



Boliglånsforskriften og finansiell stabilitet

En historisk analyse av hvordan innføringen av boliglånsforskriften kan ha påvirket finansiell stabilitet i norsk økonomi

Daniel Tjore

Veileder: Øyvind Thomassen

Selvstendig masterutredning innen økonomi og administrasjon

Hovedprofil: Økonomisk styring (BUS)

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Etter finanskrisen i 2007 og 2008 ble begrepet *finansiell stabilitet* et stort fokusområde. Denne gjeldskrisen rammet banker og finansforetak hardt, og den viste hvor hardt sterk vekst i gjeld og kreditt kan ramme markeder. I en tid hvor nordmenns gjeld aldri har vært høyere er finansiell stabilitet høyt på agendaen til Norges Bank. Årlig publiserer sentralbanken rapporten *Finansiell stabilitet*. På bakgrunn av sterk boligpris- og gjeldsvekst ble boliglånsforskriften innført sommeren 2015. Dette som et tiltak for å dempe gjeldsveksten fordi den ble sett på som en trussel mot finansiell stabilitet i norsk økonomi. Med følgende bakgrunn har jeg formulert følgende forskningsspørsmål som skal besvares i denne masterutredningen: *Hvordan kan innføringen av boliglånsforskriften ha påvirket finansiell stabilitet i norsk økonomi?*

For å besvare dette forskningsspørsmålet vil jeg benytte meg av historisk metode. Dette er en teknikk hvor man fra et forskningsperspektiv benytter teori, litteratur og empiri fra tidligere forskning på et visst område for å kunne belyse forskningsspørsmålet. Datainnsamlingen som denne utredningen baserer seg på er utelukkende knyttet til sekundærdata. Jeg har benyttet tilgjengelige data knyttet til kredittvekst, boligprisvekst, vekst i utlån og tap, samt data om styringsrenten de seneste årene.

Funnene i utredningen tyder på at boliglånsforskriften har hatt innvirkning på finansiell stabilitet i norsk økonomi. Den tydeligste innvirkningen virker å være kredittvekst, hvor kravene i forskriften begrenser låneopptak. Disse funnene understøttes av valgt teori, litteratur og empiri. Et annet avgjørende funn i forbindelse med boliglånsforskriftens påvirkning på finansiell stabilitet er viktigheten av å begrense kreditt når renten er lav. Norges Bank har konkludert med at disponibel inntekt går ned med én prosent når renten øker ett prosentpoeng, noe som kan påvirke norske husholdnings konsum negativt. Historisk har norske banker opplevd små tap knyttet til utlån, men boliglånsforskriften vil likevel være nyttig i en tid med historisk lave renter.

Forord

Denne masterutredningen er et resultat av selvstendig arbeid innen hovedprofilen Økonomisk Styring. Arbeidet er en del av min avsluttende mastergrad ved Norges Handelshøyskole. Utredningen tilsvarer 30 studiepoeng. Arbeidet ble påbegynt januar 2022 og avsluttet juni 2022. Prosessen i sin helhet har vært svært lærerik, og den har gitt meg en bredere innsikt i et interessant og viktig fagfelt som daglig berører mange nordmenn. I tillegg har masterutredningen også gitt meg gode ferdigheter knyttet til å gjennomføre et stort og vitenskapelig prosjekt.

Gjennom dette semesteret jeg fått anledning til å utforske et spennende og, ikke minst, dagsaktuelt tema som handler om hvordan innføringen av boliglånsforskriften kan ha påvirket finansiell stabilitet i norsk økonomi. Formålet med masterutredningen er å avdekke på hvilke områder den kan ha påvirket finansiell stabilitet.

Til slutt ønsker jeg å takke min dyktige veileder, Øyvind Thomassen, for gode og konstruktive tilbakemeldinger underveis i prosessen med masterutredningen. Thomassens faglige tyngde og erfaring har vært til god hjelp og inspirasjon i starten, underveis og mot slutten av masterutredningen. Samtidig ønsker jeg å takke medstudenter, venner og familie som har vært viktige støttespillere i løpet av en innholdsrik og utfordrende periode.

Med det ønsker jeg deg god lesning!

Bergen, juni 2022

Daniel Tjore

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
1. INNLEDNING OG MOTIVASJON FOR VALG AV TEMA.....	7
1.1 FORSKNINGSSPØRSMÅL.....	9
2. METODE	10
2.1 HISTORISK METODE.....	10
2.2 DATAINNSAMLING	11
2.3 KILDEKRITISK METODE	11
3. BOLIGLÅNSFORSKRIFTEN OG FINANSIELL STABILITET	13
3.1 BAKGRUNN.....	13
3.2 FORSKRIFTSFESTEDE KRAV	15
3.3 ENDRINGER I KRAV	16
3.3.1 <i>Brev fra Finanstilsynet fra Finansdepartementet – 16. mars 2015</i>	19
3.4 BOLIGLÅNSFORSKRIFTEN UNDER COVID-19.....	19
3.5 REGULERINGER I ANDRE LAND.....	19
3.6 EIERHUSHOLDNINGER I NORGE	20
3.7 FINANSIELL STABILITET	21
4. TEORETISK RAMMEVERK.....	25
4.1 HYMAN MINSKYS KRISEMODELL	25
4.2 CHARLES KINDLEBERGERS KRISETEORI	27
4.3 SJU-TRINNS DYNAMISK KRISEMODELL	28
4.4 KRITIKK AV SJU-TRINNS KRISEMODELL.....	31
4.4.1 <i>Innledning</i>	31
4.4.2 <i>Diskusjon av modellen</i>	32
4.4.3 <i>Modellens relevans</i>	33
5. FORSTYRRELSER VED KREDITTVEKST	34
5.1 INNLEDNING	34
5.2 INNENLANDSK LÅNEGJELD OG GJELDSVEKST	34
5.2.1 <i>Brev til Finanstilsynet</i>	37
5.3 GJELDENS PÅVIRKNING PÅ FINANSIELL STABILITET	38
5.3.1 <i>Empiriske bevis: Sårbarhet ved gjeld</i>	39
5.4 BOLIGLÅNSFORSKRIFTENS PÅVIRKNING PÅ FINANSIELL STABILITET	43
5.4.1 <i>Norges Bank sine vurderinger av boliglånsforskriften i 2019</i>	47
5.4.2 <i>Finanstilsynets råd om midlertidig høye fleksibilitetskvoter</i>	47
5.4.3 <i>Førstegangskjøpere</i>	48
5.5 SAMMENHENGER MELLOM KREDITTVEKST OG BOLIGPRISVEKST	49

5.6	GJELDSREGISTER	50
5.7	GJELD OG RENTER I FORHOLD TIL DISPONIBEL INNTEKT	51
5.8	DELKONKLUSJON	54
6.	FORSTYRRELSER VED LAVE RENTER	56
6.1	INNLEDENDE INNSIKT	56
6.2	HISTORISK BAKGRUNN	57
6.3	KONSEKVENSER VED LAVE RENTER	58
6.4	DELKONKLUSJON	60
7.	MONEY CREATION IN THE MODERN ECONOMY	61
7.1	BROAD MONEY	61
7.2	BEGRENSNINGER FOR BROAD MONEY	63
7.2.1	<i>Bankenes begrensninger</i>	63
7.2.2	<i>Husholdningenes og bedriftenes atferd</i>	66
7.2.3	<i>Reguleringspolitikk kan hindre pengetrykking</i>	67
7.3	KVANTITATIVE LETTELSE	68
7.4	PENGESKAPING OG UTLÅNSTAP FOR NORSKE BANKER	70
7.5	DELKONKLUSJON	73
8.	KONKLUSJON	74
8.1	VIDERE FORSKNING	75
9.	REFERANSELISTE	76

Figur- og tabelloversikt

- Figur 3.1: Prisindeks for brukte boliger for hele landet i perioden 1992 til 2015
- Figur 3.2: Innenlandsk lånegjeld for norske husholdninger i perioden 1993 til 2015
- Figur 3.3: Belånings- og gjeldsgrad for 2015 til venstre og for 2016 til høyre
- Figur 3.4: Belånings- og gjeldsgrad for 2017 til venstre og for 2018 til høyre
- Figur 3.5: Ulike typer husholdninger i Norge
- Figur 3.6: Sammenheng mellom inntektskvartil og eierforhold
- Figur 3.7: Hvordan finansieringskilder utvikler seg, sett i lys av BNP over tid
- Figur 4.1: Hyman Minskys tilnærming til kriser
- Figur 4.2: Charles Kindlebergers tilnærming til kriser
- Figur 4.3: Oversikt over faser i sju-trinns dynamisk krisemodell
- Figur 4.4: Grafisk fremstilling av sju-trinns dynamisk krisemodell
- Figur 5.1: Innenlandsk lånegjeld for husholdninger for perioden 2010 til 2021
- Figur 5.2: Gjeldsvekst i husholdningene
- Figur 5.3: Kvartalsvis utvikling i gjeld med pant i bolig for perioden 2012 til 2018
- Figur 5.4: Utvikling i boligpriser og husholdningenes gjeld 1990 til 2020
- Figur 5.5: Utvikling i privat og offentlig gjeld
- Figur 5.6: En historisk oversikt over gjeld i privat og offentlig sektor
- Figur 5.7: Utviklingen over nye nedbetalingslån med oversikt over andelen av låntakere som oversteg grensen for maks gjeldsgrad
- Figur 5.8: Levekårsundersøkelsen 2015. Oversikt over hvordan boligkjøpet er finansiering, inndelt i aldersgrupper
- Figur 5.9: Oversikt over belåningsgrader for nedbetalingslån. Del til høyre inkluderer tilleggssikkerhet
- Figur 5.10: Oversikt over nedbetalingslån for 2020
- Figur 5.11: Utviklingen i boligpriser i Norge fra januar 2003 til april 2022
- Figur 5.12: Oversikt over andelen låntakere som hadde rentebærende forbrukslån på over 50.000 kroner
- Figur 5.13: Gjeld i prosent av disponibel inntekt og BNP
- Figur 5.14: Rentebelastning for husholdninger fra 2009 til 2021
- Figur 6.1: Styringsrenten i Norge fra 1. januar 2014 til 20. mai 2022
- Figur 6.2: Gjennomsnittlig boliglån og rentekostnader per husholdning
- Figur 7.1: Banksektorens pengeskaping ved utstedelse av nye lån
- Figur 7.2: Pengeskaping i banker og påvirkning på kjøper, selger og deres banker
- Figur 7.3: Kvantitative lettelser sin påvirkning på aktørers balanser
- Figur 7.4: Bankers tap på utlån i millioner fra 2004 til 2017
- Figur 7.5: Bankers tap på utlån i millioner fra 2018 til 2021
- Tabell 3.1: Endringer i krav i boliglånsforskriften siden innføringen
- Tabell 5.1: Forholdet mellom gjeld og finanskriser siden 1870
- Tabell 5.2: Utviklingen i lønnsvekst for norske lønnstakere

1. Innledning og motivasjon for valg av tema

Gjelden til norske husholdninger har i løpet av de siste årene steget til skyhøye nivåer. I 2021 var gjeldsgraden til nordmenn på 338 % i forhold til brutto årsinntekt. Sammenlignet med andre land beskriver Finanstilsynet dette som en høy gjeldsbelastning (Gjensidige, 2021). I Norges Banks årlige rapport om finansiell stabilitet skrev Norges Bank i 2014 følgende: *“Et vedvarende lavt rentenivå i landene rundt oss vil påvirke rentenivået i Norge. Det kan isolert sett øke faren for at finansielle ubalanser bygger seg videre opp, med fornyet vekst i boligpriser og gjeld, særlig hvis veksten i norsk økonomi holder seg oppe”* (Norges Bank, 2014, 11). I rapporten *Finansiell stabilitet 2015* vurderte det internasjonale pengefondet, IMF, det finansielle systemet i Norge hvor de skrev at finansielle ubalanser hadde økt. Overvurderte boligpriser, høy gjeld i husholdningene og økt markedsfinansiering i bankene ble sett på som viktige faktorer for finansiell ubalanse (Norges Bank, 2015).

Flere internasjonale studier og artikler har i senere tid sett på betydningen av gjeld i privat sektor som en faktor for sårbarhet i det finansielle systemet. En artikkel fra Moritz Schularick konkluderer med at finansiell ustabilitet ofte har oppstått i privat sektor (Schularick, 2013). Bluwstein m.fl. (2021) skriver at kredittvekstens betydning for finansielle ubalanser har bred støtte og forankring i litteraturen, og et av funnene deres var at innenlandsk kreditt er en nøkkelindikator for tap av finansiell stabilitet. De kjente og anerkjente økonomene Hyman Minsky og Charles Kindleberger fokuserte også på kredittvekst som en viktig årsak for tap av finansiell stabilitet (Grytten & Hunnes, 2016).

Etter finanskrisen i 2008 har begrepet *finansiell stabilitet* blitt et viktig fokusområde for myndighetene fordi man så hvilke konsekvenser tap av finansiell stabilitet kan få. Norges Bank definerer finansiell stabilitet slik: *“Finansiell stabilitet innebærer at finansielle systemet er robust overfor forstyrrelser, slik at det er i stand til å formidle finansiering, utføre betalinger og omfordele risiko på en effektiv måte”* (Norges Bank, 2019a, 1. avsnitt). Det finansielle systemet defineres som stedet man henter penger eller betalingsmidler. Finanskrisen oppstod etter en lang periode med sterk vekst i kreditt, aktivpriser og økonomi. Dette resulterte i en bank- og finanskrise som, i realiteten, var en gjeldskrise (Grytten & Hunnes, 2016).

Konsekvensene for verdensøkonomien var store, og det ble blant annet svært vanskelig å få innvilget nye lån. Banker og andre finansforetak ble rammet og lammet, og bedrifter fikk ikke lenger låne penger. I løpet av september 2008 gikk de amerikanske storbankene Lehman Brothers og Meryll Lynch, samt forsikringsselskapet American International Group, konkurs. Det førte til at tilliten som eksisterte mellom bankene forsvant (Norges Bank, u.å.). Finanskrisen ble skapt av en amerikansk lånekrise hvor bankene i USA opplevde store tap på boliglån. Mange mener at det var i boligmarkedet i USA at finanskrisen hadde sitt utspring, hvor aktivabobler i eiendoms- og aksjemarkedet vokste på grunn av sterk økning på kredittilgang (Grytten & Hunnes, 2016).

15. juni 2015 ble boliglånsforskriften innført med formål om å bremse gjeldsveksten i norske husholdninger. Bakgrunnen for innføringen av boliglånsforskriften var sterkt voksende boligpriser og gjeldsoppbygging (Nyhus, 2021b). Blant annet stiller forskriften krav til gjeldsgrad, belåningsgrad, avdragsfrihet, samt en stresstest av kundens betjeningsevne. Samtidig har bankene mulighet til å fravike kravene i boliglånsforskriften ved en bestemt prosentandel av totalt utlånsvolum hvert kvartal. Dagens forskrift er gjeldende både for boliglån og forbrukslån, og den gjelder norske finansforetak og utenlandske finansforetak som driver virksomhet i Norge. Ved flere anledninger har forskriften blitt videreført med noen endringer siden innføringen i 2015 (Finansdepartementet, 2021b).

Motivasjon for valg av tema og fokusområdet for denne masterutredningen er min interesse for boligmarkedet og banksektoren. Dette er trolig et tema flere også er opptatte av og kan relatere til. I 2017 skrev SSB at majoriteten av husholdningene i Norge eier sin egen bolig, og i løpet av livet kommer rundt ni av ti nordmenn til å eie sin egen bolig (SSB, 2017b; Eiendom Norge, u.å.). Samme år henviste DNB Eiendom til en internasjonal studie hvor det kom fram at nordmenn skiller seg fra andre folkegrupper når det kommer til å eie bolig (Iversen & Skorve, 2017). Iversen og Skorve (2017) skriver videre at nordmenn ligger i det øverste sjiktet hva angår privat gjeldsbyrde. Samtidig er nordmenn blant dem som er mest opptatte av boligpriser sammenlignet med Sverige, Danmark og Finland på bakgrunn av at eiendom er en viktig kilde til sparing og investering (NTB, 2018).

1.1 Forskningsspørsmål

På bakgrunn av innføringen av boliglånsforskriften som svar på en stadig økende andel gjeld i husholdningene, skal følgende forskningsspørsmål besvares i masterutredningen:

Hvordan kan innføringen av boliglånsforskriften ha påvirket finansiell stabilitet i norsk økonomi?

I besvarelsen av forskningsspørsmålet vil fokuset være todelt. For det første vil et viktig fokusområde være å belyse og diskutere hvordan boliglånsforskriften kan hindre makroøkonomisk spredning, hvor boligprisfall, reduksjon av inntekt eller renteheving kan føre til redusert forbruk og konsum hos husholdningene. Dette kan føre til fall i inntektene til bedrifter, som da vil ha mindre muligheter til å betjene gjelden sin (Norges Bank, 2014). For det andre vil det være essensielt å belyse hvordan sårbarheten til banker og finansforetak, som boliglånsforskriften er innført for, kan bli påvirket.

2. Metode

I denne delen av utredningen vil jeg redegjøre for hvilke metodiske valg som har blitt benyttet for å besvare forskningsspørsmålet. Dette innebærer å presentere *historisk metode*, og hvordan denne metoden aktivt benytter tidligere teori og litteratur for å utforske et fenomen. Videre vil jeg beskrive selve datainnsamlingen som anvendes, før jeg avslutningsvis redegjør for implikasjonene av historisk metode som en kildekritisk metode.

2.1 Historisk metode

For å besvare mitt forskningsspørsmål “*Hvordan kan innføringen av boliglånsforskriften ha påvirket finansiell stabilitet i norsk økonomi?*” har jeg valgt å benytte meg av historisk metode. Merriam-Webster, en av USAs mest pålitelige nettordbøker for orddefinisjoner og betydninger, definerer historisk metode som en teknikk for å presentere informasjon hvor emner vurderes i forhold til de tidligste faser og følges i et historisk forløp gjennom dets påfølgende utvikling (Merriam-Webster, u.å.). Forenklet tilsier dette at man fra et forskningsperspektiv benytter tilgjengelig teori og litteratur fra tidligere forskning på et visst område for å belyse et forhåndsvalgt forskningsspørsmål.

Tradisjonelt sett er *kvantitativ* og *kvalitativ* metode mest vanlig for å belyse et forskningsspørsmål. Felles for disse metodene er at de baserer seg på å analysere henholdsvis numeriske og ikke-numeriske data som innhentes direkte fra forskeren for å besvare et forskningsspørsmål (Grønmo, 2020). Disse metodene er velegnede i studier hvor det finnes lite forskning fra før. I den anledning finner jeg det hensiktsmessig å benytte historisk metode i akkurat denne utredningen, ettersom det allerede finnes tilgjengelige data, teori og litteratur som kan belyse hvordan innføringen av boliglånsforskriften i 2015 har påvirket finansiell stabilitet i norsk økonomi. Utredningen vil som følge av dette basere seg på innsamling av *sekundærdata* heller enn *primærdata*, og dette vil utdypes ytterligere ved å klargjøre for utredningens datainnsamling.

2.2 Datainnsamling

Datainnsamlingen som ligger til grunn for denne utredningen baserer seg utelukkende på sekundærdata. Saunders m.fl. (2016) definerer sekundærdata som tilgjengelige data som opprinnelig var ment for et annet formål. Basert på dette kan det knyttes mye usikkerhet og støy til slik type data ved at disse dataene lett kan misforstås og brukes mot sin tiltenkte hensikt (Saunders m.fl., 2016). Riktignok er det en kjensgjerning at historisk metode i stor grad benytter sekundærdata fra tilgjengelig teori- og litteraturstudier fra tidligere historikere og forskere for å drøfte et valgt forskningsspørsmål.

Sekundærdataene som er innhentet knyttes til rentenivå, pengemengde, kredittvekst, gjeld i forhold til inntekt, privat gjeld i forhold til inntekt, mål for inflasjon, gjeld i andel av BNP og tall for nye bankutlån. I tillegg har jeg beskrevet og gjengitt teori og litteratur fra Minsky og Kindleberger, supplementert med nyere teori på området fra Grytten og Hunnes. Å benytte sekundærdata trenger ikke nødvendigvis påføre nåtidens studier usikkerhet og støy. Det avgjørende er at man som forsker forklarer valgene bak teoriene og litteraturen man anvender, i tillegg til at man opprettholder og fokuserer på en høy grad av kildekritikk. Historisk metode kan anses som en sterkt kildekritisk metode, noe metodedelen i det videre vil redegjøre for.

2.3 Kildekritisk metode

To skandinaviske historikere, Sebastian Olden Jørgensen og Torsten Thurén, har formulert flere kjerneprinsipper knyttet til god kildekritikk. Av disse kjerneprinsippene vil jeg trekke frem fem som vil være av størst relevans for akkurat denne utredningen. For det første hevder historikerne at enhver gitt kilde kan være forfalsket eller ødelagt, og at jo sterkere indikasjonene er for kildens originalitet, jo større vil dens pålitelighet være. Videre vil en kilde kunne gi en mer nøyaktig beskrivelse av et historisk forløp dersom kilden er nærmere hendelsen den utgir seg for å beskrive. For det tredje vil en primærkilde være mer troverdig sammenlignet med en sekundærkilde, som igjen vil være mer pålitelig enn en tærtierkilde. Som et nest siste kjerneprinsipp sa historikerne at dersom flere uavhengige kilder inneholdt nøyaktig samme budskap, ville troverdigheten til budskapet forsterkes. Deres femte og siste kjerneprinsipp tilsa at dersom det kan bevises at kilden ikke hadde direkte interesse i å skape

skjevheter, eller såkalte *bias-er*, ville dette også øke troverdigheten til kilden. (Olden-Jørgensen, 2001; Thurén, 1997).

Denne utredningen innhenter sekundærdata fra kilder som Statistisk sentralbyrå, Norges Bank, Finansdepartementet og Finanstilsynet. Tallene fra SSB sine nettsider vil ikke utelukkende være feilfrie. De fleste tall innebærer en viss usikkerhet, og tidvis er det umulig å finne statistikk som avdekker den absolutte sannheten (SSB, 2005). I den anledning må dataene analyseres med et kritisk blikk, slik at man kan avdekke uregelmessigheter og skjevheter i dataene dersom dette forekommer. Når det er sagt er Statistisk sentralbyrå en svært pålitelig kilde knyttet til innsamling av sekundærdata, ettersom de både utarbeider og utgir offisiell statistikk i Norge. Disse kildene vil dermed ikke være verken forfalsket eller ødelagt, som vil styrke statistikkens originalitet og pålitelighet. Med bakgrunn i dette vil SSB heller ikke ha interesse av i å skape skjevheter i dataene sine. Dette kan forklares med at SSB må opprettholde sitt rykte som den fremste leverandøren av offisiell statistikk i Norge, og at slike skjevheter enkelt ville blitt avdekket. Det er dermed grunnlag for å hevde at sekundærdataen som er innhentet fra SSB sine sider og benyttet i denne utredningen er troverdige. Selve utfordringen knyttes mer til hvorvidt tallene er korrekt forstått og bearbeidet av forskeren, noe fremstillingen av dataene knyttet opp mot tilhørende tekst understøtter i stor grad.

Sekundærdataene som er innhentet fra Norges Bank, Finansdepartementet og Finanstilsynet sine sider baserer seg på samme argument. Til tross for at statistikken ikke nødvendigvis er helt feilfri, kan det med trygghet hevdes at ingen av disse kildene verken er forfalsket, ødelagt eller bevisst utarbeidet med *bias-er*. Statistikken fra disse kildene sine nettsider er utformet og bearbeidet av dem, og for dem som primærkilder å regne. Dette samsvarer med Olden-Jørgensen og Thuréns kjerneprinsipp nummer tre som understreker at primærkilder er mer troverdig enn sekundærkilder. Alle disse kildene vil også oppfylle kjerneprinsipp nummer to, nemlig ved at de lettere kan gi en nøyaktig beskrivelse av et historisk forløp ettersom kilden er nærme hendelsen den utgir seg for å beskrive (Olden-Jørgensen, 2001; Thurén, 1997).

