten for irske bedrifter var ganske spontan i den grad de brukte banker som kortsiktig likviditet (til eksempel kassekreditt); da bankene på en side ikke hadde de nødvendige kapitalbufferne for å tilby kreditt og på den andre siden måtte bankene i hovedsak henvende seg til den irske sentralbanken og ECB for likviditet. Mindre kreditt tilgjengelig i det irske markedet gjorde at eiendoms- og bedriftsinvesteringer falt. En allerede fallende etterspørsel etter boliger kombinert med bankenes problemer trakk begge i retning av ytterligere fall i eiendomspriser og -bygging.

Fall i etterspørselen etter varer og tjenester nasjonalt i USA førte til et internasjonalt fall. Internasjonalt handlede råvarer, råolje er et godt eksempel, falt også kraftig i pris. I det amerikanske markedet ble oljeprisen halvert mellom juli og oktober 2008. Fallet i den internasjonale etterspørselen påvirket verdenshandelen negativt. I Irlands tilfelle falt importen av varer og tjenester mer enn eksporten i 2008 og 2009 (-3 og -10 prosent mot -1 og -4 prosent). Som en liten og veldig åpen økonomi burde fallet i verdenshandel muligens hadde en større påvirkning på irsk eksport, da store deler av eksporten er konjunktursensitive forbruksprodukter som elektronikk og programvare. I motsetning til mange andre økonomier rammet av krisen virket den irske eksportsektoren som en stabiliserende faktor, siden fallet i produksjon var relatert til innenlandske sektorer.

Jeg har tidligere kort nevnt de fallende aksjekursene til irske banker. Som en del av den utenlandske forplantningen provoserte kredittsjokket frem et aksjekrakk i Irland så vel som på mange andre børser. Særlig finanssektor-indeksen på den irske børsen stupte kraftig med et

verdifall over 14 måneder fra og med starten av 2008 på hele 97 prosent. Hovedindeksen falt 73 prosent i samme periode. En ledestørrelse på aksjepriser er fremtidige forventninger, og disse var dystre mot slutten av 2008. Irske husholdninger fikk store problemer i forhold til hvor de skulle investere/ plassere verdiene sine i om med at begge de to store tradisjonelle sparekildene jevnt over falt i verdi (aksjer og boliger). Kombinert med fullgarantien på bankinnskudd fra irske myndigheter kan dette delvis forklare hvorfor irske banker ikke opplevde store reduksjoner i sine innskuddsbaserte finansieringskilder. Brutto sparerate for Irland falt imidlertid kraftig fra tidligere høye verdier ettersom irene flyttet kapital ut av landet/økonomien i den grad de var i stand til dette. Dette medførte paradoksal at den amerikanske dollaren styrket seg selv om krisen hadde sitt springbrett der, da dollaren blir ansett som den tryggeste valutaen i perioden mer uro. IMF-estimer forventer en beskjeden økning i spareraten i årene fremover, men på langt nær en økning til nivåer før krisen.

Figur 26. Rentemargin i basispunkt mellom irske og tyske 10-årige statsobligasjoner.



Kilde: Thompson Datastream.

I den grad påvirkning på finansmarkedet og eksportmarkedet skyldes forhold utenfor irske aktørers rekkevidde krever noe resonnement. Det er rimelig å anta eksportreduksjonen er en forklaring på den dempede etterspørselen internasjonalt og tilsvarende redusert internasjonal handel i etterkant at 15. september 2008. Om Irland hadde hatt et likviditetsproblem, ville det vært naturlig å se at kupongrentene på irske statsobligasjoner falt etter at IMF og ECB bidro med kredittlinjer til økonomien og bankene. Men de økte i stedet, noe som peker i retning at Irland ikke har et likviditetsproblem, men et betalingsproblem. Risikopremiene på irsk

statsgjeld (figur 26) viser at markedet tror at de har påtatt seg for mye gjeld og vil ha problemer med å betale den tilbake.

5.8 Hegemonimakt

Kindlebergers fem punkt for rollen til en hegemonimakt er å holde sviktende markeder ved like, sørge for langsiktig kontrasyklisk kreditt, holde valutasystemet stabilt, koordinere makroøkonomisk politikk og å opptre som långiver i siste instans. Potensielt kan hegemonimakten hindre en krise, men utover det kan den påvirke krisens varighet og omfang.

Det finnes flere mulige hegemonimakter, men i Irlands tilfelle blir det europeiske sentralbanken den mest nærliggende kandidaten som oppfyller alle rollene. Den amerikanske sentralbanken har vært veldig medvirkende for å holde valutasystemet stabilt, og å koordinere makropolitikk med å være en pådriver for rentenedsettelsene i kjølvannet av 15. september 2008. IMF har bidratt med kontrasyklisk kreditt, men ECB har overskygget IMF i rollen som långiver i siste instans. IMF har derimot bidratt mot å koordinere makropolitikk, selv om kapitalen de hadde tilgjengelig ikke var tilstrekkelig som likviditetsinnsprøytninger til alle medlemslandene som trenger de.

Den irske sentralbankens bidrag i mot en hegemonimakt (som før krisen vel var å føre statistikk og å overse bobleoppbyggingen,) var å opprette kredittlinjer til de irske bankene. Dette gjorde de i oktober 2008 uten å analysere hva som egentlig skyldtes bankenes dårlige likviditet. CBI opprettet også NAMA, som skulle anskaffe eiendoms lån bankene ville lide store tap på og opprette tilliten til irske banker som låneinstitusjoner. I praksis overførte NAMA verdier fra staten til eierne av bankene, selv om det underliggende formålet heller var å hindre at finansmarkedet i Irland gikk under. NAMA var en form for *utlåner i siste instans* på nasjonalt plan. Selv om NAMA kostet skattebetalerne i Irland ved at staten tok over deler av bankenes utlån, må dette igjen veies opp mot de samfunnsøkonomiske kostnadene av et dysfunksjonelt bankmarked. NAMA representerer på en måte at bankene renvasker seg fra en katastrofal utlånspraksis, men det må skje forbi økonomien er avhengig av utlånsinstitusjoner.

På nasjonalt plan har ECB vært viktig for å fremme finansiell stabilitet, og som nevnt tilførte de mye kontrasyklisk likviditet allerede før 15. september gjorde ECB og til dels CBI til den eneste kilden for ekstern finansiering for et knippe irske banker. (Bank of Ireland var den eneste irske banken som klarte å hente betydelige private midler da bankene ble refinansiert av ECB). Responsen på finanskrisen internasjonalt var kjennetegnet ved at alle de større

vestlige sentralbankene satte ned styringsrentene sine. På veldig kort sikt hadde dette begrenset effekt da den reelle innlånsrenten for banker som trengte likviditet inkluderte rentemarginer på flere hundre basispunkt grunnet uoversiktlige finansmarkeder. Det har ikke vært en internasjonal hegemonimakt som kan påvirke krisens hendelsesforløp da tiltakene man så i hovedsak ble utøvd på nasjonale plan. ECB er et tydelig unntak på dette fordi dens oppgaveområde av natur inkluderer alle medlemslandene. Sentralbanker og myndigheter har samlet sett virket som en hegemonimakt i og med at koordinasjonen med rentenedsettinger og likviditetstilførsel har vært planlagt slik at nasjonale virkemidler skulle få et skinn av å være internasjonale. Forumet for det største vestlige økonomiene, G-7(8), bidro også til å berolige finansmarkedene med sine uttalelser om ikke la store finansinstitusjoner gå overende.

Da IMF ikke var tilstrekkelig bemidlet til å tilføre nok likviditet til finansmarkedene, sørget en utvidet G-7-gruppe for at de fikk tilført 500 milliarder dollar – en mangedobling av tidligere midler. Denne gruppen allokerte også tilsvarende midler til tiltak som skulle stimulere den internasjonale etterspørselen, ettersom den internasjonale handelen falt i etterkant av kredittsjokket.

