

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, våren 2008

Utredning i fordypningsområdet: Økonomisk analyse
Veileder: Professor Ola H. Grytten

**Tjue år etter "Black Monday" og påfølgende
boligkrise i Norge
– er det i ferd med å skje igjen?**

Mulighetene for kommende boligkrise i Norge vurdert ut i fra etablert kriseteori

av
Maria Terese Hosen

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

Inspirasjonen til denne utredningen kom gjennom deltakelse i faget ”Krakk og kriser” ved Norges Handelshøyskole høsten 2002. Min veileder Ola H. Grytten introduserte meg gjennom dette faget for krisemodeller og kriseteori. I etterfølgende tid har jeg selv etablert meg i boligmarkedet i Oslo. Dette har fått meg til å aktivt følge med i den senere tids sterke medieinteresse for endringer i boligprisene. Det har vært en het debatten rundt spørsmålet om vi nå står ovenfor en ny boligkrise i Norge – 20 år etter ”Black Monday”. I samråd med min veileder har jeg kommet frem til at det kan være interessant å vurdere muligheten for en slik krise ut i fra etablert kriseteori.

Utfordringene omkring prosessen vedrørende det selvstendige arbeidet har vært mange, men prosessen har vist seg å være svært lærerik. Jeg har gjennom arbeidet dratt nytte av mange øvrige fag jeg har deltatt i gjennom studietiden. Kunnskapen jeg har tilegnet meg gjennom arbeidet er noe jeg regner med å få god nytte av i fremtiden.

I denne anledning har jeg lyst å takke min veileder for god veiledning og raske tilbakemeldinger. Jeg ønsker også å rette en takk til venner og familie som har vært en fin støtte i innspurten av arbeidet.

Til slutt vil jeg takke både forelesere og medstudenter for en meget god tid som student ved Norges Handelshøyskole.

Maria T. Hosen,
Oslo, 18.juni 2008.

SAMMENDRAG

Det var i høst tjue år siden ”Black Monday” og påfølgende boligkrise i Norge. I dette arbeidet ser jeg på mulighetene for at en slik boligkrise nå kan komme igjen belyst gjennom etablert kriseteori. Rammeverkene jeg benytter meg av er Hyman Minskys krisemodell og Charles P. Kindlebergers kriseteori. Jeg har kartlagt den økonomiske utviklingen i Norge og endringene i boligprisene i perioden fra boligkrakket på begynnelsen av 1990-tallet og frem til i dag, for deretter å analysere denne opp mot de angitte teoretiske rammeverkene. For å supplere teorien har jeg valgt å skape et bilde av markedets utvikling de siste tiårene frem til i dag ved bruk av P/R – analyser. Fremgangsmåten for utredningen er deskriptiv og baserer seg i all hovedsak på offentlig tilgjengelig informasjon.

Det skriftlige arbeidet er inndelt i syv kapitler. I kapittel 2 presenterer jeg det teoretiske rammeverket. Kapittel 3 er en beskrivelse av den empiriske utviklingen i boligpriser og øvrige makroøkonomiske nøkkelfaktorer fra det siste boligkrakk i Norge frem til i dag. Teori og empiri analyseres i kapittel 4 opp mot hverandre ved at jeg ser nærmere på hvordan det norske boligmarkedet ser ut i dag. Avsluttende konklusjoner ut i fra utført analyse fremkommer i kapittel 5. Øvrige kapitler er benyttet til innledning, tabeller og referanser.

Gjennom mine funn ser vi klare trekk i det norske boligmarkedet på en overoppheting og en gryende bobledannelse. Til tross for dette, ser muligheten for et tilsvarende krakk som det vi hadde på begynnelsen av 1990-tallet liten ut. Boligpriser og de norske husholdningers gjeldsbelastning er på et historisk høyt nivå. Jeg forventer en korreksjon i boligprisene de nærmeste årene, da dette nivået ikke vil kunne forsvares fundamentalt over særlig mye lengre tid. Norges Bank har sterk fokus på å være forberedt på kriser og sørger med sine stresstester for at vi trolig vil se moderate utlånstap. Med en god krisehåndtering fra myndighetenes side er det av denne grunn mest sannsynlig at vi får en myk landing, fremfor et kakk i dagens boligmarked.

INNHOLDSFORTEGNELSE

1.0 INNLEDNING	1
1.1 PROBLEMSTILLING	1
1.2 ANGREPSMÅTE OG STRUKTUR	1
1.3 AVGRENSNING	1
2.0 TEORI	2
2.1 DEFINISJON AV FINANSIELL KRISE GENERELT OG BOLIGKRISE SPESIELT	2
2.1.1 Boligboble.....	2
2.2 KRISETEORIERS HENSİKT	3
2.3 MİNSKYS KRISEMODELL	3
2.3.1 Illustrasjon av modellen	4
IS/LM modellen	4
AS-AD modellen	4
Fase 1 - Displacement	5
Fase 2 - Overtrading	5
Fase 3 – Monetary expansion.....	6
Fase 4 - Revulsion	7
Fase 5 - Discredit	8
2.4 KINDLEBERGERS KRISETEORI	10
2.4.1 Illustrasjon av modellen	10
Krisers anatomi	10
Monetary Expansion.....	11
Swindles.....	12
Kritisk fase.....	12
Innenlandsk forplantning.....	12
Internasjonal forplantning.....	12
2.4.2 MULIGE LØSNINGER NÅR KRISEN ER ET FAKTUM.....	12
Hegemonimakt.....	13
2.5 P/E OG P/R	14
2.5.1 En teoretisk fremstilling	14
3.0 EMPIRI	16
3.1 BLACK MONDAY	16
3.2 RINGVIRKNINGER PÅ OSLO BØRS.....	16
3.3 NORSK BOLIGKRISE	17
3.4 Utviklingen i boligprisene siden 1993	17
3.5 MAKROØKONOMISKE NØKKELFAKTORER	20
3.5.1 Rentenivå	20
3.5.2 Sysselsetting.....	22
3.5.3 Disponibel inntekt.....	22
3.5.4 Konsumprisutviklingen	23
4.0 ANALYSE	25
4.1 INTRODUKSJON	25
4.2 MİNSKYS KRISEMODELL ANALYSERT MOT DAGENS SITUASJON	25
4.2.1 Displacement	25
4.2.2 Overtrading	27
4.2.3 Monetary Expansion – på vei mot revulsion?.....	28
4.3 KINDLEBERGERS KRISETEORI ANALYSERT MOT DAGENS SITUASJON	32
4.3.1 Swindles – spekulasjon med overgang til kritisk fase	32
4.3.2 Innenlandsk forplantning	33
4.3.3 Mulige løsninger om krisen er et faktum	34
5.0 KONKLUSJON	36
6.0 TABELLER	38
7.0 REFERANSELISTE	39

1.0 INNLEDNING

1.1 Problemstilling

Det er i år vel tjue år siden ”Black Monday” og påfølgende boligkrise i Norge. Sett i historisk sammenheng har boligprisene fra 1990-tallet hatt en svært høy vekst. En slik vekst vil ikke kunne opprettholdes på lang sikt. Jeg ønsker derfor med denne utredningen å undersøke muligheten for at en boligkrise i Norge, som den for tjue år siden, nå kan skje igjen vurdert ut i fra etablert kriseteori.

1.2 Angrepsmåte og struktur

Når man skal undersøke økonomiske kriser er det viktig å presisere hva slags fenomen man søker å forklare. Kriser kan omfatte hele samfunnsøkonomien eller de kan være i spesielle markeder, som for eksempel valutakriser og børs kriser. Finansielle kriser kan omfatte forskjellige markeder for formuesgoder eller aktiva. Vi snakker da om aksjemarkedskriser, eiendomsmarkedskriser m.m. I tillegg til dette kan finansielle kriser omfavne deler av eller hele den finansielle sektoren. Et eksempel på det sistnevnte er den norske bank- og finanskrise fra 1987-1992 hvor hele det finansielle systemet ble rystet. I moderne historie (etter 1850) har Norge opplevd fire slike omfattende finansielle kriser: den lange depresjonen i 1880-årene, Kristiania-krisen 1899-1905, bankkrisen i mellomkrigstiden og bankkrisen 1987-92 (Knutsen 1998).

For å supplere teorien har jeg valgt å skape et bilde av markedets utvikling de siste tiårene frem til i dag gjennom bruk av P/R – analyser.

Muligheten for at vi får en ny boligkrise i Norge vil jeg vurdere ut i fra etablert kriseteori av Charles P. Kindleberger og Hyman Minsky. Jeg vil benytte deres rammeverk og analysere dagens situasjon opp mot disse.

1.3 Avgrensning

Dette arbeidet vil være en avgrensning til kriser i norsk boligsektoren, slik det fremgår av utredningens tittel. Fremgangsmåten for utredningen er deskriptiv. På den måten ønsker jeg å anvende etablert teori for å betrakte dagens makro - og mikroøkonomiske bilde og derigjennom utsikten for en ny krise. Tidsrommet jeg velger å betrakte er perioden fra boligkrakket på begynnelsen av 1990-tallet frem til i dag. Arbeidet vil i all hovedsak bygge på offentlig tilgjengelig informasjon.

2.0 TEORI

2.1 Definisjoner

Det finnes ingen allment akseptert definisjon på begrepet ”krise” i forsknings - eller økonomisk faglitteratur. Ordet krise kommer av det greske ordet ”krisis” som betyr avgjørende vending. Krise benyttes ofte når det oppstår et signifikant fall i produksjonsutvikling over et kort tidsrom. I mer allmenn forstand kan vi si at kriser ofte er kjennetegnet med dramatiske prisfall på varer, verdipapirer eller fast eiendom (Knutsen 1998).

2.1.1 Boligboble

Det internasjonale fagmiljøet har heller ikke klart å enes om en egnet definisjon av begrepet aktivaboble. Shiller (2000) definerer en spekulativ aktivaboble som følger:

”En situasjon der investor tiltrekkes av en type aktiva fordi prisene oppmuntrer dem til å tro på fortsatt prisvekst. En feedback prosess utvikler seg fordi når flere og flere investorer blir tiltrukket, blir det flere og flere prisøkninger. Boblen sprekker når folk ikke lenger forventer prisøkning. Da faller etterspørselen og markedet krasjer.”

De amerikanske økonomene K. E. Case og R. J. Shiller har i sin artikkel ”Is There a Bubble in the Housing Market” (2003) utledet syv boblekriterier som må være tilstede for at vi skal kunne fastslå eksistensen av en boligboble:

- 1) Utbredte forventninger om store prisstigninger.
- 2) Dominerende motiver for investering: få kapitalgevinst ved salg.
- 3) Stor oppmerksomhet mot boligprisene i medier og private sammenhenger.
- 4) Press på at man bør bli boligeiere.
- 5) Boligprisene øker mer enn inntektene.
- 6) Forenklete oppfatninger av de økonomiske sammenhenger i boligmarkedet dominerer.
- 7) Svak forståelse for risiko.

Bobler er veldig interessante for økonomer å analysere. Det viser seg likevel, gjennom erfaringer, at det er vanskelig å forutse dem eller konstantere dem når de er der. Bobler er noe man først og fremst kan se i etterkant.

2.2 Kriseteoriers hensikt

Enkelte kriser kan til en viss grad forebygges, mens andre kriser er uunngåelige. Det gjelder å være forberedt med gode verktøy for krisehåndtering. Bedrifter som har etablert prosedyrer for krisehåndtering vil ha bedre forutsetninger for å redusere skadeomfanget(Silkoset).

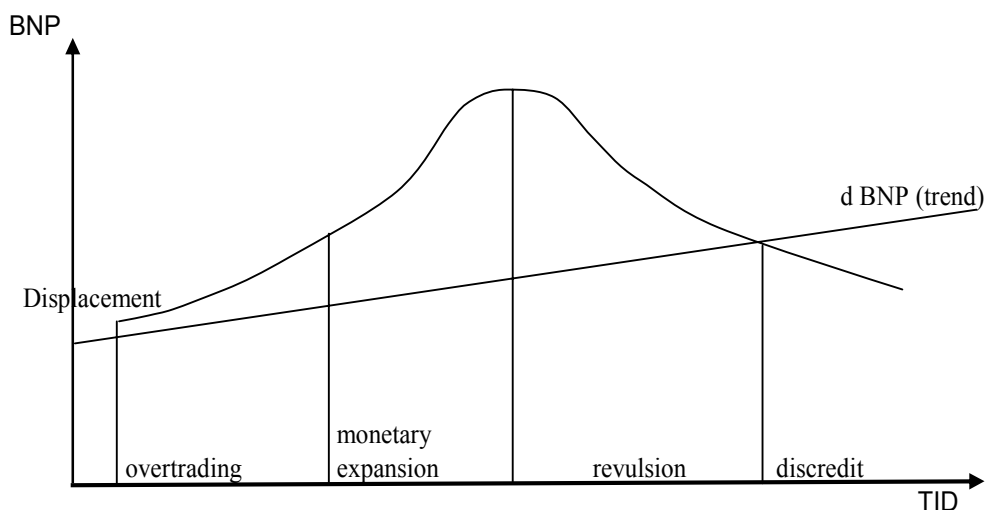
Grytten (2005) oppsummerer hensikten med kriseteori som følger:

- forstå hvordan kriser oppstår
- forstå hvordan kriser kan reduseres
- forstå hvordan kriser kan forebygges
- bedre krisehåndtering
- se signalene til kriser
- øke rasjonaliteten på makro- og mikroplan
- lære for nåtiden og fremtiden av historien

2.3 Minskys krisemodell

Monetaristen Hyman Minsky (1919-1996) introduserte sin krisemodell (H-M modellen) i artikkelen ”The financial Instability Hypothesis” i 1978. Modellen er pessimistisk. Den er delt inn i fem distinkte faser (figur 2.1) og er lite dynamisk. Videre har den en deterministisk beskrivelse av prosessen som en krise gjennomgår. Minsky var pessimistisk til datidens pengepolitikk. Han mente at pengesystemet hadde svakheter og at kredittsystemet var ustabilit. Det finansielle systemet er således ustabil, skjørt og utsatt for kriser. Modellen er begrenset til ett land.

Figur 2.1 Grafisk oversikt over fasene Hyman Minskys krisemodell



2.3.1 Illustrasjon av modellen

Fasene i Minskys modell kan fremstilles ved hjelp av IS/LM og AS-AD modeller.

IS/LM modellen

Denne kortsiktige makroøkonomiske modellen er utviklet av John Hicks og er et forsøk på å formalisere John Maynard Keynes tanker fra "The General Theory of Employment, Interest and Money". IS/LM modellen studerer hvordan pengepolitikk og finanspolitikk påvirker BNP og rentenivået i en økonomi med ledige ressurser, dvs arbeidsledighet.

Etterspørselsiden i økonomien er i fokus og produksjonen tilpasser seg etterspørselen. Alle priser er antatt faste og dette betyr at modellen ser på økonomien på kort sikt. IS-kurven (Investment Savings) viser alle kombinasjoner av BNP og rentenivå som gir likevekt i varemarkedet. LM-kurven (Liquid Money) viser alle kombinasjoner av BNP og rentenivå som gir likevekt i pengemarkedet. Det er disse kurvene som har gitt modellen navnet.