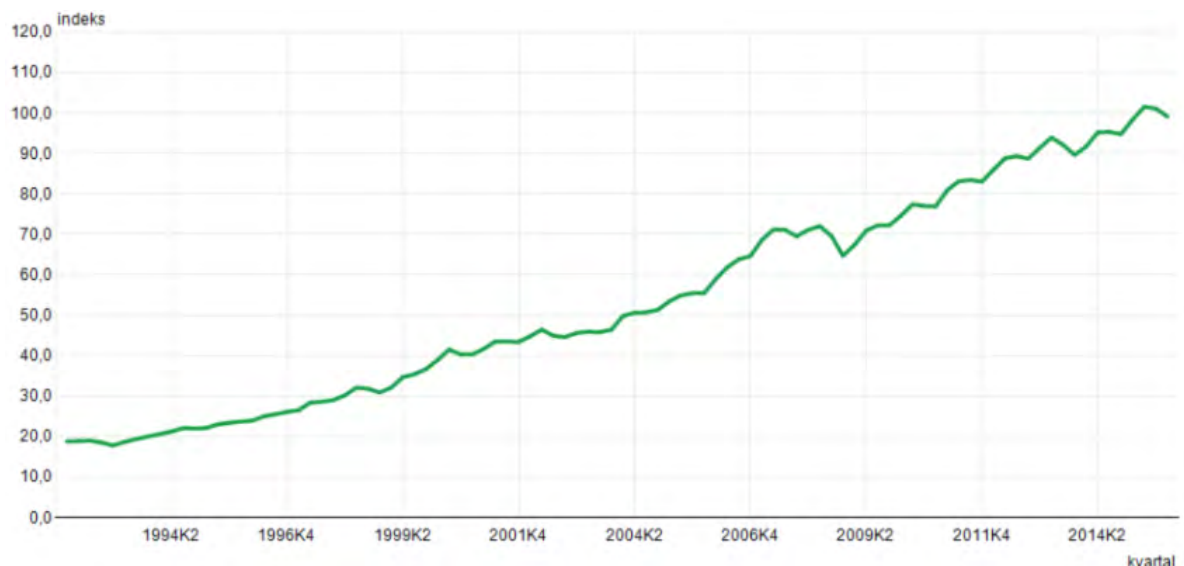
3. Boliglånsforskriften og finansiell stabilitet

I dette kapitlet vil jeg redegjøre for boliglånsforskriften som ble innført i 2015, herunder se på bakgrunn og forskriftsfestede krav. Videre vil jeg påpeke relevante endringer de forskriftsfestede kravene har gjennomgått siden innføringen i 2015. Deretter vil jeg belyse boliglånsforskriften under covid-19, samt hvilke reguleringer andre land opererer med. Avslutningsvis vil jeg definere begrepet *finansiell stabilitet* og forklare hvilke tre finansieringskilder som danner grunnlaget for *the financial instability hypothesis*.

3.1 Bakgrunn

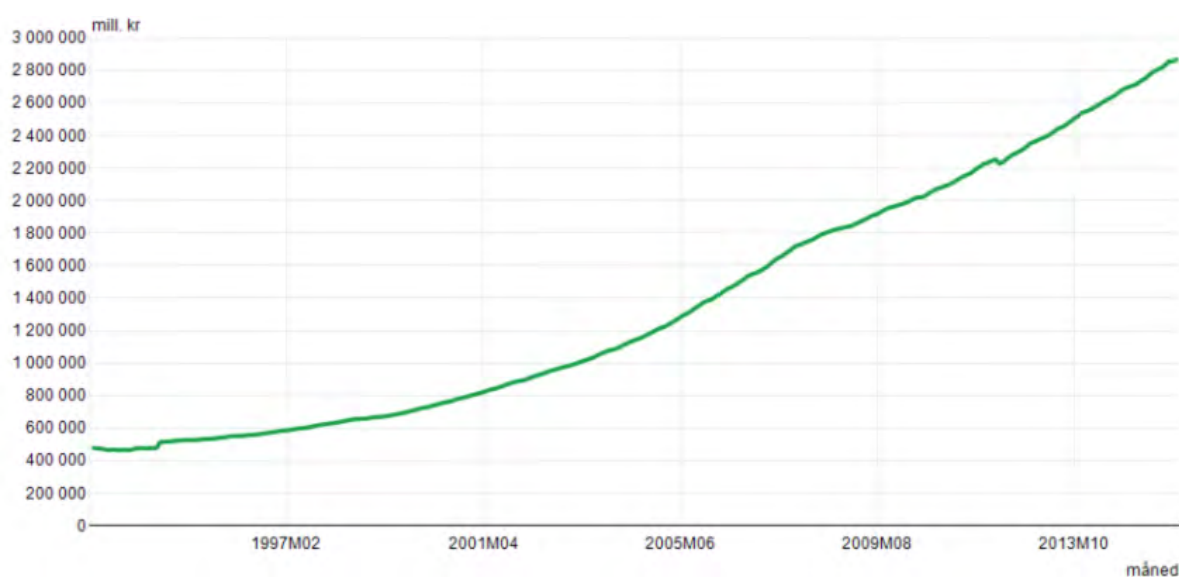
15. juni 2015 ble den første utgaven av boliglånsforskriften innført av Finansdepartementet etter gjeldende retningslinjer fra Finanstilsynet. Fra 2010 og frem til boliglånsforskriftens innføring hadde Finanstilsynet fastsatt retningslinjer for det som ble kalt forsvarlig utlånspraksis. Med bakgrunn i at det fortsatt var sterk vekst i gjelden husholdningene påtok seg og økning i boligprisene, ble krav knyttet til utlånspraksis forskriftsfestet for å kunne ha mulighet til å følge bankene tettere opp. (Finansdepartementet, 2015a)

Regjeringen skrev i forbindelse med innføringen av forskriften at den skulle føre til at utviklingen i boliglånsmarkedet skulle bli mer bærekraftig (Finansdepartementet, 2015b). Daværende finansminister Siv Jensen uttalte at en viktig faktor for risikoen i norsk økonomi er dersom utlånene vokser for mye. Videre sa hun at utviklingen kunne føre til økonomiske tilbakeslag dersom gjelden blir for høy og boligprisene vokser for mye. Blant annet argumenterte hun med at gjelden til husholdningene hadde vokst for mye i forhold til inntektene, samt at nivået på gjelden til husholdningene aldri hadde vært høyere. I tillegg hadde boligprisene nesten vokst uavbrutt de siste 20 årene (Finansdepartementet, 2015b). Figur 3.1 viser boligprisutviklingen for brukte boliger i perioden 1992 til 2015, hvor året 2015 har en indeksverdi på 100 (SSB, u.å.b).



Figur 3.1: Prisindeks for brukte boliger for hele landet i perioden 1992 til 2015 (SSB, u.å.b)

I 2020 skrev Kjersti Næss Torstensen en artikkel om gjelden til norske husholdninger. Der kom det blant annet frem at i perioden 1993 til 2015 ble gjelden femdoblet, hvor boligkjøpere var den gruppen som bidro mest til økningen i gjeld i norske husholdninger. Hvor stor andel av låneopptaket som kommer fra boligkjøpere varierte fra 1993 og frem til 2015. I 1993 var den rundt en tredel, mens den samme andelen i 2015 var på mer enn halvparten. I artikkelen sin skriver Torstensen at en nærliggende forklaring på denne utviklingen er at dette har sammenheng med utviklingen i boligpriser, som de siste årene har steget. (Torstensen, 2020).



Figur 3.2: Innenlandsk lånegjeld for norske husholdninger i perioden 1993 til 2015 (SSB, u.å.a)

Forskriftens virkeområde er utlånspraksisen for finansforetak i Norge som innvilger boliglån og forbrukslån. I tillegg er forskriften også gjeldende for utenlandske finansforetak dersom virksomheten deres er regulert av finansforetaksloven. Ser man det fra kundeperspektivet er utlånsforskriften gjeldende for privatpersoner og enkeltpersonforetak som søker boliglån og lån til fritidsbolig. Med tanke på krav knyttet til belåningsgrad vil disse også være gjeldende for juridiske personer. Krav knyttet til usikret gjeld, som for eksempel forbrukslån, vil være gjeldende for forbrukere. (Finansdepartementet, 2021b).

3.2 Forskriftsfestede krav

Dagens boliglånsforskrift, kalt utlånsforskriften, stiller noen krav til utlånskunder. Disse kravene har vært under endring siden innføringen av forskriften i 2015, og i kapittel 4.3 beskriver jeg endringene som har skjedd. Utlånsforskriften stiller fire forskriftsfestede krav, og disse vil i det videre utdypes. (Finansdepartementet, 2021b).

1. Lånekundens betjeningsevne

For at en kunde skal få lån må banken vurdere kundens evne til å betjene lånet. Banken skal blant annet hensynta kundens inntekt og se på alle relevante utgifter. I tillegg skal det gjennomføres en stresstest av kundens betjeningsevne hvor lånekunden må kunne håndtere økning i rentenivået som tilsvarer fem prosentpoeng.

2. Lånekundens totale gjeld i forhold til inntekt (gjeldsgraden)

Utlånsforskriften begrenser hvor mye lån en lånekunde kan få innvilget til maksimalt fem ganger sin egen brutto årsinntekt. Dette innebærer at alle lån tas med i denne beregningen ved innvilgelse av boliglån, som studielån og kredittkortrammer.

3. Boliglånets størrelse i forhold til verdien på boligen (belåningsgrad)

Forskriften stiller også krav til belåningsgrad, og grensen er satt til 85 % av boligens verdi. Det vil si at lånekunden selv må stille med 15 % egenkapital ved boligkjøp. For sekundærboliger i Oslo er maksimal belåningsgrad satt til 60 %. En maksimal belåningsgrad på 60 % er også vanlig for rammekreditter. Skatteetaten definerer sekundærbolig som all

annen boligeiendom som ikke er verken primærbolig eller fritidseiendom (Skatteetaten, u.å.).

4. Krav til avdrag for boliglån med høy belåningsgrad og alle forbrukslån

For lånekunder vil det være krav om avdragsbetaling for boliglån som overstiger 60 % av boligverdien. Kravene er de samme knyttet til rammekreditt. Det vil si at maksimal belåningsgrad i forbindelse med rammekreditt er 60 % av boligens verdi fordi rammekreditt ikke har en fast nedbetalingsplan (Aagre, 2022). For forbrukslån skal maksimal nedbetalingstid være fem år. Det vil si at kunden må betale avdrag på forbrukslånet slik at lånet er nedbetalt innen fem år.

Utlånsforskriften inneholder en viss grad av fleksibilitet for bankene ved innvilgelsen av boliglån som ikke møter kravene som er beskrevet ovenfor. Denne fleksibiliteten defineres som *fleksibilitetskvote*. Fleksibilitetsknoten er 10 % av utlånsvolumet hvert kvartal, med unntak av Oslo kommune hvor den er 8 %. For forbrukslån er kvoten 5 %, uavhengig av geografisk lokasjon. Innenfor fleksibilitetsknoten har finansinstitusjonene anledning til å fravike enkeltkrav i utlånsforskriften. Regjeringen skriver på sine nettsider at kvoten er nødvendig for å gi lån til kredittverdige kunder som ikke oppfyller alle kravene i forskriften. Ved innføringen av boliglånsforskriften uttalte daværende finansminister Siv Jensen at det var viktig å gi “*bankene fleksibilitet til å utøve godt bankhåndverk*”. (Finansdepartementet, 2015a, 1. avsnitt, 2021).

3.3 Endringer i krav

Siden kravene i boliglånsforskriften ble forskriftsfestet i 2015 har de blitt revidert en rekke ganger. Som tabell 3.1 viser har kravene gjennomgått en endring fra de ble innført i 2015 og frem til i dag (Finansdepartementet, 2021a).

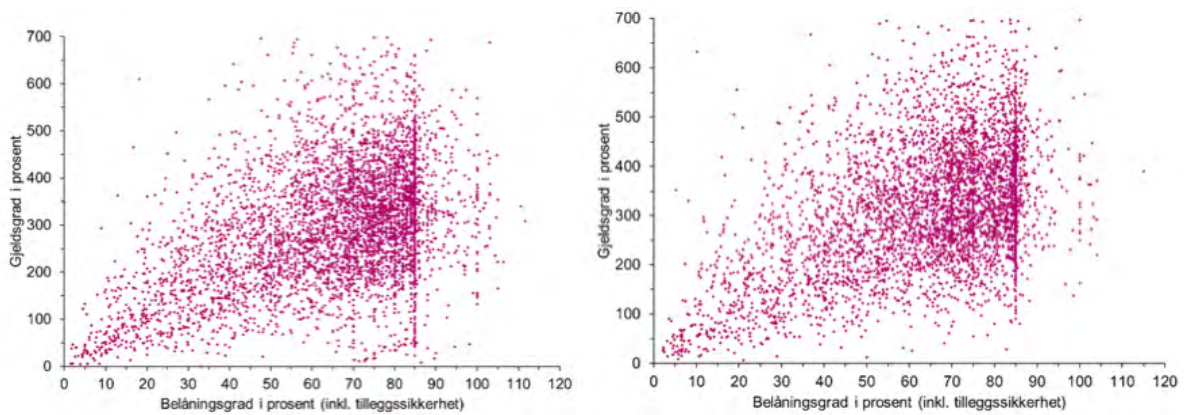
	Retningslinjer fra Finanstilsynet		Forskrift	
	03.03.2010- 30.11.2011	01.12.2011- 30.06.2015	01.07.2015- 31.12.2016	01.01.2017- 31.12.2024
Maksimal belåningsgrad, nedbetalingslån	90 %	85 %	85 %	85 %
Maksimal belåningsgrad, rammelån	75 %	70 %	70 %	60 %
Maksimal belåningsgrad, avdragsfrihet	Ikke spesifisert	70 %	70 %	60 %
Maksimal gjeldsgrad	300 %	-	-	500 %
Stresstest av betjeningsevne v/ renteøkning	Ikke spesifisert	5 pp.	5 pp.	5 pp.
Maksimal andel lån som kan gå utover kravene per kvartal	-	-	10 %	10 % (8 % i Oslo)
Maksimal belåningsgrad, sekundærbolig i Oslo	-	-	-	60 %

Tabell 3.1: Endringer i krav i boliglånsforskriften siden innføringen (Finansdepartementet, 2021a)

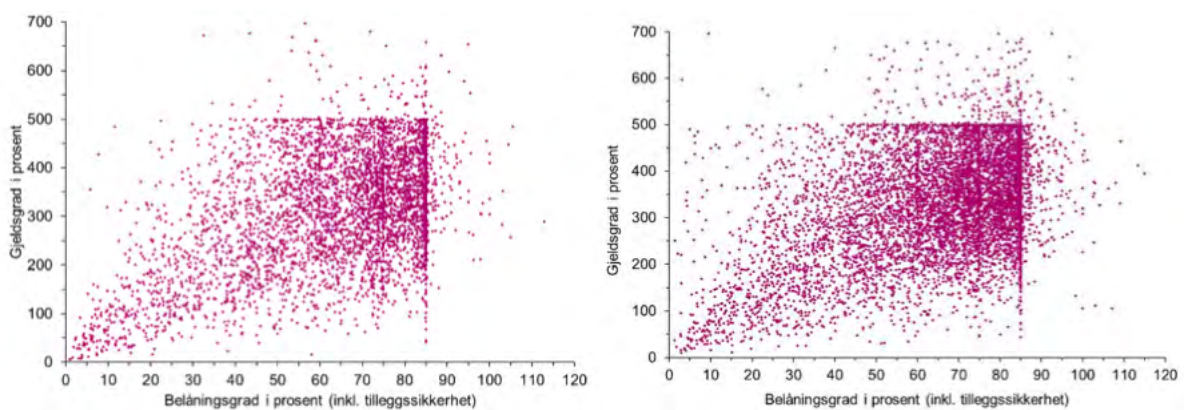
I kapittel 3.2 skisseres et krav om hvor stor belåningsgrad låntakerne kan ha for å ikke havne i konflikt med boliglånsforskriften. Dagens grense er en belåningsgrad på 85 %, og dette har vært standarden siden innføringen i 2015. Dagens utlånsforskrift stiller også krav til gjeldsgraden, hvor utlån til bolig ikke kan overstige fem ganger brutto årsinntekt til låntakerne. Kravet til gjeldsgrad ble innført ved endringen i 2017. (Finansdepartementet, 2021a).

Regneeksempel

Rent praktisk betyr dette at to personer som til sammen har en bruttoinntekt på 1 million kroner maksimalt kan låne 5 millioner kroner. Om låntakerne allerede har andre lån blir boliglånet redusert med tilsvarende sum. I tillegg setter kravet til egenkapital også begrensning for hvor mye man kan låne, hvor kravet er at minst 15 % av boligverdien skal finansieres med egenkapital. Dersom to personer tar opp 5 millioner i boliglån må de finansiere nærmere 900.000 kroner selv. Da kan de kjøpe bolig for rundt 5,9 millioner. Figur 3.3 og 3.4 viser utviklingen i disse viktige nøkkelstørrelsene for årene 2015 til 2018 (Finanstilsynet, 2019a).



Figur 3.3: Belånings- og gjeldsgrad for 2015 til venstre og for 2016 til høyre (Finanstilsynet, 2019a)



Figur 3.4: Belånings- og gjeldsgrad for 2017 til venstre og for 2018 til høyre (Finanstilsynet, 2019a)

3.3.1 Brev fra Finanstilsynet fra Finansdepartementet – 16. mars 2015

I et brev til Finansdepartementet, datert 16. mars 2015, gir Finanstilsynet uttrykk for sine synspunkter i forbindelse med å forskriftsfeste utlånspraksisen til banker og øvrige finansinstitusjoner. Her deler Finanstilsynet sin bekymring for at gjeldsveksten, drevet av høye boligpriser, vil fortsette sin sterke vekst siden nyåret 2014. På bakgrunn av dette skrev de i sitt brev til Finansdepartementet at det var på høy tid og forskriftsfeste utlånspraksisen. Samtidig mente de at forskriften som eventuelt ble vedtatt ikke skulle være permanent, og de understreket at den burde justeres når forhold i markedet tilsa dette. De begrunnet dette med at det ville være svært inngripende å forskriftsfeste utlånspraksisen. (Finanstilsynet, 2015).

3.4 Boliglånsforskriften under covid-19

I mars 2020 vedtok Finansdepartementet å øke fleksibilitetskvoten fra 10 % til 20 % for hele landet, inkludert Oslo kommune, etter råd fra Finanstilsynet (Finans Norge, 2020). I tillegg fikk bankene anledning til å innvilge utsettelse for renter og avdrag i inntil et halvt år. Daværende finansminister Jan Tore Sanner uttalte den gangen at det var viktig at bankene hadde anledning til å hjelpe kundene sine. Dette gjaldt spesielt kunder som ble permitterte eller mistet deler av inntekten sin, i tillegg til selvstendige næringsdrivende som hadde behov for mer kapital. I første halvdel av september 2020 besluttet Finansdepartementet at den midlertidige endringen i utlånsforskriften på grunn av pandemien ikke kom til å bli forlenget etter 3. kvartal samme år (Finborud, 2020). Dette var en beslutning som både Finanstilsynet og Norges Bank uttrykte støtte til (Øksnes, 2020).

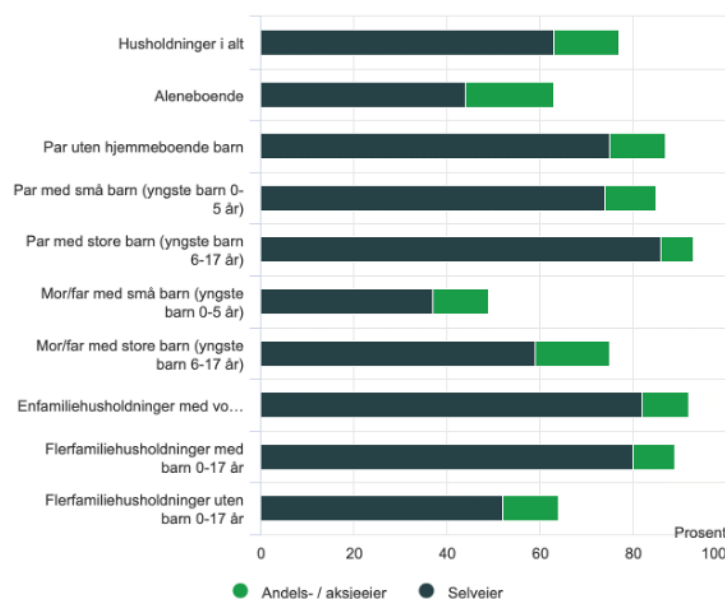
3.5 Reguleringer i andre land

I en rekke andre land utenfor Norge er det også innført begrensninger knyttet til gjeldsopptak, særlig for sårbare husholdninger. Finanstilsynet har avdekket at maksimal belåningsgrad er det kravet som oftest blir brukt i disse landene. Her er grensen ofte satt i intervallet mellom 80 og 100 % i forhold til verdien på pantet. I denne sammenhengen vil det også være noen forskjeller mellom landene på dette området. Noen land har ikke like strenge regler knyttet til belåningsgrad når det gjelder førstegangskjøpere, mens andre land har strengere krav til belåningsgrad når det gjelder sekundærbolig. (Finanstilsynet, 2019b).

Når det gjelder gjeldsgrad er Norge ett av få land som har forskriftsfestet et slikt krav. Likevel bruker en rekke land i Europa gjeldsgrad indirekte i sine regelverk. Finanstilsynet skriver i notatet sitt at det her er vanlig at en andel av utlån til bolig ikke overstiger en gitt grense til gjeldsgrad. I Storbritannia er grensen 4,5 ganger brutto årsinntekt. Av utlån til bolig kan kun 15 % overstige denne grensen. I tre europeiske land, inkludert Norge, er det et krav å stressteste økonomien til utlånskundene. I Danmark, Irland og Storbritannia er det rom for fleksibilitet, mens det i Sverige ikke er innført en fleksibilitetskvote (Finanstilsynet, 2019b). I Sverige har utlånspraksisen rundt kravet om 15 % egenkapital som ble innført i 2012 blitt kraftig kritisert. Kritikken baserer seg på at unge skvises ut av boligmarkedet som følge av at de ikke har mulighet til å imøtekomme dette kravet (Sjøberg, 2012).

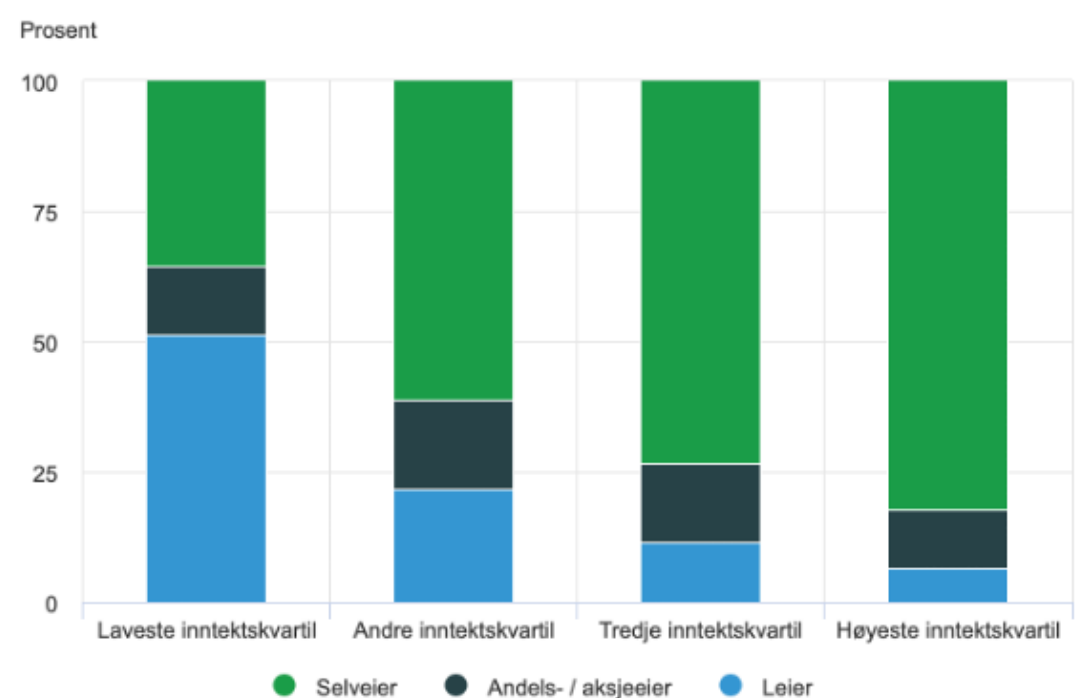
3.6 Eierhusholdninger i Norge

Som tidligere nevnt eier et stort flertall av befolkningen i Norge egen bolig. Enda flere bor i en bolig hvor minst en i husholdningen eier boligen. Blant annet bodde 86 % av personene under 20 år i en bolig som var eid av en annen i husholdningen, kalt eierhusholdning. Figur 3.5 viser sammensetningen av husholdninger i Norge i 2017. SSB skriver at andelen av eierhusholdninger øker med alderen, før den faller i de eldste aldersgruppene. De skriver videre at en mulig grunn til dette er at den eldre befolkningen flytter til boliger som er mer tilpasset deres livssituasjon, og boligen de har bodd i dermed må selges. (SSB, 2017b).