Av Kindlebergers tolkning av hegemonimakten, vil denne også se på internasjonale forhold. Skal man analysere reaksjonene på krisen fra Kindlebergers teori, vil en samlet innsats fra relevante instanser i de rammende landene være det nærmeste vi kommer. En internasjonal myndiggjøring av IMF har gjort at organisasjonen har virket som den samlende paraply for å takle problemene som har oppstått i kjølvannet av finanskrisen.

5.9 Discredit og epilog

Av Minsky kjennetegnes denne fasen ved at ett eller flere markeder kolliderer, representert ved kraftige prisfall. *Discredit* henger nøye sammen med *revulsion*, og dekker perioden hvor alle aktørene vil ut av det aktuelle markedet samtidig, noe som skaper et krakk med mindre andre aktører er villige til å kjøpe til priser over fundamentalverdiene.

Denne fasen er muligens enda vanskeligere å anvende på Irland enn Minskys andre faser. Produksjonen igjennom BNP hadde allerede falt i nesten et år før Lehman Brothers kollapset. Jeg vil heller fokusere på krisens dybde, og i begrenset omfang varighet, for å sette fasen inn i en mer meningsfull diskusjon. Mange av elementene som etter finanskrisens fase hører inn under *discredit*, har blitt adressert i delkapitlene “innenlandsk forplantning” og “utenlandsk forplantning”. Jeg vil således delvis behandle dette kapitlet som en epilog som går utover

hva Minsky omfavner i sin teori. Krisen i Irland har grovt tre dimensjoner over seg. Den *økonomiske krisen, bankkrisen og den fiskale krisen*.

5.9.1 Den økonomiske krisen

Bråstoppen i interbank-markedet gjorde at det ikke lengre gikk an å ignorere problemene i den irske økonomien. Samlet fall i BNP utgjorde 21 prosent fra 4. kvartal 2007 til 3. kvartal 2010, og mye av grunnen ligger i sammenbruddet i anleggssektoren og ringvirkningene dette hadde på resten av økonomien.

Tall over arbeidsledighet må leses i sammenheng med tall over den totale arbeidsstyrken. Da arbeidsledigheten steg 9 prosent fra 2007 til 2010, falt arbeidsstyrken med 13 prosent i samme periode (fallet er ca. 4 prosent høyere om man utelukker offentlige arbeidsplasser og skole-, helsejobber). På en side er arbeidsledigheten høyere enn hva den ville ha vært uten arbeidsemigrasjon, men på den andre siden mistet Irland høyt kvalifiserte arbeidstagere som flyttet til fordel for arbeid i utlandet. *Discredit* slik Minsky skriver det beskriver det uunngåelige fallet i et marked som leder til en krise. Slik jeg ser på det blir *discredit* fasen hvor krisen synker inn i økonomien. I starten av 2010 hadde sysselsetting av menn mellom 20 og 24 år falt med 47 prosent fra en toppnotering i 2006; en gruppe som var overrepresentert i anleggssektoren. Koblingen mellom boligpriser og arbeidsledighet er noe vanskelig presist å estimere, selv om det eksisterer mange økonometriske modeller på temaet (Cameron og Muellbauer, 2001). Den høye arbeidsledigheten vil utvilsomt påvirke husholdningers kjøpekraft og evne til å betjene gjeld. Ettersom høyere lønninger på 2000-tallet har svekket den irske konkurranseevnen, kombinert med en generell lav utdanning hos flesteparten av de arbeidsledige, ser det ut som at arbeidsledigheten vil holde seg høy i mange år etter at finanskrisen traff Irland.

En økende arbeidsledighet er en realøkonomisk konsekvens av finanskrisen, og et stort problem med arbeidsledigheten er at den er mye lettere å få opp enn å redusere. En høyere arbeidsledighet henger sammen med at den irske staten fikk opp til 20 prosent av inntektene side fra boligrelatert virksomhet. Kelly (2010) fremhever sammenhengen mellom stigende arbeidsledighet og fallende boligpriser på en økt sannsynlighet for personlige konkurser på boliglån. Han trekker også en parallell mellom det irske boligmarkedet og boligmarkedet i delstaten Florida i USA, hvor han mener de er ganske like i bobleoppbyggingsfasen og finansieringen. Ser man på Florida i 2009 var en av fire lån slik at boligene enten var blitt

overtatt av banken eller at låntagerne var nærme det stadiet¹⁸. Året etterpå i Irland var bildet slik at en av åtte boliglån enten var forfalt eller reforhandlet med banken

Tabell 6. Sesongjustert arbeidsledighet, prosent av arbeidsstyrken.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Januar	4,4	4,4	4,8	9,4	13	14,7
Februar	4,4	4,5	4,9	10,2	12,9	14,7
Mars	4,4	4,4	5,2	10,8	12,9	14,7
April	4,4	4,5	5,3	11,2	13,1	14,6
Mai	4,5	4,5	5,5	11,6	13,2	
Juni	4,5	4,5	5,9	11,9	13,3	
Juli	4,5	4,5	6,3	12,2	13,5	
August	4,5	4,5	6,8	12,4	13,7	
September	4,5	4,6	7,1	12,7	14	
Oktober	4,4	4,6	7,6	12,9	14,5	
November	4,3	4,8	8,1	13,1	14,7	
Desember	4,4	4,8	8,6	13	14,8	
Årlig snitt	4,4	4,6	6,3	11,8	13,6	

Kilde: CSO.

5.9.2 Bankkrisen

Uroligheten i internasjonale finansmarkeder og spesielt kollapsen i den britiske banken Northern Rock i 2007 førte til at CBFSAI, det irske finanstillsynet, i stadig større grad klargjorde seg for et potensielt likviditetsproblem for flere eller alle av de irske bankene. Fokuset på å sikre likviditet var en konsekvens av at finanstillsynet hadde for lite informasjon til å skjønne at de irske bankene opererte på små marginer og var overeksponert for endringer i det makroøkonomiske bildet. Med etterpåklokskapen som våpen hadde det nok vært mye mer fornuftig å fokusere innsatsen på å sørge for at bankene hadde et så stor buffer som mulig om interbank-markedet låste seg opp.

Selve avgjørelsen om å garantere for alle innskudd og mye av gjelden til de seks største bankene kom etter at finansdepartementet, finansreguleringsmyndighetene og sentralbanken hadde hatt hyppige møter igjennom hele 2008. En garanti som dekket alle store banker var sett i etterkant et klokt valg, da banker som hadde blitt utelatt fra garantien fort kunne ha blitt

¹⁸ Presseuttalelse Mortgages Bankers Association

ofre for “bank runs”¹⁹. Selv om det var klart at myndighetene måtte foreta seg noe for å opprettholde stabiliteten, var omfanget av garantien blir at den også inkluderte majoriteten av obligasjonene bankene hadde utstedt. Dette gjorde at den irske staten overeksponerte seg i forhold til mulige tap i banksektoren, slik at det ble vanskeligere for staten i etterkant å løsrive seg fra insolvente banker som Anglo-Irish siden garantiene i praksis var gyldig for hele banker i stedet for kun bankinnskuddene.

Det irske banksystemet har litt forenklet tre grunnleggende problemer. Det har kommet store tap på utlån til boligbyggingsvirksomhet, det er overhengende avhengig av finansieringsmidler utover kundeinnskudd og det er store potensielle tap innenfor boliglånporteføljene. Irske myndigheters kapitalinnsprøyting og oppkjøp av råtne lån har kun en virkning på det første problemet. Selv ett år etter Lehman Brothers i november 2009 lånte den nest største banken i Irland kapital til 5,6 prosent for å dekke boliglån med en avkastning på 3 prosent (Irish Independent, 2009). En økt emigrasjon fra en mobil irsk befolkning og en tiltagende arbeidsledighet er faktorer som trekker i retning at tap på boliglån vil øke i frekvens og styrke.

Et annet trekk som muligens er unikt for irske banker er deler av utlånspraksisen: Etter krisens start og operasjonalisering av NAMA, har bankene fortsatt å tilby boliglån med lavere rente enn interbank-markedets faktiske finansieringsrenter (eksempel på dette på siden over). Utover at dette ikke er opprettholdbart over tid, nevnte jeg tidligere at boligprisene er viktige i forhold til omfanget av forfall på boliglån. Ved effektivt å subsidiere boliglån bidrar dette til at boligprisene holdes kunstig oppe, i og med at det er en nær tilknytning mellom boliglånets størrelse og boligprisene. Det kan spekuleres i om at dette er med på å hindre en sterk økning i forfallshyppigheten.