Punktet i et diagram hvor disse to kurvene krysser hverandre vil vise en kombinasjon av BNP og rentenivå som gir likevekt i alle markeder i en økonomi samtidig.

Modellen antas å være lukket i den forstand at det ikke skjer noen handel med utlandet og at det heller ikke er noen kapitaltransaksjoner. Mundell-Fleming utvider IS/LM til en åpen økonomi. Denne utvidelsen kalles Mundell-Fleming modellen (Holden 2003)

AD-AS modellen

AD-AS modellen (Aggregate Demand-Aggregate Supply model) inkluderer tilbudssiden i økonomien og er en utvidelse av en enklere keynesiansk modell som den beskrevet ovenfor. Modellen illustrerer sammenhengen mellom prisnivå og BNP i en økonomi. Prisene er ikke faste som i IS/LM modellen. AD-kurven, som er aggregert etterspørsel i modellen er tradisjonelt avledet fra IS/LM modellen. Et skift i IS eller LM-kurven vil gi et skift i AD-kurven i tilsvarende retning. Det er antatt at økte priser gir lavere etterspørsel hvilket gjør at AD-kurven er fallende.

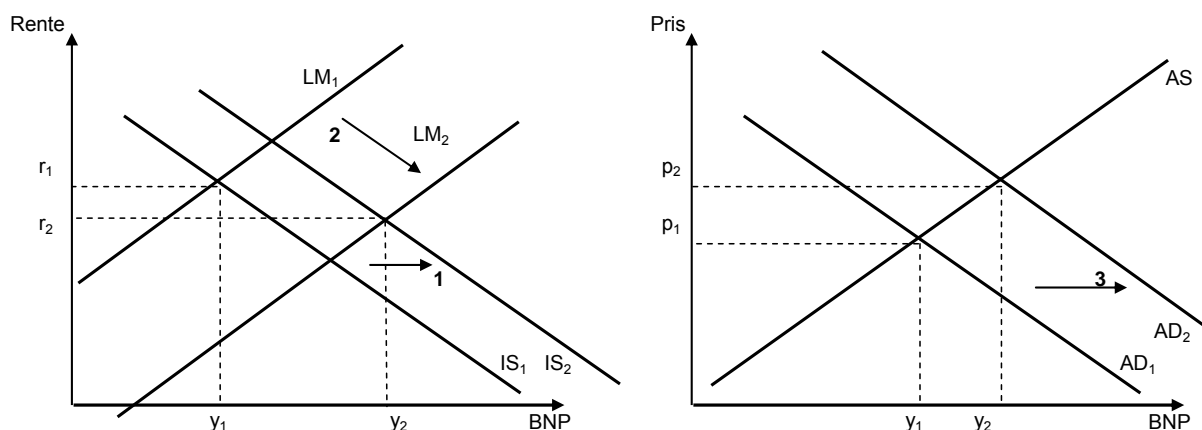
AS-kurven er avledet av Phillipskurven og er antatt stigende. Dette betyr at dersom produksjonen øker vil bedriftene sette høyere priser. Den økonomiske mekanismen som forklarer dette er den negative korrelasjonen mellom arbeidsledighet og prisstigning som Phillipskurven nettopp uttrykker. Økt produksjon vil medføre høyere nominelle lønninger, som medfører høyere priser grunnet gitt fortjenestemargin (Holden 2003).

Fase 1 - Displacement

Minsky utgangspunkt er at det finner sted "displacement" når økonomien utsettes for ett eller annet signifikant eksogent positivt makroøkonomisk sjokk. Det være seg tilbudssjokk pga teknologisk innovasjon, en god høsting eller et politisk vedtak. Hovedpoenget er at det skjer en endring av verdioppfatningen i minst ett av økonomiens aktiva (områder) og at profittmuligheten for disse aktiva endres. Grunnet denne endringen vil en investor med tilgjengelig kapital se nye muligheter i andre næringer, enten nye eller eksisterende. Investor ønsker å endre sin posisjonsportefølje. En "boom" kan sies å være på vei dersom disse nye profittmulighetene tar over for de gamle. Vi får en økning i investering og produksjon (Kindleberger 2000).

Et positivt eksogent sjokk vil skifte IS-kurven (LM-kurven) utover (skift 1 i figur 2.2). Dette medfører at renten og BNP øker. Som følge av dette vil vi få en økt etterspørsel etter innenlandsk valuta og for å hindre appresiering av valutaen må myndighetene tilføre likviditet til markedet. Ved at myndighetene øker pengemengden i markedet, vil vi få et skift i LM-kurven utover (skift 2 i figur 2.2). Rentene blir lavere enn utgangspunktet og BNP blir høyere. Ved de nye lave rentene vil investeringslysten øke ytterligere og vi får et positivt skift i aggregert produktetterspørsel, AD-kurven (skift 3 i figur 2.2) som gir økte priser og BNP i økonomien (Grytten 2002).

Figur 2.2 Displacement, IS/LM og AD-AS



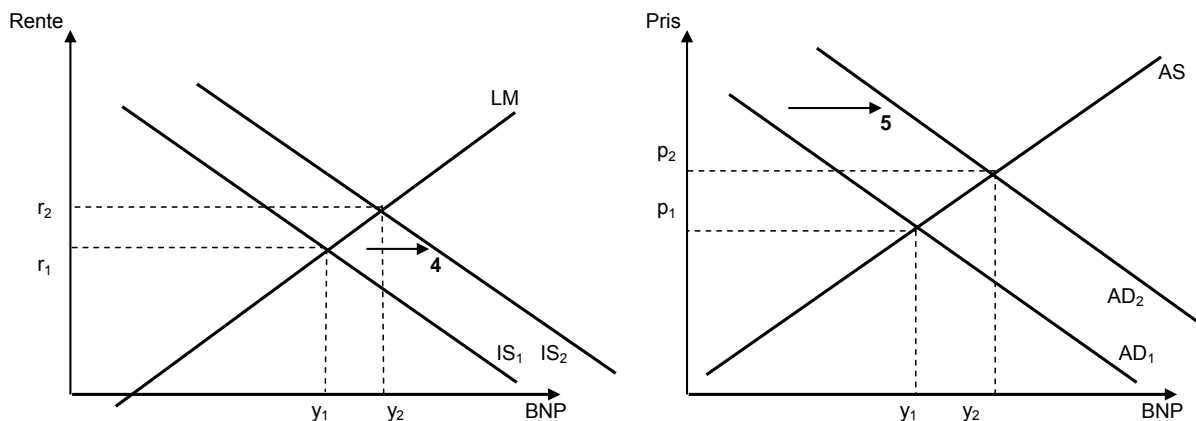
Fase 2 - Overtrading

Den oppfattede profitt muligheten er gjerne høyere enn den virkelige. Det er asymmetrisk informasjon blant aktørene i markedet, og det oppstår spekulasjon. Det vil variere hvilke aktiva som det spekuleres i. Historisk har det vært spekulert i alt fra tulipaner til gull, mens

det er i den nyere tid har vært vanlig å spekulere i aksjer og eiendom. Etter hvert som husholdninger og bedrifter ser at andre tar ut profittmuligheter ønsker de å hive seg på spekulasjonsbølgen. Det blir en fase av ”overtrading”. Denne fasen kjennetegnes ved at investorer som normalt ikke ville deltatt i spekulasjonen deltar i håp om å få en del av den oppfattede profitten. Følgelig får man en manisk opptreden som leder an til irrasjonalitet for markedet som helhet. Spekulantene selv befinner seg i en tilstand med eufori, dvs at de opplever situasjonen som et velbefinnende. Det oppstår en positiv boble (Kindleberger 2000).

Den økte optimismen og den lave renten medfører at investeringene øker. Vi vil få et ytterligere skift i IS-kurven (skift 4 i figur 2.3). Dette vil føre til at både BNP og renten stiger. Økt etterspørsel i økonomien vil føre til at aggregert produktetterspørsel vil stige og vi får et skift utover på AD-kurven (skift 5 i figur 2.3). Dette medfører at BNP og prisene således vil stige ytterligere (Grytten 2002).

Figur 2.3 Overtrading, IS/LM og AD-AS



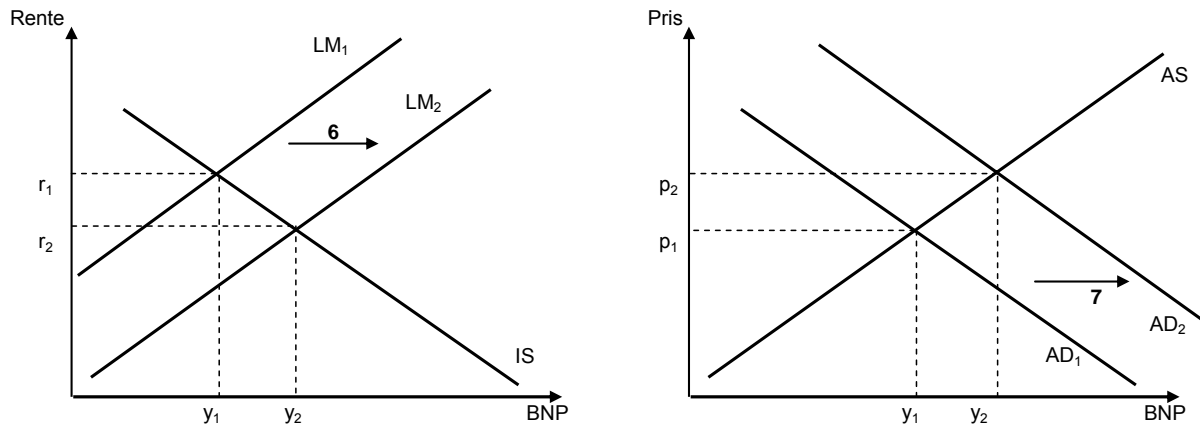
Fase 3 – Monetary expansion

Den overdrevne optimismen leder an til monetær ekspansjon i form av utvidelse i kredittilførselen og pengemengde fra banker, både eksisterende og nye. Spekulantene investerer i stadig mer risikofylte investeringsprosjekt, mens markedets topp nærmer seg. Helt når toppen inntreffer er ikke alltid like lett å avgjøre. Noen velinformerte investorer ser signalene tidlig og selger seg dyrt ut på toppen, men manien gjør at stadig flere kjøper seg inn i håp om enda dyrere gjensalg ved at prisene øker (Kindleberger 2000).

Den økte pengemengden leder til at LM-kurven skifter utover (skift 6 i figur 2.4). Som følge av økt tilgang på likvider vil renten synke og BNP øker ytterligere. Dette vil igjen lede til en

økning i aggregert etterspørsel gjennom at AD-kurven gjør et positivt skift (skift 7 i figur 2.4). Dette resulterer i høyere priser og økt BNP (Grytten 2002).

Figur 2.4 Monetary expansion, IS/LM og AD-AS

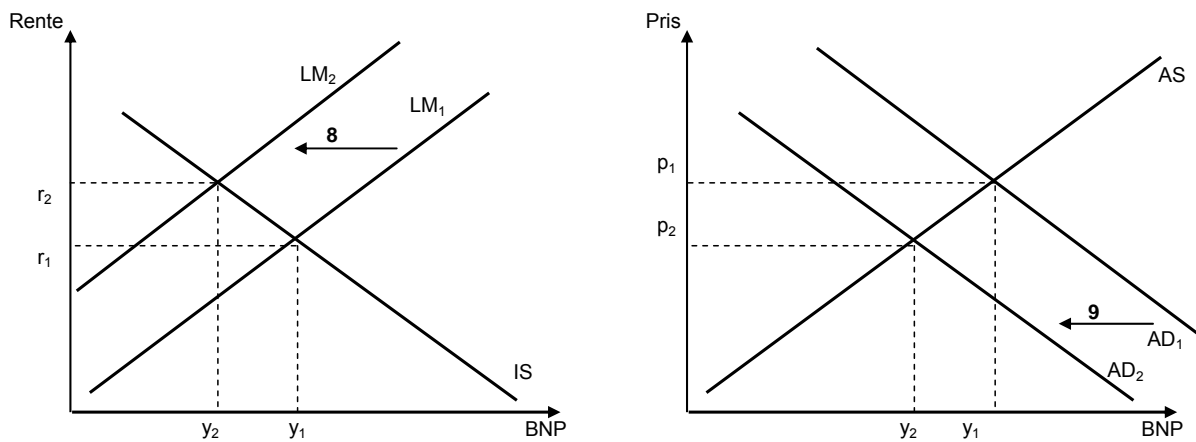


Fase 4 - Revulsion

Et sted går grensen for spekulasjonen. Når toppen av markedet er nådd begynner det å gå nedover igjen. Vi har nådd vendepunktet, ”revulsion”. Dette defineres som en plutselig endring eller omsving. Det oppstår finansiell panikk og investorene ønsker og selge seg ut for å sikre seg mer likvide midler. Det oppstår ”a rush for liquidity”. Det blir en situasjon preget av ”financial distress”. Dette defineres gjerne som en tilstand hvor bedriftene i finansmarkedet innser at det er en stor mulighet for at de ikke skal klare å innfri sine forpliktelser. Oppfattet profitt er nå lavere enn normalt. Det blir en ”torschlusspanik” i form av at investorene ønsker og selge seg ut før dørene lukkes og konkursen er et faktum (Kindleberger 2000).

Denne fasen kjennetegnes ved at pengemengden i økonomien reduseres som følge av at det er mangel på likvider i markedet. Bankene er restriktive vedrørende utlån og LM-kurven får et negativt skift (skift 8 i figur 2.5). Dette leder til økte renter. Ved denne høye renten er det dyrere å investere og aktører ønsker å trekke seg ut da investeringene deres synker i verdi. Aggregert etterspørsel vil synke og leder til at AD-kurven får et skift innover (skift 9 i figur 2.5). Dette leder til fallende priser og vi får en reduksjon i BNP (Grytten 2002).

Figur 2.5 Revulsjon, IS/LM og AD-AS



Fase 5 - Discredit

De negative forventningene resulterer i at det oppstår en negativ boble. Krakket er et faktum. Den enorme sti avhengigheten for likvide midler fører økonomien inn i ”discredit”. Det kommer til et sted hvor det rett og slett ikke finnes mer kreditt. Finansinstitusjoner kan gå konkurs. Markedet er svært følsomt i denne fasen. Medienes dekning av situasjonen kan skape ytterligere panikk blant investorene og bidra til at krisen forsterker seg (Kindleberger 2000).