Figur 3.5: Ulike typer husholdninger i Norge (SSB, 2017b)

Andelen som eier bolig i Norge varierer med geografisk område og inntekt. Både Trondheim, Tromsø, Bergen og Oslo er rundt 30 % av husholdningene aktive på leiemarkedet. Hvis man i stedet ser på hvor mange personer som leier i Norge er Oslo den byen for flest personer leier. En viktig grunn til dette er fordi Oslo er den største studentbyen i Norge. Også andre studentbyer har de høyeste andelen når det kommer til personer som bor i en bolig de leier. Når det kommer til inntekt skriver SSB at det er en klar sammenheng i forhold til inntekt og eie bolig. Som figur 3.6 viser øker andelen av eierhusholdninger med inntekten. (SSB, 2017b).



Figur 3.6: Sammenheng mellom inntektskvartil og eierforhold (SSB, 2017b)

3.7 Finansiell stabilitet

Norges Banks definisjon av finansiell stabilitet er følgende: “*Finansiell stabilitet innebærer at det finansielle systemet er robust overfor forstyrrelser, slik at det er i stand til å formidle finansiering, utføre betalinger og omfordele risiko på en effektiv måte*” (Norges Bank, 2019a, 1. avsnitt). Videre skriver Norges Bank at finansiell ustabilitet ofte stimuleres i perioder som er preget av vekst i gjeld og aktivapriser. Grytten og Hunnes betegner finansiell stabilitet som “*i hvilken grad det er en bærekraftig balanse i finansmarkedene, og hvor robuste disse er mot sjokk i økonomien*” (Grytten & Hunnes, 2016, 42).

Et finansielt system som er velfungerende er avgjørende for at ulike aktører i økonomien, som husholdninger og bedrifter, kan plassere og låne penger. Samtidig er en funksjon å flytte inntekt og konsum fremover i tid. Det finansielle systemet består av banker og andre finansinstitusjoner som opererer i finansielle markeder ved å bruke finansiell infrastruktur. I tillegg skal det finansielle systemet være en viktig bidragsyter når det kommer til å spre ulik risiko og omfordele den. Tillit er et viktig nøkkelord i denne sammenhengen, og denne må være gjensidig. Ved å tilby lån til husholdninger og bedrifter viser banker og finansinstitusjoner disse aktørene tillit, mens ved å plassere innskudd i banker viser husholdninger og bedrifter bankene sin tillit. Dersom det oppstår hendelser som medfører at aktører sår tvil om denne tilliten vil ofte renten øke ved at risikopremien øker. Økt usikkerhet vil også være en bidragsytende faktor til at mange ønsker å ta ut innskuddene de har plassert i banker. (Grytten & Hunnes, 2016).

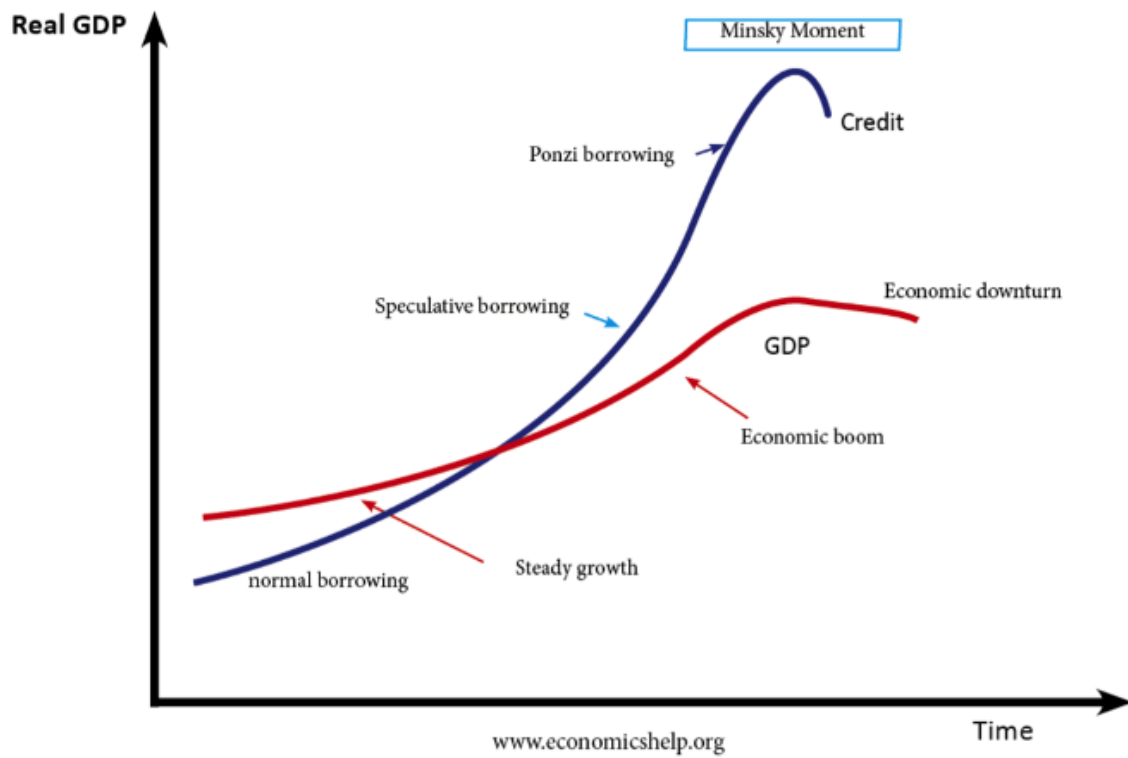
Den amerikanske økonomen Hyman Minsky er grunnleggeren av *the financial instability hypothesis*. I denne teorien belyser han at finansielle markeder må hensyntas dersom økonomisk teori skal benyttes for å forklare økonomiske fenomener på et aggregert nivå. Dette er i kontrast til det mange økonomer lenge har ment, hvor man har ment at finansmarkedene er perfekte. Økonomiske modeller har gitt økonomer som svar at bankkriser og aktivabobler ikke er mulige utfall, noe som ikke stemmer med det som skjer i den virkelige verden. Minsky mener imidlertid at økonomiske modeller ikke predikerer et realistisk bilde av den virkelige verden, og han kom frem til at en kapitalistisk økonomi faktisk er grunnleggende ustabil. Graden av ustabilitet er nært knyttet opp mot hvor mye som er finansiert med henholdsvis *hedgefinans*, *spekulativ finans* og *Ponzi-finans*. (Grytten & Hunnes, 2016).

Hedgefinans innebærer å finansiere virksomheten på en måte hvor man ville leve av overskuddet. Løpende inntekter minus løpende kostnader gir avkastning. I normale tider lever en virksomhet av overskudd, noe som er både trygt og sikkert. Det er ønskelig å reinvestere noe av overskuddet, men det er også ønskelig å betale utbytte. Samtidig går deler av overskuddet til ren finansiell sparing. Samlet sett er dette en sunn form for finansiering. (Grytten & Hunnes, 2016).

Spekulativ finans er en måte å finansiere virksomheter på spekulasjon. Dette kan blant annet være å leve av overskudd på børsen, noe som medfører at virksomheten ikke lever av driftsoverskudd. Det overskuddet kan reinvesteres, gis utbytte av, og selskapet kan leve av det. Man forventer å investere i finans og få avkastning på det. Grytten og Hunnes definerer dette på følgende måte: «*Man regner med at økende priser i markedet skal være med på å finansiere investeringer i aktiva eller eiendeler*». (Grytten & Hunnes, 2016).

Ponzi-finans forekommer når en virksomhet baserer seg på ponzi-finans. Da vil den utvide kapitalen, og dette kalles emisjon. Det betyr at eksisterende aksjer blir mindre verdt. En emisjon kan bidra til at en bedrift overlever, men virksomheten vil utelukkende basert på Ponzi-finans ikke få overskudd fra drift ved hedgefinans eller vekst i priser på aktiva eller eiendeler ved spekulativ finans. Minsky påpeker at denne måten å finansiere en virksomhet på ofte blir mer vanlig når man nærmer seg vendepunktet i økonomien (Grytten & Hunnes, 2016).

The financial instability hypothesis fremhever at det er miksen av disse tre finansieringskildene som er rådende for hvor stabil økonomien er. Figur 3.7 viser hvordan miksen av hedgefinans, spekulativ finans og Ponzi-finans utviklet seg i forhold til brutto nasjonalprodukt over tid. Jo høyere grad av hedgefinans det er, desto mer stabil anses økonomien å være. Motsatt vil økonomien være mindre stabil, og sannsynligheten for at en krise inntreffer vil øke (Ola H. Grytten, personlig kommunikasjon, 13. september 2021). I tillegg fremhever Minsky tidshorisonen som et viktig aspekt i denne diskusjonen. Dersom man har opplevd en lenger periode med oppgangskonjunktur, vil sannsynligheten være større for at dette snur. Etter en periode med Ponzi-finans vil man returnere til en periode med hedgefinans. Minsky mente også at risikovilligheten i økonomien øker jo lenger oppgangstidene har vart. (Grytten & Hunnes, 2016).



Figur 3.7: Hvordan finansieringskilder utvikler seg, sett i lys av BNP over tid
(Ola H. Grytten, personlig kommunikasjon, 13. september 2021)

4. Teoretisk rammeverk

Denne delen av masterutredningen starter med å belyse sentrale rammeverk for utredningen, som er krisemodellen og teorien til de amerikanske økonomene Hyman Minsky og Charles Kindleberger. Begge økonomene ser på sterk økning i pengemengde som utløsende årsak for tap av finansiell stabilitet. Deres modeller og teori har lagt grunnlaget for en dynamisk krisemodell i syv trinn. (Grytten & Hunnes, 2016).

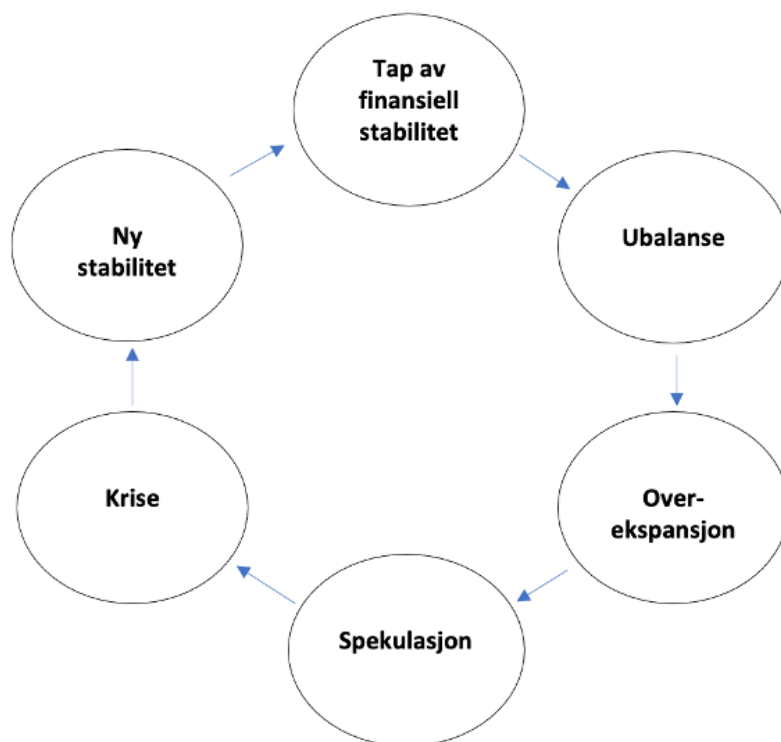
4.1 Hyman Minskys krisemodell

For å forstå og forklare hvordan kriser i finansmarkedene oppstår og utvikler seg, utviklet Hyman Minsky en krisemodell. Utgangspunktet for modellen til Minsky er at den er keynesiansk i tillegg til at den er endogen. I korte trekk betyr det at den ser på etterspørselssiden når den skal prøve å forklare hvordan en krise forløper seg. Krisemodellen til Minsky ser på utviklingen fra en økonomi befinner seg i likevekt til den mister finansiell stabilitet, hvor tilbud og etterspørsel av kreditt ikke lenger er på et nivå som tilsvarer langsiktig likevekt. Avvik fra langsiktig likevekt kan skje ved at tilgangen på kreditt blir for lett tilgjengelig, eksempelvis gjennom lave renter eller ved liberalisering av kredittmarkeder – slik man så skjedde i Norge gjennom 1980-tallet. Videre beskriver Minsky i sin modell at tap av finansiell stabilitet fører til overoppheting som blir drevet av for mye tilgjengelig kreditt og stor tro på fremtiden. Dette fører til at økonomien videre går over i ren spekulasjon, hvor overprising av aktiva og dannelse av aktivabobler forekommer. (Grytten & Hunnes, 2016).

I sin fremstilling av modellen vektla Minsky at konjunktursvingninger av ulik art og størrelse blir utløst av finansiell ustabilitet. Her vil det avgjørende være hvor store svingningene rundt trenden vil være. Dersom svingningene er store er det mer sannsynlig at man ender med en krise enn dersom svingningene er mindre (Minsky, 1982). I tillegg er det også andre faktorer som er med å bestemme om man ender i en krise eller ikke. Dette kan relateres til både inntekt og gjeld, og relasjonen mellom disse. Dersom man har bygd opp høy gjeldsgrad kan det føre til krise og påfølgende overoppheting. Sjansen for overoppheting er desto større dersom virksomheten, i tillegg til høy gjeldsgrad, er bygd på spekulasjon. Minskys tre måter å finansiere en virksomhet på, utledet av *The financial instability*

hypothesis, blir av Grytten & Hunnes omtalt som *finansielt trestegs taksonomi*. (Grytten & Hunnes, 2016).

Minsky beskriver hvordan etterspørselen etter kreditt i oppgangstider øker raskt. En konsekvens av det vil ofte være finansiell spekulasjon. Da stiger priser på aktiva det spekuleres i raskt. Når pengemengden øker vil markedet til slutt mettes. Etter hvert vil ulike aktører, eksempelvis finansinstitusjoner, bli mer restriktive med kredittutgivning. Markedet vil reagere negativt på dette og bli nervøse. Til slutt vil det bli overveiende negativt, og *The Minsky moment* inntreffer. Når dette skjer vil markedet snu, og det neste som vil inntreffe er selve krisen. Ofte vil det også skje en nedsmelting av finansmarkedene. En viktig innsikt fra Minsky er at psykologi er avgjørende for når oppgangen og nedgangen skjer, mens det som skjer i oppbyggingen av krisen, samt selve krisen, bygger på fundamentale forhold. (Grytten & Hunnes, 2016).



Figur 4.1: Hyman Minskys tilnærming til kriser (Grytten & Hunnes, 2016)

4.2 Charles Kindlebergers kriseteori

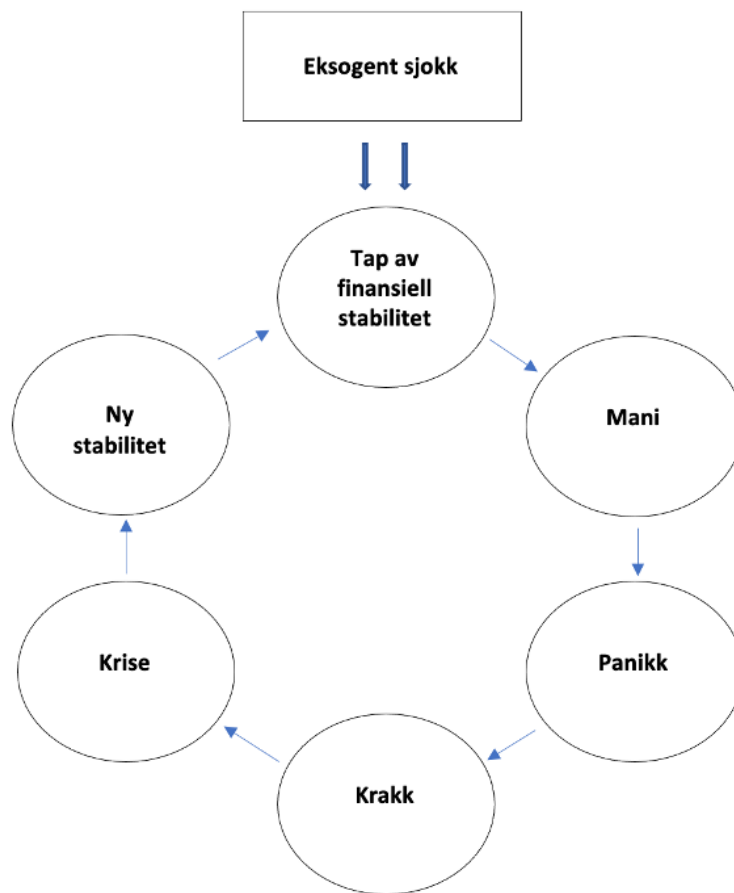
Ved hjelp av forskning på tidligere kriser og innsikt fra Hyman Minskys krisemodell, laget den amerikanske økonomen Charles Kindleberger sin kriseteori. I motsetning til Minsky tar Kindleberger utgangspunkt i tilbudssideforstyrrelser for å forklare oppbyggingen til kriser, såkalt neoklassisk teori, men han utelukker ikke at etterspørselssideforstyrrelser kan virke på tilnærmet samme måte. Kriseteorien til Kindleberger er eksogen, noe som betyr at det oppstår en forstyrrelse utenfor systemet som er årsak til at den finansielle stabiliteten forsvinner. (Grytten & Hunnes, 2016).

I likhet med Minsky mener Kindleberger at en vanlig årsak til at økonomien mister sin finansielle stabilitet er sterk økning i pengemengde. Dette fører til at det skapes overskuddslikviditet, som Grytten og Hunnes definerer som *manisk spekulasjon*. I den neste fasen oppstår det panikk, hvor markedet frykter at tapene blir store, og som videre leder til en økonomi som krakker og en påfølgende krise. Kort oppsummert beskriver Kindleberger en situasjon hvor rask og sterk vekst i pengemengden fører til overoppheting. Overopphetingen fører til krakk og krise i økonomien, som videre fører til tilbakegang. Tilbakegangen anføres av at penge- og kredittmengden reduseres. (Grytten & Hunnes, 2016).

I arbeidet sitt vektla Charles Kindleberger begrepet *hegemonimakten*. I kriseteorien sin var realøkonomisk spredning av kriser, skapt av kreditt- og pengeekspansjon, en viktig innsikt. Dermed er hegemonimakten et viktig område for Kindleberger. Sett fra et økonomisk ståsted vil hegemonimakten være en dominerende markedsaktør som i stor grad vil kunne påvirke markeder i økonomien. Ofte vil denne dominerende markedsmakten være en offentlig institusjon som Norges Bank eller Finanstilsynet. Den kan også være av en mer internasjonal karakter som USA, G20, EU, den europeiske sentralbanken ECB eller det internasjonale pengefondet IMF. (Grytten & Hunnes, 2016).

Hegemonimakten har flere sentrale hovedfunksjoner. Før det første skal den sørge for å opprettholde markedet slik at det fortsatt er etterspørsel dersom markedet ikke fungerer. Videre skal den legge til rette for motsykliske langtidslån, som betyr å spare i gode tider og

bruke penger i dårlige tider. En annen avgjørende funksjon er at den skal sikre et stabilt valutasystem som ikke faller sammen. Faller valutasystemet til en stat eller sentralbank sammen får man fort en finanskriser. I tillegg vil hegemonimakten koordinere makroøkonomisk politikk. Et siste aspekt med hegemonimakten er at den skal sikre at det er likviditet i markedene. Den skal alltid enten etterspørre eller sørge for at andre får låne penger. (Ola H. Grytten, personlig kommunikasjon, 30. august 2).

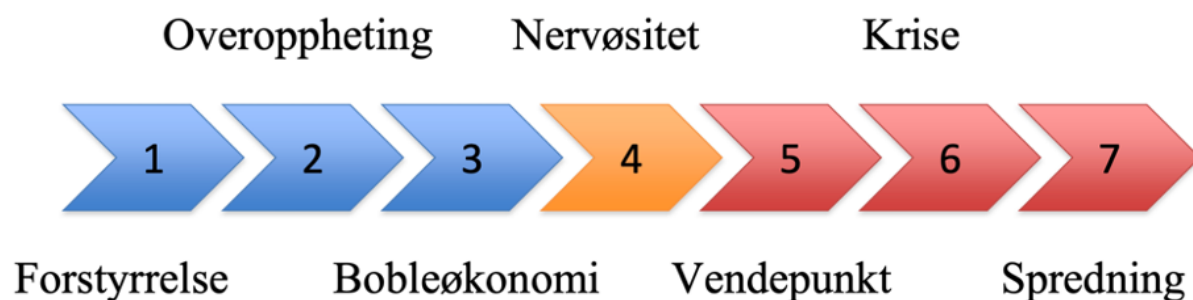


Figur 4.2: Charles Kindlebergers tilnærming til kriser (Grytten & Hunnes, 2016)

4.3 Sju-trinns dynamisk krisemodell

Ved å basere seg på empiri, krisemodellen og kriseteorien til henholdsvis Hyman Minsky og Charles Kindleberger har de norske økonomene Ola Honningdal Grytten og Arngrim Hunnes laget en dynamisk krisemodell i syv trinn. Tanken bak å lage en slik modell var å samle modeller, teorier, metode og empiri og lage en klar eksplisitt modell som tok hensyn til alle disse faktorene. Den dynamiske krisemodellen er fremstilt ved hjelp av syv faser som

sammen skal forklare forløpet til de fleste økonomiske kriser: *Forstyrrelse, overoppheting, bobleøkonomi, nervøsitet, vendepunkt, krise og spredning*. (Grytten & Hunnes, 2016).



Figur 4.3: Oversikt over faser i sju-trinns dynamisk krisemodell (Grytten & Hunnes, 2016)

De tre første fasene av sju-trinns dynamisk krisemodell består av *forstyrrelse, overoppheting* og *bobleøkonomi*. Gjennom disse tre første fasene går økonomien fremover og opplever sterk vekst. Samtidig bygger det seg opp krise på grunn av sterk penge- og kredittvekst. (Grytten & Hunnes, 2016).

Utgangspunktet for modellen til Grytten og Hunnes er det som blir definert som en *forstyrrelse*. Både Minsky og Kindleberger bruker ordet eksplisitt sjokk, men tilnærmingene vil være ulike. Når det gjelder Minsky sin tilnærming er det ikke sjokk i seg selv som er problemet, men at det er interne mekanismer i systemet som ikke klarer å håndtere sjokket. Kindleberger mener derimot at det begynner med et eksplisitt sjokk, og det er selve sjokket som er problemet. I denne fasen vil finansiell stabilitet tapes. Et viktig kjennetegn for denne fasen er at etterspørselen øker, ofte preget av sterk penge- og kredittvekst. (Grytten & Hunnes, 2016).

I neste fase vil man oppleve at økonomien blir stimulert av forstyrrelsen som skaper finansiell ustabilitet. Et resultat av dette er at man begynner å overinvestere fordi man tror at oppgangstiden vil vare evig, og dette fører til *overoppheting*. I Hyman Minskys krisemodell var finansielt trestegs taksonomi sentralt. I denne fasen er det vanlig å bevege seg fra det som kalles hedgefinans til spekulativ finans. (Grytten & Hunnes, 2016).

Når man overinvesterer og låner ut for mye penger får man bobler i økonomien, og dette kaller modellen for bobleøkonomi. På dette stadiet er det for mye penger i omløp uten at produksjonen har steget tilsvarende. Økonomien går for nå for fort, men man tror fortsatt at det er mer å hente på å fortsette og investere. Dermed blir det selvoppfyllende der man investerer, og aktivaboblene vil økes ytterligere. (Grytten & Hunnes, 2016).

En naturlig konsekvens av overoppheting og høye aktivapriser er det Grytten og Hunnes definerer som *nervøsitet* i sin dynamiske krisemodell. I denne fasen begynner investorer å innse at oppturen snart er over, og frykten for en korreksjon er betydelig. Det fører til at investorer ikke er like villige til å kjøpe overprisede aktiva. Samtidig blir finans- og kredittinstitusjoner mer restriktive med sin utlånspraksis. I tillegg blir børsen mer volatil og vil reagere kraftig på enhver nyhet. I denne fasen er det ofte et kjennetegn at markedene er urolige. Fasen med nervøsitet kan vare lenge, og ofte er det vanlig at myndighetene griper inn med krisepakker (Ola H. Grytten, personlig kommunikasjon, 30. august 2021). Samtidig kan store aktører kjøpe betydelige andeler i viktige selskap. Etter hvert tid begynner imidlertid aktivaprisene å falle. (Grytten & Hunnes, 2016).