5.9.3 Den fiskale krisen

Fallet i eiendomspriser hadde effekter langt inn i de offentlige budsjettene, da disse inneholdt strukturelle svakheter. De offentlige kostnadene hadde steget jevnlig helt fra starten av 1990-tallet, men ble på 2000-tallet i stadig større grad støttet opp av inntekter generert av boligsalg og kapitalskatt, hvor direkte skatter gradvis sto for lavere andeler av skatteinntektene. Da prisene raste i eiendomsmarkedet sank også omsetningen og nybyggingen av boliger, økte dette direkte underskuddet på statsbudsjettet. Netto offentlig gjeld er ventet til å stige til 95

¹⁹ Mani hos kunder hvor et stort antall av kundene trekker ut sine innskudd fordi de frykter at banken kan gå konkurs. Løpet på Northern Rock året før var nok et skrekksenario for CBFSAI.

prosent av BNP i 2011 fra et nivå på 12 prosent i 2007. Irske myndigheter påtok seg problemene nasjonale banker hadde skapt.

Fallet i innenlandsk etterspørsel og omsetningen av eiendom gjorde at den irske staten mistet store skatteinntekter. Reduksjonen i privat forbruk var også bidragsgivende for at statsbudsjettet gikk fra å være i balanse i 2007 til å ligge på negativt 11-12 prosent i 2009 og 2010 (ekskludert kostnader knyttet mer direkte til finanskrisen). Legger man til kostnadene ved å tilføre kreditt til bankene så Irland på underskudd av størrelsesorden 14,5 og 32 prosent av BNP disse to årene.

Dette tvang myndighetene til å låse lønningene i offentlig sektor og stoppe nyansettelser, samt å skalere tilbake sosiale støtteordninger som hadde vokst frem i årene med store overskudd på statsbudsjettet. Denne innstramningen er helt klart prosyklisk siden den kommer i tillegg til en resesjon i økonomien. Irske myndigheter bygde ikke opp reserver av nevneverdig grad i høykonjunkturen og burde heller ha etablert en form for sikkerhetsnett i tilfellet økonomien skulle få et sjokk. Den eneste store kapitalreserven irene hadde etter krisen var den offentlige pensjonskassen. Tall fra IMF estimerer at den offentlige gjeldens andel av BNP vil stabilisere seg på rundt 120 prosent i 2014, gitt at innstramningene i statsbudsjettet går etter planen.

6. Drøfting av teorienes gyldighet

Opgaven er forankret i Minsky og Kindlebergers teorier om finanskriser. I dette kapitlet vil jeg fokusere på om disse teoriene kan forklare den irske krisens forløp. Jeg ønsker å finne ut hvor anvendelige generelle teorier er på forklare en spesifikk krise.

Begge teoriene legger stor vekt på et ytre sjokk som rammer økonomien. Der jeg anvendte teorien på det irske eksempelet valgte jeg meg en hendelse som kunne tjene denne funksjonen: introduksjonen av en ny valuta. I seg selv behøver ikke en valutaovergang lede til en krise, men om man skal tolke Minskys deterministiske teori bokstavelig førte lavere realrenter i Irland fra og med 1999 til finanskrisen i 2008. Det blir spesielt relevant å trekke inn foranledningen i Irland før introduksjonen av euroen om man i det hele tatt skal kunne bruke reduksjonen i realrenter som en forklaringsfaktor. Den irske økonomien var allerede i en høykonjunktur da valutaskiftet fant sted. Minsky peker på at minst en sektor får en økt forventet lønnsomhet, og at økonomien må allokere midler til denne sektoren for at vi skal ha en *displacement*-effekt. Selv i etterkant er det ikke tydelig at eiendomsutbygging var den sektoren som fikk et positivt skift før omtrent to år etter valutaovergangen. En viktig forklaringsfaktor var også at den irske arbeidsledigheten hadde falt til et rekordlavt nivå akkurat da. Skulle den økonomiske veksten fortsette i samme takt som før årtusenskiftet ville irene trengt flere arbeidere som ville jobbe uten at dette gav et økt press på høyere lønninger. Lønningene begynte å stige vis a vis andre land med det resultat at den irske økonomien fikk et dårligere konkurransefortrinn og fokuserte mer på innenlandsk vekst. Mitt problem med å kalle valutaovergangen en *displacement*-hendelse var at økonomien vokste i samme takt både før og etter hendelsen. Der hvor veksten i den irske økonomien burde ha avtatt siden underliggende faktorer talte for det, fortsatte den som før. Analyserer man der i mot skiftet i verdiskapning internt i økonomien i etterkant ser man at de lave realrentene samsvarer med dette. Teorien beskriver empirien tilstrekkelig i forhold til at teorien er generell og empirien er konkret.

Boligprisene vokste raskere enn økonomien generelt allerede fra 1995, men de steg fra et lavt prisnivå. Siden boliger i forhold til innbyggere var lavt i europeisk sammenheng, var dette kun naturlig da velstanden i Irland også økte mye fra et lavt nivå. Med billig og tilgjengelig kapital fra årtusenskiftet ble eiendomsmarkedet en kanal for spekulasjon siden prisene steg så

rask. Boligmarkedet passer godt inn i *overtradings*-fasen, både på huskjøpssiden og i allokeringen av ressurser mot eiendomssektoren. Kriseteoriene fremhever at sektoren det blir spekulert i preges av ufunderte positive forventinger om fremtidige verdier. Jeg vil ikke forhastet kalle eiendomssektoren for en boble til å begynne med, siden det var en stor etterspørsel etter eiendom som ikke nødvendigvis bare var drevet av spekulasjonsmotivet. Ettersom etterspørselen ikke avtok i de første årene innpå 2000-tallet ble det tydeligere at dette var en boble. Et problem med å bestemme og tidfeste dette var at den mellomlange trenden i eiendomspriser også var sterkt stigende. Det kan stilles et spørsmål om det var tilbudet eller etterspørselen som skapte en boble i eiendomsmarkedet. På den ene siden hadde husholdningene sterke skatteincentiver og kredittpremisser for å investere i eiendom, som bidro til at de presset prisen oppover. På den andre siden la myndighetene det svært godt til rette for utviklerne, hvor de klargjorde store tidligere ubebygde områder med veier og skolevesen som også trakk i retning at det ble mer lønnsomt å bygge ut eiendomsparken. Utviklingen i eiendomssektoren var mer og mer i tråd med hva som er beskrevet som *overtrading*, slik at teoriene så langt også stemmer overens med empirien. Et godt poeng fra teorien er at utviklingen ikke kan opprettholdes over tid.

Kindlebergers teori tar ikke høyde for at en lav realrente kan være selve det eksogene sjokket, siden han i større grad snakker om at en lav realrente kan forsterke et ytre sjokk. Skal man her anvende Kindlebergers teori blir det mer en selvforsterkende sirkel mellom årsak og effekt. Teoriene fremhever også begrepet begrenset rasjonell adferd, noe som kan anvendes på denne konkrete situasjonen siden denne velstandsøkningen innen eiendom er skadelig for økonomien som helhet på lang sikt.