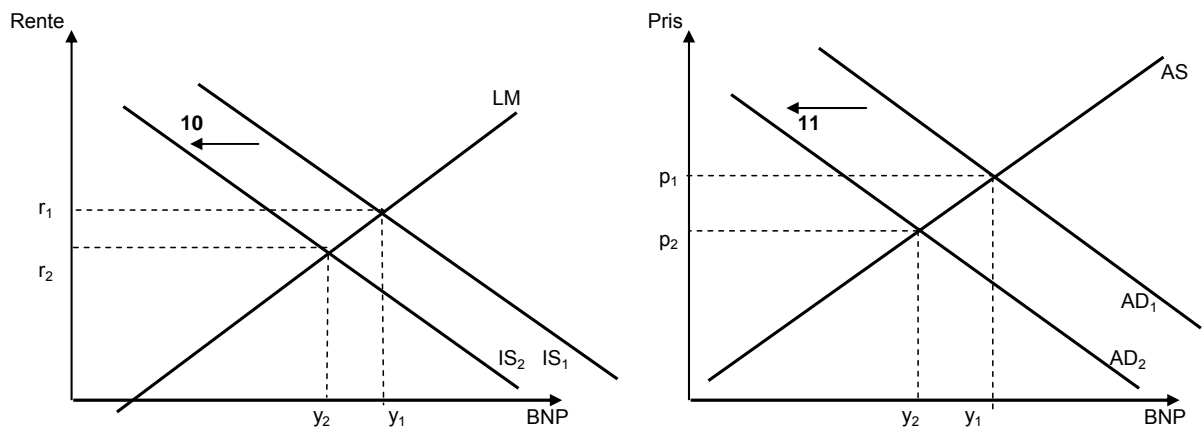
Panikken gir næring til seg selv på lik linje som spekulasjonen gjorde det inntil en eller flere av følgende tre ting inntreffer:

- 1) prisene faller så lavt at investorer igjen blir fristet til å kjøpe mindre likvide aktiva
- 2) handelen brytes ved at det settes en nedre grense for prisfallet, at handelsbørser stenges eller handelen stanses på annen måte
- 3) en långiver i siste instans (LSI) lykkes i å overbevise markedet om at tilstrekkelige likvider vil bli tilført markedet til at etterspørselen kan opprettholdes

(Kindleberger 2000: 17-18).

I denne fasen vil lønnsomhetsforventningene avta og en optimisme snus til pessimisme. Økonomien får betydelige negative skift i produktetterspørselen (AD-kurven skifter innover, skift 11 i figur 2.6) og investeringer faller (IS-kurven skifter innover, skift 10 i figur 2.6). Dette leder til at prisene, BNP og rentenivået stabiliserer seg på et lavere nivå enn utgangspunktet.

Figur 2.6 Discredit, IS/LM og AD-AS



Som vi ser av figur 2.1 vil BNP nå være på et lavere nivå enn trenden tilsier, og således kunne sies å være lavere enn normalt (Grytten 2002).

2.4 Kindlebergers kriseteori

Charles P. Kindlebergers (1910-2003) kriseteori bygger tungt på Hyman Minskys krisemodell. Den har imidlertid mindre distinkte faser og er ikke i den grad deterministisk. Det er en mer nøytral teori og dynamisk enn H-M modellen. Kindleberger selv mener han beviser kriseteoriens virkelighet med empiri. Man kan vel moderere dette til å si at han belyser den.

Kindleberger utvider H-M modellen til å være gjeldende under internasjonale forhold. Valuta- og pengesystemet er en kritisk faktor i teorien hans, men bærer ikke preg av pessimisme slik H-M. I tillegg utvides modellen med viktigheten av en hegemonimakt som en løsning for kriser.

2.4.1 Illustrasjon av modellen

Krisers anatomi

Historiske studier har gjort at Kindleberger kan skissere en anatomi for krisers forløp. De fleste kriser går ifølge han gjennom tre hovedfaser:

- spekulativ mani
- panikk
- krakk

Spekulativ mani

Når man benytter ordet mani antydes det at det skjer et tap av kontakt med virkelighet eller rasjonalitet. Kindleberger mener at det manien noen ganger kan grense inntil hysteri eller vannvidd. De aller fleste kriser har en fase hvor det er spekulativ adferd. Denne atferden kjennetegnes ved at aktører i markedet søker en profitt som overgår forventet profitt. Denne profitten overgår realisert profitt. Når forventningene overgår realitetene ved kritikkløs risikotaking oppstår det en boble. I følge Kindleberger er noe av det mest undergravende for et menneskes selvfølelse å se naboen bli rik. Når aktører i markedet ser at andre tjener penger på spekulative forretninger, har de en tendens til å følge etter grunnet såkalt flokkatferd. Atferden til den enkelte aktør er rasjonell, men for markedet som helhet er atferden irrasjonell (Kindleberger 2000 s 23-47).

Panikk

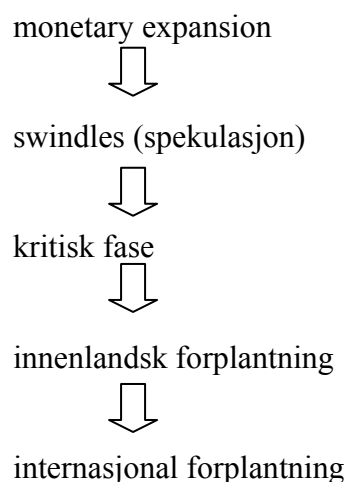
Når alle har kjøpt oppstår et vakuum. I denne fasen begynner rasjonelle investorer å trekke seg ut med profitt, ettersom de forstår at nivået ikke vil kunne forsvares fundamentalt. Etter hvert ser flere dette. Det oppstår et kappløp om å realisere formuesobjektene sine i likvider. Panikken kommer plutselig og til dels ubegrunnet. Den brer seg. I denne fasen vil man ofte kunne finne umoralsk og sågar kriminell atferd blant aktører som forsøker å redde eget skinn. På høyden av en panikk heter det seg nemlig at likvider er utilgjengelig. Når alle begynner å selge vil det ikke være kjøpere nok. Oppgangen i et marked er betinget av at det er kjøpere som ønsker å gå inn på et stadig høyere nivå (Kindleberger 2000, s 100-107).

Krakk

I den siste fasen kommer krisen til et krakk. Et krakk er kollaps i prisene til formuesobjekter, men kan også være konkursen til et viktig selskap eller en bank. Optimismen i markedet har gått over til pessimisme. Bunnen faller ut av det spekulasjonsdrevne markedet. Markedsaktørene syn på muligheter til fortjeneste endrer seg og går i motsatt retning (Kindleberger 2000 s 105-107).

Kindleberger har i sin teori videre delt krisene inn i fem ”løse” faser. Se figur 2.8.

Figur 2.8 Kindlebergers kriseteoriens ”løse” oppdeling



Monetary Expansion

Kindleberger er mye mer åpen for ulike hendelsesforløp enn Minsky er. ”Monetary expansion” kan inneholde en displacement som leder an til spekulasjon, men det trenger ikke inneholde en slik (Kindleberger 2000: 49-71).

Swindles

Spekulasjonstendenser gir føde til bedragere som nyter godt av det overdrevne haget etter profitt. Noe avsløres, men dette vil likevel bare være toppen av isfjellet for hva som finner sted av lureri og bedrag (Kindleberger 2000: 73-90).

Kritisk fase

Avsløringen av svindlere eller nedgangen til en betydningsfull bedrift/bank kan lede an til et krakk. Dette er Kindlebergers ”kritiske fase”. Denne fasen kan inneholde revulsjon (Kindleberger 2000: 91-107).

Innenlandsk forplantning

”Innenlandsk forplantning” skjer når krisen i ett marked smitter over på ett eller flere andre markeder innenfor økonomien. Når oppfattet profitt og fortjenestemuligheter går ned i et marked, vil dette kunne føre til at vi får en prisnedgang i nærliggende markeder. Kindleberger beskriver hvordan man kan gjennom historien har kunnet vitne at nedgang i aksjemarkedet har virket til å påvirke nedgang i eiendomspriser. Når alle ønsker å selge seg ut før bunnen er nådd kan det oppstå likviditetsmangel (Kindleberger 2000: 109-116).

Internasjonal forplantning

Dette kan spre seg videre til ”internasjonal forplantning” i form av at krisen sprer seg til andre land og regioner (Kindleberger 2000: 117-137).

2.4.2 Mulige løsninger når krisen er et faktum

Det er tre ulike løsninger på krisetilfellet i følge Kindleberger.

1) La det skure

En del økonomer, og da spesielt monetarister, er av den oppfatningen at ondet bak panikken vil finne sin egen kur og at brannen slik kan slukke seg selv ved å ebbe ut (Kindleberger 2000: 139).

2) Ha en lender of last resort (låntaker i siste instans)

Dette er et spørsmål om hvem som skal gjøre penger tilgjengelig i en likviditetskrise, når disse ska inntre, med hvor mye de skal bidra med og på hvilke vilkår et slikt bidrag skal ytes (Kindleberger 2000: 161-178).

3) Ha en international lender of last resort

Ettersom det ikke eksisterer noen internasjonal regjering, ingen internasjonal sentralbank og kun svake internasjonalt lovverk er det et avgjørende spørsmål hvor den eventuelle låntakeren i siste instans skal komme fra (Kindleberger 2000: 179-206).

Hegemonimakt

Kindleberger mener at tilstedeværelsen av en hegemonimakt har påvirkning på om det blir en krise og den eventuelle krisens varighet og dybde. Dersom man har en klar hegemonimakt vil dette lede til at krisen blir mindre langvarig og resesjonen ikke så dyp. Hegemonimakten kan sågar hindre internasjonal forplantning.

Ifølge Hegemonimaktmodellen skal hegemoniet sikre markedet for varer som preges av "distress", dvs varer som er kan være utsatt for tvangssalg. Videre skal den stabilere penge- og valutamarkedene. Ved behov for likviditet skal den dessuten yte langsiktige lån. Imidlertid bør ikke oppskriften på når støtte tildeles være helt klar. Kjennskapen til at hegemonimakten trer inn som "lender of last resort" kan påvirke investorene til å ta overdreven risiko, siden de vet at de har garanti for sine midler. Dette vil gi en falsk trygghet som kan lede til moralsk hasard. Rollen til International Monetary Fund (IMF) har særlig vært til gjenstand for diskusjon på dette området.

Kindleberger mener selv at det er på tide at noen tar lærdom av historien. Med hjelp av sin kriseteori mener han at vi skal være i stand til å forebygge kriser ved at man vet tidlig hvilke signaler man skal se etter. Når krisen først er et faktum kan man begrense dens betydning ved å ta riktige politiske beslutninger. Dette bedrer krisehåndteringen og leder til riktigere tilpasset tiltak på makronivå så vel som på mikroplan (Kindleberger 2000).

2.5 P/E og P/R

2.5.1 En teoretisk fremstilling

P/E er en forkortelse for Price/Earnings. Modellen er opprinnelig utviklet for verdivurdering av aksjer av Gordon & Shapiro (1956). Senere er modellen blitt videreutviklet av Miller & Modigliani (1961). Modellen beskriver verdien av en aksje som summen av neddiskonterte fremtidige dividender. Fremtidig dividende (D) er den andelen $(1-b)$ av inntjeningen (E) som ikke holdes tilbake i selskapet. Summen av en uendelig dividendestrøm, med vekst, er lik $D / (k-g)$, hvor k er kapitalkostnad og g er økonomisk vekstrate. Gitt denne sammenhengen kan man beregne et forhold mellom pris (P) og fortjeneste (E) som følger:

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1 - b}{k - g} \quad (1) \quad k > g$$

Sammenhengen i (1) viser forholdet mellom en bedrifts markedsverdi/aksjekurs og årsresultat. Denne sammenhengen gir oss den fundamentale P/E-raten. Lav kapitalkostnad, lavt tilbakeholdt overskudd eller høy økonomisk vekst vil drive en fundamental P/E opp i verdi. Ved å sammenligne den fundamentale P/E-raten med reell P/E-verdi (aksjens markedspris/fortjeneste per aksje) kan man finne ut om en aksjes pris er over- eller undervurdert.

Modellen kan modifiseres til å gjelde verdsettelse også i boligmarkedet. Poterba (1992) viser at brukerkostnaden ved å eie et hus er gitt ved følgende sammenheng:

$$\text{Brukekostnad} = P_H(i + \tau_p + b + m + \delta - \pi) \quad (2)$$

hvor:

P_H = boligprisindeks

I = nominell lånerente (etter skatt)

τ_p = eiendomsskatt på boliger en selv eier

$\beta + m + \delta$ = kostnader ved hushold (β = risikopremie for eiendomsinvestering,

m = vedlikehold, δ = avskrivningskostnader)

π = forventet kapitalavkastning

På lang sikt vil det være en likevekt mellom brukerkostnader ved å eie en bolig og kostnadene ved å leie den samme boligen. Dette gir følgende sammenheng:

$$\text{Leiekostna } d = R = P_H(i + t_p + b + m + d - p) \quad (3)$$

På kort sikt kan man ha ulikevekt i boligmarkedet på den måten at etterspørselen vris mot enten å leie eller å eie. På lengre sikt vil prisene på de to godene justere seg slik at den langsiktige likevekten atter gjenoppstår.

Ved å sette likning (3) inn i (2) får vi følgende:

$$\frac{\text{Eiepris}}{\text{Leiepris}} = \frac{1}{(i + t_p + b + m + d - p)} \quad (4)$$

Forutsett at:

- alle typer boliger er homogene og har en tilhørende leiepris
- å leie og å eie er perfekte substitutter
- vi har null transaksjonskostnader

På samme måte som tidligere omtalt for aksjer har vi et tilsvarende langsiktig, fundamentalt forhold mellom pris (boligpris) og fortjeneste (husleie) i boligmarkedet. Vi snakker da om boligmarkedets P/E-rate, nærmere bestemt P/R-rate (Price-to-Rent-rate). P/R-raten vil endre seg på lang sikt som følge av endringer i de underliggende faktorene i likevekten. Dette tilsier at selv om vi har en endring i den fundamentale P/R-raten trenger ikke dette å bety at en boble er på anmarsj i boligmarkedet. For at vi skal kunne uttale oss om prisstigningen er uforsvarlig høy gitt økning i P/R-raten, må vi sammenstille denne med faktisk tilstand i boligmarkedet. Faktisk P/R-rate finnes ved å dividere virkelige boligpriser med virkelige leiekostnader, for på den måten å finne en særegen P/R-verdi for hver enkelt bolig. For praktiske formål benytter man seg av indekser for aggregerte data for å beregne faktisk P/R-rate.

3.0 EMPIRI

3.1 Black Monday

For vel 20 år siden, mandag 19.oktober 1987, falt aksjemarkedet i New York med 22,7%. Dette var det største relative fallet en enkelt dag som verdens aksjemarked hittil i historien har vært vitne til. Dette fallet innebar at selskapsverdiene ble redusert med hele 500 milliarder dollar. Dette er til sammenligning mer enn hele det norske oljefondet og vil med dagens dollarkurs tilsvare et fall på 2500 milliarder kroner. Mandagen fikk tilnavnet Black Monday, den svarte mandagen.

De lærde strides om hva som var årsaken til børskrakket i 1987. Det var stor internasjonal høykonjunktur i tiden før krakket. Psykologiske effekter i markedet skapte en frykt for at aksjeprisene var for høye og de begynte å gå nedover. Vakuumet var nådd ved at det ikke var flere kjøpere som ville gå inn til de høye prisene og den nedadgående spiralen var i gang.