Faser som følger etter nervøsitet er *vendepunkt*, *krise* og *spredning*. Her vil negativ psykologi påvirke markedene, og dette fører til at det oppstår krakk og negative bobletendenser. Til slutt er det overhengende fare for at krakket og krisen som oppstår i finansmarkedene sprer seg til realøkonomien. (Grytten & Hunnes, 2016).

I modellen til Grytten og Hunnes kalles *vendepunktet* for «The Minsky moment». Her starter nedgangen i markedene med fallende priser. Ofte er det ikke et tydelig skille mellom denne fasen og nervøsitetsfasen. Investorene begynner å bli bekymret for å tape investeringene og formuene sine som medfører at mange velger å selge seg ut samtidig. En konsekvens av dette er at prisene faller mer drastisk. Tydelige kjennetegn på denne fasen er at aktørene i markedet blir pessimistiske og at aktivaprisene faller. (Grytten & Hunnes, 2016).

Etter hvert går økonomien over i neste fase, nemlig *krise*. Når aktivaprisene faller og markedet blir styrt av pessimistiske forventninger begynner mange aktører å bli bekymret. Blant annet er finans- og kredittinstitusjoner på dette stadiet bekymret for å tape penger. Det

tidligere eller fremtidige kriser. Modellen skal hjelpe å forstå mekanismene og dynamikken til hvordan en krise oppstår i finansmarkedet. I de neste avsnittene vil jeg kritisk redegjøre for hvorfor ikke alle kriser kan plasseres i modellen.

4.4.2 Diskusjon av modellen

Den sju-trinns dynamiske krisemodellen legger opp til at man ved en krise er nødt til å gjennomgå alle syv fasene, selv om det ikke alltid er tilfellet at alle kriser utspiller seg basert på et slik forløp. Det er derfor viktig å ikke låse seg for mye til modellen og presse alle tidligere og kommende kriser inn i den. Modellen skal være til hjelp for å forstå økonomiske kriser, men alle kriser man prøver å forklare med modellen er ulike. Det er imidlertid nyttig å ha en modell som gir en bredere forståelse av finanskriser slik at det er mulig å kjenne igjen om en krise er nært forestående. Likevel er det ikke alltid så lett å forutse dette. Blant annet mener Arngrim Hunnes at økonomer tidligere har vært for opptatte av matematiske modeller, men glemt hva som tidligere har skjedd (Christiansen, 2016).

I modellen er hver fase det man kan kalle distinktiv, mens virkeligheten kan utspille seg på en måte hvor det vil være en mer flytende overgangs mellom fasene. Når man skal plassere en økonomisk krise inn i modellen er det viktig at man ikke ser på fasene som adskilte, men at fasene er dynamiske og kan gli inn i hverandre, eksempelvis at det er en glidende overgang fra *overoppheting* til *bobleøkonomi*. (Grytten & Hunnes, 2016).

Etter *the Minsky moment* følger *krise* og *spredning*. Det er et resultat av at det i den første fasen har oppstått et sjokk. Et mulig hendelsesforløp er at det også skapes sjokk i krise- og spredningsfasen. Dette vil føre til at nedgangen i økonomien blir sterkere. Ofte vil det være flere forstyrrelser underveis i kriseforløpet og ikke kun én enkel forstyrrelse som oppstår i starten som gjør at man taper finansiell stabilitet i økonomien. (Grytten & Hunnes, 2016).

I siste fase av sju-trinns dynamisk krisemodell ender krisen opp med å spre seg til realøkonomien, men dette er ikke alltid tilfellet. En avgjørende årsak til at krise ikke er ensbetydende med spredning er hegemonimakten som Kindleberger utledet. Dersom det eksisterer en hegemonimakt som er velfungerende vil både oppgangstider og nedgangstider

reduseres. Fra historien har man sett at dersom det mangler hegemonimakt, er veien til overoppheting og påfølgende krise kort. (Grytten & Hunnes, 2016).

4.4.3 Modellens relevans

Som et teoretisk rammeverk for utredningen har jeg valgt å benytte Grytten og Hunnes sin sju-trinns krisemodell. I tillegg til å basere rammeverket på teorien og modellen til Minsky og Kindleberger, har forfatterne analysert tolv tidligere økonomiske kriser som har utspilt seg de siste 200 årene. En fellesnevner for krisene er at de har hatt sitt opphav i perioder hvor penger og kreditt har vært lett tilgjengelig (Christiansen, 2016).

Boliglånsforskriften ble innført som følge av for høy gjeldsvekst og boligprisvekst i Norge. Samtidig vet vi at sju trinns krisemodell sterkt vektlegger kredittvekst som en avgjørende faktor for tap av finansiell stabilitet. For å belyse hvordan boliglånsforskriften har påvirket den finansielle stabiliteten i Norge, vil teorien til Grytten og Hunnes dermed være et velegnet rammeverk.

5. Forstyrrelser ved kredittvekst

Sju-trinns dynamisk krisemodell fokuserer på sterk kredittvekst som årsak for tap av finansiell stabilitet (Grytten & Hunnes, 2016). I dette kapitlet vil jeg dermed redegjøre for kredittveksten i Norge de siste 10 til 20 årene. Videre vil gjeld og renter i forhold til disponibel inntekt bli belyst, før jeg avslutningsvis diskuterer det lave rentenivået i lys av finansiell stabilitet.

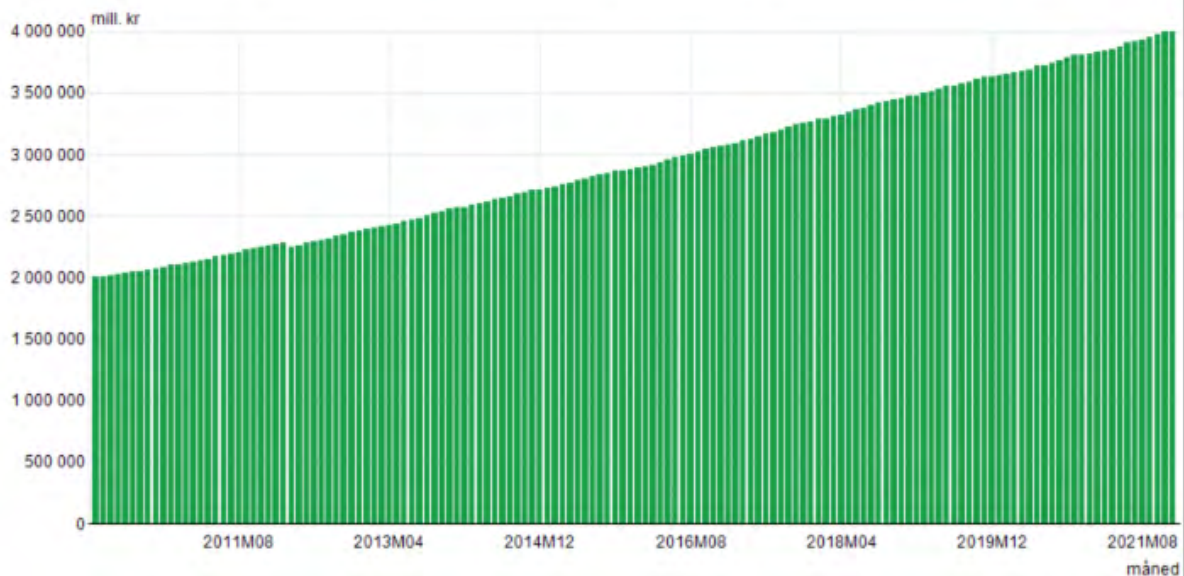
5.1 Innledning

Som Grytten og Hunnes har observert i utarbeidelsen av sin krisemodell, har høy kredittvekst vært en viktig faktor for tap av finansiell stabilitet ved flere økonomiske kriser. I den anledning vil det være særs relevant å presentere og diskutere statistikk som viser kredittveksten i norske husholdninger de siste årene. Å analysere kredittveksten vil bidra til å belyse forskningsspørsmålet ved at boliglånsforskriften setter krav til hvor mye kreditt en bank kan låne ut til husholdninger. Både Minsky og Kindleberger vektla kredittveksten som avgjørende for tap av finansiell stabilitet. Kindleberger mente at kredittveksten eller selve sjokket alene skaper finansiell ustabilitet. Minsky, på en annen side, hevdet at det er systemet som ikke klarer å håndtere sjokket. (Grytten & Hunnes, 2016).

5.2 Innenlandsk lånegjeld og gjeldsvekst

Figur 5.1 illustrerer utviklingen i innenlandsk lånegjeld for norske husholdninger i perioden 1. kvartal 2010 til 4. kvartal 2021. Av figur 5.1 kan vi se at gjelden er doblet fra 2.000 til 4.000 milliarder kroner (SSB, u.å.a). En slik markant økning i innenlandsk lånegjeld understøtter vurderingene fra rapporten *Finansiell stabilitet 2015* vedrørende at finansielle ubalanser har økt, og gir substans til videre diskusjon rundt hvordan boliglånsforskriften har påvirket finansiell stabilitet i Norge (Norges Bank, 2015).

06718: Innenlandsk lånegjeld (mill. kr), etter måned. Husholdninger mv., Lånegjeld i alt, Innenlandsk lånegjeld.



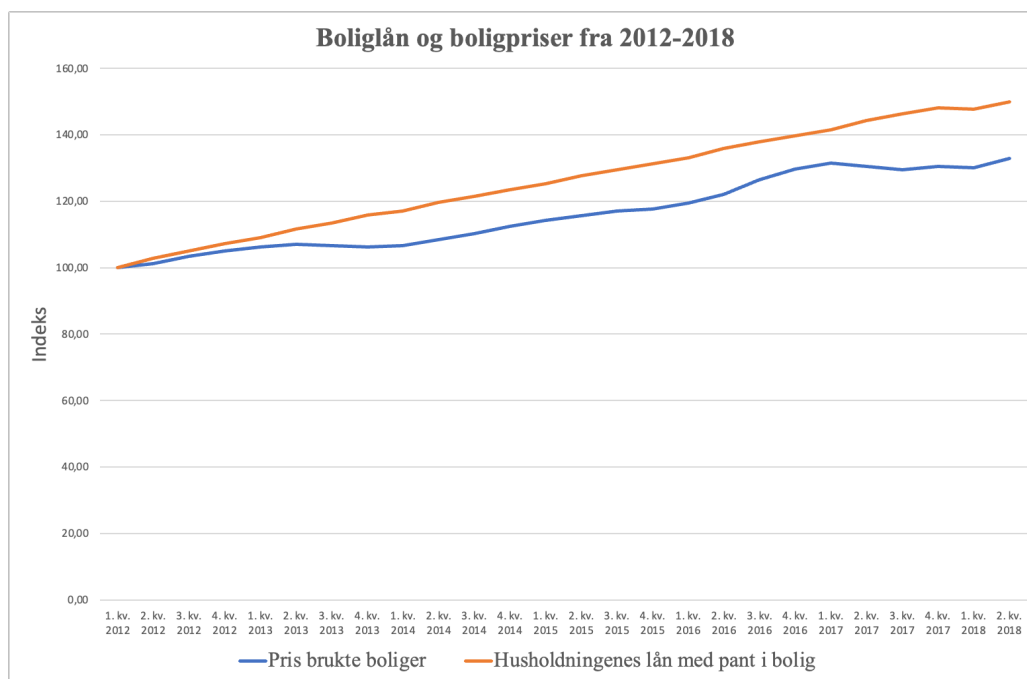
Figur 5.1: Innenlandsk lånegjeld for husholdninger for perioden 2010 til 2021 (SSB, u.å.a)

Videre illustrerer figur 5.2 utviklingen i gjeldsvekst for norske husholdninger fra 4. kvartal 2012 til 3. kvartal 2019. Med unntak av positiv gjeldsvekst i 2017, observeres en jevn fallende gjeldsvekst i perioden. Til tross for at gjeldsveksten er fallende vil den fortsatt være på et nivå som er langt høyere enn lønnsveksten (SSB, 2019c). Statistikk fra SSB avdekker at lønnsveksten fra 2015 til 2019 har variert mellom 2 og 3,5 % (Pedersen, 2022). Dette er en indikasjon på at norske husholdninger tar opp betydelig mer gjeld enn de har inntekt, noe som kan medføre alvorlige konsekvenser på lengre sikt og forstyrre den finansielle stabiliteten.



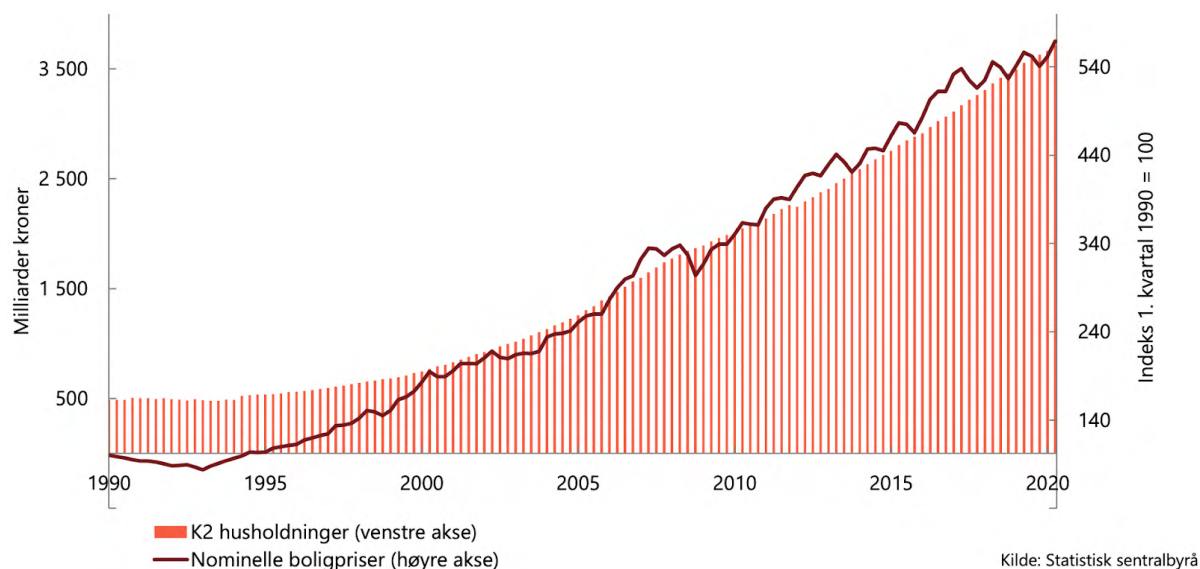
Figur 5.2: Gjeldsvekst i husholdningene (SSB, 2019c)

I tillegg til å presentere statistikk som viser utviklingen i gjeld for husholdningene, vil det være interessant å vise en oversikt over boliggjeld ettersom innføringen av boliglånsforskriften hadde som formål å begrense lån med pant i bolig. Figur 5.3 illustrerer utviklingen i boliglån fra 1. kvartal 2012 til 2. kvartal 2018 (Goplen, 2019).



Figur 5.3: Kvartalsvis utvikling i gjeld med pant i bolig for perioden 2012 til 2018 (Goplen, 2019)

I 1. kvartal 2012 var totale lån med pant i bolig 1.860 milliarder, noe som tilsvarte 828.000 kroner i gjennomsnitt per husholdning. Frem til første kvartal 2018 økte beløpet med 50 % til 2.787 milliarder, noe som tilsvarte gjennomsnittlig boliglån på nesten 1,2 millioner per husholdning (Goplen, 2019). Utviklingen i boliglån har vært tilnærmet konstant i perioden 2012 til 2018. Ved å se på indeksverdiene vil beløpet på boliglån for 1. kvartal 2015 være 2.329 milliarder. For 2019, 2020 og 2021 er sum lån med pant i bolig henholdsvis 3.083 milliarder, 3.254 milliarder og 3.421 milliarder (Røstadsand & Sand, 2022). Figur 5.4 viser utviklingen i boligprisene og husholdningenes gjeld for perioden 1990 til 2020 (Baltzersen, 2020).



Figur 5.4: Utvikling i boligpriser og husholdningenes gjeld 1990 til 2020 (Baltzersen, 2020)

5.2.1 Brev til Finanstilsynet

I et brev til Finanstilsynet rådet Norges Bank Finansdepartementet til å tilbakeføre fleksibilitetskvoten i boliglånsforskriften slik den var før covid-19 brøt løs. De begrunnet dette med at det hadde vært høy omsetning i boligmarkedet, med tilhørende høy prisvekst. Den sesongjusterte veksten i kreditt steg fra mai til juni 2020. Samtidig etterspurte husholdningene større lånevolum ifølge bankenes egen rapportering. Videre rapporterer bankene om at fleksibilitetskvoten innledningsvis ble brukt for å innvilge avdragsfrihet for husholdninger som var rammet av permitteringer eller oppsigelser. Dette avtok imidlertid

etter noe tid. Norges Bank skriver at utvidelsen av fleksibilitetskvoten ikke bør forlenges ved utløpet av den daværende forskriften. Avslutningsvis konkluderer de med at dette vil hindre finansielle ubalanser i å bygge seg opp slik det er fare for dersom boligprisveksten blir for høy, med tilsvarende vekst i gjelden til husholdningene. (Norges Bank, 2020).

5.3 Gjeldens påvirkning på finansiell stabilitet

I rapporten *Finansiell stabilitet 2014* skriver Norges Bank at høy gjeld kan føre til at husholdningene reduserer konsumet sitt dersom boligprisene faller eller rentene øker. Norges Bank anser derfor husholdningenes høye gjeld å være en sårbar faktor for norsk økonomi (Norges Bank, 2014). Minsky og Kindleberger, samt Hunnes og Grytten, vektlegger alle høy gjeldsvekst som en sårbar faktor som kan true finansiell stabilitet (Grytten & Hunnes, 2016).

I Kindlebergers kriseteori blir tilbudssideforstyrrelser vektlagt for å forklare hvordan kriser oppstår. Minsky fokuserer derimot på etterspørselssideforstyrrelser i sin krisemodell. Hvordan Minsky og Kindleberger ser på ulike sider av økonomien i forhold til hvor forstyrrelsene inntreffer kan relateres til utviklingen av kredittveksten i norske husholdninger. Husholdningene som etterspør kreditt for å finansiere boligkjøp kan anses som etterspørselssiden. Tilsvarende kan banker og finansforetak som tilbyr og låner ut kreditt sees på som tilbudssiden. Det betyr at husholdningenes høye etterspørsel etter kreditt vil være en forstyrrelse på etterspørselssiden, og bankens ønske om å låne ut kreditt vil være en tilsvarende forstyrrelse på tilbudssiden. (Grytten & Hunnes, 2016).

Sju-trinns dynamisk krisemodell anvender sterk vekst i kredittvolum som en viktig årsak til at en økonomi mister sin finansielle stabilitet (Grytten & Hunnes, 2016). Ved å hensynta denne modellen vil en begrensning av vekst i kreditt og pengevolum redusere risikoen for finansiell ustabilitet. Som presentert i kapittel 5.1.2 har gjelden, med enkelte unntak, økt i norske husholdninger de siste 10 til 20 årene. Dette skaper en reell bekymring for finansiell ustabilitet. Økonomisk redaktør i Financial Times, Chris Giles, forteller i en artikkel at kredittbobler er farlige (Giles, 2016). Videre hevder han at boliggjelden i Storbritannia ikke er et stort problem, og begrunner det blant annet med at veksten i gjeld er betydelig redusert

nå sammenlignet med perioden mellom 1997 og 2009. I Norge har derimot gjelden økt raskt og jevnt de siste årene. Videre vil et scenario hvor gjeldsveksten overstiger lønnsveksten skape problemer dersom rentene øker, boligprisene faller eller inntekten til husholdningene reduseres. (kilde: Finansiell stabilitets rapporter fra Norges Bank).

Til tross for at hovedvekten av forskning understøtter det faktum at høy kredittvekst medfører tapt finansiell stabilitet i økonomien, hevder tidligere sentralbanksjef Svein Gjedrem at høy kredittvekst i seg selv ikke nødvendigvis vil være en trussel mot finansiell stabilitet (Gjedrem, 2003). Dette forklares ved at påvirkningen på finansiell stabilitet i en økonomi skyldes den samlede stimulansen av flere faktorer. The Bank for International Settlements, *BIS*, har avdekket at det er høye investeringsnivå over tid, økte formuespriser og perioder med sterk kredittvekst som samlet vil true den finansielle stabiliteten i en økonomi (Borio & Lowe, 2002).

5.3.1 Empiriske bevis: Sårbarhet ved gjeld

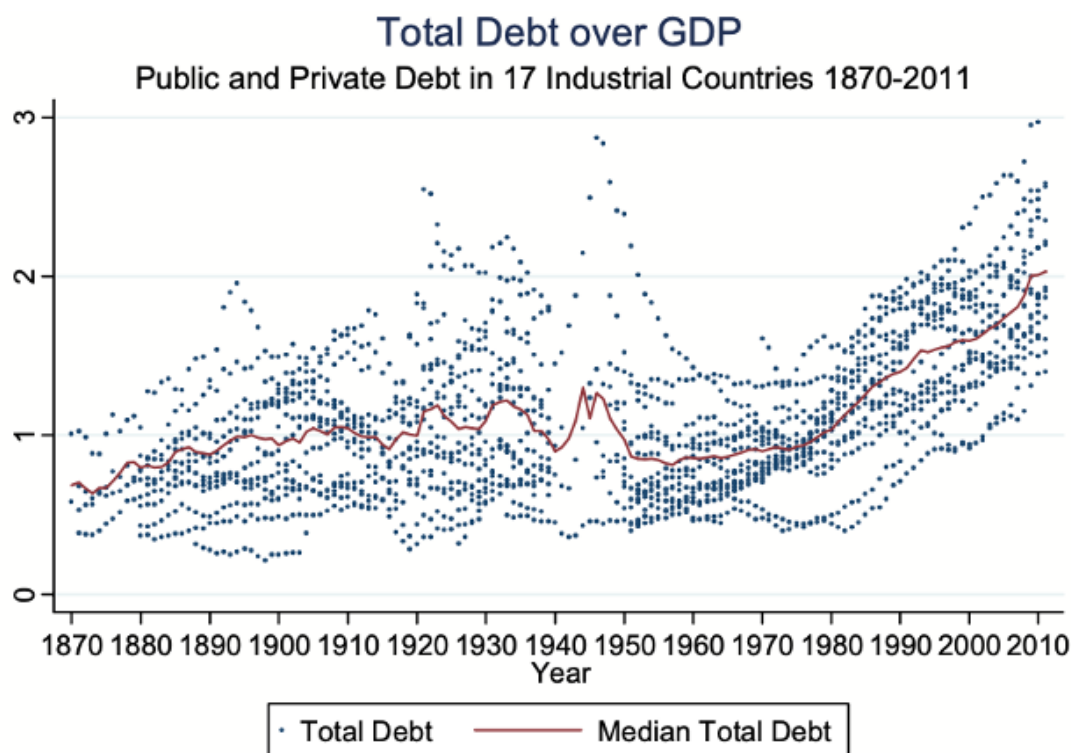
Moritz Schularick: Public and Private Debt: The Historical Record (1870–2010)

I artikkelen *Public and Private Debt: The Historical Record* etterlyser Moritz Schularick et mer kritisk blikk på privat gjeld enn det tidligere økonomer har hatt. Historisk har forholdet til privat gjeld være noe snillere sammenlignet med offentlig gjeld. Schularick lister opp fire argumenter og historiske fakta i sin argumentasjon rundt fokuset på privat gjeld (Schularick, 2013).

- (i) Historisk har gjeld i privat sektor økt markant, mens gjeld i offentlig sektor har ikke hatt like sterk utvikling
- (ii) Tidligere finanskriser som har oppstått har hatt sin opprinnelse i privat sektor.
- (iii) Ser man på moderne demokratier har disse klart å håndtere sine økonomier på en god måte.
- (iv) Siden 1970-tallet har gjeldssyklusene til privat- og offentlig sektor hengt tett sammen.