Pengemengdevekst, eller mer en overdreven kredittvekst siden Irland er med i et større valuta-regime, er sentralt i hvordan eiendomsmarkedet utviklet seg. Dette var også bidragsytende i forhold til å bygge opp de strukturelle svakhetene i det irske statsbudsjettet. Det er interessant å se på de irske statsfinansene siden utgiftene nesten vokste i takt med produksjonen, mens inntektene gradvis i større omfang ble generert av engangsutgifter som dokumentavgiftene. Minskys teori trekker inn myndighetene på denne måten, mens Kindleberger i hovedsak trekker de inn relatert til krisehåndtering. Begge teoriene trekker inn de regulerende myndighetene i forbindelse med liberaliseringen av finansmarkedene, men ikke som en aktiv part. Teorien fanger generelt inn tendensen med en økt gjeldsbyrde per innbygger i Irland, men selvfølgelig ikke metodene med et økt forhold mellom bankinnskudd og utlån og storstilt bruk av internasjonale kapitalmarkeder. Metoden for pengemengdeveksten var ikke engang

lik mellom ulike økonomier gikk inn i resesjoner i 2008. Kreditt ekspansjonen muliggjorde finanskrisen ettersom den direkte gjorde at bankene gav ut så mye kreditt at de ble insolvente. Den forsterket eiendomsboblen, og da boblen sprakk resulterte det i arbeidsledigheten i Irland eksploderte og BNP-veksten ble negativ. Kreditt ekspansjonen gjorde også at staten gikk fra å ha relativt lite statsgjeld til å ha så mye at investorer krevde et så stort risikopremium at irene ikke lengre kunne utstede nye statsobligasjoner. *Monetary expansion* er svært viktig i teoriene som noe som baner vei for en mulig finanskrise, slik at det irske eksempelet er godt beskrevet teoretisk.

Det er delene av teoriene som omtaler *revulsion* og *kritisk fase* som ikke stemmer overens med empirien. For det første fortsatte kredittveksten lenge etter at prisene på eiendom hadde begynt å falle. Teoriene peker også at prisfall i ett marked vil føre til at prisene i andre marked vil falle ettersom investorer trenger likviditet for å dekke inn tapene sine. For den andre vokste BNP mer i 2007 enn i året før da eiendomsprisene nådde toppunktet. Jeg tror dette har noe med at teoriene er noe overfokuset på aksjemarkedet, som er mye mer likvid enn eiendomsmarkedet. Det tar mye lengre tid for at et fall i boligprisene skal tilsvare et likt absolutt fall i aksjemarkedet. Kindlebergers *kritiske* fase samsvarer i større grad med hva som skjedde i Irland siden elementer av finansiell uro eksisterte i økonomien i over et år før man fikk en resesjon. Kindleberger beskriver finansiell uro som forløperen til et eventuelt krakk hvor investorene skifter forventningsestimatene sine. Størrelsen på krakket i eiendomsmarkedet kan teoretisk [ikke kriseteoretisk] være ubegrenset så lenge det ikke påvirker sysselsettingen i anleggssektoren og dermed realøkonomien. Boliger har også den egenskapen utover å være spekulasjonsobjekter at de fungerer som husly, slik at de kan tas ut av markedssirkulasjonen i perioder med fallende priser. Dette kan også forklare noe av hvor tidsavstanden mellom krakket og krisen var så stor. (Det private eiendomsmarkedet hadde falt i pris i 18 måneder før Lehman Brothers kollapset). Finanskrisen i Irland forklares ikke direkte av nesten en halvering av eiendomsprisene slik man kan forvente om man tolker teoriene bokstavelig. Irland gikk inn i en resesjon etter en finanskrise fordi veksten i økonomien stagnerte. Økonomien stagnerte fordi den var avhengig av anleggssektoren, og denne krympet på veldig kort tid fordi etterspørselen falt og tilbudet var altfor stort. Arbeidsledigheten dette skapte lagde finanskrisen i Irland. Det er kanskje en nyanseforskjell fortalt i etterkant, men óg empiri teoriene ikke beskriver.

Det faktum at den irske staten økte gjeldsbelastningen sin betraktelig i forhold til BNP er i seg selv ikke et problem. Dette forlenget [forlenger] finanskrisen fordi den irske økonomien er i

en resesjon og statsbudsjettet går med underskudd uten optimistiske prospekter for å vokse [les:BNP] seg ut av gjeldsbyrden. Minsky mener med *discredit* at krisens dybde er knyttet til fallet i eiendomspriser. Kriseforløpet i Irland var sentrert rundt en eiendomsboble og en påfølgende kredittboble,²⁰ men en stabilisering av prisene i eiendomsmarkedet vil ikke i seg selv bedre prospektene for å komme seg ut av finanskrisen. Noe modellene ikke tar tak i er en slags skult offentlig gjeld som blir synliggjort i det myndighetene garanterer for nasjonale bankers gjeld for å forhindre et tap av finansiell stabilitet. Det kan kanskje anses som en negativ effekt av *hegemonimaktrollen*. Jevnt over vektlegger ikke teoriene det offentlige handlingsmønster før krisen som en forklaringsfaktor på selve krisen. Myndighetene ble begrenset i å stimulere etterspørselen ved å øke antallet offentlige arbeidsplasser fordi gjelden økte, og må i stedet kutte i offentlige kostnader som et vilkår for å bli finansiert eksternt fra kilder som EU og IMF.

Kindleberger trekker igjennom *innenlandsk forplantning* i større grad på at en priskollaps i ett marked fører til en kollaps i et annet fordi investorer selger seg ned for å dekke tapene i det første, som kan gi en krise fordi banksektoren blir mer restriktive i kredittgivingen. Selv om dette ikke stemmer helt med de faktiske hendelsene, har teorien stor forklaringskraft siden fallende eiendomspriser gav bankene store tap som igjen gjorde bankene mer restriktive med kredittgiving. Smitteeffektene mellom markeder som teorien fremhever er derimot ikke forklaringen.

Smitteeffekter i et mer overordnet perspektiv er interessant på flere måter. Et sted hvor dette gjør seg relevant er i forhold til finansiell stabilitet internt i økonomien. Myndighetene garanterte for alle bankene fordi dårlig soliditet hos enkelte banker gav likviditetsproblemer hos resten av bankene. Dette stemmer overens med hva Kindleberger mener bør gjøres for å dempe virkningene av en krise jamfør *hegemonimaktrollen*; handlingen med å bidra med kontrasyklisk kreditt. En annen smitteeffekt Kindleberger påpeker er priseffekten mellom aksjemarkeder. Selv om vi observerte sammenfallende aksjekrakk i etterkant av finanskrisens utbrudd, var det ikke her en smitteeffekt hadde størst påvirkning på den irske finanskrisen. Kindleberger omtaler kapitalstrømmer mer som kapital som trekkes inn i økonomien i oppgangstider og trekkes ut i nedgangstider, hvor disse effektene i seg selv bidrar til å forsterke konjunktursvingningene. Det var igjennom de internasjonale kapitalmarkedene at smitteeffekten hadde største virkning i denne finanskrisen. *Utenlandsk forplantning* omtaler

²⁰ I den forstand at kredittveksten ikke var opprettholdbar over tid.

kapitalflukten som en kilde til mindre likviditet i markedet, mens empirien viste at et tillitsproblem mellom finansinstitusjoner drev opp risikopremiene på kreditt og reduserte kreditten på den måten. Det er en viss sammenheng mellom teori og empiri siden mange sentralbanker påtok seg rollen som *utlåner i siste instans*.

Hegemonimakten, eller varianter av den, er kun beskrevet i Kindlebergers teori. Den er viktig for å opprettholde stabiliteten på den globale arenaen. Jeg finner sterke elementer av denne rollen på internasjonale plan spesielt, relatert til stabiliseringen av internasjonale kapitalmarkeder. Dette har nok redusert noen av likviditetsproblemene irske banker sto overfor, men siden det grunnleggende problemet for irske banker var store potensielle utlånstap og ikke likviditetsproblemer, reduserer dette påvirkningen en *internasjonal* hegemonimakt kunne ha på den irske økonomien. ECB virket som en internasjonal hegemonimakt i en krisebegrensende rolle, men hadde ikke en stabiliserende funksjon i den grad at ECB tilstedeværelse roet ned interbank-markedet [aug 07-okt 08]. Nasjonalt ble sentralbanken en *utlåner i siste instans* som reddet bankene i 2008. Teorien stresser viktigheten av tidspunktet når sentralbanken tilfører likviditet til markedet, for å la insolvente bedrifter gå konkurs først. Teorien tar ikke høyde for at det er selve bankene som er insolvente, da det er store realøkonomiske forskjeller på en bedriftskollaps og en konkurserklæring fra en stor bank.