Den tyske investoren Roland Leuschel var en av få som forutså krakket i 1987. Leuschel forklarer dette til Die Welt, ifølge børsen.dk: ”Jeg stod alene med min holdning den gang, og forklaringen er ganske enkelt at de fleste aktørene i finansverdenen ikke er uavhengige. De har alle et produkt å selge”

3.2 Ringvirkninger på Oslo Børs

I Norge ble ikke dagen etterpå, tirsdag 20.oktober, noe mindre svart. Selv om globaliseringen på den tiden ikke kan sies å ha kommet like langt som i dag, var det liten tvil om at hendelsene på den amerikanske børsen i Wall Street skulle få konsekvenser også for det norske markedet. Kursene på Oslo Børs falt med 19% denne dagen. Hendelsene markerte slutten på en periode omtalt som ”jappetiden”¹. Det var imidlertid bare toppen av isfjellet. Oktober 1987 viste seg å bli en massakre for de som hadde mange av midlene sine plassert i aksjer. Under måneden som helhet falt Oslo Børs med 28%.

¹ Jappetiden var en periode i norsk næringsliv og samfunnsliv fra 1983 til 1987. Jappetiden brukes vanligvis som en betegnelse på denne kulturrevolusjonen som fikk store konsekvenser for det norske samfunnet på midten av åttitallet, også kjent som den første jappetiden. Det var nå en stor fremvekst av ”ambisiøse, dynamiske og individualistiske” mennesker, med holdninger som mer enn tidligere handlet om personlig gevinst – kjent som japper (Wikipedia)

3.3 Norsk boligkrise

Kåre Willoch sin samarbeidsregjering fra 1981-1986 pumpet inn oljepenger i den norske økonomien. Dette bidro til en kraftig økonomisk vekst. Husholdningene hadde fullt fradrag i skatten for sin rentebetaling. Samtidig avregulerte myndighetene kvantumsrestriksjoner på utlån. Sammen resulterte dette i økende etterspørsel etter lån. Det vokste frem en kredittfinansierte boom, som løp løpsk. Denne ble preget av spekulasjon, overlåning og oppblåsing av prisbobler i formuesmarkedene. Resultatet ble en kraftig gjeldsøkning i ikke-finansiell sektor. Dette igjen resulterte i en dramatisk økning i bankenes kredittrisiko og bedriftenes og husholdningens finansielle sårbarhet.

Når aksjekrakket kom i 1987, falt eiendomsmarkedet kraftig. Overoptimismen ble punktert. Formuesprisene stupte til et bunnpunkt i 1992/1993. Det var panikkartede tilstander der alle aktørene ville selge seg ut av eiendom raskest mulig. Rentene var oppe i 14% på det verste. Den store gjeldsandel til husholdningene resulterte i mislighold. Utviklingen endte i bankkrise og boligkrise (Knutsen 2007).

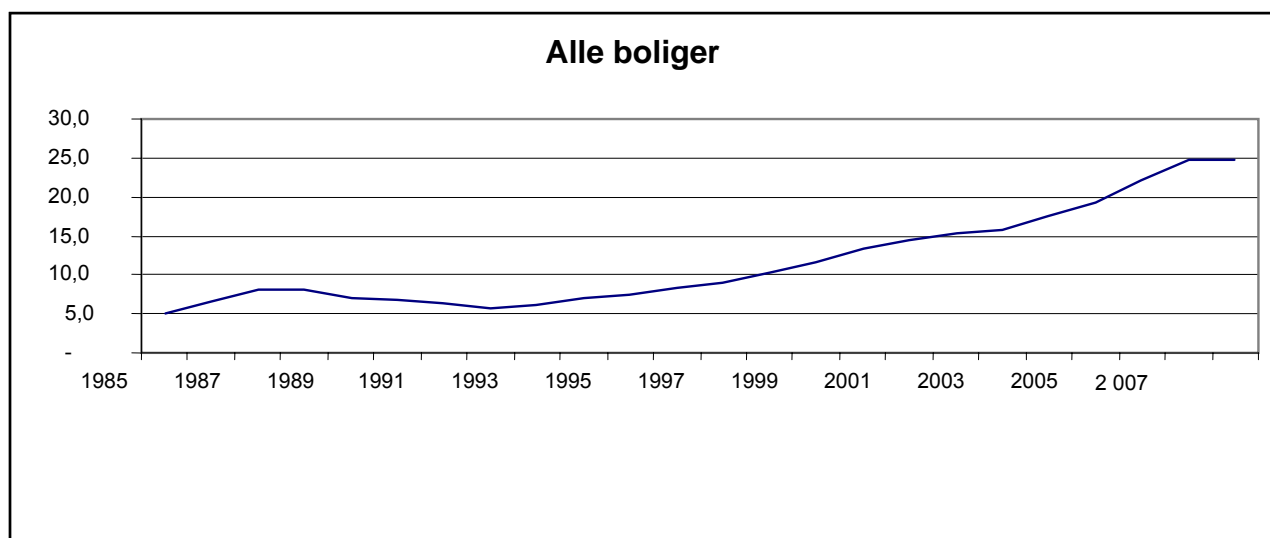
I følge Grytten var dette krakket et klassisk finansielt krakk. Det var høykonjunktur helt frem til 1986 da oljekursene sank og konjunktorene snudde. Det var likevel en stor pengerikhet blant enkelte investorer. Boliger var det formuesobjektet som det ble investert lengst i. Det ble en enorm overprising av boliger og etter hvert begynte markedet å lese dette. Panikken begynte å bre seg. Det var få som ønsket å kjøpe boliger og boligprisene sank. Vi fikk omtrentlig en halvering av boligprisene på kort tid. Samtidig som dette skjedde, ble skattepolitikken endret slik at man nå kunne trekke fra mye mindre andel av renteutgiftene i skatt. Dette resulterte i at den reelle renten økte betydelig.

Vi snakker egentlig her om to forskjellige krakk, boligkrisen og bankkrisen. Hadde ikke den sistnevnte inntruffet hadde derimot ikke folk investert så mye som de gjorde i boligmarkeder (Grytten 2007).

3.4 Utviklingen i boligprisene siden 1993

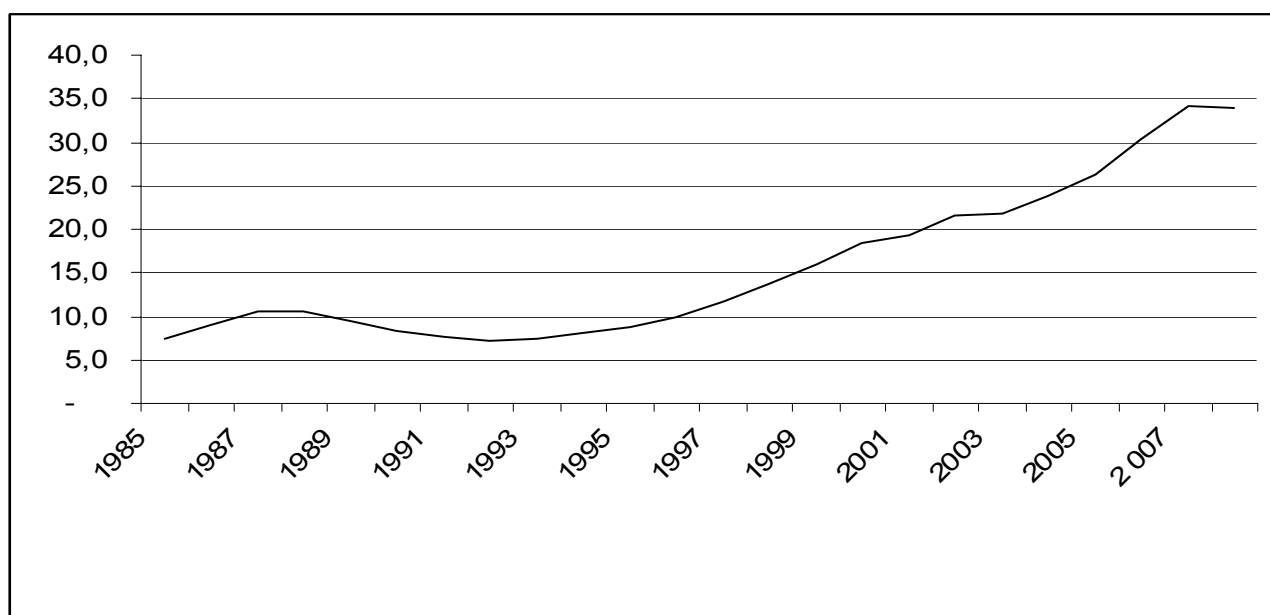
Etter krakket på begynnelsen av 1990-tallet har boligprisene steget kraftig. Det har nært sagt vært en sammenhengende oppgang i boligprisene (figur 3.1) i perioden fra krakket og frem til i dag.

Figur 3.1 Pris per m2 for gjennomsnittsboligen på ca 100 m2 i Norge. 1000 kr, 1985-2008



Økningen har vært spesielt sterk i Oslo. I 1999 kunne enkelte boliger selges for tre ganger det beløpet de ble solgt for i 1992 (Larsen & Sommervoll).

Figur 3.2 Pris per m2 for gjennomsnittsboligen på ca 100 m2 i Oslo. 1000 kr, 1985-2008



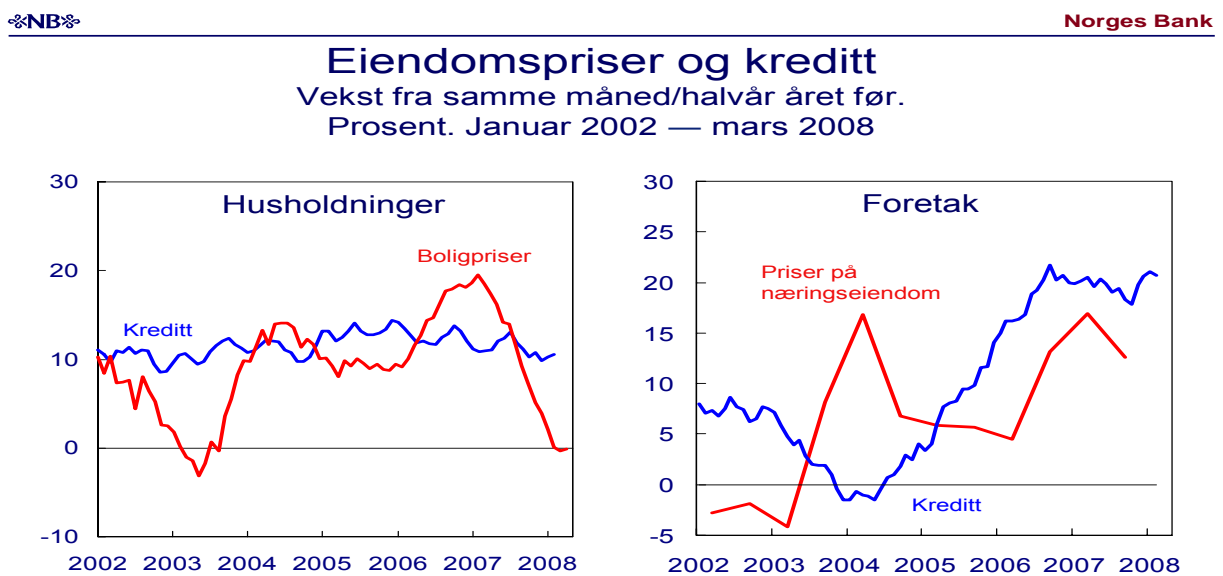
Markedsverdien av en bolig avhenger av dens spesielle egenskaper. Kvadratmeterprisene vil variere med boligens størrelse, type (eks. leilighet, delt bolig, enebolig) og beliggenhet. Andre egenskaper som antall bad, ute områder, lokalbeliggenhet og kvalitet påvirker også prisene. Det finnes på denne måten er unik pris for hver bolig som selges. Dette betyr at vi ikke kan si at "boligprisen" eksisterer, i motsetning til oljeprisen eller kursen på norske kroner. Boligprisen er en teoretisk størrelse som derimot må beregnes statistisk. Eiendomsmeglerbransjens benytter en hedonisk prisstatistikk ved utarbeidelse av sin boligprisstatistikk. Statistikken har således hensyntatt at andre egenskaper enn salgstidspunktet påvirker boligprisene. Dette er en svært anerkjent metode for å lage boligprisstatistikk (ECON).

Konsumprisindeksen (KPI) har steget med 34% fra 1992 til 2007 (1998 =100). Imidlertid var gjennomsnittlige priser på boliger formidlet gjennom Finn.no i april 2008

- 333% høyere enn forrige bunnår, 1992. Korrigert for inflasjon er prisene 214% høyere enn de var i 1992
- 203% høyere enn i forrige toppår, 1987. Korrigert for inflasjon er prisene nå 79% høyere enn de var i 1987

(Eiendomsmeglerbransjens boligprisstatistikk)

Figur 3.3 Eiendomspriser og kreditt, vekst fra mnd/halvår året før, Prosent. Jan 02-mars 08



Kilder: Norges Eiendomsmeglerforbund, Eiendomsmeglerforetakenes forening, FINN.no, ECON Pöyry, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

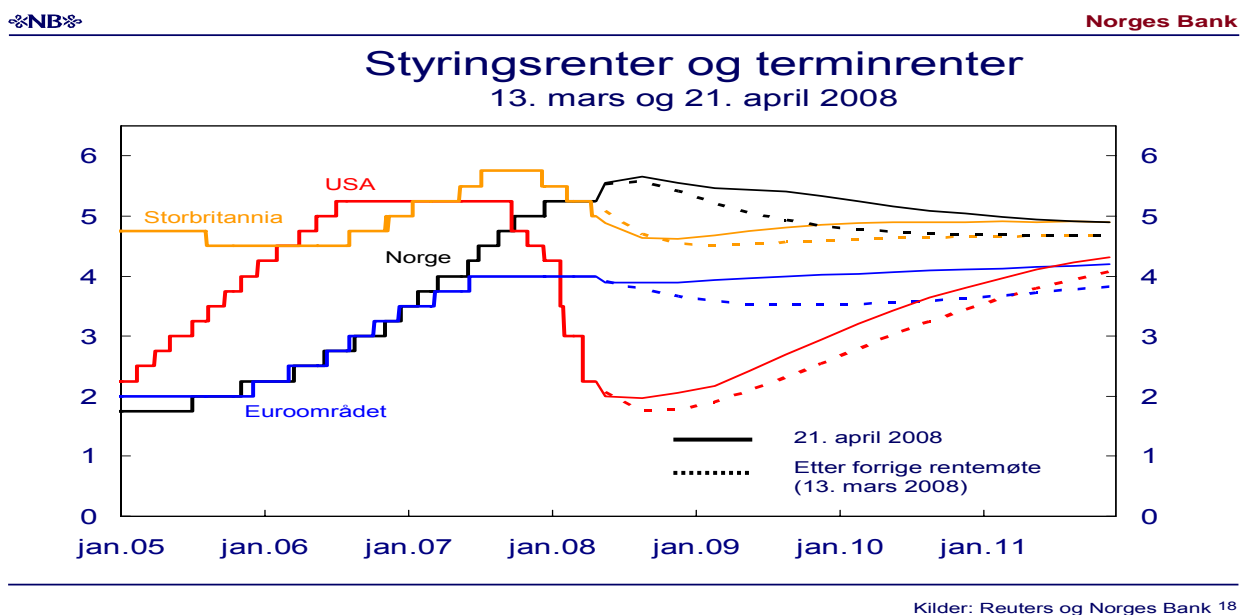
6

3.5 Makroøkonomiske nøkkelfaktorer

3.5.1 Rentenivå

Norges Bank hevet styringsrenten for 15.gang på rad i rentemøte avholdt 23.april 2008. Den norske styringsrenten var sommeren 2005 nede i 1,75%, mens den våren 2008 er 5,50%. I hovedstyrets begrunnelse for rentebeslutningen fremkommer det at det er frykt for nedgangstider i USA og at den økonomiske veksten fortsatt avtar i flere europeiske land.