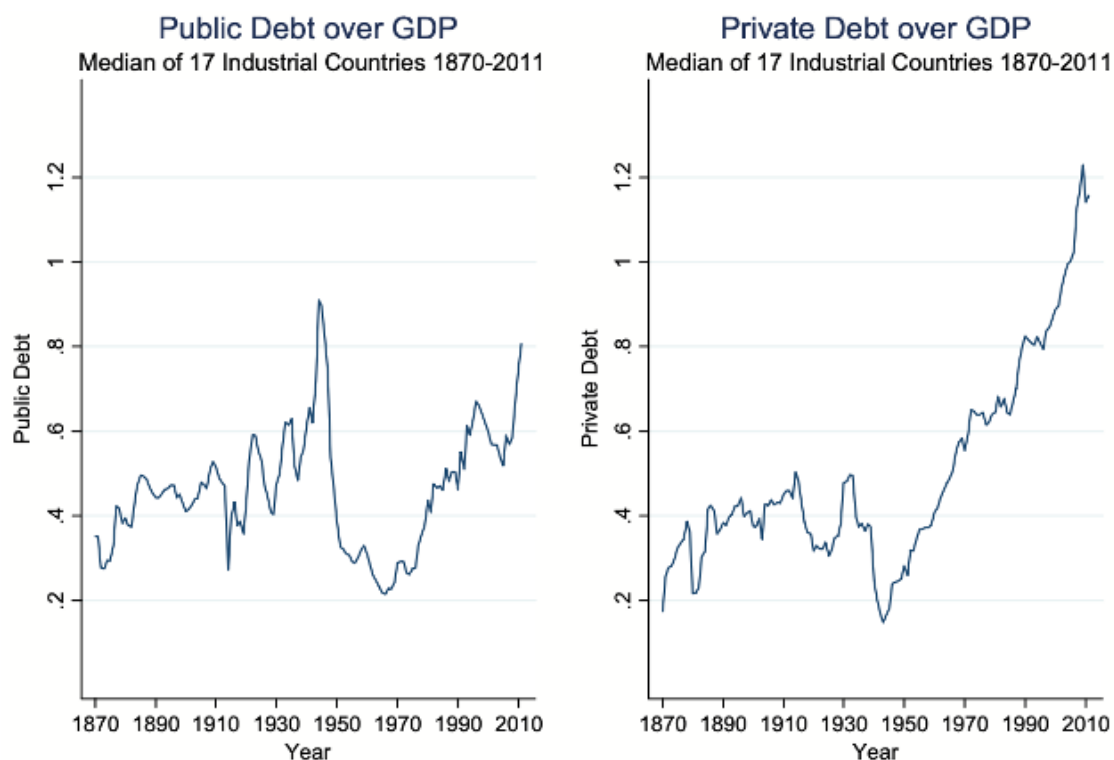
(i) Sterk økning i gjeld i privat sektor – ikke like stor økning i offentlig sektor

Som man kan se av figur 5.5 har gjelden til husholdninger, virksomheter og det offentlige steget markant siden 1870. Siden starten av 1900-tallet og frem til 2010 steg medianen av totalgjelden med nær 100 %. I 2010 tilsvarte medianen av totalgjelden rundt 200 % av brutto nasjonalprodukt. Figur 5.5 viser imidlertid ikke hvordan denne gjelden er fordelt mellom privat- og offentlig sektor. (Schularick, 2013).



Figur 5.5: Utvikling i privat og offentlig gjeld (Schularick, 2013)

Schularick påpeker at offentlig sektor har stått for rundt en tredel av utlånsveksten siden 1970. Dette vil skyldes økt gjeldsopptak i husholdningene og hos bedrifter som har stått for rundt to tredeler av utlånsveksten. Videre opplyser han om at veksten i gjeld har vært sterkt drevet av utlån til husholdninger når man har sett på fordelingen mellom gjeld tatt opp av husholdninger og gjeld tatt opp av bedrifter. Det har imidlertid også vært en økning i gjeld knyttet til det offentlige. Hvordan gjelden har fordelt seg mellom offentlig og privat sektor er illustrert i figur 5.6. (Schularick, 2013).



Figur 5.6: En historisk oversikt over gjeld i privat og offentlig sektor (Schularick, 2013)

(ii) Tidligere finanskriser har hatt sin opprinnelse i privat sektor

Videre henviser Schularick til en studie av Jordá m.fl. (2016) som konkluderte med at det ofte er i privat sektor at finansiell ustabilitet oppstår. Studien presenterer en regresjonsmodell sett i lys av de siste 140 årene med observasjoner, og resultatene var tydelige. Det er privat gjeld som har vært den utløsende faktoren for finanskriser. Av regresjonsutskriften observeres en negativ koeffisient knyttet til offentlig gjeld som ikke er signifikant. I tillegg nevner studien at dette også vil være gjeldende når den offentlige gjelden er høy. Dette er vist ved (5) i tabell 5.1. Studien fastslår også at en finanskriser ikke oppstår tilfeldig, men påvirkes av utviklingen i det private kredittmarkedet. (Schularick, 2013).

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Δ Private Credit/GDP (5-year m.a.)	17.01*** (4.707)		17.05*** (4.723)	28.74** (11.58)	
Δ Public Debt/GDP (5-year m.a.)		-3.001* (1.677)	-1.906 (2.376)		-2.972 (3.119)
Lagged Private Credit/GDP level				-0.112 (0.542)	
Lagged Public Debt/GDP level					0.0199 (0.265)
Interaction Term				-12.65 (12.57)	-0.668 (2.732)
Observations	2,111	2,228	2,018	2,035	2,041
AUC	0.609	0.564	0.617	0.612	0.561
s.e.	(0.033)	(0.030)	(0.034)	(0.033)	(0.031)

Tabell 5.1: Forholdet mellom gjeld og finanskriser siden 1870 (Jordá m. fl., 2016)

Schularick nevner videre at kostnadene knyttet til finanskriser er høye, spesielt finanspolitisk. Ofte vil den økonomiske veksten bli lavere samtidig som både offentlige utgifter og statsgjeld øker. Reinhart og Rogoff (2009) hevder at statsgjelden vil ha steget med 86 % tre år etter en bankkrise. Videre hevder Schularick at den finanspolitiske kostnaden øker med hvor stor finanssektoren er, og at økonomer dermed er nødt til å fokusere på hvordan privat gjeld utvikler seg. (Schularick, 2013).

(iii) Moderne demokratier har klart å håndtere sine økonomier på en god måte

Det empiriske grunnlaget for at demokratiske samfunn har styrt sine finanser på en uforsvarlig måte er svakt. Når myndigheter har sett at gjeldsnivået blir høyt har de klart å øke overskuddet. Schularick (2013) belyser at hvis myndighetene ikke hadde økt overskuddet, og gjelden hadde økt, ville denne politikken til slutt ført til mislighold.

(iv) Gjeldssyklusen til privat og offentlig sektor har hengt tett sammen siden 1970

Schularick peker avslutningsvis på sammenhengen mellom gjeldsvekst i offentlig sektor og veksten i kredittvolum i privat sektor. Konklusjonen er at denne sammenhengen har vært negativ siden 1970. Mens privat gjeldsvekst i en rekke økonomier har vært sterk, har gjeldsveksten i offentlig sektor vært lavere. (Schularick, 2013).

Bluwstein m.fl.: Credit growth, the yield curve and financial crisis prediction: evidence from a machine learning approach (2021)

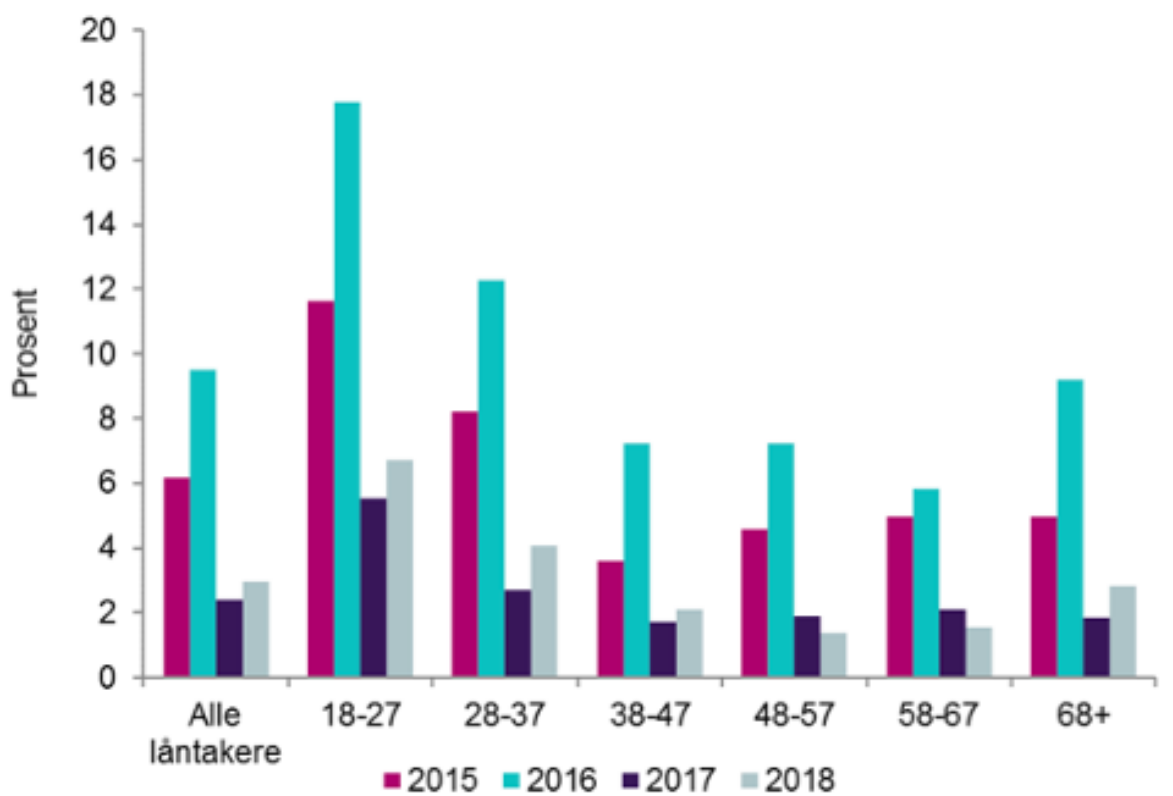
En rapport fra den europeiske sentralbanken, ECB, belyser hvordan maskinlæring kan anvendes for å predikere finanskriser i fremtiden. Deres funn signaliserer at kredittvekst og flat, eller invertert, rentekurve er sterke indikatorer på at en finanskrise kan inntreffe. En invertert rentekurve er definert som n r rentene med kort løpetid stiger mer enn rentene med lang løpetid (Aamdal, 2022). Studien forteller at disse indikatorene ikke er utløsende faktorer for en krise i finansmarkedene, men at de gjør det finansielle systemet sårbart i møte med andre sjokk. Disse indikatorene kan også brukes som signaler på om systemet, i økende grad, er sårbart. Det er ulike historiske tilnærminger til disse to indikatorene. Mens kreditt har bred støtte i litteraturstudier knyttet til ubalanser, er rentekurven mindre forankret i litteraturen. Videre vil fokuset ligge på kreditt som indikator for hvorvidt finansiell stabilitet mistes. (Bluwstein m.fl., 2021).

Bluwstein m.fl. (2021) omtaler kredittvekst som sentrale prediktorer for finanskriser. Tallmateriale knyttet til privat kreditt eller kredittvekst i forhold til vekst i BNP er ofte trukket frem i en slik sammenheng, og disse tallene har hatt nær sammenheng med kriser etter 1970. Funnene fra studien samsvarer med tidligere forskning. En nøkkelindikator som har vært viktig siden 1990-tallet er innenlandsk kreditt. Senere har internasjonal kredittvekst blitt trukket frem som en svært viktig indikator, spesielt etter finanskrisen i 2007 til 2008 (Bluwstein m.fl., 2021). Dette kan forklares med at markeder henger tett sammen (Grytten & Hunnes, 2016).

5.4 Boligl nsforskriftens påvirkning på finansiell stabilitet

Boliglånsforskriften ble innført med ønske om å hindre videre høy vekst i husholdningers gjeld. Som tidligere illustrert i figur 3.3 og 3.4 observeres en klar tendens knyttet til nedbetalingslån som blir berørt av kravene i boliglånsforskriften. Kravet om maks belåning på fem ganger egen brutto årsinntekt som ble innført i 2017 fremkommer tydelig til venstre i figur 3.4. Som følge av at utlånspraksisen ble kraftig strammet inn, maksimerer majoriteten av låntakerne rammen på lånet de kan få (Finanstilsynet, 2017). Det er også en klar indikasjon på at andelen nedbetalingslån som oversteg grensen om belåning på fem ganger egen årsinntekt falt. *Nedbetalingslån* kan defineres om et lån hvor løpetiden på forhånd er

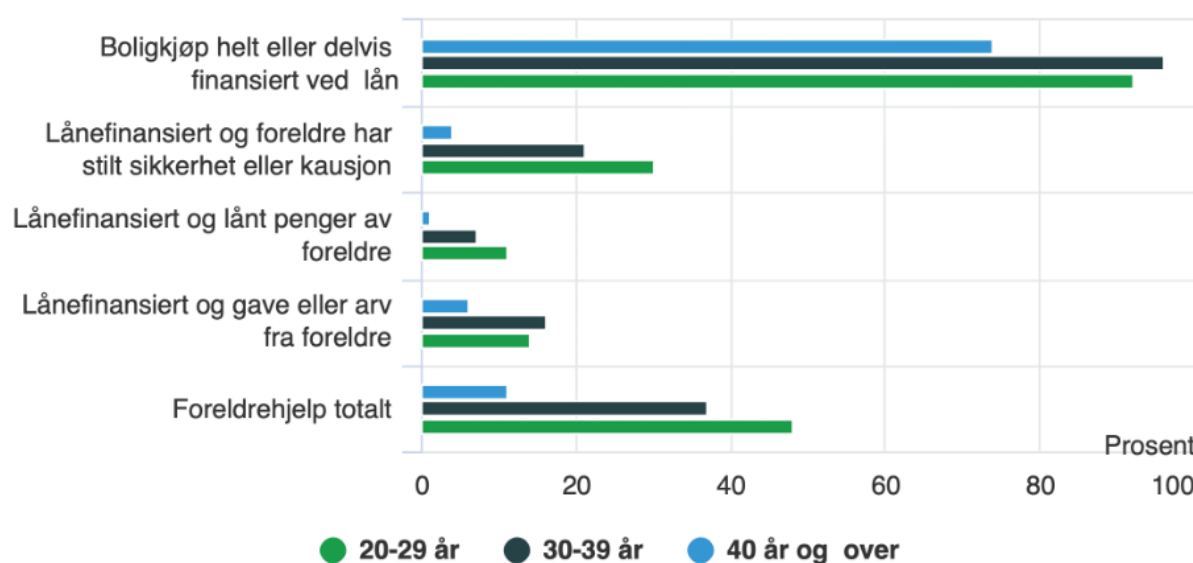
avtalt med utsteder (Scoop, u.å.). Finanstilsynet skriver videre at det var størst nedgang i andelen som oversteg maks gjeldsgrad blant de yngre aldersgruppene. Boligundersøkelsen for 2018 viser utviklingen i gjeldsgrad for nye nedbetalingslån i perioden 2015 til 2018, og dette er illustrert i figur 5.7. (Finanstilsynet, 2019a).



Figur 5.7: Utviklingen over nye nedbetalingslån med oversikt over andelen av låntakere som oversteg grensen for maks gjeldsgrad (Finanstilsynet, 2019a)

Finanstilsynets boligundersøkelse for 2018 viser at andelen låntakere med belåningsgrad som overstiger grensen i boliglånsforskriften sank betydelig ved innføringen av kravene knyttet til gjeldsgrad i 2017. Samtidig understreket Finanstilsynet at gjeldsgraden fortsatt var høy, nærmere bestemt 334 % i 2018 (Finanstilsynet, 2019a). Det er nærliggende å anta at nedgangen i gjeldsgrad fra 2016 til 2017 forekommer fordi kravet til gjeldsgrad ble innført i 2017. Ved nærmere analyse av figur 5.7 er det stor nedgang i aldersgruppene 18 til 27 år og 28 til 37 år. Spesielt for aldersgruppen 18 til 27 år vil en nedgang i gjeldsgrad være avgjørende for ikke å øke faren for finansiell ustabilitet i norsk økonomi. Dette skyldes at unge mennesker ofte er i etableringsfasen og har lav egenkapital. Dokka (2018) avdekker at

tilnærmet 50 % av boligkjøpere under tredve år fikk foreldrehjelp. Dette indikerer at aldersgruppen vil være ekstra sårbare ved tap av inntekt, økt rente eller fallende boligpriser.



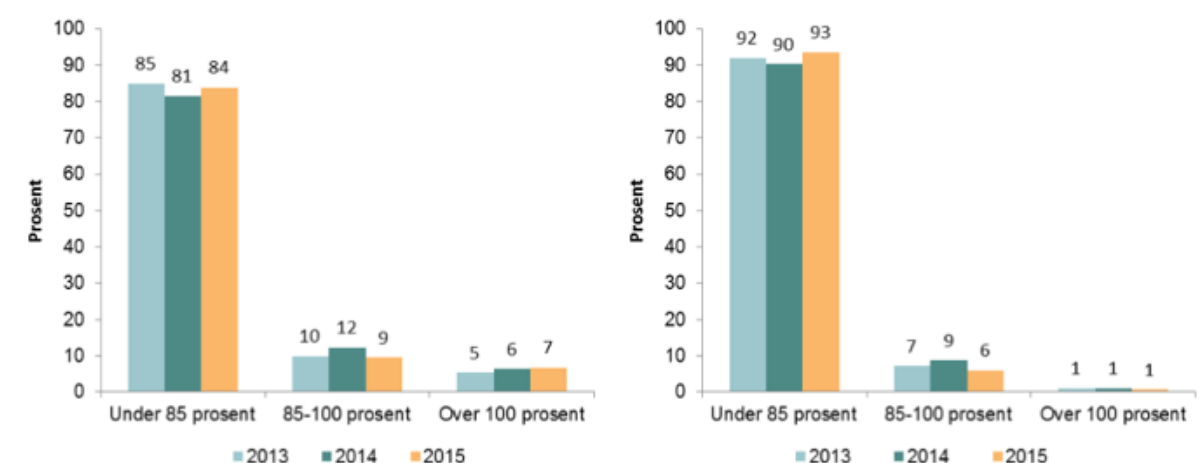
Figur 5.8: Levekårsundersøkelsen 2015. Oversikt over hvordan boligkjøpet er finansiering, inndelt i aldersgrupper (Dokka, 2018)

For unge mennesker som er i startfasen av sin jobbkarriere vil risikoen for å miste inntekten være høyere sammenlignet med ansatte som har lang ansiennitet. Dette vil potensielt være en sårbar faktor for finansiell stabilitet da det kan føre til en reduksjon i konsum fra husholdningene som opplever disse endrede forholdene i privatøkonomien. Finanstilsynet konkluderer med at utlånspraksisen er strammet inn for 2017 sammenlignet med 2016, og at innføringen av gjeldsgrad trolig har dempet gjeldsveksten noe. Samtidig skriver Finanstilsynet at det var de yngre aldersgruppene som hadde den største andelen av lån som oversteg fem ganger årsinntekten i 2018. For å sikre finansiell stabilitet i norsk økonomi vil det derfor være nyttig å få andelen lån i de yngre aldersgruppene ned. (Finanstilsynet, 2019a).

Finansdepartementet etterspurte sommeren 2019 Finanstilsynet om en vurdering av boliglånsforskriften som ble videreført 1. juli 2018. Finanstilsynet fikk i oppgave å vurdere hvorvidt boliglånsforskriften skulle videreføres, og med hvilke endringer som måtte foretas. 10. september 2019 kom Finanstilsynet med sine synspunkter og anbefalinger. I deres høringsnotat fremkommer det at boliglånsforskriften har ført til noe strammere utlånspraksis. Videre står det i høringsnotatet at gjeldsveksten fortsatt er høy, med tilhørende høy risiko for

at finansiell ustabilitet øker ved økning i gjeldsgraden. På bakgrunn av dette foreslo Finanstilsynet å videreføre daværende boliglånsforskrift, med forslag om å redusere maksimal gjeldsgrad fra 5 til 4,5 ganger egen brutto årsinntekt. (Finanstilsynet, 2019b).

Hva angår boliglånsforskriftens krav til maksimal belåningsgrad har bankene hatt 85 % som en veiledende grense siden slutten av 2011. Dette ble definert som *forsvarlig utlånspraksis*, og kravet knyttet til belåningsgrad er dermed en videreføring fra denne praksisen (Finansdepartementet, 2015a). I 2014 og 2015 var gjennomsnittlig belåningsgrad henholdsvis 65 % og 68 %, en endring på 3 pp. Videre sank andelen lån med høyere belåningsgrad enn 85 % fra 2014 til 2015, hvorav 16 % av lånene oversteg denne grensen. Ser man samtidig på tilleggssikkerhet var andelen innvilgede lån med belåningsgrad over 85 % ytterligere redusert til 7 % (Finanstilsynet, 2016). Med tilleggssikkerhet menes at banken tar pant i annen eiendom i tillegg til kjøpers bolig (Loen, 2021). Dette er illustrert i figur 5.9.



Figur 5.9: Oversikt over belåningsgrader for nedbetalingslån. Del til høyre inkluderer tilleggssikkerhet (Finanstilsynet, 2016)

Kravet om maksimal belåningsgrad er en viktig del av boliglånsforskriften med tanke på finansiell stabilitet. Figur 3.5 viste at nær 80 % av husholdningene i Norge bor i en bolig hvor minst en i husholdningen eier boligen. Videre viser statistikk fra 2021 at andelen av husholdningene som eier bolig var 76,4 % (SSB, 2022b). Ved å se på utviklingen i boligpriser og tilhørende gjeldsvekst, har nordmenn en stor andel av formuen sin investert i

bolig. I 2017 var to tredeler av husholdningenes formue plassert i bolig (Wasberg, 2017). Dersom boligprisene faller vil egenkapitalen til husholdningene reduseres tilsvarende. Førsteamanuensis ved handelshøyskolen BI, Barbara Bukhvalova, hevder at husholdningene vil føle seg fattigere ved et boligprisfall, og at boligmarkedet dermed har stor påvirkning på nordmenns privatøkonomi (Lekve, 2013). Norges Bank konkluderer med at det er positiv sammenheng mellom utviklingen i boligprisene og privat konsum i husholdningene (Wasberg, 2017). Et formål med innføringen av boliglånsforskriften var å forhindre at gjeldsopptaket skal føre til så stor oppheting i gjeld og boligpriser at prisene begynner å rase. Norges Bank skriver i et brev til Finanstilsynet, datert 16. august 2019, at fallende boligpriser, økte renter og andre forhold som påvirker husholdningens privatøkonomi vil føre til redusert konsum. Implikasjonene av dette kan være at bankene må ta tap på utlån til næringslivet (Norges Bank, 2019b). Resten av brevet blir presentert i kapittel 5.4.1.

5.4.1 Norges Bank sine vurderinger av boliglånsforskriften i 2019

I brevet fremholdt Norges Bank at husholdningenes høye gjeld fortsatt var en sårbar faktor som kunne påvirke norsk økonomi. Videre ble det opplyst om at sårbare husholdninger ble ilagt begrensninger. De skrev samtidig at fleksibilitetskvoten hadde gitt bankene rom til å foreta fornuftige vurderinger for utlån til kunder som ikke oppfylte kravene i forskriften, men som likevel hadde betjeningsevne. Sentralbanken meldte videre at andelen lån som kom i konflikt med maksimal gjeldsgrad var blitt redusert. Det ble også hevdet at andelen kjøp av sekundærboliger hadde falt. Norges Bank påpekte også at andelen førstegangskjøpere, og gjennomsnittsalderen deres, lå på et stabilt nivå, også etter innføringen av forskriften. Avslutningsvis konkluderte de med at forskriften hadde fungert som tiltenkt og at det ikke var nødvendig å endre kravene, med unntak av å oppheve de særskilte kravene i Oslo som gjorde forskriften kompleks. (Norges Bank 2019b).