En finanskriser slik jeg har definert den i teorikapittelet fremhever en del faktorer som *panikk i banksektoren og uventede fall i prisnivået* som kan skape en finanskriser. Mishikin hefter seg ved at finanskriser har en så sterk effekt på vekst i produksjonen nettopp fordi den forstyrrer finansieringen til de mest produktive investeringsmulighetene. For meg virker det like sannsynlig at BNP-veksten har blitt negativ fordi kapitalen før krisen gikk til sektorer som kun var mest produktive på kort sikt – eiendomssektoren.

Det blir helt feil å fremstille bankene på den ene siden og ineffektive myndigheter på den andre som de eneste aktørene som skapte krisen i Irland. Teorien peker i større grad enn min utredning på enkeltaktører i markedet (mer presist: de aggregerte handlingene av enkeltaktører) som forklaringsfaktorer i forløpet til krisen. Private husholdninger sto for mesteparten av overinvesteringene og overvurderingene [etterspørselen]. Det vil være nærliggende å tilskrive noe av ansvaret for eiendomsboblen til gruppetenkning blant husholdningene og investorene.

7. Konkluderende elementer

7.1 Besvarelse av problemstillingen

Like spektakulært som kollapsen i den irske økonomien er måten landet kom dit. Dette var landet som hadde en kraftig netto emigrasjon, sterk inflasjon, lav vekst og store underskudd på statsbudsjettene: det var ikke helt ubegrunnet at landet ble kalt “Europas syke mann”. Men irene snudde trendene, vokste seg ut av problemene og ble kalt alt fra “det irske underet” til “det irske mirakelet”. Men den irske økonomien vokste fra en posisjon med høy arbeidsledighet, lave eiendoms- og aksjepriser og et lavt BNP per capita-nivå. Siden økonomien opererte på full kapasitet forventet mange at veksten skulle stabilisere seg til mer normale vesteuropeiske nivå. Men dette skulle ikke skje.

Irland var et medlem av den europeiske monetære union, og byttet bort sitt pund for euroen i 1999. Dette gav drastisk lavere realrenter og gjorde det mye lettere for irske banker å låne penger i et internasjonalt kapitalmarked da det å låne til Irland hadde den samme valutarisikoen som den tyske økonomien. Dette var et asymmetrisk sjokk for den irske økonomien, og noe kriseteorierne kaller en *displacement*-hendelse. Siden det irske økonomien nå hadde en veldig lav arbeidsledighet, førte dette nå til et kraftig press oppover på reallønningene som svekket konkurransefortrinnet irene tidligere hadde brukt til å tiltrekke seg utenlandske investeringer. Mer og mer av velstandsøkningen skjedde nå med en økt offentlig etterspørsel og innenlandsk byggeaktivitet. Irene kunne finansiere en økt betalingsvilje for eiendom, aksjer og forbruk med billig kreditt, og staten kunne fortsette å vokse fordi stadig større andel av inntektene kom fra kapitalskatter og boligrelatert inntekter. Som mine beregninger viser var styringsrenten altfor lav til å holde inflasjonen og BNP-veksten i nærheten av en langsiktig trend i boblefasen.

Sårbarheten i det irske banksystemet ble blottlagt av nesten-kollapsen i internasjonale kapitalmarkeder i 2008. Sårbarheten reflekterte store makroøkonomiske ubalanser internt i Irland. Denne ubalansen kom fra en voldsom vekst i eiendomssektoren som ledet an høykonjunkturen i økonomien, og myndighetens økte avhengighet av inntekter fra eiendomssektoren og andre sykliske inntekter som kapitalgevinstskatter. Eiendomsboblen ble underbygd av bankens økte finansiering igjennom internasjonale kapitalmarkeder, som var en

stor og billig finansieringskilde. Dette økte bankens sårbarhet for endringer i internasjonale kapitalmarkeder som igjen ledet til bankenes undergang da krisen inntraff.

Eiendomsboblen og den medfølgende høykonjunkturen ledet Irland inn i en stor bankkrise, en dyp resesjon og en fiskal krise. Medlemskapet i euro-valutaen hindret det som mest sannsynlig hadde blitt en fjerde krise, en valutakrise. Selv om det internasjonale kapitalmarkedet bidro til kredittexplosjonen, lå ansvaret for å begrense denne på irske myndigheter. Reguleringsmyndighetene klarte ikke å holde banksektoren og det finansielle systemet stabilt, samtidig som det offentlige budsjettet var veldig prosyklisk.

7.2 Lærdommer fra det irske eksempelet

I dette underkapittelet skal jeg diskutere i hvilken grad finanskrisen i Irland kunne vært unngått. Siden finanskrisen er så alvorlig i den irske økonomien, blir det mer fornuftig å angripe årsaker som forverret krisen enn å finne grunner for kunne helt ha forhindret den. For å rotfeste drøfting mer i virkeligheten vil jeg hovedsakelig vurdere begrensninger som kunne ha blitt implementert før krisen og som kunne ha redusert det negative omfanget av den irske finanskrisen. Jeg vil gå noe i detalj på hva irske reguleringsmyndigheter gjorde galt før krisen. Dette kan ha medvirket til at finanskrisen kom så overraskende på økonomien, selv om mange utviklingstrekk i forkant indikerte store skjevheter som ville medføre en dyp resesjon.

Men bankens fall skyldtes ikke uroen i internasjonale kapitalmarkeder. Eiendomsprisene hadde allerede falt i 1 ½ år før Lehman Brothers gikk overende. Tap på utlån fra eiendomsprosjekter som ble startet da markedet var på sitt høyeste i 2006 preget allerede bankene. Noen av de mer solvente bankene som Bank of Ireland ville nok ha klart seg om interbank-markedet ikke hadde blitt låst, men det var kun et tidsspørsmål før de mer belånte bankene som Anglo-Irish Bank ble insolvente.

Hvordan oppsto dette? Det er rimelig å anta at ingen ønsket seg en finanskrisen. Det er helt klart at ledelsen hos bankene sitter på mye av ansvaret. Revideringen av bankene påpekte ingen mangler. Men det er for meg tydelig at de største feilstegene ble gjort i lys av den finansielle reguleringen. Denne sviktet på overvåkning av de enkelte institusjonene, forståelse av det overordnede makroøkonomiske bildet og forebyggende tiltak som kunne ha hindret at

bankene helt endret sin utlånspraksis etter årtusenskiftet. Grunnen til at jeg ser på finansreguleringen som nøkkelen til krisebegrensningen er fordi et skikkelig finanstillsyn kunne holdt banksektoren “sunn”. En “sunn” banksektor ville ha lånt ut mye mindre til eiendomsutviklere og husholdninger, som igjen ikke ville ha investert så kraftig i eiendom, som igjen ville ha holdt prisutvikling på eiendom på et mer edruelig nivå. Parallelt ville ikke eiendomsbyggesektoren ha vokst seg så stor, som igjen betyr at arbeidsledigheten og produksjonen ikke ville ha hatt en like kraftig negativ utvikling etter at eiendomsprisene falt. Og da er man inne på et sirkelargument som leder til kjernen i den irske finanskrisen: Mye høyere offentlig gjeld som følge at det offentlige påtok seg bankenes utlånstap kombinert med et markant fall i BNP og høyere arbeidsledighet som gjør det desto vanskeligere å betjene den nye offentlige gjelden siden en stor del av de offentlige inntektene var relatert til eiendomsmarkedet.

7.2.1 Overvåkning av de enkelte institusjonene

Det er min påstand at CBFSAI ikke forsto omfanget av potensielle problemer som var i den irske banksektoren, eller hvor nærme enkelte banker var insolvens. Det er en sterk påstand, men som blir noe mildere med etterpåkløkskapen til min disposisjon. Selv om institusjonen hadde profesjonelle spesialister som jobbet med regulering var det en gjennomgående mangel i arbeidsmetodene. Dette var ansvarsområdet til “the Financial Regulator” (FR), en undergren av CBFSAI som jobbet med regulering. De arbeidet etter en modell som fremhevet prosesser over resultater. Med dette mener jeg at de hovedsakelig så på metodene bankene selv hadde for å måle risiko i stedet for selv å undersøke hver bank. Tankegangen var at om de trodde at banken hadde gode kontrollrutiner og risikosystemer så stolte de på banken. En naiv tillit til enkeltbanker undergravde FRs reelle innsikt i bankens risikoprofil. Problemet var at bankene ikke skjønnte hvor mye risiko de påtok seg, ikke kontrollerte hvor mye eiendomsutviklere gikk inn med av egenkapital i prosjekter og jevnt over stolte blindt på risikosystemer som delvis bagatelliserte omfanget av totalrisiko.