Figur 3.4 Styringsrente og terminrenter 13.mars – 21.april 2008



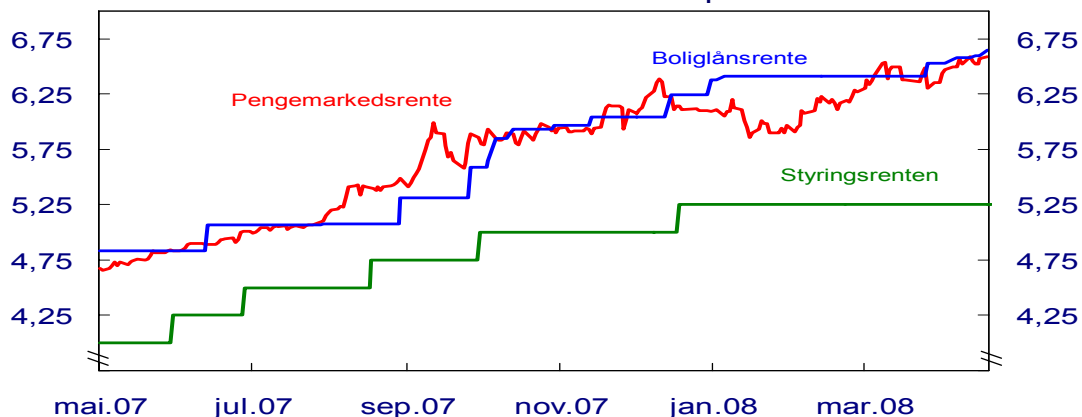
Vi ser at figur 3.4 at styringsrenten er satt ned både i USA og Storbritannia. Videre ser vi av prognosene (de stiplede linjene) at det er signaler om at disse styringsrentene skal ytterligere ned. Disse reduksjonene er imidlertid ikke så store som først antatt.

Figur 3.5 viser at rentene i pengemarkedet er høyere enn forventede styringsrenter. Tremåneders pengemarkedsrente er per april 2008 litt over 1% høyere enn Norges Banks styringsrente. Hovedstyret mener at denne forskjellen gjenspeiler en delvis forventning om høyere styringsrente, men at den er unormalt stor. Gjennomsnittlig utlånsrenten er på nivå med pengemarkedsrenten.

Figur 3.5 Styringsrente, pengemarkedsrente og utlånsrenter på nye lån mai 07 – april 08

Styringsrenten, pengemarkedsrente¹⁾ og bankenes utlånsrenter på nye lån²⁾

Prosent. 3. mai 2007 – 22. april 2008



¹⁾ Tremåneders NIBOR (effektiv)

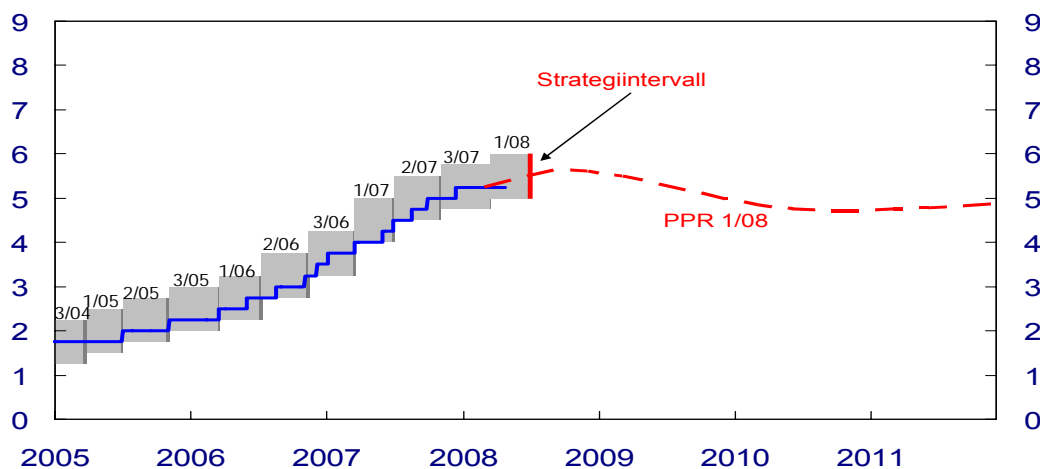
²⁾ Renter på nye boliglån på 1 million kroner innenfor 60% av kjøpesum med flytende rente. Tall for de 20 største bankene, vektet etter markedsandeler

Kilder: Norsk familieøkonomi AS og Norges Bank 19

Hovedstyrets strategi publisert i Pengepolitisk rapport 1/08 er at styringsrenten bør ligge i intervallet 5 – 6% i perioden frem til neste rapport legges frem 25.juni, med mindre norsk økonomi blir utsatt for uventede store forstyrrelser. Det var ingen ny informasjon siden sist rentemøtet, avholdt i mars, som samlet sett tilsa at Norges Bank skulle avvike fra sin strategi.

Figur 3.6 Styringsrentens strategiintervall, 2005 - 2012

Styringsrenten

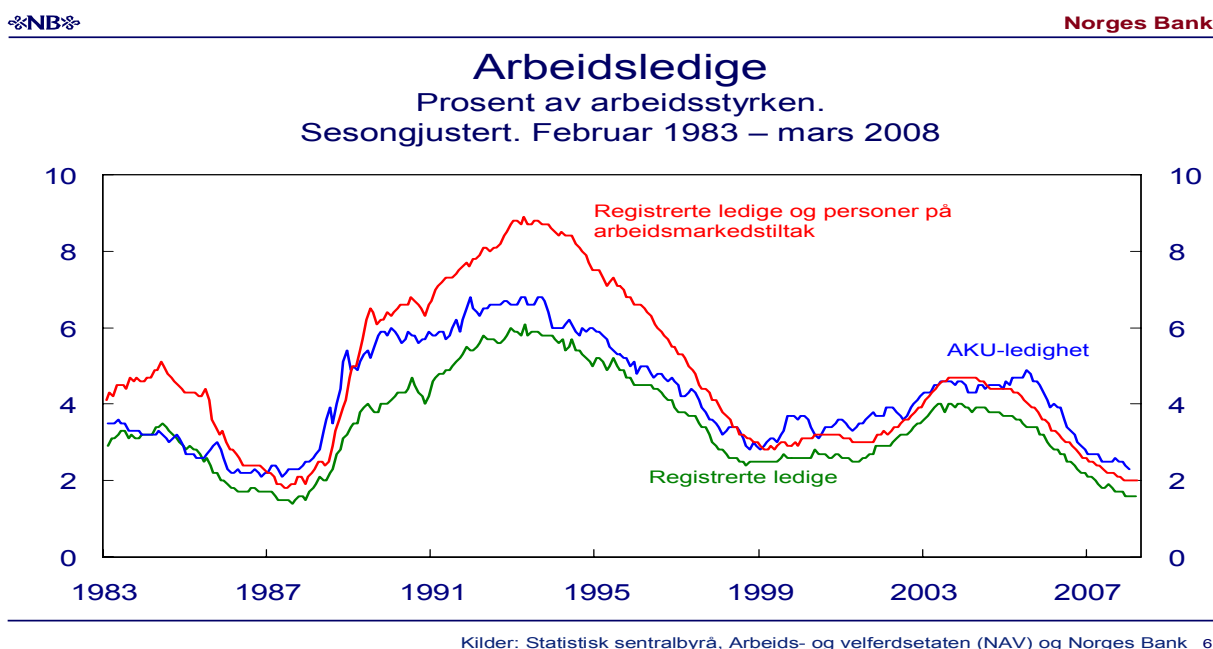


Kilde: Norges Bank 21

3.5.2 Sysselsetting

Ved utgangen av april 2008 var det 38.800 registrerte arbeidsledige hos NAV ². Dette tilsvarer 1,6% av den totale arbeidstyrken. Arbeidsledigheten har ikke vært så lav på over 20 år. Norsk økonomi har hatt høy vekst de siste fire årene. Dette har bidratt til at sysselsettingen har steget med 100.000 personer det siste året. Det er lavere etterspørsel etter arbeidskraft våren 2008, sammenlignet med høsten 2007. Tegn i økonomien tilsier at det vil være færre stillinger i yrker som bygg – og anlegg i den nærmeste tiden. Det forventes at ledigheten flater ut i løpet av 2008, slik at det i gjennomsnitt er 40.000 registrerte ledige i 2008, noe som er 6.000 færre enn i 2007 (NAV). Figur 3.7 illustrerer utviklingen i arbeidsledighet fra 1983 frem til i dag.

Figur 3.7 Arbeidsledige. Prosent av arbeidstyrken. Febr 83 – mars 2008



3.5.3 Disponibel inntekt

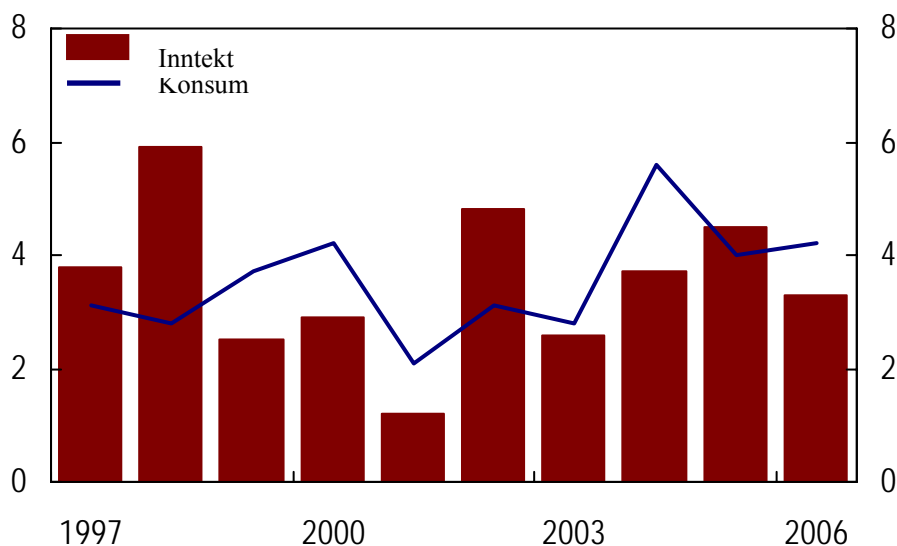
Det har vært en sterk vekst på fastlandet og en betydelig vekst i inntekten fra Norges finansielle fordringer på utlandet. Dette har bidratt til at disponibel realinntekt for Norge har økt med ca 5% fra 2006 til 2007. I perioden 2004-2006 var det særlig utviklingen i petroleumprisene som gav et positivt vekstbidrag til disponibel realinntekt. Bidraget fra utviklingen i petroleumprisene har vært små i 2007. Som følge av den kraftige veksten i

² NAV - arbeids- og velferdsetaten - ble opprettet 1. juli 2006 til erstatning for Aetat og trygdeetaten som ble lagt ned fra samme dato.

petroleumsprisene etter 2003 er disponibel realinntekt i 2007 ca 34% høyere enn konjunkturbunnen i 2003 (NOU 2008:10).

Disponibel inntekt for Norge har hatt en økning med 6,3% i perioden fra 2006 til 2007. Denne nominelle økningen skyldes særlig bidrag fra produksjonen i Fastland-Norge, men også endringen i rente- og stønadsbalansen overfor utlandet har bidratt betydelig. Disponibel inntekt for Norge tilsvarer om lag 423.000 kr per innbygger i 2007 (NOU 2008:10). Den kraftige veksten i husholdningenes disponible inntekt har gitt en sterk vekst i boliginvesteringer og husholdningenes forbruk, se figur 3.8.

Figur 3.8 Husholdningenes disponible realinntekt³ og konsum. Vekst fra året før. Prosent. Årstall. 1997 – 2006



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3.5.4 Konsumprisutviklingen

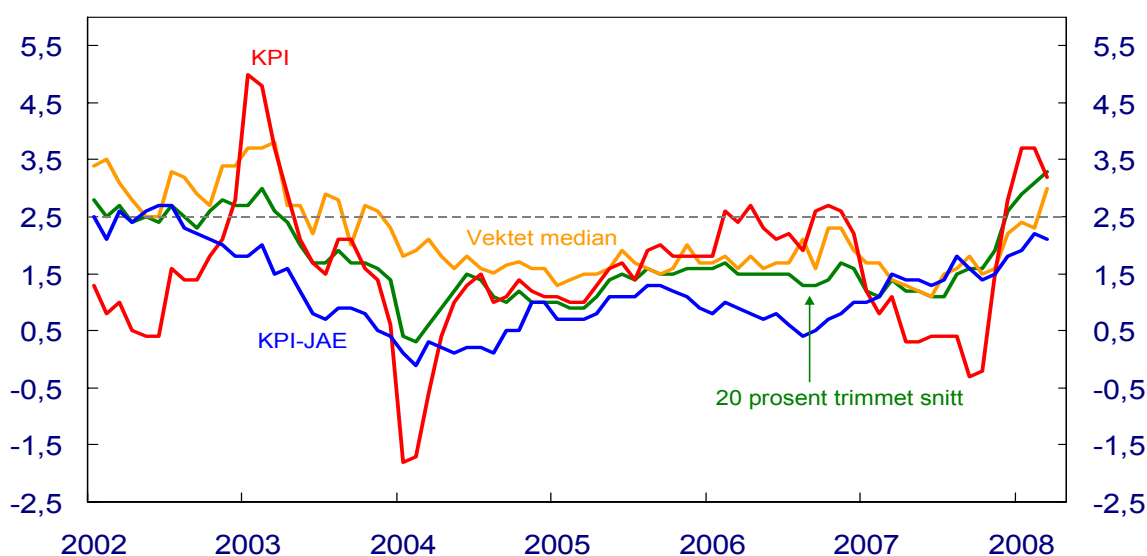
Konsumprisene (KPI) økte med 0,8% fra 2006 til 2007. Til sammenligning var økningen hele 2,3% året før. Det var særlig prisutviklingen på elektrisitet som trakk ned veksten i KPI. Alene bidro denne prisutviklingen til et fall for KPI på nesten 1% fra 2006 til 2007. Imidlertid har KPI for tolv månedersperioden fra februar 2007 til februar 2008 økt med 3,7%. Dette skyldes i stor grad utvikling i drivstoffs- og elektrisitetspriser. Gjennomsnittlig for de siste fem årene har KPI i snitt steget med 1,5%. Dette er 0,9% lavere enn den foregående femårsperioden (NOU 2008:10).