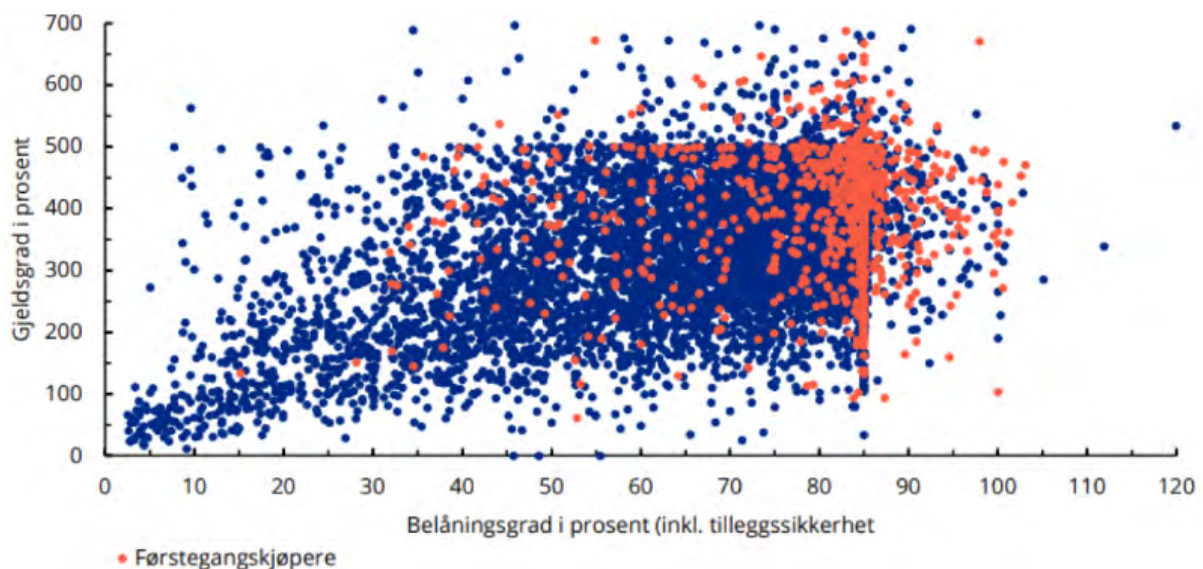
5.4.2 Finanstilsynets råd om midlertidig høye fleksibilitetskvoter

27. august 2020 ga Finanstilsynet råd til Finansdepartementet om ikke å forlenge de midlertidige og høye fleksibilitetskvotene som 23. mars 2020 midlertidig ble økt til 20 % på grunn av covid-19. Finanstilsynet pekte blant annet på at husholdningsgjelden kunne øke ytterligere grunnet lavt rentenivå. Videre skrev de at en forlenging av de høye

fleksibilitetskvotene kunne øke faren for finansiell ustabilitet i norsk økonomi, noe som ikke ga grunnlag for å videreføre de høye fleksibilitetskvotene. Avslutningsvis hevdet de at de ordinære fleksibilitetskvotene ga bankene god anledning for å inngå endrede nedbetalingsplaner i et boligmarked hvor aktiviteten var høy. (Finanstilsynet, 2020b).

5.4.3 Førstegangskjøpere

I en artikkel presentert i E24 høsten 2021 advarte daværende kommunal- og moderniseringsminister Nikolai Astrup mot en oppmykning av kravene for å få innvilget boliglån (Wig, 2021). Argumentasjonen hvilte på at unge boligkjøpere fort vil oppleve at de ikke klarer å betjene lånene sine. Finanstilsynet (2020a) illustrerer i figur 5.10 at det er unge førstegangskjøpere som låner mest, og dermed har høyest belåningsgrad. I tillegg låner de mest hvis man tar hensyn til inntekten deres. Dette synliggjøres ved at konsentrasjonen av nedbetalingslån er høyest rundt yttergrensene til boliglånsforskriften. Illustrasjonen viser at det er blitt innvilget noen lån utover disse kravene, men det er nærliggende å anta at disse ble gitt under fleksibilitetskvoten som Finanstilsynet rådet å stramme inn etter covid-19.



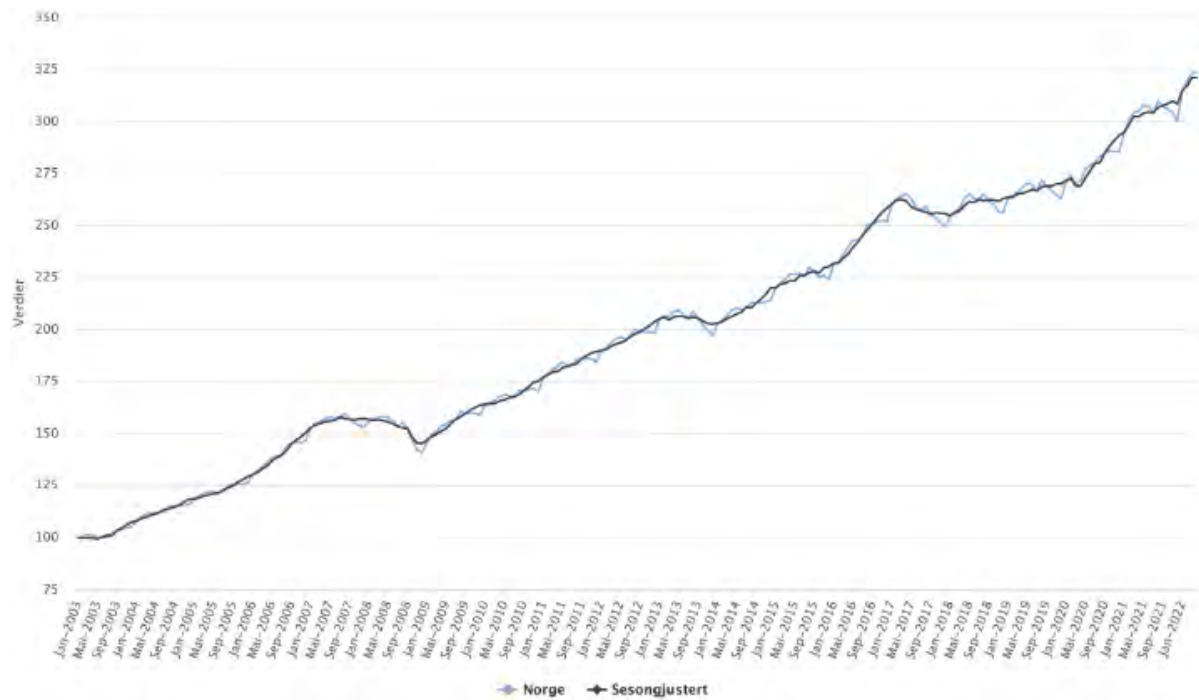
Figur 5.10: Oversikt over nedbetalingslån for 2020 (Finanstilsynet, 2020a)

5.5 Sammenhenger mellom kredittvekst og boligprisvekst

Massoudy (2018) presenterer en empirisk analyse av årsakssammenhenger mellom boligpriser og husholdningenes gjeld i Norge. Analysen konkluderer med at det foreligger en årsakssammenheng mellom boligpriser og gjeld. Denne relasjonen gir nyttig innsikt for videre diskusjon rundt boligprisutviklingen i Norge fordi kredittveksten og boligprisveksten henger tett sammen (Massoudy, 2018).

Dette samsvarer også med forskningen til Anundsen og Jansen (2013) som konkluderer med at boligprisene avhenger av en rekke faktorer, hvor en av disse er nettopp husholdningenes gjeld. Videre belyser studien at boligprisene og gjeldsopptak begge er avhengige av hverandre, før den avslutningsvis konkluderer med at høyere kredittvekst er et resultat av høyere boligpriser. IMF advarte i 2021 om at nordmenns gjeld vokser som et resultat av økt etterspørsel etter bolig (Bøe, 2021).

Videre diskusjon knyttet til utviklingen i boligpriser fordrer at tidsaspektets relevans påpekes. Figur 5.11 illustrerer sterkt økende boligpriser fra perioden 2003 til 2022 (Eiendom Norge, u.å.). En slik utvikling vil, i følge Minsky, medføre en mindre stabil økonomi hvor en krise oftere vil inntreffe i økonomien. Dette forklares ved at lengre perioder med oppgangskonjunktur øker sannsynligheten for at en nedgangskonjunktur er nært forestående (Grytten & Hunnes, 2016). De sterkt økende boligprisene de siste tyve årene kan dermed anses som forstyrrende for den finansielle stabiliteten i norsk økonomi.



Figur 5.11: Utviklingen i boligpriser i Norge fra januar 2003 til april 2022 (Eiendom Norge, u.å.)

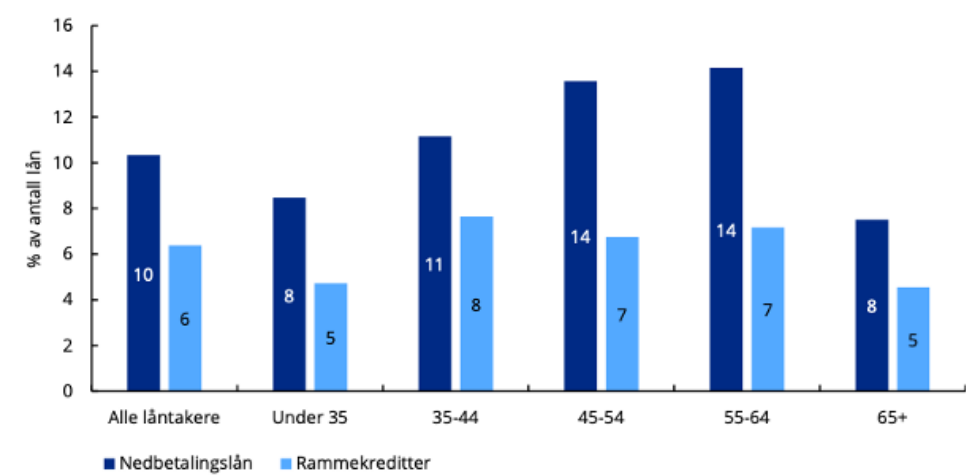
5.6 Gjeldsregister

Ved utgangen av 2017 hadde nordmenn usikret gjeld som tilsammen utgjorde 102,1 milliarder kroner. Dette tilsvarte en økning på 13,2 % fra 2016 (E24, 2018). I 2019 hadde samlet usikret gjeld økt til 117 milliarder kroner (Tjørhom & Tollersrud, 2019). Mange låntakere valgte også å finansiere egenkapitalkravet i boliglånsforskriften med forbrukslån. Videre viser beregninger fra 2019 at rundt 30 % av veksten i forbrukslån kan ha gått til finansiering av boligkjøp (Wig, 2019).

Sommeren 2019 ble gjeldsregisteret innført i Norge, fem år etter at arbeidet med å innføre gjeldsregisteret startet (Lorvik, 2021). Formålet med gjeldsregisteret er å gi kredittutstedere oppdatert informasjon om usikret gjeld hos låntaker. Som følge av at gjeldsregisteret ikke ble innført før midten av 2019 har mange låntakere tatt opp vesentlig mer gjeld enn de har klart å betjene. Dette har kostet store summer, både for det offentlige, men også for banksektoren som har vært tvunget til å avsette store tap knyttet til usikret gjeld. Det har blitt delegert konsesjoner til tre ulike private aktører for å drive gjeldsregisteret, og disse er

Gjeldsregisteret, Experian Gjeldsregister og Norsk Gjeldsinformasjon. (Norsk Kreditt, 2019).

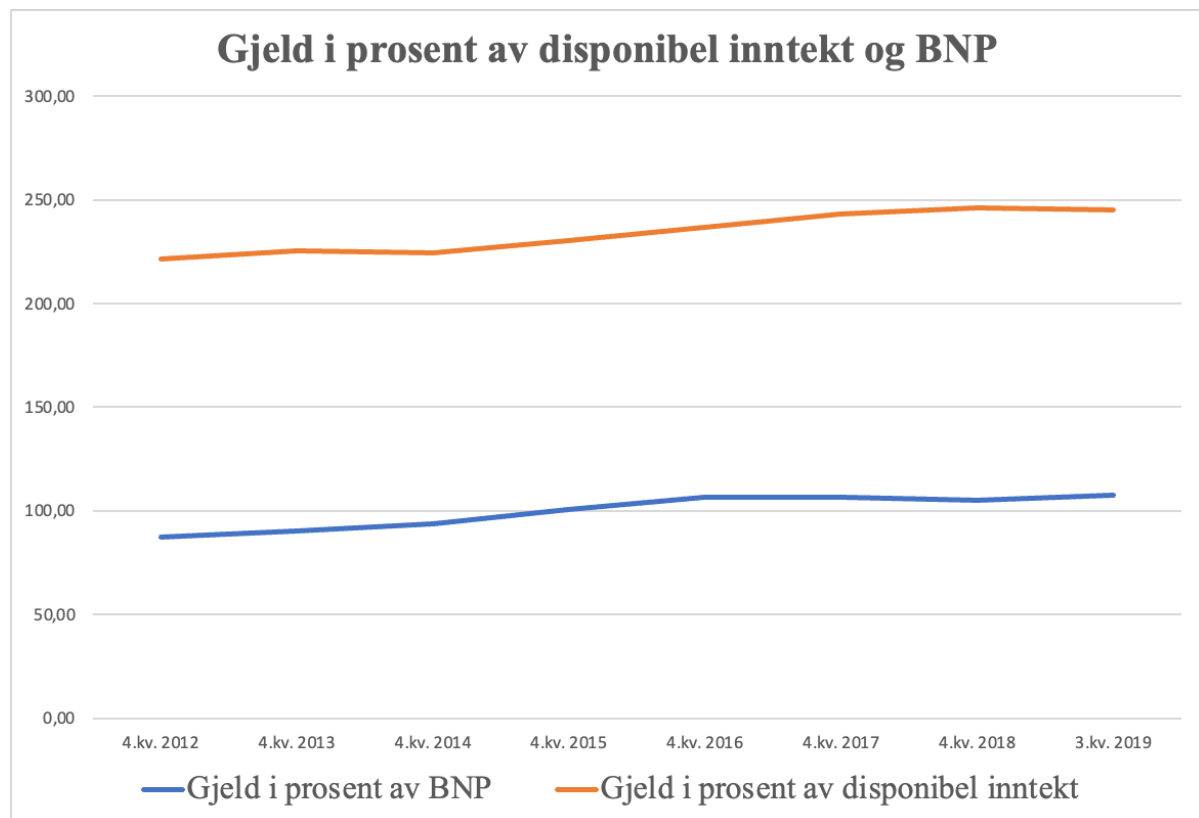
Forbrukerpolitisk direktør i Finans Norge, Gry Nergård, meddeler at det har vært en vesentlig nedgang i forbrukslån i tiden etter at gjeldsregisteret ble innført (Amundsen, 2021). Også SpareBank 1 SMN Midt-Norge har merket effekten det nye gjeldsregisteret (NTB, 2020). Figur 5.12 viser låntakere som i 2020 hadde rentebærende forbrukslån over 50.000 kroner (Finanstilsynet, 2020a). I tillegg er forbrukslån og rammekreditter inkludert i den nyeste utlånsforskriften (Finansdepartementet, 2021b).



Figur 5.12: Oversikt over andelen låntakere som hadde rentebærende forbrukslån på over 50.000 kroner (Finanstilsynet, 2020a)

5.7 Gjeld og renter i forhold til disponibel inntekt

Utviklingen i gjelds- og rentebelastning i forhold til husholdningenes disponible inntekter er en faktor som kan true finansiell stabilitet i norsk økonomi. *Disponibel inntekt* defineres som bruttoinntekt fratrukket skatt (Bojer, 2022). *Rentebelastning* kan defineres som rentekostnader som andel av disponibel inntekt (Nyhus, 2021a). Gjeld i prosent av disponibel inntekt vil i så måte utgjøre gjeldsgraden hvor nettoinntekten vil legges til grunn. Boliglånsforskriftens krav til gjeldsgrad ser derimot på bruttoinntekten før skatt er fratrukket. Utviklingen fra 2013 til 2019 vises i figur 5.13 (SSB, 2019c).



Figur 5.13: Gjeld i prosent av disponibel inntekt og BNP (SSB, 2019c)

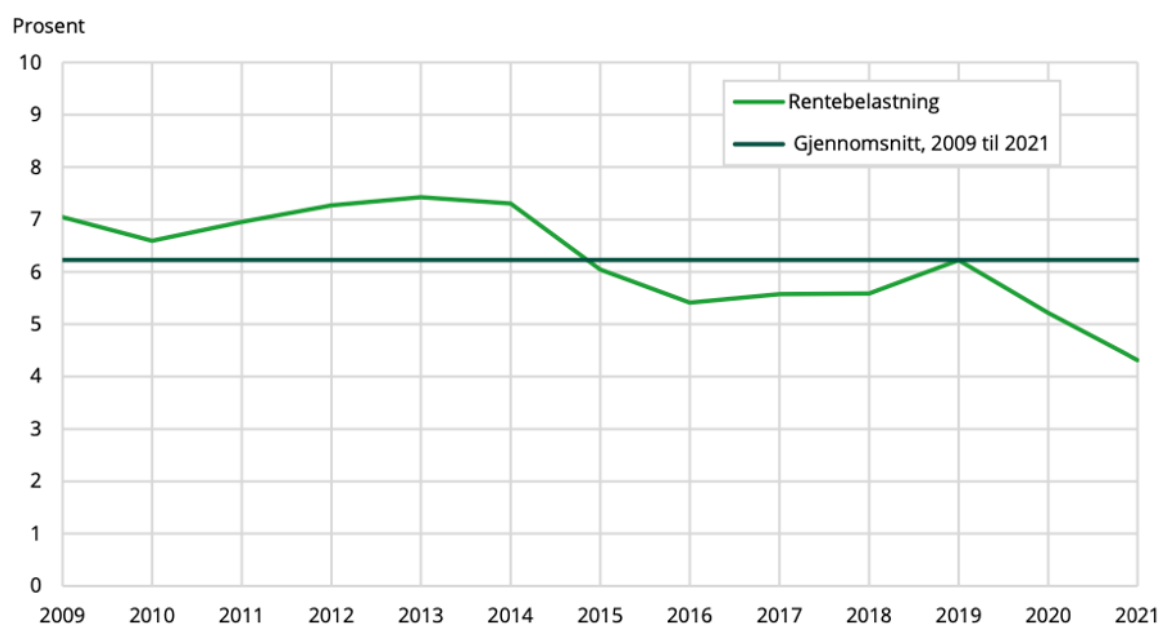
Som figur 5.13 viser har gjeld i prosent av disponibel inntekt hatt en økende trend siden 4. kvartal i 2012. Samtidig flater kurven ut fra år 2017, noe som er plausibelt med tanke på at kravet til gjeldsgrad ble innført i boliglånsforskriften dette året. En utflating av kurven de seneste årene peker på at kravet om gjeldsgrad i boliglånsforskriften har hatt innvirkning. Reduksjonen av gjeld i prosent av disponibel inntekt skyldes det lave rentenivået i Norge. Masterutredningen vil senere diskutere hvordan en renteøkning på ett prosentpoeng vil påvirke konsumet, gitt denne økningen i gjeld i prosent av disponibel inntekt. (SSB, 2019c).

Å måle gjeld i prosent av disponibel inntekt kan gi et mer reelt bilde av belastningen gjelden forårsaker for husholdningenes privatøkonomi. Dette skyldes at disponibel inntekt er den inntekten husholdningene har anledning til å bruke på å betjene renter og avdrag, samt andre nødvendige utgifter og konsum. Det vil imidlertid også være interessant å se på utviklingen i lønnsvekst for norske husholdninger. Sammenlignes tallene i tabell 5.2 med årlig vekst i husholdningenes gjeld i figur 5.2 vil veksten i husholdningenes gjeld være høyere enn veksten i husholdningenes lønnsvekst. (Pedersen, 2022).

År	Lønnsvekst
2012	4,1 %
2013	3,9 %
2014	3,1 %
2015	2,8 %
2016	1,8 %
2017	2,3 %
2018	2,8 %
2019	3,5 %

Tabell 5.2: Utviklingen i lønnsvekst for norske lønnstakere (Pedersen, 2022)

Det vil videre være interessant å se utviklingen i gjeld i forhold til disponibel inntekt og utviklingen i husholdningenes årslønn opp mot årlig rentebelastning. En naturlig slutning å trekke dersom gjeld målt i forhold til disponibel inntekt går opp er at rentebelastningen øker. Dette kan medføre en utfordring på lengre sikt. Figur 5.14 viser derimot at rentebelastningen for husholdningene er redusert fra 2015 og frem til dataseriens slutt i 2021 (Røstadsand & Sand, 2022). Dette kommer naturlig som følge av at rentenivået i denne perioden har falt. Mer dyptgående diskusjon knyttet til boliglånsforskriften påvirkning på finansiell stabilitet ved lave renter vil gjennomgås i kapittel 6.



Figur 5.14: Rentebelastning for husholdninger fra 2009 til 2021 (Røstadsand & Sand, 2022)

5.8 Delkonklusjon

Dette kapittelet har diskutert kredittvekst som en mulig forstyrrelse for finansiell stabilitet. Utviklingen viser at innenlandsk lånegjeld har steget til høye nivåer, og økningen har vært høyere enn veksten i husholdningenes bruttoinntekt (Pedersen, 2022). Årlig gjeldsvekst i husholdningene har imidlertid falt siden 2012 (SSB, 2019c). Samtidig skrev Norges Bank i et brev til Finanstilsynet at den høye gjelden i norske husholdningenes fremdeles var en sårbar faktor som kunne påvirke finansiell stabilitet i norsk økonomi (Norges Bank, 2019b).

Bluwstein m.fl. (2021) konkluderte og bekreftet funn fra tidligere litteraturstudier, nemlig at kredittvekst er en avgjørende faktor for om det finansielle systemet er stabilt eller ikke. I tillegg er internasjonal kredittvekst en viktig indikator som blir trukket frem i rapporten til ECB. I lys av utredningens forskningsspørsmål vil boliglånsforskriften ha en positiv innvirkning på finansiell stabilitet i form av at det er kredittvekst som er en indikator. Det som imidlertid trekker i motsatt retning er at Norge er en liten, åpen økonomi som i stor grad blir påvirket utenfra. Til tross for at studien fra ECB avdekker at internasjonal kredittvekst er viktig, dekker ikke boliglånsforskriften dette området.

I sju-trinns dynamisk krisemodell blir *oppheiting* etterfulgt av *bobleøkonomi*. Oppheiting kjennetegnes av sterkt stigende aktivapriser, penge- og kreditteksjon, vekst i tilbud og etterspørsel, samt økende økonomisk vekst (Grytten & Hunnes, 2016). Dette er tilnærmet utelukkende forårsaket av for sterk vekst i kreditt- og pengemengde. Dersom man skal relatere gjeldsutviklingen for norske husholdninger til sju-trinns modellen, kan denne plasseres i fasen for oppheiting. Enkelte vil også trekke frem at det er bobletendenser i boligmarkedet (Øksnes, 2016). Historien har vist at slike bobletendenser ofte ender i en form for økonomisk krise, hvor det også vil være en overhengende fare for spredning (Grytten & Hunnes, 2016).

Parallelt med gjeldsvekst har også veksten i boligprisene vært sterk de siste tyve årene. Dette har sin forklaring ved sammenhengen mellom boligpriser og gjeldsvekst, noe Massouda (2018) og Anundsen og Jansen (2013) underbygger med sine funn. Som følge av kraftig vekst i boligpriser og gjeld ble boliglånsforskriften innført, med krav om å opprettholde

finansiell stabilitet i økonomien. Til tross for innføringen av boliglånsforskriften i 2015 steg fortsatt kredittveksten jevnt. Norges Bank viser imidlertid til en årlig vekst som har avtatt gradvis fra de relativt høye nivåene i 2006 til 2009. Boliglånsforskriften har vært med å føre til en noe strengere utlånspraksis ved at gjeldsgrad ble innført som et krav i 2017. Etter å ha videreført kravet knyttet til belåningsgrad fra *forsvarlig utlånspraksis*, har andelen låntakere som overstiger 85 % belåningsgrad blitt redusert.

Konsentrasjonen av nye nedbetalingslån tilhørende førstegangskjøpere viser at denne gruppen ligger tett opp til de maksimale grensene i boliglånsforskriften. Samtidig viste levekårsundersøkelsen i 2015 at nær halvparten av aldersgruppen fra 20 til 29 år får foreldrehjelp for å komme seg inn på boligmarkedet. Innføringen av gjeldsregisteret i 2019 har vært med å dempe gjeldsveksten i forbrukslån (Amundsen, 2021). Sparebank 1 SMN Midt-Norge har også merket effekten av registeret. Det ser dermed ut til at gjeldsregisteret fungerer etter hensikten.

Ut ifra veletablerte teorier, og empiri, har innføringen av boliglånsforskriften bidratt til å bedre risikoen for finansiell ustabilitet med tanke på kredittvekst. Den høye gjeldsgraden i husholdningene ble redusert som følge av innføringen av krav til gjeldsgrad i 2017. Det har bidratt til å begrense en mulig overoppheting i boligmarkedet, forårsaket av altfor høy gjeldsvekst. Viktige aktører som Norges Bank og Finanstilsynet er også positive til utviklingen, med noen unntak. Blant annet er det bekymring knyttet til høy gjeldsgrad i de yngre aldersgruppene, og Finanstilsynet foreslår som et tiltak å redusere maksimal gjeldsgrad til 4,5 ganger brutto årsinntekt. Kravene for å få boliglån har bidratt til å bedre økonomiens finansielle stabilitet. (Finanstilsynet, 2019b).