FR burde i mye større grad ha basert seg på kvantitativ risikoanalyse av finansinstitusjonene, men de manglet ressursene til dette. De reagerte ikke overfor bankene i den grad de fant mangler, slik at de heller ikke satte seg noe særlig i respekt siden bankene klarte å unngå sanksjoner. Man har uansett en viss empati for FR sett ut i fra hvilket politisk klima de jobbet i. Reguleringen ble ansett som “brukervennlig” overfor en eksportfokusert finanssektor. Den

svake håndhevelsen hang nok noe sammen med at FR ikke hadde klare retningslinjer å følge samt at det var lite presedens i saker hvor de vellykket hadde straffet banker som brøt loven. Det blir naturlig å anta at det var elementer av “regulatorisk innfangning” i og med at finanssektoren hadde mye politisk makt i forhold til gjeldende lovgivning. Selv om reguleringsmyndighetene ikke klarte å styre enkelte bankers adferd bort i fra unødvendig risikotagning, burde de i alle fall ha prøvd. Det er grunn til å hevde at reguleringen var veldig tam når vi (les: offentlig informasjon) vet mer om bankenes praksis før finanskrisen: FR tok ingen korrigerende grep mot noen banker før i 2008. Selv om FR vil nekte for at en prosessfokusert tilnærming tilsvarte en slapp tilnærming til reguleringen, vil jeg påstå det motsatte.

7.2.2 Forståelse av det overordnede makroøkonomiske bildet

Hovedansvaret for den finansielle stabiliteten lå hos den irske sentralbanken. Det viktigst verktøyet de brukte for systematisk å vurdere utsiktene til den irske økonomien og bankenes likviditet og betalingsdyktighet var “Financial Stability Report” (FSR). Problemet var at da denne ikke fant særlige mangler ved spesielt irske finansinstitusjoner, betrygget dette regulerings-myndigheten i for stor grad. Som tidligere nevnt tonet FSR ned effektene på bankene av en resesjon da de ikke så de potensielle soliditetsproblemene. En annen uheldig utvikling var at det irske synet på egen makroøkonomi ble bekreftet av internasjonale institusjoner som IMF, som igjen må ha beroliget selv irske skeptikere. Dette feiltolkningen av FSR må sies å være uheldig.

FSR fokuserte på eiendomsmarkedet i Irland i sine analyser, men de presenterte aldri et scenario med et kraftig krakk. Denne fremgangsmåten kan kalles uheldig ettersom de må ha vært fullstendig klare over den voldsomme økningen i eiendomspriser på slutten av 1990-tallet og 2000-tallet. Rapporten festet lit til en myk landing i eiendomsmarkedet, med en beskjedent og gradvis fall i prisene selv om datamaterialet sterkt hintet til det motsatte. Scenariet uten et krakk i eiendomsprisene var ikke rotfestet i noe analyse eller underbygget av kvantitativ informasjon men heller et naivt håp. Resultatene av testene og de årlige rapportene hadde et altfor stort fokus og gav CBFSAI en falsk trygghet, selv om de var ufullstendige.

7.2.3 Forbyggende tiltak

De regulerende myndighetene var altfor redde for å gripe inn i finansmarkedet og “forstyrre” det til at de tok i bruk kraftfulle virkemidler. De fryktet at begrensninger på irske institusjoner ville føre til konkurranseulempen vis a vis utenlandske banker i det irske markedet, selv om

også disse ville ha blitt omfattet at regulerende tiltak. En større avhengighet av internasjonale finansmarkeder og en større konsentrasjon i utlånsmassen ble ikke møtt med strengere kapitalkrav. Der hvor man helt klart burde ha satt noen begrensninger eller tak på lånebeløp ble denne diskusjonen avfeid siden det brøt med prinsippene som vektla tilliten til bankens aktive selskapsstyring (CBFSAI, 2010:13). Frykten for at lånekundene ville miste tilliten på bankene om de ikke fikk lov til å ta opp lån til boliger uten egenkapital var et hovedargument (CBFSAI, 2010:107).

De regulerende myndighetene tok noen grep for å begrense kredittveksten og eiendomsboblen i Irland, men jevnt over var de ikke potente nok til å ha en effekt. Symbolske tiltak ble iverksatt for sent, da de regulerende myndighetene hadde en holdning om at bankene hadde kontroll over egen virksomhet. Finansielle institusjoner hadde i Irland en tendens til å vektlegge kortsiktig gevinst over langsiktig risikostyring, og fordi interne risikostyrings-systemer ikke indikerte fare tok reguleringsmyndighetene dette som et signal på at de ikke trengte å ta korrigerende handling. Det irske eksempelet har vist kostnadene av en liberal finansiell regulering.

8. Litteraturliste

André, Christophe (2010). “*A Bird’s Eye View of OECD Housing Markets*,” Economics Department Working Paper No. 746, OECD.

Barry, Frank (1999). “*Understanding Ireland’s Economic Growth*,” Palgrave Macmillan, London

Barry, Frank (2004). “*Export-platform foreign direct investment: the Irish experience*,” EIB Papers, Vol. 9 No. 2, side 8-37.

Bernanke, Ben (2005), “*The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*,” Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, Federal Reserve Board, 10. mars.

Borio, Claudio og Philip Lowe (2002). “*Assessing the Risk of Banking Crisis*,” BIS Quarterly Review, desember 2002.

Burnham, James (2003). “*Why Ireland Boomed*,” The Independent Review, Vol. 8, No.4, side 537-56.

Caballero, Ricardo J. (2006). “*On the Macroeconomics of Asset Shortages*,” *The Role of Money – Money and Monetary Policy in the Twenty-first Century*, Forth ECB Central Banking Conference, November 2006, side 272-283.

Caballero, Ricardo J. og Arvind Krisnamurthy (2008a). “*Collective Risk Management in a Flight to Quality Episode*,” Journal of Finance, Vol. 63, No. 5.

Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi, og Pierre-Olivier Gourinchas (2008b). “*Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances*,” Brookings Papers on Economic Activity 2, side 1-55.

Cameron, Gavin og John Muellbauer (2001). “*Earnings, Unemployment and Housing in Britain*,” Journal of Applied Econometrics, Vol. 16, side 203-220.

Case, Karl E, John M Quigley og Robert Shiller, (2003). “*Home-buyers, Housing and the Macroeconomy*,” RBA Annual Conference Volume, in: Anthony Richards & Tim Robinson (ed.), Asset Prices and Monetary Policy, RBA.

Catte, Pietro, Nathalie Girouard, Robert Price og Christophe André (2004). “*Housing Markets, Wealth and the Business Cycle*,” Economics Department Working Paper No. 394, OECD.

CBFSAI (Central Bank and Financial Services Authority of Ireland) (2006). “*Financial Stability Review*.”