³ Korrigert for anslåtte reinvesterte aksjebuytter/ innløsning av aksjekapital 2000 – 2006

Ved måling av underliggende inflasjon er det et vanlig mål å benytte konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og utenom energivarer (KPI-JAE). Dette måltallet steg med 1,4% fra 2006 til 2007, mot 0,8% året før. Tolvmånedersveksten for KPI-JAE var ca 1,5 i 2007, med to topper i august og desember lik 1,8%. I februar 2008 var tolv månedersveksten steget til 2,2%. Dette er den høyeste veksten vi har hatt i KPI-JAE siden september 2002 (NOU 2008:10).

Figur 3.9 Ulike indikatorer for prisvekst. Jan 02 – mars 08

Ulike indikatorer for prisvekst
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – mars 2008



Kilde: Statistisk sentralbyrå 4

4.0 ANALYSE

4.1 Introduksjon

I dette kapittelet ønsker jeg å analysere mulighetene for en nærstående boligkrise i Norge vurdert ut i fra etablert kriseteori av Kindleberger og Minsky. Jeg vil benytte deler av deres rammeverk og analysere dagens situasjon mot disse.

4.2 Minskys krisemodell analysert mot dagens situasjon

Som nevnt under avsnitt 2.3 er Minskys modell en deterministisk beskrivelse av prosessen en krise gjennomgår. Modellen er opprinnelig inndelt i fem distinkte faser. Jeg vil i denne sammenhengen konsentrere meg om de tre fasene displacement, overtrading og monetary expansion. Til slutt i ønsker jeg i tillegg å undersøke om vi ved dagens situasjon kan være på vei inn i fase 4 i modellen – revulsion.

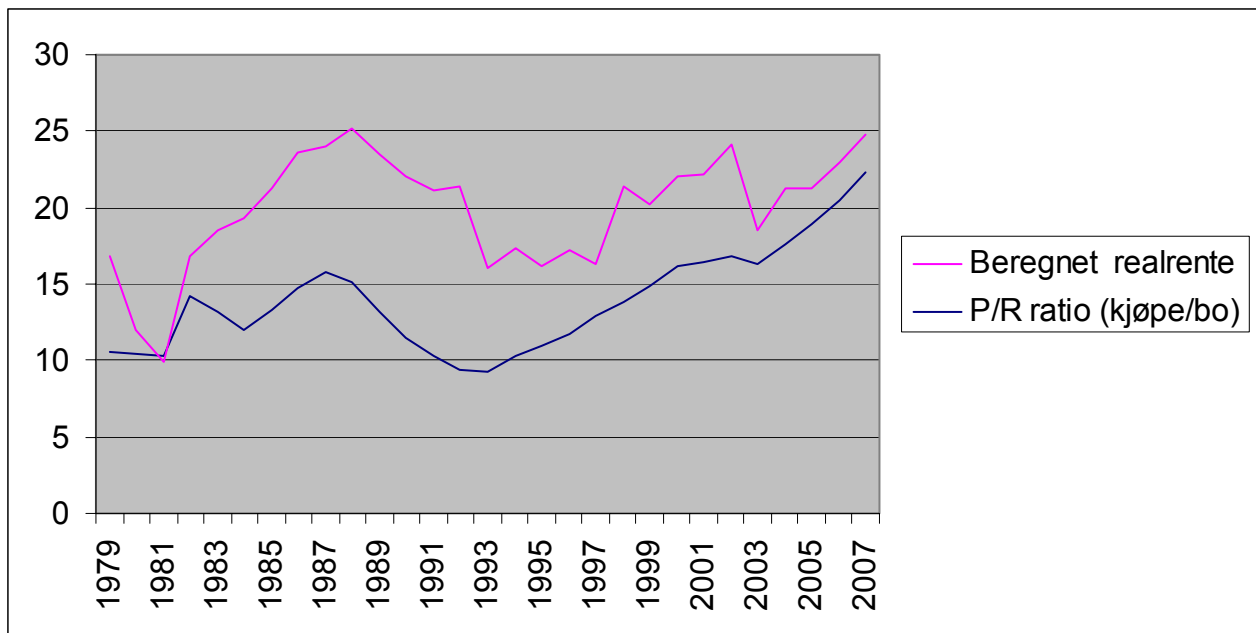
4.2.1 Displacement

Minskys utgangspunkt i denne fasen er at det finner sted en ”displacement” i form av et eksogent sjokk. Norges Banks styringsrenten ble 12. desember 2002 satt ned med 0,50% etter å ha vært holdt uendret på 7,00% siden 3. juli 2003. Etter en rekke rentenedsettelse var renten 12. mars 2004 nede i 1,75%. I tillegg til rentenedgangene i denne perioden styrket også kronen seg betraktelig. Pengemarkedsrenten i Norge var i 2004 rekordlav og til dels lavere enn i euroområdet. Dette kan ha virket som en displacement i den norske økonomien og bidratt til økte forventninger om at investeringer i boligmarkedet kunne gi nye profittmuligheter gjennom kjøp og salg. Vi kjenner fra empirien i avsnitt 3.5.3 til at det har vært store økninger i investeringer og produksjon i boligmarkedet. Høy aktivitet i økonomien har en tendens til å gi økt optimisme og økt tro på egen betalingsevne i fremtiden hos husholdningene. Dette bidrar til økt etterspørsel og prisene presses ytterligere opp.

Denne økte investeringstakten i boligmarkedet har som nevnt i avsnitt 3.4 dratt boligprisene i Norge opp til store høyder. Boligprisene er i april 2008 hele 214% (inflasjonsjustert) høyere enn bunnåret 1992. Imidlertid har konsumprisindeksen (KPI) – og derigjennom også leiekostnadene - kun steget med 34% i tilsvarende periode. Normalt skal boligprisene og leieprisene følge hverandre.

Boligpris delt på leieinntekter kalles boligmarkedets P/R. Dette forholdstallet, som viser hvor mye dyrere prisene er i forhold til fortjeneste man kan få (altså leieinntekt), har økt kraftig de ti siste årene, se figur 4.1.

Figur 4.1 Forholdet mellom eiepriser og leiepriser i Norge siden 1979 sammenlignet med realutlånsrenten.



Husleien som leietakere er villige til å betale antas å si mer om den riktige verdien enn selve totalprisen på en bolig. Gjennomsnittlig P/R for boliger siden 1979 er lik 13,89. På begynnelsen av 1990-tallet var P/E godt under 10. Dette forholdet er viktig for erfaring viser at P/R-tallet er ”mean-reverting”, altså at det vender tilbake til sitt gjennomsnitt – over tid. Forholdstallet har doblet seg i 2007 i sammenlignet med 1992 og er nå lik rekordhøye 22,29.

Eierprisene stiger når det er lettere å betjene lånene, og dette har skjedd i perioden frem til sommeren 2005 når renten har vært fallende. For leietaker er det lettere å ta en lavere leie når de selv står ovenfor lavere kapitalkostnader. Eierprisen har således steget og leieprisene har falt eller ikke steget like mye. Imidlertid viser det seg at P/R-raten ikke beveger seg kronologisk med rentenivået. Dersom P/R-raten stod nært i forhold til renten, og denne alene, kunne vi forventet at den alltid gikk opp når renten gikk ned og motsatt. Ved å sammenligne utviklingen i realrenten⁴ med utviklingen i P/R-raten ser vi at dette ikke alltid har vært tilfelle (se figur 4.1). I enkelte perioder på slutten av 1990-tallet stiger P/R og realrenten i samme intervall. En forklaring til dette er at det boligkjøpere ikke benytter den kortsiktige realrenten når de skal betale boligen sin over 25-30 år. Den kjenner ikke til de langsiktige realrentene, og

⁴ Realrente er den reelle avkastningen, som er avkastning justert for inflasjon, en fordringshaver får fra debitor. I beregninger av realrente er det normalt å bruke konsumprisindeksen (KPI) som justeringsfaktor for inflasjonen.

det er ikke nødvendigvis noen nær sammenheng med de kortsiktige og de langsiktige. Dette er problemet med å benytte realrenten som forklaringsfaktor for de økte boligprisene (Røed Larsen 2005).

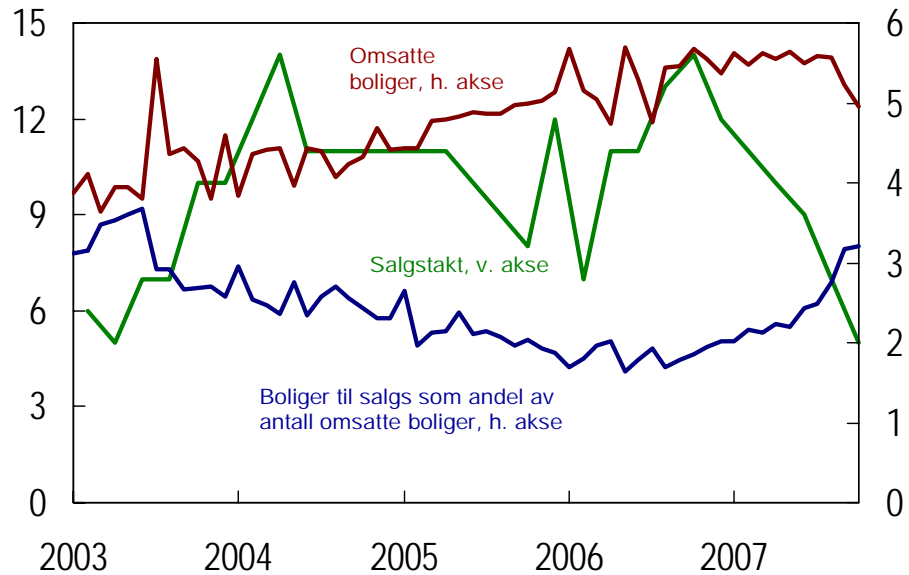
4.2.2 Overtrading

Denne fasen kjennetegnes ved at investorer som normalt ikke ville deltatt i spekulasjonen deltar i håp om å få en andel av den oppfattende profitten. Investering i bolig er kanskje den viktigste finansielle beslutningen en husholdning gjør. Dersom man kommer seg billig inn på boligmarkedet kan man nyte en automatisk formuesoppbygging over sitt livsløp (Røed Larsen og Sommervoll 2004). Mange førstegangsetablerere fristes i denne fasen ut i markedet. Andersen (2001) har funnet at andelen av førstegangsetablerere nettopp følger konjunktorene.

Minsky beskriver at i denne fasen befinner spekulantene seg i en tilstand med eufori og det oppstår en positiv boble. Økonomene Case og Shiller har som tidligere nevnt utledet syv boblekriterier som må være tilstede for at vi skal kunne snakke om en boligboble. I et intervju presentert i Dagens Næringsliv 14. september 2007 hevder sjefsøkonom Harald Magnus Andreassen i First Securities at alle de syv kriteriene er oppfylt. Daglig leder i Prognosesenteret, Bjørn Erik Øye, hevder seg uenig to dager etterpå i samme avis. Det er særlig to kriterier som etter hans synspunkt ikke er oppfylt. For det første er det ikke korrekt at de fleste nå venter høyere boligpriser. For det andre er Øye sterkt uenig i at det dominerende motivet for boligkjøp er kapitalgevinst. Dette følger av at hovedtyngden av dem som kjøper bolig skal bo i denne selv, og at kjøpet ikke er av rene investeringsmotiv.

Noe som er verdt å merke seg er, at boligmarkedet mangler storinvestorer. Det er usannsynlig med et panikksalg i fallende marked ettersom de aller fleste aktører vil fortsette å bo i egen bolig. I et fallende marked vil det heller være slik at aktørene taper sin egenkapital og kan ende opp med negativ formue, noe som vanskeliggjør flytting. Dette fordi tapet realiseres ved salget og fullfinansiering av ny bolig på toppen av boliggjelden man har fra tidligere kan bli vanskelig. Som følge av dette får vi lavere omsetningsvolum av boliger (Stein 1995). Vi ser av figur 4.2 at omsetningen av brukte boliger har avtatt i 2007.

Figur 4.2 Omsatte boliger per måned i tusen, sesongkorrigert. Boliger til salgs som andel av antall omsatte boliger ⁵. Salgstakt ⁶ for nye boliger på Østlandet. Jan. 03 – okt. 07



Kilder: Norges Eiendomsmeglerforbund, Eiendomsmeglerforetakenes forening, ECON Pöyry, Finn.no og Norges Bank

4.2.3 Monetary Expansion – på vei mot revulsjon?

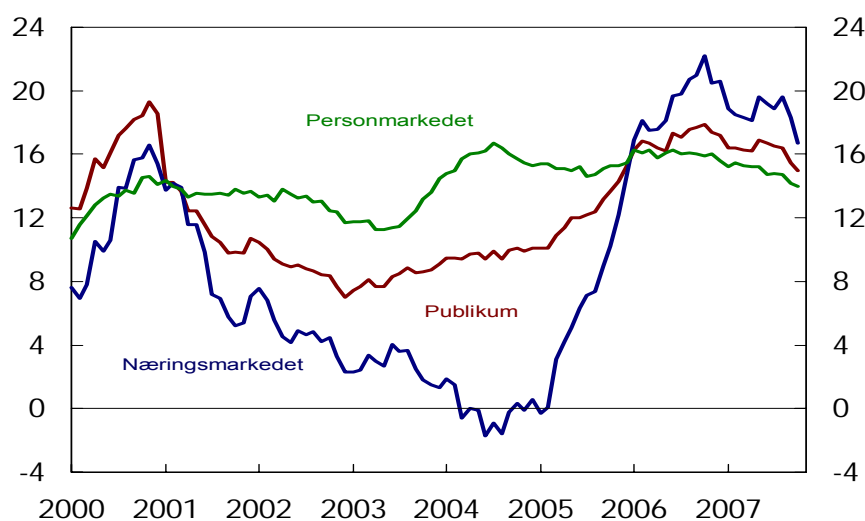
Utlånsveksten til banker og kredittforetak har vært høy flere år på rad. Når en boble er i ferd med å bygges, ledes det an til monetær ekspansjon i form av en utvidelse i kreditttilførselen og pengemengde fra bankene. Den økte etterspørselen etter boliger har drevet prisene opp og budrundene har gått vilt for seg i enkelte tilfeller. I storbyområdene har det ikke vært uvanlig at salgsprisen har vært flere hundre tusen over taksten de senere årene. Vi har sett at mange førstegangsetablerere kjøper seg leiligheter i borettslag med stor fellesgjeld, da ønsket om å eie egen bolig har vært svært sterkt. Tanken om at kjøper jeg ikke nå vil jeg ikke ha råd til å komme meg inn på markedet, har rådet blant flere. Vi ser at boligprisene har steget fordi grupper som egentlig ikke har råd til å kjøpe til dagens priser har kjøpt likevel. Disse kjøperne har blitt fristet med avdragsfrihet i starten og lang løpetid på lånene. Miles (2004) hevder at boligkjøpere lider av en nærsynthet når de kjøper bolig. De legger vekt på de nærmeste betalingene. For slike husholdningene vil lånene fremstå som lette og greie å betale når renten

⁵ Serien for antall boliger til salgs og antall omsatte boliger er sesongkorrigert.