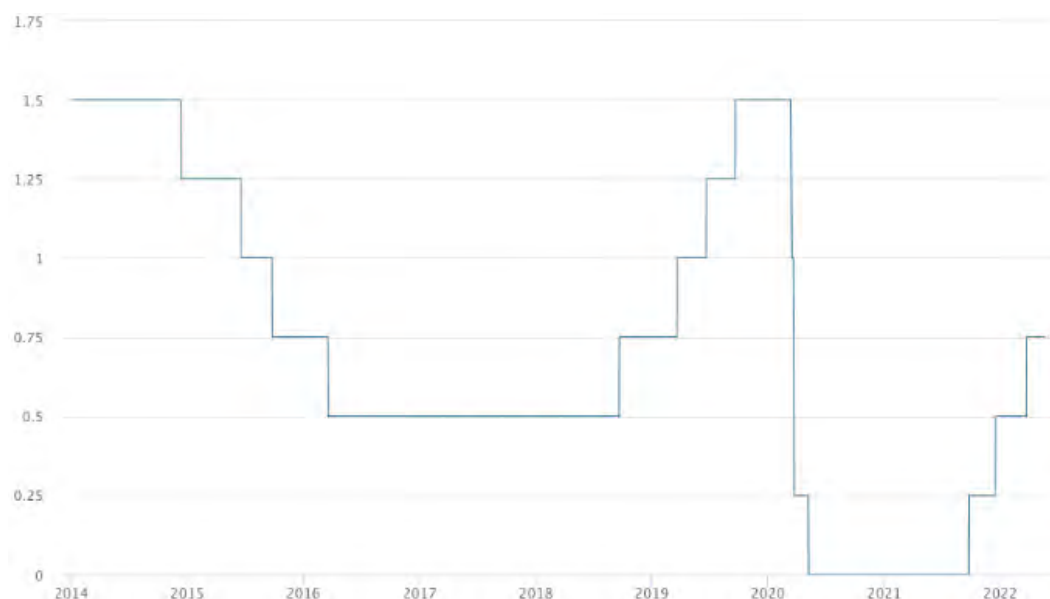
6. Forstyrrelser ved lave renter

I dette kapitlet vil jeg redegjøre for det historiske rentenivået i Norge, og betydningen nivået har hatt for boligmarkedet. Videre vil jeg mer konkret belyse konsekvensene som oppstår i økonomien ved lave rentenivåer. Avslutningsvis vil jeg diskutere implikasjoner for forskningsspørsmålet og konkludere med hovedessensen i kapitlet.

6.1 Innledende innsikt

Av utredningens innledning presiseres det at et vedvarende lavt rentenivå i landene rundt oss vil påvirke rentenivået i Norge. Konsekvensene av dette er økt fare for at finansielle ubalanser bygger seg videre opp (Norges Bank, 2014). Videre medfører en lav rente at både bankenes og husholdningenes villighet til å låne penger øker, og at konsumet går ned med én prosent når renten stiger med ett prosentpoeng (Gerdrup & Torstensen, 2018; Lauritsen, 2016). Rentebelastningen for norske husholdninger fra 2015 til 2021 har vært på et nivå som er under gjennomsnittlig rentebelastning for perioden 2009 til 2021, med unntak av en topp på 6,2 % i 2019. Dette er illustrert i figur 5.14 (Røstadsand & Sand, 2022).

Det lave rentenivået i Norge vil legge grunnlag for en interessant diskusjon for påvirkningen boliglånsforskriften har hatt på finansiell stabilitet i norsk økonomi. Helt siden finanskrisen inntraff i 2007 til 2008 har styringsrenten i Norge hatt en fallende trend. Unntaket er periodene 2010 til 2011 og 2018 til 2019, hvor Norges Bank har satt opp renten. I år har Norges Bank varslet å sette opp styringsrenten opptil flere ganger. Da vil husholdninger med høy gjeld få høyere kostnader, noe som potensielt vil gå utover deres konsum. Figur 6.1 viser utviklingen i styringsrenten i Norge for perioden 2014 til 2022. (Norges Bank, 2022)



Figur 6.1: Styringsrenten i Norge fra 1. januar 2014 til 20. mai 2022 (Norges Bank, 2022)

6.2 Historisk bakgrunn

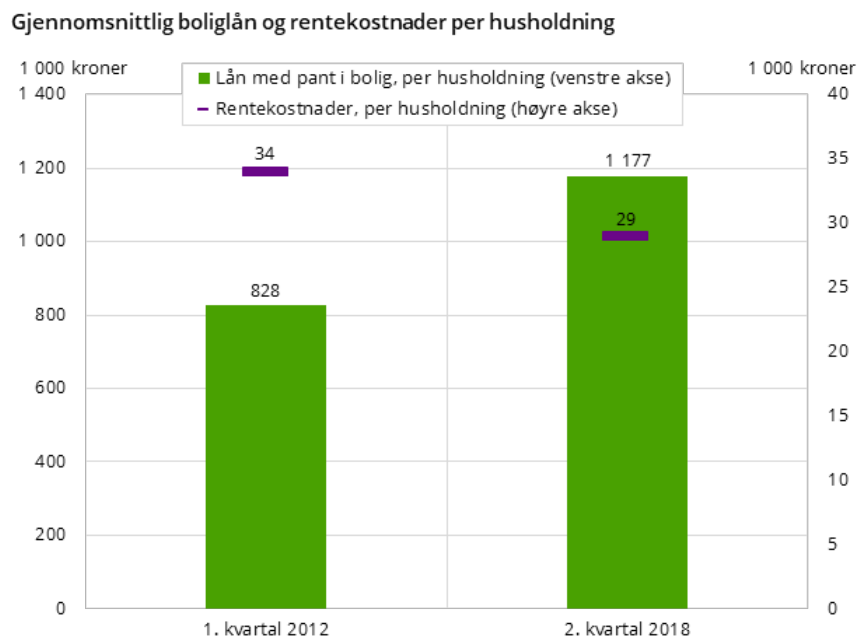
Historisk har rentenivået hatt stor betydning for prisutviklingen i boligmarkedet, som videre har hatt betydning for volumet av boliglån som blir utstedt. En rapport fra sentralbanken i USA konkluderte med at ett prosentpoengs økning i utlånsrenten fører til en reduksjon i boligprisene med 6 til 7 %, under forutsetning at andre faktorer i modellen holdes konstant (Bjerknes, 2021). Disse tallene fra den amerikanske sentralbanken er basert på 140 års historikk fra 17 ulike land. Likevel vil ikke disse tallene være representative for Norge. Dette skyldes at gjeldsgraden i Norge er dobbelt så høy sammenlignet med OECD-land, at gjeldsgraden ikke er korrigert for lønnsnivået og at andelen låntakerne i Norge med flytende rente er over 90 %. Fordi forholdene i Norge er ulike andre land har boligforskere fra Nasjonalt senter for boligmarkedsforskning, *Housing Lab*, konkludert med at ett prosentpoengs økning i utlånsrenten resulterer i at boligprisene faller med 14 %. (Bjerknes, 2021).

Marius Gonsholt Hov, sjefsøkonom i Handelsbanken, underbygger dette med artikkelen *Boligmarkedet under koronakrisen: Lav rente som katalysator* (Hov, 2020). Her beskriver Hov tre faktorer som bidro til at boligmarkedet ikke falt under koronapandemien. For det første skisserer han at boligmarkedet var i god balanse. Deretter peker han på hvordan offentlige overføringer ble benyttet for å motvirke inntektsbortfall. En tredje faktor var at

permitterte og oppsagte arbeidere i utgangspunktet hadde lave lønninger. Hov peker på at det hovedsakelig var personer med sunn og god økonomi som investerte i boligmarkedet i denne perioden. Videre var reduksjonen i styringsrenten utslagsgivende for prisoppgangen i boligmarkedet. Som anvist i figur 6.1 satte Norges Bank styringsrenten ned til 0 % i første halvdel av 2020. (Bøe, 2020).

6.3 Konsekvenser ved lave renter

Lave renter medfører at flere ønsker å investere. Dette kan forklares ved at det er lettere å få tilgang på lån dersom renten er lav. Videre vet vi at rentebelastningen for norske husholdninger har vært fallende fra 2015 og frem til 2021 (Røstadsand & Sand, 2022). Samtidig har gjennomsnittlig lån med pant i bolig for norske husholdninger steget fra 828.000 kroner i 2012 til et nivå på 1.177.000 kroner i 2018. Dette resulterer i et scenario hvor husholdningene har lavere rentekostnader for høyere gjeld, og dette vil naturligvis gi insentiver for husholdninger til å ta opp mer gjeld. Dette er illustrert i figur 6.2. (SSB, 2019b).



Kilde: Finansielle sektorregnskaper og renter i banker og kredittforetak, Statistisk sentralbyrå.

Figur 6.2: Gjennomsnittlig boliglån og rentekostnader per husholdning (SSB, 2019b)

En slik utvikling vil være kritisk når Norges Bank hever styringsrenten. I dag har en andel på over 90 % av alle låntakere flytende rente, og flere rentehevinger vil dermed oppleves som inngripende for flere (Bjerknes, 2021). Norges Bank skriver at en renteheving på ett prosentpoeng i dag vil redusere disponibel inntekt i husholdningene med én prosent. I 2004 ville reduksjonen i disponibel inntekt vært 0,6 % (Gerdrup & Torstensen, 2018). Rapporten henviser videre til at en renteøkning vil ha større betydning for husholdninger som har finansiert boligkjøp med gjeld. Det vil være avgjørende å ha anledning for å begrense gjeldsopptaket i perioden hvor renten er lav fordi husholdningene vil ha mindre å bruke på konsum dersom renten stiger (Gerdrup & Torstensen, 2018). Dette gjør at husholdningene vil føle seg fattigere ved et boligprisfall, og at boligmarkedet dermed har stor påvirkning på nordmenns privatøkonomi (Lekve, 2013). For husholdninger med lav inntekt vil kravet til gjeldsgrad innebære lavere risiko ved renteøkning sammenlignet med husholdninger med høy inntekt.

Innen utgangen av 2023 planlegger Norges Bank at styringsrenten skal være hevet til 2,5 %, som er 1,75 prosentpoeng opp fra dagens rentenivå (Mjelde & Solberg, 2022). Ved en renteheving på 1,25 prosentpoeng vil et boliglån på 3 millioner årlig koste 37.500 kroner mer. Fordelt utover året tilsvarer det rundt 3.000 kroner ekstra i måneden. I en undersøkelse gjennomført for OBOS-banken svarte 13 % av respondentene at de ikke vil makte å betjene lånet dersom de månedlige kostnadene økte med 3.000 kroner. Ved en månedlig økning på 5.000 kroner viste undersøkelsen at 27 % av respondentene ikke tror de ville klare å betjene lånet (Blaker, 2022). Disse resultatene bør imidlertid tolkes varsomt, da bankene er pliktige å sikre at lånekundene vil tåle en renteoppgang på fem prosentpoeng.

En annen konsekvens av det lave rentenivået er at det kan lede til overoppheting i økonomien. Økte investeringer sammen med økt utgivelse av lån medfører økt pengetrykking. Dette kan videre lede til en bobleøkonomi hvor det er for mye penger i omløp uten at produksjonen har steget tilsvarende, og at økonomien nå går for fort (Grytten & Hunnes, 2016). Utgivelse av lån kan faktisk sammenstilles med pengetrykking, noe teorien *money creation* adresserer (McLeay m.fl., 2014). Denne teorien vil gjennomgås i kapittel 7.

6.4 Delkonklusjon

Rentenivået i Norge har lenge lagt på et lavt nivå. Dette har bidratt til at husholdninger har hatt lavere rentekostnader, på tross av at gjelden har vokst i samme periode. Det kan, isolert sett, gi incentiver for husholdningene til å ta opp mer gjeld. Boliglånsforskriften ble innført som et tiltak for å begrense låneopptak i husholdningene. Etter innføringen av krav knyttet til gjeldsgrad i 2017, samt krav knyttet til maksimal belåningsgrad, vil ikke husholdninger ha mulighet til å låne maksimalt av hva de kan betjene gitt den lave renten. Grunnen til dette er fordi brutto årsinntekt og egenkapital blir en begrensning for hvor stort lån bankene kan utstede, gitt at banken ikke benytter seg av fleksibilitetskvoten.

Boliglånsforskriften vil være viktig for å hindre for høy gjeldsvekst i perioder hvor rentenivået er lavt. Dette vil særlig være gjeldende for husholdninger med lav inntekt. Med utgangspunkt i modellen til Grytten og Hunnes, hvor sterk kredittvekst er en utløsende faktor for tap av finansiell stabilitet, vil kravene i boliglånsforskriften bidra til å motvirke finansiell ustabilitet. Blant annet konkluderer boligforskere fra Housing Lab med at ett prosentpoengs økning i utlånsrenten vil resultere i et boligprisfall på 14 %. Også disponibel inntekt vil reduseres som følge av en renteøkning. En renteøkning tilsvarende ett prosentpoeng vil redusere disponibel inntekt, og dette vil igjen gå utover konsum fordi rentebelastningen blir høyere. Norges Bank skriver at en renteheving på ett prosentpoeng i dag vil redusere disponibel inntekt med én prosent. (Gerdrup & Torstensen, 2018).

Konsekvensene av dette er at husholdningene kan konsumere mindre enn tidligere. Videre blir bedriftene mer sårbare med tanke på at omsetningen kan falle. Bankene vil få økt risiko for avsetninger eller direkte tap knyttet til utlån. Det vil dermed påvirke soliditeten til bankene, og dette er et viktig fokus for forskningsspørsmålet vedrørende finansiell stabilitet.

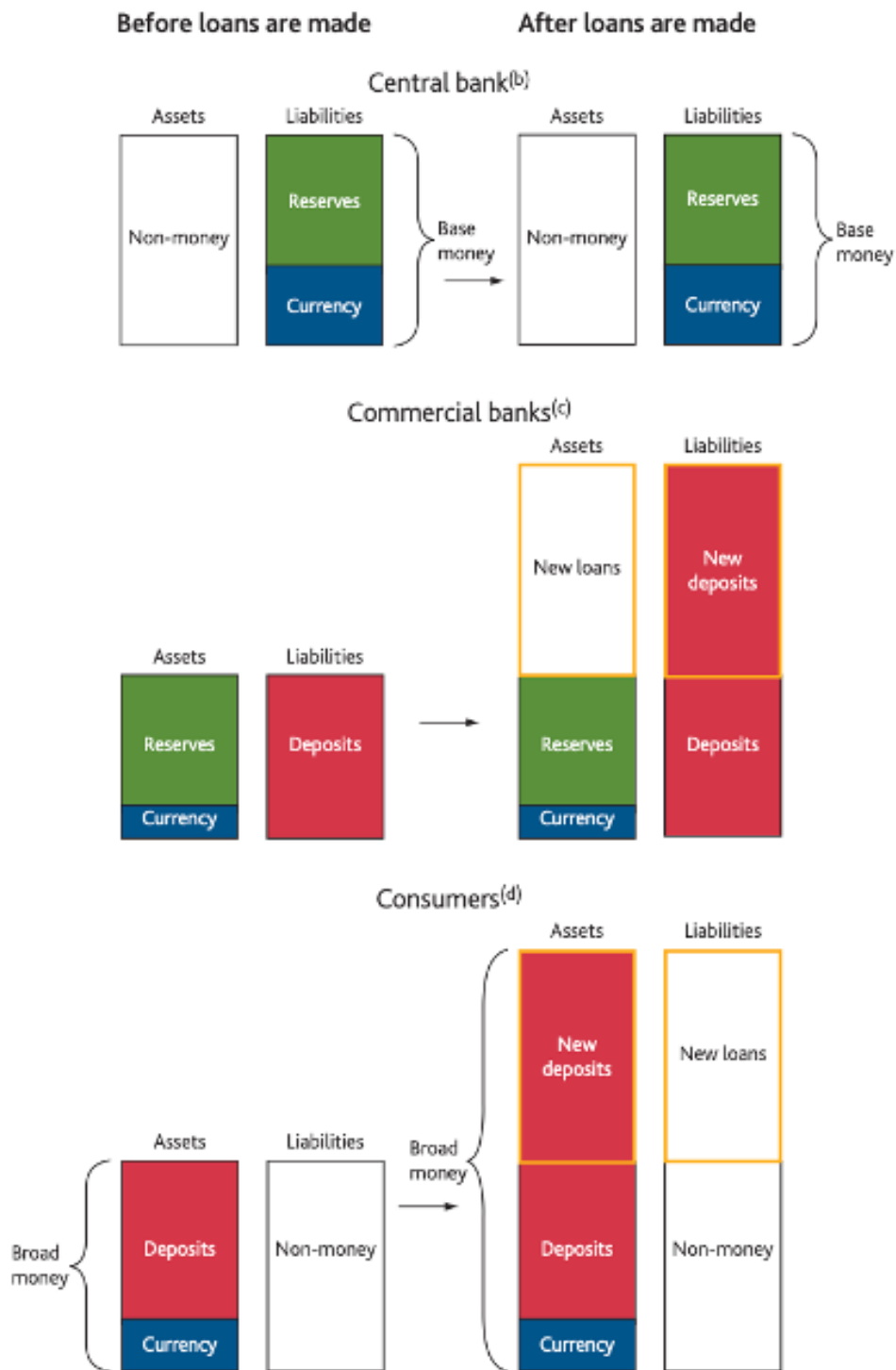
7. Money creation in the modern economy

I dette kapitlet vil jeg belyse hvordan penger skapes i en moderne økonomi. Videre vil jeg redegjøre for tre ulike begrensninger som bestemmer mengden av innskudd kommersielle banker skaper, nemlig (1) begrensninger bankene selv setter, (2) risiko for utlånsvirksomhet og (3) reguleringer som kan hindre pengetrykking. Deretter vil jeg redegjøre for kvantitative lettelser og dets implikasjoner for forskningsspørsmålet. Avslutningsvis vil jeg diskutere pengeskapingen i lys av tidligere beskrevet teori og litteratur, før jeg sammenfatter trådene i en delkonklusjon.

7.1 Broad money

Artikkelen *Money creation in the modern economy*, skrevet av Michael McLeay, Amar Radia og Ryland Thomas, belyser og diskuterer hvordan kommersielle banker skaper penger i den moderne økonomien ved å opprette bankinnskudd. Videre tar artikkelen for seg ulike begrensninger bankene møter når de skal skape penger, både fra sentralbanken, men også begrensninger som oppstår når de konkurrerer i et konkurranseutsatt marked. I tillegg ser den på begrepet kvantitative lettelser hvor sentralbanken kjøper eiendeler for å kunne påvirke prisen på en rekke aktiva. (McLeay m.fl., 2014).

Forfatterne av artikkelen definerer begrepet *broad money* som den totale pengemengden privatpersoner og bedrifter er i besittelse av. Majoriteten av denne pengemengden består av bankinnskudd, nærmere bestemt 97 %. Det er kommersielle banker som selv oppretter bankinnskudd. Når en bank utsteder et lån, vil banken opprette et innskudd på den respektive kontoen ved å kreditere kontoen med samme beløp som summen av lånet. Slik skaper kommersielle banker penger i den moderne økonomien ved å opprette nye bankinnskudd. Hvordan dette påvirker ulike aktører i økonomien er illustrert i figur 7.1. Venstre side av figuren viser balansene til aktørene før nye bankinnskudd opprettes av de kommersielle bankene, mens høyresiden viser balansene etter at nye bankinnskudd er opprettet. (McLeay m.fl., 2014).



Figur 7.1: Banksektorens pengeskaping ved utstedelse av nye lån (McLeay m.fl., 2014)

Nederste rad i figur 7.1 viser at balansen til husholdninger og bedrifter vil øke når banken utsteder et nytt lån. Innskuddet på eiendelssiden vil øke tilsvarende summen på lånet, vist ved den røde søylen. Dette medfører samtidig at gjelden til husholdningene og bedriftene øker, vist ved den hvite søylen. Samtidig øker også balansen til banken som utsteder lånet

med samme sum som innskuddet som blir opprettet hos husholdningene og bedriftene. Denne innsikten fra forfatterne står i kontrast til det artikkelen beskriver som en generell misoppfatning, nemlig at banker er såkalte mellommenn som låner ut innskudd kunder har plassert på ulike innskuddskontoer hos dem. (McLeay m.fl., 2014).

Ser man imidlertid på den øverste raden i figur 7.1 vil balansen til sentralbanken være upåvirket av opprettelsen av nye bankinnskudd. Denne pengestørrelsen definerer forfatterne som *base money*. Også her blir en vanlig misoppfatning diskutert, nemlig at sentralbanken kan styre pengemengden i økonomien ved å styre mengden av penger i sentralbanken, referert til som *money multiplier approach*. Artikkelen påpeker at denne multiplikatortilnærmingen ikke viser og forklarer hvordan broad money skapes. Grunnen til dette er at reserver i sentralbanken ikke er en bindende begrensning når det gjelder utlån. Derimot vil lønnsomhet i forbindelse med utlån være viktig for pengemengden, noe som videre impliserer at styringsrenten sentralbanken fastsetter har en avgjørende rolle. (McLeay m.fl., 2014).

7.2 Begrensninger for broad money

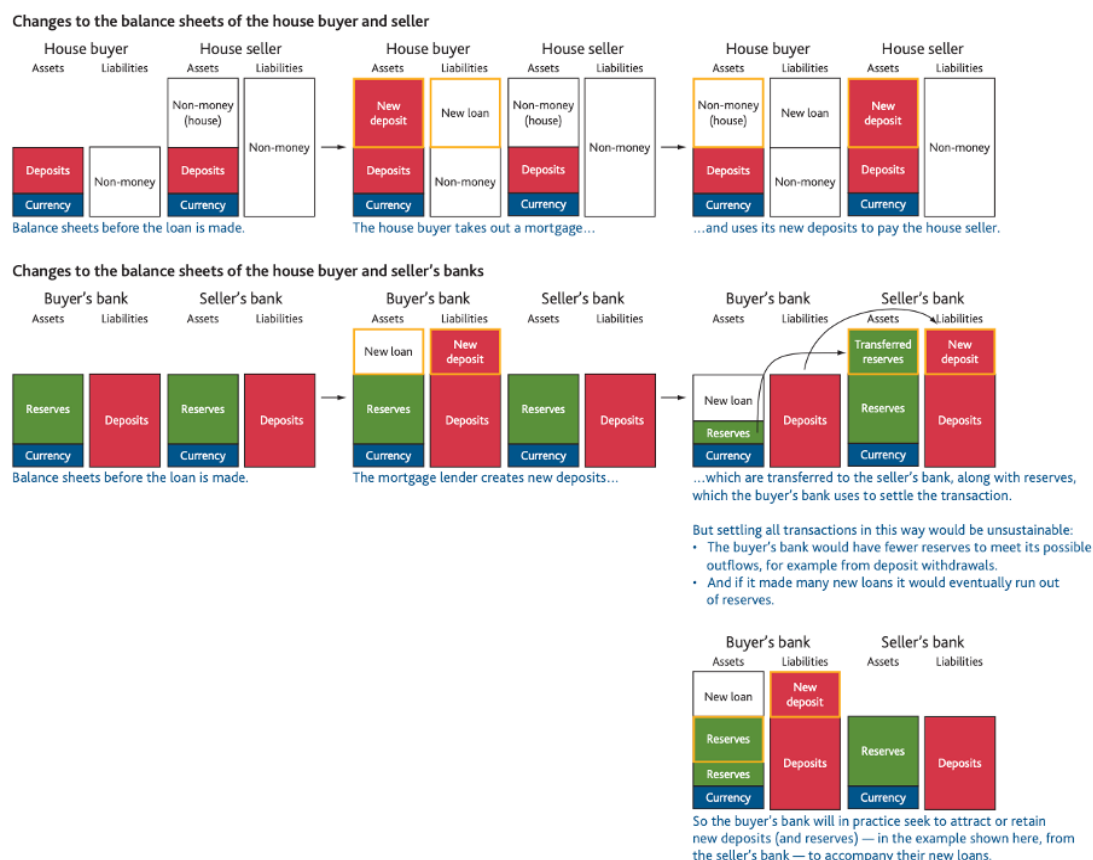
Artikkelen lister opp tre begrensninger som er med å bestemme mengden av nye bankinnskudd de kommersielle bankene skaper. Den første begrensningen omhandler begrensninger som bankene selv setter. Videre blir atferden til husholdningene og bedriftene også nevnt som en viktig begrensning for størrelsen på pengemengden i økonomien. Til slutt blir pengepolitikken til sentralbanken sett på en avgjørende begrensning med tanke på mengde bankinnskudd bankene skaper. (McLeay m.fl., 2014).