- CBFSAI (2010a). *“The Irish Banking Crisis Regulatory and Financial Stability Policy 2003-2008, A Report to the Minister for Finance by the Governor of the Central Bank.”*
- CBFSAI, (2010b). *“Corporate Governance Requirements for Credit Institutions and Insurance Undertakings,”* Consultation Paper 41, Dublin.
- Cochrane, John (1991). *“A Simple Test of Consumption Insurance,”* The Journal of Political Economy, Vol. 99, No. 5, side 957-76.
- Connor, Gregory, Thomas Flavin og Brian O’Kelly (2010). *“The U.S. and Irish Credit Crises: Their Distinctive Differences and Common Features,”* Paper No. 2010-204, National University of Ireland – Maynooth.
- Considine, J., and O’Leary, E. (1999). *“The Growth Performance of Northern Ireland and the Republic of Ireland, 1960 to 1995,”* I N. Collins (ed.) Political Issues in Ireland Today, Manchester University Press, New York.
- Central Statistics Office (2008). *“Constructing and Housing in Ireland, 2008 Edition.”*
- Dell’Ariccia, Giovanni, Deniz Igan og Luc Laeven. (2008). *“Credit Booms and Lending Standards: Evidence From The Subprime Mortgage Market,”* Discussion Paper 6683, C.E.P.R
- DoEHLG (Department of Environment, Heritage and Local Government) (2009). *“Housing Market Overview.”*
- Department of Finance (2006). *“Indecon Review of Property Based Tax Incentive Schemes,”* Volume 1, Department of Finance, Dublin.
- Doyle, Nicola (2009). *“Housing Finance Developments in Ireland,”* CBFSAI Quarterly Bullitin, No. 4, side 75-88.
- ESRI (Economic and Social Research Institute) (2009). *“Recover Scenarios for Ireland.”*
- Fitzgerald, John med flere (2005). *“Medium-Term Review 2005-2012,”* Number 10, ESRI.
- Fitzpatrick, Trevor og Kieran McQuinn (2007). *“House Prices and Mortgage Credit: Empirical Evidence for Ireland,”* The Manchester School, Vol. 75, No- 1, side 82-103.
- Franke, Günther og Jan P. Krahen (2008). *“The Future of Securitization,”* i Brookings Tokyo Club-Wharton Conference, Washington, DC.
- Girouard, Nathalie, Mike Kennedy, Paul van den Noord og Christophe André (2006). *“Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals,”* Economics Department Working Paper No. 475, OECD.
- Gjedrem, Svein (2003). *”Finansiell stabilitet, formuespriser og pengepolitikk,”* Foredrag BI, 3.juni.
- Gordon, Myron og Eli Shapiro (1956). *“Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit”*, Management Science, Vol. 3, No. 1, side 102-110.

- Greenspan, Alan (1996). “*Remarks by Alan Greenspan*,” At the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C. December 5.
- Hodrick, R. og Prescott, E. (1981). “*Post-war U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation*,” Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 29, No. 1, February 1997.
- Honohan, Patrick (1999). “*Fiscal Adjustment and Disinflation in Ireland: Setting the Macro Basis of Economic Recovery and Expansion*,” I F. Barry (ed.) Understanding Ireland’s Economic Growth. St. Martin’s Pres, NY.
- Honohan, Patrick og Walsh, Brendan (2002). “*Catching Up with the Leaders: The Irish Hare*,” Brookings Papers on Economic Activity, side 1-79.
- Honohan, Patrick (2006). “*Household financial assets in the process of development*,” Policy Research Working Paper Series 3965, The World Bank.
- Honohan, Patrick (2009). “*Resolving Ireland’s Banking Crisis*,” Economic and Social Review, No. 40-2, side 207-232.
- Hopkins, Cheyenne (2008). “*Volcker: Excess Fed Power Could Hit Independence*,” American Banker, Vol. 173 Issue 94, side 3.
- IMF (2009). “*Ireland Article IV Consultation*,” Juni 2009.
- Issa, D. (2009). “*The Role of Government Affordable Housing Policy in Creating the Global Financial Crisis of 2008*,” U.S. House of Representatives Staff Report, 111th Congress, Committee on Oversight and Government Reform, July 7.
- Jacobsen, J.K. (1994). “*Chasing Progress in the Irish Republic*,” Cambridge: Cambridge University Press.
- Jensen, Henrik og Morten Aastrup (2010). “*What Drives the European Central Bank’s Interest-Rate Changes?*,” Discussion Paper 8160, CEPR.
- Kaminsky, Graciela L. og Carmen M. Reinhart (1999). “*The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems*,” The American Economic Review, Vol. 89, No. 3, side 473-500.
- Kelly, Morgan (2010). “*Whatever happened to Ireland*,” CEPR Discussion Paper, No. 7811.
- Kelly, Robert, Kieran McQuinn and Rebecca Stuart (2011). “*Exploring the Steady-State Relationship between Credit and GDP for a Small Open Economy - The Case of Ireland*,” Technical Research Paper, No.1-2011, CBFSAI.
- Kindleberger, C.P og Aliber, R.A (2005). “*Manias, Panics and Crashes – fifth edition*,” John Wiley & Sons, Inc.

- Krainer, J. og C. Wei (2004). "*House prices and fundamental values*," FRBSF Economic Letter, No. 2004-27, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Lane, Philip (2011). "*The Irish Crisis*," CEPR Discussion Paper, No.8287.
- Lee, Jim (2000). "*The Robustness of Okun's Law: Evidence from OECD Countries*," Journal of Macroeconomics, No. 2000-2, side 331-356.
- MacDonald, Frank og Kathy Sheridan (2008). "*The Builders*," Penguin, Ireland.
- Mendoza, Enrique og Terrones, Marco (2008). "*An Anatomy Of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates And Micro Data*," Working Paper No. 14049, NBER.
- Minsky, Hyman P (2008). "*John Maynard Keynes*", McGraw-Hill, New York.
- Mishkin, Frederic S. (1992). "*Anatomy of a financial crisis*," Journal of Evolutionary Economics, No. 1992-2, side 115-130.
- Mundell, Robert (1963). "*Inflation and Real Interest*," Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 71, side 280.
- Murphy, Antoin (2000). "*The Celtic Tiger – An analysis*," EUI Working Paper, No. 16:2000, Robert Schuman Centre.
- Neary, Patrick (2008). "*Opening statement*," til Joint Oireachtas Committee on Economic Regulatory Affairs, 14. oktober.
- O'Donnell, Nuala og Mary J. Keeney (2009). "*Financial Capability: New Evidence for Ireland*," Technical Research Paper No.1-2009, CBFSAI.
- Rajan, Raghuram (1994). "*Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Story and Some Evidence*," The quarterly Journal of Economics, Vol 109, No. 2, side 399-441.
- Reinhart, C.M. and V.R. Reinhart (2008a). "*Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present*," in NBER International Seminar in Macroeconomics 2008, Chicago University Press, Chicago IL.
- Reinhart, C.M. and K.S. Rogoff (2008b). "*Is the 2007 U.S. Subprime Banking Crisis So Different: An International Historical Comparison*," American Economic Review, Vol. 98, side 339-344.
- Reinhart, Carmen og Rogoff, Kenneth (2008c). "*This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*," Working Paper No. 13882, NBER.
- Ross, Scott (2009). "*The Bankers: How theh Banks brought Ireland to its Knees*," Penguin Press, Ireland.
- Schularick, Moritz og Alan Taylor (2009). "*Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Distress*," Working Paper No. 15512, NBER.

Schumpeter, J. (1942). "*Capitalism, Socialism, and Democracy*," Harper, New York.

Shiller, Robert (2005). "*Irrational Exuberance*," Second Edition, Princeton University Press, Princeton, NJ.

Shiller, Robert (2009). "*The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do About It*," Princeton University Press, Princeton N.J.

Stewart, Jim (2008). "*Financial flows and treasury management firms in Ireland*," Accounting Forum, Vol. 32, No. 3, side 199-212.

Tirole, Jean og Jean-Jacques Laffon (1991). "*The Politics of Government Decision-Making: A Theory of Regulatory Capture*," The Quarterly Journal of Economics, Vol 106, No. 4.

Taylor, J. B. (1993). "*Discretion versus Policy Rules in Practice*," Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, side 195-214.

Taylor, J. B. (2008). "*The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*," Working paper, Hoover Institute, Stanford University, Palo Alto, CA.

Tobin, James (1969). "*Money and Income: Post Hoc Ergo Propter Hoc?*," Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, side 301-29.

Artikler fra internett:

Cotter, John (2009). VOX: "*Crises in the banking sector and attempts to refinance*," <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3585> , besøkt 23. mai 2011.