⁶ Antall solgte boliger i prosent av totalt antall boliger i de registrerte prosjektene

er lav. Et spørsmål kan da være om bankene har gode nok modeller for å avdekke denne nærsyntheten hos sitt publikum. Et sted går nemlig grensen for spekulasjonen og slik situasjonen er i dag bør førstegangsetablerere vente med å gå inn på markedet. Nedenfor i figur 4.3 kan man se at tolv månedersveksten for utlån fra banker og kredittforetak har avtatt de siste månedene av 2007. Dette kan tyde på at noen spekulanter allerede har sett tegn til at toppen er nådd.

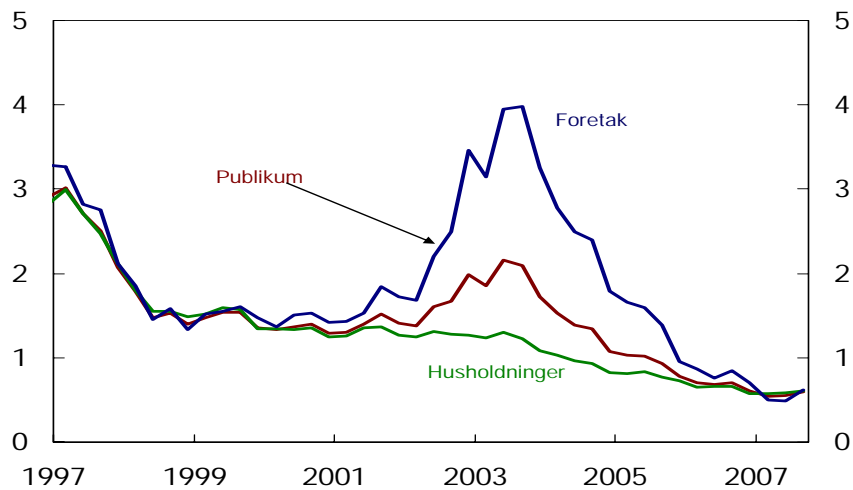
Figur 4.3 Bankene og kredittforetakenes utlånsvekst. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstill. Jan. 00 – okt. 07.



Kilde: Norges Bank

Når toppen av markedet er nådd, begynner det som kjent å gå nedover igjen. Vi kan da ha nådd vendepunktet ”revulsjon”. Ferske tall fra Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF) og Eiendomsmeglerforetakenes Forening (EFF) viser at prisene har steget for mars og februar 2008. Før dette hadde vi syv måneder med fall i boligprisene. Når markedet innser at vendepunktet er nært vil det oppstå en tilstand hvor bedrifter i markedet er redde for å ikke kunne innfri sine forpliktelser. Som vi ser at figur 4.4 er det lite som tilsier at bankene har store mengde misligholdte lån ved utgangen av 2007. Man ser likevel at det er en liten oppsving mot slutten av perioden for alle de tre sektorene.

Figur 4.4 Bankenes beholdning av brutto misligholdte lån per sektor. Prosent av brutto utlån til sektor. Kvartalstall. 1. kv. 97 – 3. kv. 07



Kilde: Norges Bank

Leder i SEB Capital Markets, Thorodd Bakken, sier til Dagens Næringsliv 8.mars at det er en kredittkrise i Norden og at likviditeten er helt borte og at folk er redde. Den 5.mars bestemte interbank-aktørene i Sverige seg for å halvere størrelsen på beløpene de stiller for hverandre. To dager senere ble aktørene i Danmark enige om å midlertidig stoppe ”market making”⁷. Dette har svekket det norske obligasjonsmarkedet og prisene på kreditt har blitt høyere.

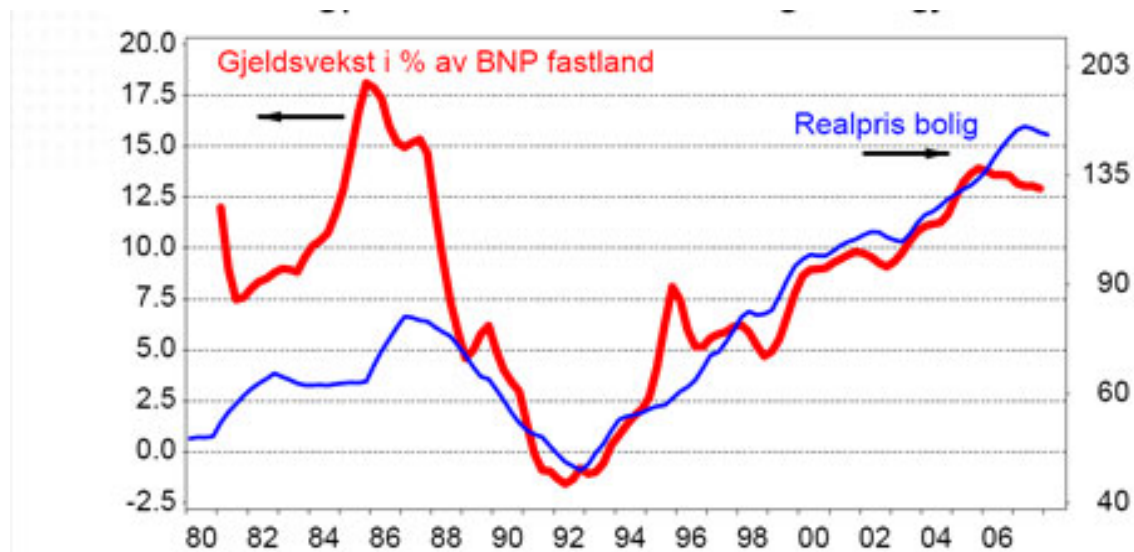
Ekspertene er ikke sikre på hvor boligmarkedet skal i fremtiden og hvor mye prisene vil endre seg. DnB NOR sier i sin makroøkonomiske rapport mandag 21.april at ” Med en fortsatt høy vekst i lønnsinntektene, rimelig gode utsikter på arbeidsmarkedet, videre vekst i befolkningen og renter som er nær toppen, tror vi det er grunnlag for en ny oppgang i boligprisene i år, men at veksten blir moderat”. Det er imidlertid mange som tror på et fall i boligprisene. Den nordiske storbanken Nordea la samme dag som DnB NOR frem sin kvartalsrapport, ”Økonomiske utsikter”. I denne fremkommer det at ”boligprisene faller langsomt, igangsettingen av nye boliger faller og forbruksveksten avtar”. Økonomene i Nordea beskriver at konjunkturedgangen vi nå ser ikke er normal i den form at bedriftene selv reduserer sin produksjon fordi de har produsert for mye og lagrene har blitt tomme. Det vil ta lang tid før banksektoren igjen vil fungere normalt og før husholdningenes finansielle stilling

⁷ Market making foreligger når et verdipapirforetak, etter avtale med en utsteder eller en markeds plass eller på annen måte, for en nærmere avgrenset tidsperiode, forplikter seg til å stille forpliktende kjøp – og salgskurser for et minstebeløp eller minste antall av aktuelt instrument per transaksjon (Norges fondsmeglerforbund).

tillater nye investering i bolig og økning i forbruk. Det kan i følge Nordea klart trekkes en parallell til krisen vi hadde i Norge etter 80-tallets jappetid.

Harald Magnus Andreassen er enig med sine kollegaer i Nordea. På et foredrag tirsdag 15.april uttaler han at det er 30% sannsynlig at boligprisene vil falle med 20-25% de neste årene og at det dermed ikke er usannsynlig med et nærstående krakk. Andreassen stadfester at boligoppgangen i Norge er gjeldsfinansiert og at husholdningene har lån over pipen, se figur 4.4.

Figur 4.4 Økningen i gjelden til norske husholdninger



Kilde: First Securities

Det er klare fellestrekk mellom den norske situasjonen nå og den amerikanske situasjonen hvor ”subprimekrisen”⁸ brøt ut i høst. Likhetstrekkene er at førstegangsetablererne er yngre og flere, mange har 100% lånefinansierte boliger, lånene er høyere i forhold til inntekten enn tidligere og det lokkes med avdragsfrihet i starten av låneperioden. Dette kan tyde på at Norge ved dagens situasjon er på vei mot revulsjon vurdert ut i fra Minskys krisemodell.

⁸ Subprimelån (også kjent som bare subprime) beskriver praksisen med å gi lån til låntagere som ikke kvalifiserer for de beste lånerentene på grunn av deres dårlige kredithistorie. Subprimelån er finansielt risikofyllt for både långivere og -takere på grunn av kombinasjonen høy lånerente, dårlig kredithistorie og den ustabile finansielle situasjonen til subprime-låntagere. Kilde: Wikipedia

4.3 Kindlebergers kriseteori analysert mot dagens situasjon

Fra rammeverket til Kindleberger vil jeg konsentrere meg om fasene swindles, kritisk fase og innenlandsk forplantning. I tillegg ønsker jeg å se på mulige løsninger dersom krisen først viser seg å være et faktum.

4.3.1 Swindles – spekulasjon med overgang til kritisk fase

Oppgangen i et marked er betinget av at det kommer nye kjøpere til og at disse er villig til å kjøpe aktiva på et stadig høyere nivå. Slik atferd presser prisene opp. Når alle har kjøpt oppstår det et vakuum. Det oppståtte prisnivået som vi ser nå kan ikke forsvares fundamentalt. Norges bank rapporterer at det har vært et omslag i boligmarkedet. Omsetningen av brukte boliger har avtatt (se figur 4.2) i 2007 samtidig som tilbudet av brukte boliger har økt betraktelig. Oktober i høst var det 50% flere boliger til salgs sammenlignet med oktober året før. Dersom man måler boliger til salg som andel av omsetning i løpet av en gitt måned, gir dette oss en indikasjon på hvor lang tid det tar å selge alle boliger som er til salgs på et gitt tidspunkt. Denne indikatoren har økt markant i 2007 (Finansiell stabilitet 02/07).

Spekulasjonstendensene i en opphetet økonomi kan gi føde til bedragere som ønsker å nyte godt av det overdrevne haget etter profitt hos allmennheten. Vi har sett eksempler på avsløringer i media den senere tiden hvor det er avdekket at tall for omsetningshastigheten i boligmarkedet er misvisende. Det er svært vanlig at en bolig må annonseres flere ganger før det blir et salg. Offisielle statistikk beregner bare liggetiden fra den siste annonsen er satt inn til salget er gjort. Det har derfor blitt en utbredt praksis blant meglere å gjøre oppdateringer på boligannonsene i form av nye bilder eller ny pris. Selv om en bolig reelt har ligget ute til salgs i flere måneder, vil bare perioden fra siste relansering bli registrert som liggetid for det aktuelle salget. I Dagens Næringsliv 21.februar kunne vi lese at gjennom meglerstatistikken at det tok 47 dager å selge sin bolig i Bergen. I henhold til tall fra Fana Sparebank Eiendom var forventet liggetiden i januar derimot 92 dager⁹. Den siste beregningen, som tar hensyn til relansering av annonser, bytting av megler og boliger som ikke selges, må sies å gi et mer korrekt bilde av omsetningshastigheten. Bruk av feil statistikk kan føre til at vi får en ”overmedisinering” av Norges Bank og at renten settes opp mer en nødvendig, hevdes det fra salgssjefen i Bjørgvin Eiendom, Tore Johannesen.

Som nevnt tidligere skjedde det en opphopning av boliger til salgs i oktober 2007. I desember samme år kunne vi derimot se at antall boliger på markedet krympet kraftig. Dette skyltes i

⁹ I januar var det i gjennomsnitt 965 boliger til salgs i Bergen. Det ble samtidig solgt 283 boliger.

følge Bjørn Erik Øye at meglere fjerner boliger fra nettet. Spekulanter i boligmarkedet ønsket heller å leie ut eller drøye salget til over nyttår fremfor å dumpe leiligheten i et tregt marked. Leieprisene har det siste året hatt en sterk økning høsten 2007. I Oslo økte leieprisene i oktober 2007 med 13,1%¹⁰ sammenlignet med året før.

Det har vært en enorm mediefokus på boligmarkedet den senere tid. I høst så vi en dobling av norske mediers dekning av boligmarkedet, i løpet av kun to måneder¹¹. Spekulasjonene rundt et mulig krakk i det norske boligmarkedet har ført til en voldsom økning i utgitte artikler om temaet. Interessen har vært stor, både blant publikum og pressen. Professor i journalistikk, Rune Ottesen, uttaler at denne økte omtalen kan være et ledd i en bevisst strategi. Hans hypotese er at når noen lever av omsetning av boliger er det ønskelig for disse å få interessen opp.

På nyåret i 2008 var det utallige oppsalg i media om megleres boligspådommer. Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF) sa i en pressemelding i denne perioden at de forventet at boligprisene ville stige med 3%. Det har lenge vært en myte at eiendomsmeglerne hauser opp et noe tregt boligmarked for å dra opp publikums forventninger. Som reaksjon på nevnte pressemelding uttalte Ola H. Grytten at anslaget var svært optimistisk og snarere et anslag basert på håp fremfor realiteter. Både internasjonale og nasjonale forhold tilsier at boligprisene skal ned. ”Vi har nådd en topp der man vet at boliger har vært høyt priset. Historien tilsier at man da ofte får en større korreksjon”.

Samlet sett kan det basert på denne gjennomgangen se ut som om den norske økonomien er i en ”kritisk fase” belyst gjennom Kindlebergers kriseteori.

4.3.2 Innenlandsk forplantning

Det har vært og er stor uro i penge- og kredittmarkedet. Vi har gjennomgått en norsk kredittkrise høsten 2007. Mange banker internasjonalt og derigjennom norske ble usikre på egen og andre bankers fremtidige likviditet. Dette skyldtes i hovedsak at mange amerikanske og europeiske banker måtte ta tapsutsatte lån på egne balanser. Bankene ble mer

¹⁰ www.dn.no/privatoekonomi/article1248377

¹¹ e24.no/medier-og-reklame/medier/article2005699

tilbakeholdne på å låne hverandre penger. I figur 3.5 ser vi at dette har gitt seg utslag i at økt forskjell mellom pengemarkedsrenter og forventende styringsrente.

Norsk økonomi er en liten, åpen økonomi og er svært sårbar for internasjonale konjunkturer. Mangelen på likviditet beskrevet ovenfor var en vesentlig årsak til at subprimekrisen fra USA forplantet seg til norske banker. En undersøkelse utført av Norges Bank i mars 2008 viser at bankenes pengesekker snurpes igjen. Det vil være vanskeligere å få lån og bankene er ikke lengre villige til å låne ut 100% av kjøpsprisen. I tillegg vil avdragsfrihet i mindre grad bli tilgjengelig sammenlignet med tidligere. Undersøkelsen sier at misligholdelse av lån foreløpig ikke er bekymringsfullt et problem for bankene. Det er likevel en tendens at publikum med andelsleiligheter med høy fellesgjeld misligholder lånene sine (Norges Bank).