Financial Times (2010). "*The Long Hangover*," av David Gardner og John Murray Brown, <http://www.ft.com/cms/s/0/d7bcff58-cf1c-11df-9be2-00144feab49a.html#ixzz1LH0IELfA> besøkt 5. mai 2011

Irish Examiner (2009). "*Regulator Accepted Anglo's Word that €300 Million Share Deal Was Above Board*," av O'Brien, P., C. Ryan og S. Rogers <http://irishexaminer.com/ireland/ideyqlgbsn/> besøkt 23. mai 2011.

Irish Independent (2009). "*AIB sells €750m five-year bond after ratings downgrade*," av Joe Brennan, <http://www.independent.ie/business/irish/aib-sells-8364750m-fiveyear-bond-after-ratings-downgrade-1935833.html> besøkt 22. mai 2011.

Loungani, Prakash (2008). "*House Prices Compounding Crisis*," <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/num100808a.htm> besøkt 11. april 2011.

Mortgages Bankers Association (2009). “*Press release*,”

<http://www.mbaa.org/NewsandMedia/PressCenter/71112.htm> , besøkt 22. mai 2011.

New York Times (2005). “*For Insurance Regulators, Trails Lead to Dublin*,” av Brian Lavery og Timothy O’Brien,

<http://www.nytimes.com/2005/04/01/business/worldbusiness/01irish.html> besøkt 21. mai 2011.

OECD (2005). “*Economic Outlook, 2005, No. 78*,”

<http://www.oecd.org/dataoecd/41/56/35756053.pdf> besøkt 1. juni 2011.

Office of the comptroller and auditor general,

<http://audgen.gov.ie/viewdoc.asp?fn=/documents/specialreports/DIRT/Chapter6.htm> besøkt 1. juni 2011.

Databaser på internett:

CBFSAI. “*Monthly Statistics*,” (“02” angir måned og “2010” angir årstall)

<http://www.centralbank.ie/data/monthstatfiles/03-march%202010.pdf> .

Central Statistics Office. “*Statbank*,”

<http://cso.ie/px/pxeirestat/statire/SelectTable/Omrade0.asp?Planguage=0>

Department of Environment, Heritage and Local Government. “*Latest Housing Statistics*,”

<http://www.environ.ie/en/Publications/StatisticsandRegularPublications/HousingStatistics/>

European Central Bank. “*Historical time series on monetary aggregates*,”

<http://www.ecb.int/stats/money/aggregates/series/html/index.en.html>

International Monetary Fund. “*World Economic Outlook*,” 2008 og 2010,

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/>

Luxembourg Income Study. “*Lis-Project*,” <http://www.lisdatacenter.org/>

Forelesninger:

Grytten, Ola H. (2009). “Finansiell stabilitet og finansielle krakk,” NHH, 1. sep 2009.

9. Appendiks

Tillegg 1. Data for HP-filteret i figur 2.

År	Bnp	HP-verdi	Avvik fra trend	År	Bnp	HP-verdi	Avvik fra trend
1980	49,644	48,2367829		1999	117,303	117,645982	-0,29 %
1981	50,892	49,128824	3,46 %	2000	128,64	125,961408	2,08 %
1982	51,652	50,0349373	3,13 %	2001	135,975	134,082732	1,39 %
1983	51,275	50,9868267	0,56 %	2002	144,876	141,798957	2,12 %
1984	52,919	52,0323667	1,68 %	2003	151,267	148,918013	1,55 %
1985	53,949	53,2223137	1,35 %	2004	158,223	155,278597	1,86 %
1986	54,178	54,6162903	-0,81 %	2005	167,742	160,742897	4,17 %
1987	56,15	56,2811859	-0,23 %	2006	176,669	165,202545	6,49 %
1988	57,833	58,2795072	-0,77 %	2007	186,609	168,619164	9,64 %
1989	61,08	60,6724488	0,67 %	2008	179,989	171,069042	4,96 %
1990	65,79	63,5167405	3,46 %	2009	166,346	172,808365	-3,88 %
1991	66,87	66,8731873	0,00 %	2010	164,614	174,182519	-5,81 %
1992	69,264	70,8253271	-2,25 %	2011	165,514	175,472265	-6,02 %
1993	70,866	75,4566658	-6,48 %	2012	168,673	176,86268	-4,86 %
1994	75,043	80,8350959	-7,72 %	2013	172,736	178,439259	-3,30 %
1995	80,923	86,9826034	-7,49 %	2014	177,885	180,205598	-1,30 %
1996	87,501	93,8632533	-7,27 %	2015	183,804	182,108262	0,92 %
1997	97,553	101,380515	-3,92 %	2016	190,039	184,07061	3,14 %
1998	105,782	109,374234	-3,40 %				

Tillegg 2. Data for HP-filteret i figur 4.

År	Priser	HP-trend	År	Priser	HP-trend
1980	49,644	49,644	1999	117,303	117,303
1981	50,892	50,892	2000	128,64	128,64
1982	51,652	51,652	2001	135,975	135,975
1983	51,275	51,275	2002	144,876	144,876
1984	52,919	52,919	2003	151,267	151,267
1985	53,949	53,949	2004	158,223	158,223
1986	54,178	54,178	2005	167,742	167,742
1987	56,15	56,15	2006	176,669	176,669
1988	57,833	57,833	2007	186,609	186,609
1989	61,08	61,08	2008	179,989	179,989
1990	65,79	65,79	2009	166,346	166,346
1991	66,87	66,87	2010	164,614	164,614
1992	69,264	69,264	2011	165,514	165,514
1993	70,866	70,866	2012	168,673	168,673
1994	75,043	75,043	2013	172,736	172,736
1995	80,923	80,923	2014	177,885	177,885
1996	87,501	87,501	2015	183,804	183,804
1997	97,553	97,553	2016	190,039	190,039

1998	105,782	105,782
------	---------	---------

Tillegg 3. Pris/leie-data til figur 8.

Kvartal	P/R-verdi	Kvartal	P/R-verdi
2002Q1	21,8	2006Q3	40,5
2002Q2	23,6	2006Q4	38,9
2002Q3	24,6	2007Q1	38,0
2002Q4	26,9	2007Q2	37,6
2003Q1	27,4	2007Q3	36,6
2003Q2	30,5	2007Q4	35,6
2003Q3	31,0	2008Q1	34,6
2003Q4	32,7	2008Q2	35,2
2004Q1	33,3	2008Q3	33,8
2004Q2	36,3	2008Q4	34,5
2004Q3	34,5	2009Q1	34,3
2004Q4	36,5	2009Q2	34,8
2005Q1	35,8	2009Q3	31,7
2005Q2	38,8	2009Q4	31,7
2005Q3	37,7	2010Q1	32,2
2005Q4	39,5	2010Q2	36,5
2006Q1	38,9	2010Q3	36,5
2006Q2	41,1	2010Q4	35,3

Tillegg 4. Taylor-renten i figur 13.

Kvartal	Taylor-renten				
15.02.1999	6,55	15.08.2002	7,85	15.02.2006	6,9
15.05.1999	4,35	15.11.2002	9	15.05.2006	4,6
15.08.1999	8,3	15.02.2003	6,25	15.08.2006	7,5
15.11.1999	11	15.05.2003	7,35	15.11.2006	4,5
15.02.2000	10,5	15.08.2003	4,05	15.02.2007	6,6
15.05.2000	13,1	15.11.2003	5,8	15.05.2007	5,95
15.08.2000	9,75	15.02.2004	4,8	15.08.2007	1,8
15.11.2000	10,45	15.05.2004	4,45	15.11.2007	4,1
15.02.2001	10,3	15.08.2004	4,65	15.02.2008	-0,35
15.05.2001	8,5	15.11.2004	3,35	15.05.2008	-1,25
15.08.2001	5,95	15.02.2005	3,6	15.08.2008	-0,2
15.11.2001	4,9	15.05.2005	5	15.11.2008	-3,8
15.02.2002	7,55	15.08.2005	4,7	15.02.2009	-6,75
15.05.2002	6,3	15.11.2005	4,95	15.05.2009	-5,9
				15.08.2009	-5,9
				15.11.2009	-6,75