Aksjemarkedet har hatt en sterk vekst frem til toppen ble nådd 19.juli 2007. Hovedindeksen på Oslo Børs var denne dagen 524,37. Høsten 2007 var børsen svært volatil som følge av et nervøst marked. Den 21.januar 2008 var hovedindeksen nede i 378,91. Dette er et fall på 27,74%¹². Den overnevnte kredittkrise fra i høst kan sies å ha hatt en innenlandsk forplantning ved at den har spredd seg til den finansielle sektoren. Krisen kan føre til høyere renter og dette vil kunne bidra til at nye investeringer og prosjekter utsettes. Et slikt fall i investeringstakten vil igjen føre til ytterligere fall i investeringer og en svakere vekst. Finanskrisen vi er vitne til internasjonalt har forsterket den norske kronen. Renten er satt ned i mange land, spesielt USA og Storbritannia (se figur 3.4) og dette har økt etterspørselen etter den norske kronen. En viktig begrunnelse for Norges Banks ytterligere renteøkning 23.april var ifølge Gjerdem nettopp at inflasjonen er på vei opp. En høy inflasjon dempes med å øke renten.

4.3.3 Mulige løsninger om krisen er et faktum

Hva er så mulige løsninger for at disse krisene ikke skal forplante seg videre i boligmarkedet? En løsning kan være å bare la økonomien skure og redde deg selv. Det onde bak en panikk vil finne sin egen kur hevdes det av en del økonomer, da spesielt monetarister. I henhold til den norske finanspolitikken er det en mer naturlig løsning at myndighetene trer inn og markerer sin rolle som hegemonimakt. Det er klare sider ved den norske økonomien som gjør at vi er i en økonomisk særstilling – nemlig oljen vår. Ved hjelp av korrekte bruk av oljepengene kan myndighetene avdempe krise og resesjon gjennom utøvelse av sin finanspolitikk. Med en god

¹² <http://www.forskning.no/artikler/2008/april/1207220380.11>

krisehåndtering fra myndighetene side er det mest sannsynlig at vi får en myk landing fremfor et krakk i dagens boligmarked.

Norges Bank utvikler for tiden et nytt verktøy for stresstesting for å analysere bedre hvordan en ulike forstyrrelser i norsk økonomi kan ramme bankene (Finansiell stabilitet 02/07). Det antas i et stressscenarioet at renten settes opp for å dempe økt inflasjonspress. Husholdningenes forventning til egen og landets økonomi faller og det gir et kraftig fall i bolig – og eiendomsprisene. Videre antas det at bankenes utlånstap skal bli vesentlig høyere enn angitt referansebane. Utfallet fra stresstesten viser imidlertid at bankene har mye å gå på før kapitaldekningen kommer angitte krav.

Noe av det mest sentrale i Kindlebergers kriseteori er at man kan lære av historien. Når krisen er et faktum i deler av økonomien, som i den norske, er det viktig å begrense dens betydning ved å ta riktige politiske beslutninger. Det er en forutsetning for en god økonomisk utvikling at vi har velfungerende finansmarkeder og solide finansforetak. I Norge er det i dag en større vektlegging av forholdene i finansmarkedene og finansnæringen enn hva vi kunne vitne for 20 år siden. Det er en klar fokus på samspillet mellom den økonomiske politikken, konjunkturer og finansmarkeder og rammebetingelser, internkontroll og risikostyring i finansforetakene, og effektive tilsynsorgan. Vi har lært av bankkrisen i 1992 og myndighetene ser at det er behov for å styrke sin overvåkning av finansiell stabilitet (Kredittilsynet).

Harald Magnus Andreassen mener at Norges bank holdt styringsrenten for lav for lenge og på den måten overså boligboblen (Dagens Næringsliv 14.april 2008). Målsetningen til Norges Bank er å holde inflasjonen rundt 2,5%. Inflasjonen har ligget lavt i Norge i mange år og renten har blitt holdt lav inntil nylig. Øystein Dørum, sjefsøkonom i DnB Nor Markets sammenligner i samme artikkel norsk økonomi med en kald hytte. For at man skal få opp varmen i hytta må man fyre, men det kan være vanskelig å slutte å fyre i tide. ”Plutselig er hytten for varm, og vinduene må åpnes”, uttaler Dørum. Inflasjonen stiger som kjent raskt nå i 2008 og vi venter en høy lønnsvekst. Andreassen slår fast at det ikke er åpenbart at det rene inflasjonsstyringsregimet vil opprettholdes etter en kommende boligkrise, men at det bør tillegges større vekt på gjeld og boligpriser.

5.0 KONKLUSJON

Svein Gjedrem åpnet sin lederspalte i Finansiell stabilitet (2/2007) med overskriften ”Viktig å være forberedt på kriser”. Norges Banks samlede vurdering for utsiktene for det finansielle systemet er fortsatt tilfredsstillende. Det er utført diverse stresstester på bankene for å vurdere det samlede kapitalbehovet i en kommende nedgangsperiode. De siste årenes inntjening har ført til at bankene er solide rustet og har gode forutsetninger for å møte en slik nedgang. Det skal med andre ord mye til før bankenes kapitaldekning kommer under Norges Banks krav.

De norske husholdningenes gjeldsbelastning er på et historisk høyt nivå og de er av denne grunn mer utsatt for økonomiske forstyrrelser enn tidligere. Boligprisene i 1.kvartal 2008, korrigert for inflasjon, er mer enn tredoblet siden bunnåret 1992. Historisk utvikling har vist at perioder med sterk oppgang kan bli etterfulgt av nedgang. Selv om analysen i denne utredningen viser at boligprisveksten kan forklares gjennom fundamentale forhold, er det trolig at noe av prisstigningen kan skyldes forventninger til prisvekst. Når denne forventningen nå er i ferd med å snu er det fare for at dette kan utløse store prisfall i boligprisene. Dette vil lede til en ubalanse i husholdningers forhold mellom gjeld og formue, noe som igjen vil skape fall i bankers pantesikkerheter.

Husholdningene og foretak har hittil vist god evne til å betjene gjelden sin. Dette har gitt lave utlånstap. Med det økende rentenivået vi har i dag blir det stadig tyngre for flere husholdninger å betjene gjelden sin. Det forventes lavere vekst i norsk og internasjonal økonomi i tiden fremover. Dette vil kunne dempe inntjeningen til foretakene og gjøre det vanskeligere for også disse å betjene sin gjeld. Alt under ett vil vi kunne forvente at bankers tap på utlån vil øke som følge av misligholdte lån. Det er sterk konkurranse blant bankene om å beholde kundene sine og det vil kunne bli et press på bankers rentemarginer. Den høye utlånsveksten som vi har sett de senere årene forventes å avta. Nedgangen i utlånsmengden forsterkes ytterligere av en mer dempet vekst i boligprisene. Det var høsten 2007 stor uro i penge- og kredittmarkedet. Dagens utsikter med høyere forventede utlånstap og lavere vekst i netto renteinntekter vil stille økte krav til bankenes kostnadsstyring om økonomien skal unngå å gå i en dyp krise.

Vi har allerede opplevd en krise innen for kreditt - og finansmarkedet det siste året. Parallellen mellom dagens situasjon og situasjonen ved boligkrakket i 1987 er at vi er i inne i

en høykonjunktur. Forskjellene er imidlertid mange. En analyse av dagens situasjon gjennom bruk av Minskys krisemodell og Kindlebergers kriseteori avdekker liten fare for at vi vil se en krise av denne alvorligheten igjen. Det later til å være er en større forsiktighet og fornuftighet til stede blant dagens aktører. Norges Bank har sterk fokus på å krisehåndtering og er gjennom sine stresstester godt forberedt på eventuelle farer.

En langvarig penge- og kredittmessig oppblåsning internasjonalt gjør at vi kan se tydelige tegn til en overoppheting og bobletendens. Dette vil kunne forplante seg til Norge og skap en boble her. Kanskje sitter vi allerede på en boble. Dagens høye boligpriser vil ikke kunne forsvares fundamentalt i særlig lang tid. En lavkonjunktur er i anmarsj. Vi vil derfor trolig komme til å se korreksjoner i boligprisene i de nærmeste årene. Ferske tall fra mai 2008 viser at selv meglerne venter et prisfall. Aldri før har det ligget så mange boliger til salg i Norge. Det er over 20.000¹³ brukte boliger til salg på Finn.no. Dette er en økning med over 50% fra året før. Med en slik økning i tilbudet vil markedskreftene presse frem et prisfall for å gjenopprette den økonomiske likevekten.

Min samlede oppfatning er at vi ikke vil komme til å se et tilsvarende boligkrakk nå som det vi hadde var vitne til i 1992. Og om jeg hadde sagt noe annet, hadde jeg nok som Ola H. Grytten blitt mobbet på jobben¹⁴.

¹³ Kilde: e24.no/eiendom/article/2438674

¹⁴ Ola H. Grytten utalte på NHH-Alumnis forkostmøte 17.april i Oslo at dersom en professor sier at det er krakk, blir han mobbet på jobben.

6.0 TABELLER

	Beregnet boligpris kr/kvm	Beregnet husleie kr/kvm	P/R ratio (kjøpe/bo)	Beregnet realrente
1979	1 717,94	162,59	10,57	6,3
1980	1 816,67	173,76	10,46	1,5
1981	1 994,39	192,97	10,34	-0,4
1982	3 100,18	217,09	14,28	2,5
1983	3 119,93	236,74	13,18	5,4
1984	3 060,69	254,16	12,04	7,2
1985	3 554,35	266,67	13,33	7,9
1986	4 107,25	279,62	14,69	8,9
1987	4 660,15	296,15	15,74	8,3
1988	4 818,12	319,38	15,09	10,1
1989	4 541,67	343,95	13,20	10,3
1990	4 186,24	366,28	11,43	10,6
1991	3 949,28	384,15	10,28	10,8
1992	3 732,07	398,44	9,37	12
1993	3 771,56	410,06	9,20	6,9
1994	4 265,22	412,74	10,33	7
1995	4 600,91	418,54	10,99	5,2
1996	5 015,59	426,14	11,77	5,4
1997	5 607,98	436,41	12,85	3,4
1998	6 200,37	446,68	13,88	7,5
1999	6 852,00	459,19	14,92	5,3
2000	7 745,00	477,06	16,23	5,8
2001	8 141,00	495,82	16,42	5,7
2002	8 678,65	517,71	16,76	7,4
2003	8 844,79	542,32	16,31	2,2
2004	9 743,21	553,12	17,62	3,6
2005	10 641,63	564,37	18,86	2,4
2006	11 918,63	581,30	20,50	2,4
2007	13 348,86	598,74	22,29	2,5
		Sum	402,92	
		Snitt	13,893827	

Kilde: Norges Bank/Statistisk Sentralbyrå

7.0 REFERANSELISTE

Artikler, bøker og utredninger

- Bertelsen C. H. & Bremnes J. M. (2007): *Dagens boligmarked: Euforiske tilstander – eller strukturelle endringer*, Masteroppgave, NHH.
- Case, K.E. & Shiller, R.J. (2003): *Is There a Bubble in the Housing Market*, Brooking Papers on Economic Activity, Vol. 2, pp. 299-342.
- ECON Analyse (2004): *Justeringer i eiendomsmeglerbransjens boligprisstatistikk*, notat nr. 2004-007, Prosjekt nr 20607.
- ECON (2008): *Eiendomsmeglerbransjens boligprisstatistikk april 2008*
- Grytten, O.H. (2002): *Krakk og kriser*, forelesningsnotater, NHH høst 2002
- Gordon, M. & Shapiro E. (1956): *Capital Equipment Analysis: The required Rate of Profit*, Management Science, 3, pp 102-110
- Hodne F. & Grytten, O. H. (2002): *Norsk økonomi i det 20 århundre*, Fagbokforlaget
- Holden, S. (2003): *IS/LM – modellen og AD-AS – modellen*, forelesningsnotat, UIO sommer 2003
- Jørgensen, O.P.W. (2006): *Utsiktene til finansiell krise i Norge, vurdering av mulighetene for en kommende finansiell krise i Norge ut i fra etablert kriseteori*, Masteroppgave, NHH
- Kindleberger, C.P. (2000): *Manias, Panics, and Crashes, A history of Finacial Crises*, J.Wiley & Sons Inc.
- Knutsen, S. (1998): *Forskning på økonomiske kriser*, BI Forum 2/98

- Knutsen, S. (2007): *Staten og kapitalen i det 20. århundre – Regulering, kriser og endring i det norske finanssystemet 1900-2005*, UiO april 2007
- Kredittilsynet (2007): *Tilstanden i finansmarkedet 2007*, Rapport, februar 2008
- Lunde, J. (2007): *Ejeboligmarkeder på knivsæggen*, Finans/Invest 2/07
- Miles D. (2004): *The UK Mortgage Market: Taking a Longer-Term View*, HM Treasury. London.
- Miller, M. H. & Modigliani F. (1961): *Dividend Policy, Growth, and the valuation of Shares*, The Journal Of Business, Vol. 34, No. 4, pp. 411-433.
- Norges Bank (2007): *Finansiell stabilitet 02/07*, rapport desember 2007
- Norges bank (2008): *Hovedstyrets begrunnelse for rentebeslutningen*, Rentemøtet 23.april 2008.
- NOU 2008:10: *Om grunnlaget for inntektsoppgjørene 2008*
- Poterba, J. (1992): *Taxation and Housing: Old questions, new answers*, American Economic Review, Vol. 82, No. 2, pp. 237-242
- Røed Larsen, E. & Sommervoll, D.E. (2003): *Til himmels eller utenfor stupet? En katalogisering av forklaringer på stigende boligpriser*, Statistisk sentralbyrå
- Røed Larsen, E. (2004): *Hva bestemmer boligprisene?*, Samfunnsspeilet nr. 2, 2004.
- Røed Larsen, E. (2005): *Boligprisens utvikling*, Økonomiske analyser 5/2005
- Shiller, R.J. (2000): *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Steigum, E. (2005): *Aktivabobler: kan og bør myndighetene gjøre noe?*, Working Paper Series 4/05 BI.

- Silkoset, R. & Unsgaard, C.(2006): *En empirisk kartlegging av norske bedrifters forventning-er til egen krisehåndtering*, Magma nr. 04 / 2006.
- Statistisk sentralbyrå (2008), *Konsumprisindeksen fra 1965 per 15.april 2008*. 1998 = 100.
- Aamo B. S (2004): *Finansielle bobler – Hva gjør Kredittilsynet for å forutse og begrense dem?*, Valutaseminaret, Gausdal 22.januar 2004

Benyttede internettsider

Dagen Næringsliv	www.dn.no
Norges Bank	www.norges-bank.no
Norges Eiendomsmeglerforbund	www.nef.no
Norges Fondsmeglerforbund	www.nfmf.no
Statistisk sentralbyrå	www.ssb.no
Wikipedia	www.wikipedia.no