7.2.1 Bankenes begrensninger

Bankene setter som nevnt egne begrensninger knyttet til hvor mye penger de er villige å låne ut til kundene sine. Bankene er avhengige av at utlånene er lønnsomme, ettersom markedet bankene konkurrerer i er konkurransutsatte (McLeay m.fl., 2014). I tillegg er de også avhengige i å ta hensyn til risikoen det innebærer å låne ut penger til kunder, såkalt risikostyring (Døskeland, 2020).

Selv om bankene selv skaper bankinnskudd, og dermed bestemmer nivået av *broad money* i økonomien, er de fortsatt avhengig av at virksomheten er lønnsom. Bankene står derfor ikke fritt til å låne ut penger uten begrensninger. Når en bank låner ut penger mottar de regelmessige renteinntekter på disse pengene. Samtidig har bankene også innskuddskunder som mottar renteinntekter på sine penger. Det medfører at bankene er nødt til å motta høyere renteinntekter enn det de betaler i rentekostnader for at forretningsmodellen deres skal være bærekraftig på sikt. Differansen mellom inntektene som genereres fra eiendelene og kostnadene knyttet til forpliktelsene bruker bankene på å dekke ulike driftskostnader, samt at det skal bidra til bankens årsresultat. For å tiltrekke seg nye låntakere må banker ofte senke utlånsrenten sin. (McLeay m.fl., 2014).

Dersom kunder låner penger ved boligkjøp vil lånet overføres til selger av boligen, som ofte har en annen bank enn kjøper av huset har. Dermed vil selgers bank motta lånet i form av innskudd, og dette vil også påvirke lønnsomheten til bankene. (McLeay m.fl., 2014).



Figur 7.2: Pengeskaping i banker og påvirkning på kjøper, selger og deres banker (McLeay m.fl., 2014)

Figuren over viser hvordan innskudd beveger seg mellom kjøper, selger og mellom deres respektive banker når en bolig selges. Den første raden viser bevegelsene mellom kjøper og selger, mens den andre raden viser bevegelsen av penger mellom kjøper og selgers respektive banker. (McLeay m.fl., 2014).

Utgangspunktet for hva som skjer i rad én er at en person ønsker å kjøpe en bolig, mens en annen person ønsker å kjøpe boligen. Følgelig oppretter kjøpers bank et innskudd som krediteres kjøpers bankkonto, og gjelden til kjøper øker. Når boligen kjøpes overtar kjøper huset, mens selger mottar innskuddet. Etter transaksjonen vil derfor selger ha bankinnskuddet på eiendelssiden i stedet for boligen. Kjøperen av boligen vil derimot ha overtatt huset og økt sine fremtidige forpliktelser. (McLeay m.fl., 2014).

I rad to skisseres hva som skjer bankene dem imellom når boligen selges. Som nevnt vil ofte selger og kjøper ikke ha samme bank. Det fører til at innskuddet selger mottar fra kjøper overføres til selgers bank. En konsekvens av dette er at kjøpers bank vil ha færre innskudd enn eiendeler, hvor banken til kjøper overfører reserver til selgers bank. I forhold til innskuddene, vil kjøpers bank ha mer lån og færre reserver. Dersom banken velger å finansiere alle sine utlån på denne måten er det overhengende fare for at den vil gå tom for reserver i nær fremtid. (McLeay m.fl., 2014).

Rad tre viser hva som skjer dersom banken bruker mer innskudd for å finansiere utlånene. Andre banker vil i likhet med kjøpers bank utstede nye lån og opprette nye innskudd. En måte å klare og bruke mer innskudd for finansiering er dersom banken klarer å tiltrekke seg flere innskuddskunder ved å øke innskuddsrenten den tilbyr på sparekontoene sine. I tillegg er det muligheter for å skaffe lån fra andre banker eller gjeld på andre måter. Det forfatterne mener er essensielt er at banken har midler tilgjengelig for å kunne fortsette å låne ut penger, enten ved å beholde eksisterende midler eller tiltrekke seg nye midler. (McLeay m.fl., 2014).

Ved å tiltrekke seg nye lånekunder kan en bank velge å sette ned utlånsrenten. I tillegg kan den velge å øke innskuddsrentene for å ha tilgjengelige midler i reserve. På sikt kan det hende at denne praksisen ikke lenger er lønnsom, da det er forskjellen mellom utlånsrenten og innskuddsrenten banken lever av. Dermed vil dette være noe som kan begrense praksisen fra banker rundt det å skape penger. Dette er et resultat av konkurransen mellom bankene

hvor renteendringer kan være nødvendige for å tiltrekke seg kunder, samt målet om å drive en virksomhet som bidrar til et positivt resultat for ledelsen og investorer. (McLeay m.fl., 2014).

Foruten at bankene må drive og tilpasse virksomheten sin slik at den er lønnsom i et konkurranseutsatt marked, er risiko også noe bankene er opptatte av. Blant annet fokuserer banker på å ha stabilt store innskudd uten fare for at innskuddene blir trukket ut av kundene. Dersom store deler av alle innskudd er lett tilgjengelig for kundene på brukskontoer, er det overhengende fare for at disse kan trekkes ut av kunder. Ofte har banker utestående utlån med lang løpetid. Dermed kan det oppstå en situasjon hvor banken ikke har mulighet til å betale ut innskuddene, også referert som en likviditetsrisiko. En måte å hindre en slik situasjon fra å oppstå er å ha innskudd som er låst for en lenger tidsperiode. En negativ følge av slike innskudd er at kundene krever høyere rente for å ha pengene sine låst. Dette kan føre til at bankene låner ut mindre penger fordi kostnaden blir for høy i form av høyere innskuddsrenter for å finansiere utlånene. (McLeay m.fl., 2014).

Videre er kredittrisiko noe som begrenser utlån hos banker. Dette er risiko knyttet til hvorvidt låntakerne vil tilbakebetale lånene. Vanligvis vil bankene prise denne risikoen inn i renten ved å beregne forventet gjennomsnittlig kredittap. Når banken utvider utlånsvirksomheten sin er det forventet at gjennomsnittlig tap vil øke når man ser tap per lån. (McLeay m.fl., 2014).

7.2.2 Husholdningenes og bedriftenes atferd

Som en andre avgjørende begrensning for virkningen bankenes pengeskapingen får er knyttet til hvordan husholdninger og bedrifter responderer. Vanligvis blir penger skapt for at mottakerne ønsker å bruke disse pengene. Når de brukes mottar andre aktører pengene skapt av banker. Det er adferden deres som til syvende og sist avgjør pengemengden i økonomien. Videre listes det opp to muligheter for hva som kan skje med pengene som skapes, og dette utdypes i det følgende. (McLeay m.fl., 2014).

Reflux theory

Dersom mottakerne av pengene bruker pengene på å tilbakebetale sine eksisterende forpliktelser blir pengene raskt ødelagt. Dette kalles for *reflux theory*. Det fører til at mengden penger i økonomien vil være lik som før lånet ble utgitt.

Beholde pengene

Alternativt kan mottakerne av pengene velge å beholde pengene om de ikke har lån som er nødvendig å tilbakebetale på det tidspunktet, eller fordi det er mulig at mottakeren av pengene er et selskap som er godt bemidlet allerede. Pengene kan brukes på forbruk eller investeringer, hvor man håper å oppnå høyere avkastning. Hvis dette inntreffer kan man oppleve at prisnivået stiger.

7.2.3 Reguleringspolitikk kan hindre pengetrykking

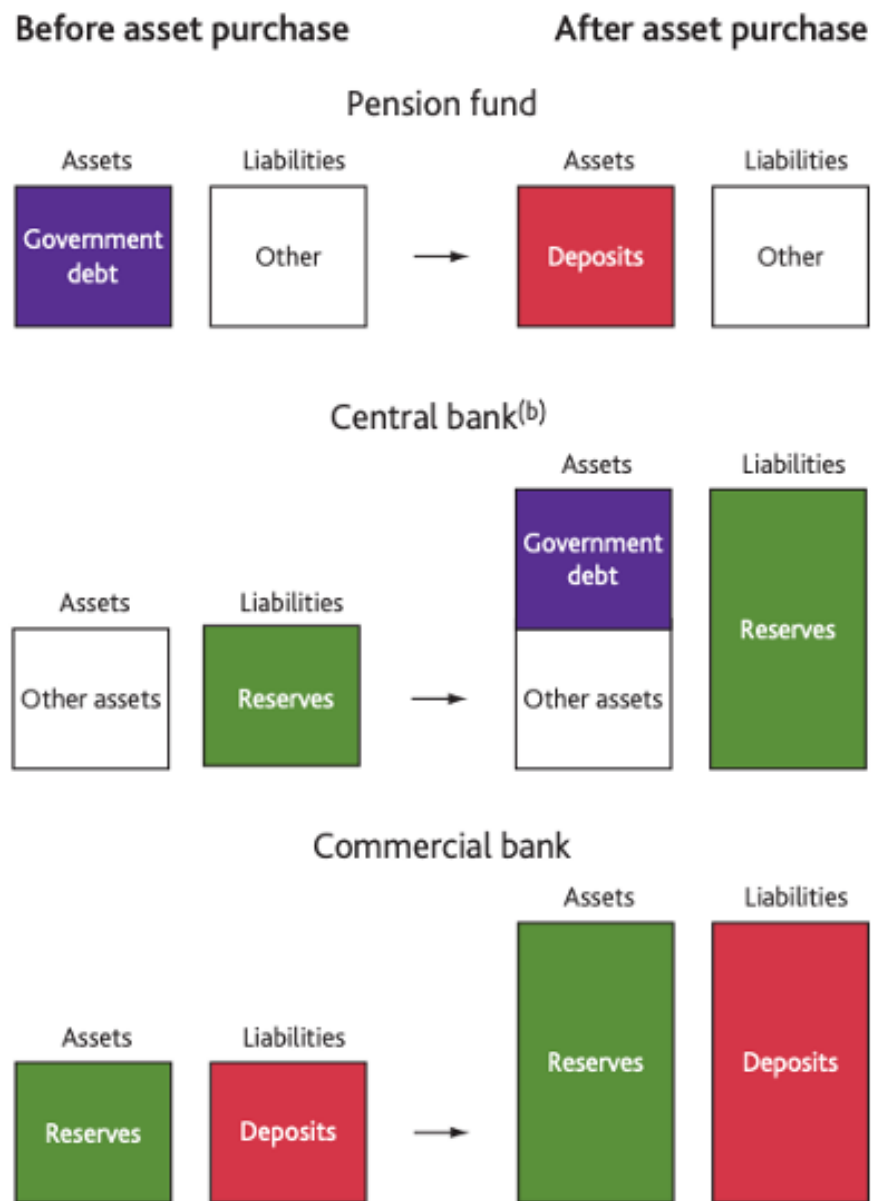
Som en tredje begrensning for påvirkningen av bankenes pengetrykking er pengepolitikken til sentralbanken. En økning i pengemengden i forhold til økning i nominelle utgifter bestemmer inflasjonspresset i økonomien på mellomlang sikt. Sentralbanken har dermed som oppgave å holde prisveksten i samfunnet på det nivået artikkelen definerer som et krav satt av regjeringen. Dette skal sørge for “*en stabil kredittrate og pengeskaping i samsvar med å nå dette målet*” (McLeay m.fl., 2014, 20). For å oppnå dette fastsetter sentralbanken *styringsrenten*. Styringsrente er en kortsiktig rente som bestemmer renten kommersielle banker betaler på sine reserver i sentralbanken. Norges Bank skriver at det for norske banker er renten på innskudd de har i Norges Bank, og denne gjelder opp til en viss grense (Norges Bank, 2022).

Styringsrenten påvirker andre renter i økonomien. Blant annet vil det påvirke renten i pengemarkedet, et marked hvor banker og finansinstitusjoner låner seg imellom. Ved å påvirke denne renten vil også andre renter i økonomien, med ulik løpetid, bli påvirket. Til syvende og sist vil renten som lånekunder betaler og renten innskuddskunder mottar, bli påvirket. Det betyr at sentralbanken er en viktig bidragsyter når det kommer til pengeskaping av broad money. (McLeay m.fl., 2014).

7.3 Kvantitative lettelser

I noen tilfeller vil det være slik at pengeskapingen til bankene ikke er i tråd med regjeringens mål for økning i konsumprisindeksen, og det skapes for lite penger. Sentralbanken kan da svare på dette med å redusere styringsrenten. Renten kan senkes inntil det som defineres som den effektive nedre grensen. Ved å senke renten lavere enn dette vil ikke økonomien stimuleres ytterligere. Da kan et tiltak være å foreta oppkjøp av eiendeler, og dette kalles kvantitative lettelser. Dette vil øke aktiviteten i økonomien og bidra til at inflasjonsmålet nås, og dermed ha samme effekt som å senke styringsrenten. (McLeay m.fl., 2014).

Kvantitative lettelser har en direkte effekt på pengemengden i økonomien, både når det gjelder *base money* og *broad money*. Sentralbanken vil her foreta oppkjøp av eiendeler som statsobligasjoner fra blant annet pensjonsfond og forsikringsselskaper. For innehaverne av statsobligasjonene vil disse motta bankinnskudd. Mange aktører vil ønske å kjøpe aktiva som gir høyere avkastning enn innskuddene, og dette kan være aksjer eller obligasjoner. McLeay m.fl. (2014) hevder at formålet med kvantitative lettelser er blant annet å mane til økt utlån ved at reservene til bankene øker. Figur 7.3 illustrerer virkningen kvantitative lettelser har på balansene til selskaper som mottar innskuddene, sentralbanken og kommersielle banker. (McLeay m.fl., 2014).



Figur 7.3: Kvantitative lettelse sin påvirkning på aktørers balanser (McLeay m.fl., 2014)

Av figur 7.3 ser man at balansen for pensjonsfond og forsikringsselskaper verken utvides eller reduseres, men sammensetningen endres. Når sentralbanken foretar kvantitative lettelse kjøpes statsobligasjonene opp og bankkontoen krediteres. Dersom man ser på sentralbankens balanse vil den utvides. Når sentralbanken kjøper opp statsobligasjonene vil reservene til selskapets bank øke. Kontoen krediteres og aktivasiden til sentralbanken blir større ved at statsobligasjonen er inkludert. For forretningsbanken vil reservene deres utvides når pensjonsfondet mottar innskudd i bytte mot statsobligasjonene. Det skaper et innskudd på bankens forpliktelsesside. (McLeay m.fl., 2014).

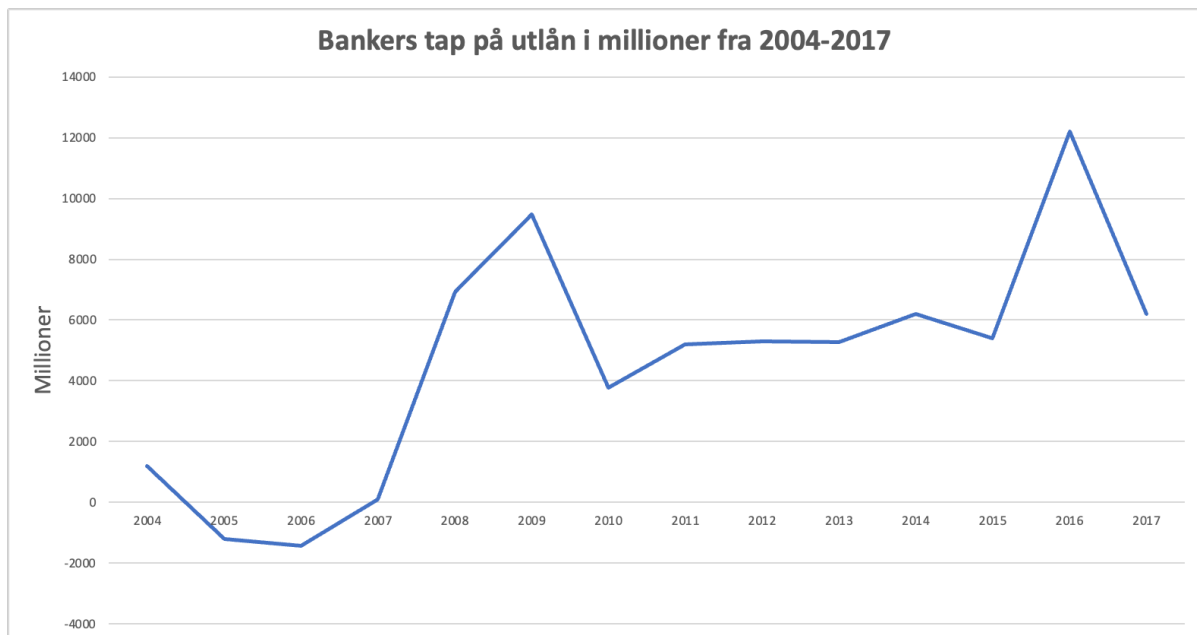
7.4 Pengeskaping og utlånstap for norske banker

Som McLeay m.fl. (2014) hevder, skaper kommersielle banker den totale pengemengden privatpersoner og bedrifter er i besittelse av ved å opprette bankinnskudd. Dersom banker utsteder mindre volum av lån til sine husholdnings- og bedriftskunder, vil volumet av den totale pengemengden reduseres. Kloster (2019) beskriver en tilnærmet lik prosess for pengeskaping, hvor han definerer den totale pengemengden privatpersoner og bedrifter er i besittelse av som *inside money* fordi pengemengden er skapt i privat sektor.

I *money creation in the modern economy* henviser McLeay m.fl. (2014) til to ulike typer risiko, henholdsvis *likviditetsrisiko* og *kredittrisiko*. Mens likviditetsrisiko omhandler risikoen for at for mange kunder tar ut innskuddene sin samtidig, omhandler kredittrisikoen den risikoen som knyttes til hvorvidt låntakerne vil tilbakebetale lånene sine. Dersom bankene er for ivrige med å låne ut penger er det fare for at banker må tapsavsette betydelige summer. Banker i USA måtte blant annet ta store tap på boliglån i opptakten til finanskrisen i 2008. Det førte til at store amerikanske banker gikk konkurs, og at tilliten mellom bankene forsvant. Gjensidig tillit er viktig for banker og husholdninger for å sikre finansiell stabilitet. Videre skriver Grytten & Hunnes (2016) hvordan aktivabobler i eiendoms- og aksjemarkedet oppstod på bakgrunn av sterk økning i pengemengde. (Grytten & Hunnes, 2016).

En lav styringsrente gir bankene insentiv til å skape større pengemengde. På en annen side vil en høy styringsrente fordre at bankene må sette en høyere utlånsrente for at det skal være lønnsomt å utstede lån (Lauritsen, 2016). McLeay m.fl. (2014) forklarer at kvantitative lettelser kan bidra til at bankenes reserver øker slik at bankene kan øke utlånene sine. På denne måten er sentralbanken en viktig bidragsyter i reguleringen av pengemengden i økonomien (McLeay m.fl., 2014). Lave renter i økonomien vil også stimulere boliginvesteringer (Lauritsen, 2016). Dersom rentene stiger, boligprisene faller eller husholdningene mister inntekt, kan faren for økte utlånstap øke.

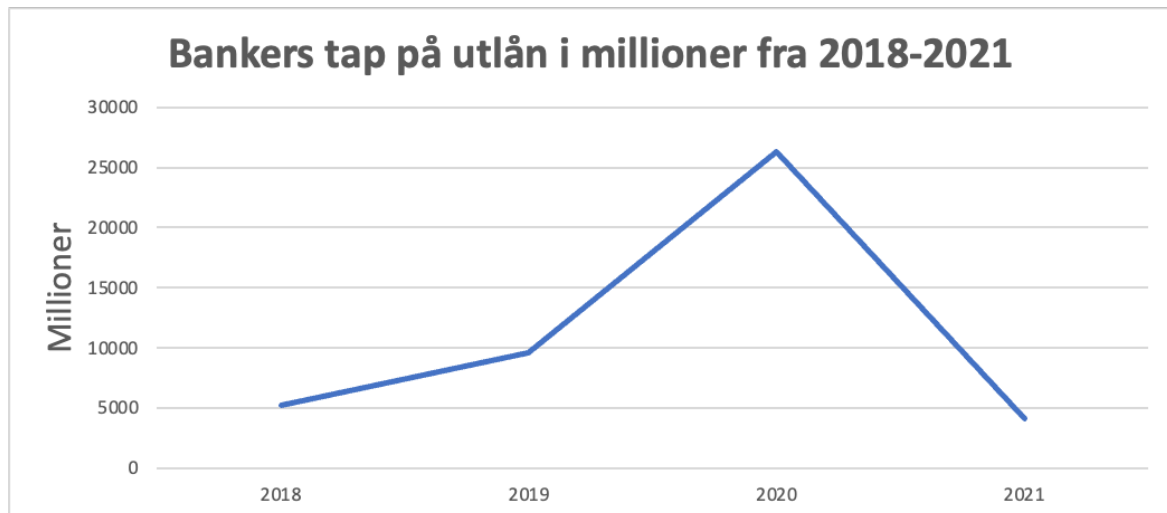
Andreassen (2011) viser til at norske banker har hatt lave utlånstap i perioden etter bankkrisen som rammet Norge rundt 1990. Figur 7.4 og 7.5 gir en oversikt over samlet tap i norske banker i perioden 2004 til 2021.



Figur 7.4 Bankers tap på utlån i millioner fra 2004 til 2017 (Andreassen, 2011; SSB, 2013; SSB, 2015; SSB, 2017a; SSB, 2018)

Figur 7.4 skisserer relativt beskjedne utlånstap for norske banker. I enkelte år viser er utlånstapene negative. Det kommer av at bankene reverserte tidligere bokførte tap. Ser man på årene 2007 til 2008, hvor finanskrisen traff Norge og resten av verden, er tapene små. Andreassen (2011) skriver at utlånstapene i norske banker i perioden 2004 til 2010 har variert fra -0,08 % i 2004 og 2005 til 0,48 % i 2009. I perioden frem til 2017 har utlånstapene ligget stabilt, med unntak av en topp i 2016. På samme tid har utlånsveksten vært høy. Det kan dermed hevdes at norske banker har hatt lave utlånstap i perioden.

Utlånstapene fra 2018 til 2021 er fremstilt i figur 7.5. Grunnen til at utlånstapene for disse årene er fremstilt i en egen figur er innføringen av IFRS 9, som omhandler finansielle instrumenter (IFRS, u.å.). Dette tallmaterialet for bankenes utlånstap vil dermed ikke kunne sammenlignes med tidsseriedata før 2018, da dataene ikke representerer epler og epler (SSB, 2019a, 2020, 2022a).



Figur 7.5 Bankers tap på utlån i millioner fra 2018 til 2021 (SSB, 2019a, 2020, 2022a)

I 2018 hadde norske banker tap knyttet til utlån på 5,1 milliarder kroner. Dette utgjorde et utlånstap, målt i forhold til forvaltningskapitalen, på 0,09 % (Sand, 2019). I 2020 mer enn femdoblet utlånstapene seg sammenlignet med 2018. Sparebank 1 SR-Bank meldte om store tap knyttet til kredittutlån på grunn av koronapandemien (Fosse, 2020). Det er derfor nærliggende å anta at de store tapene i 2020 kan relateres til covid-19. I 2021 er tapene tilbake til nivået fra 2018. Kort oppsummert betyr dette at norske banker har lave utlånstap, slik Andreassen (2011) også adresserer.

I opptakten til finanskrisen i 2008 oppstod aktivabobler i eiendoms- og aksjemarkedet på bakgrunn av sterk økning i pengemengde. Å begrense økning i pengemengde i perioder hvor renten er lav er dermed avgjørende fordi lave renter gir banker insentiver for å øke utlån (Lauritsen, 2016). Dette vil bidra til å begrense *overoppheting* og påfølgende *bobleøkonomi*, perioder som kjennetegnes ved sterk kredittvekst (Grytten og Hunnes, 2016). Innføringen av boliglånsforskriften hadde til hensikt å begrense opptak av gjeld i husholdningene, med krav til maksimal gjeldsgrad og belåningsgrad. For stort opptak vil kunne føre til tap i banker, noe som rokker ved soliditeten til bankene. Dette berører det andre fokusområdet for forskningsspørsmålet som tar for seg sårbarheten til bankene. Finanskrisen i 2008 viste viktigheten av at husholdningene hadde tillit til bankene for å sikre finansiell stabilitet, slik at de var i stand til å formidle finansiering, utføre betalinger og omfordele risiko på en effektiv måte (Grytten & Hunnes, 2016).

7.5 Delkonklusjon

I artikkelen *Money creation in the modern economy* presenterer McLeay m.fl. (2014) hvordan kommersielle banker skaper den totale pengemengden for husholdninger og bedrifter. Kloster (2019) forklarer også hvordan penger til privat sektor skapes av banker i den moderne økonomien. Hvor mye penger banker ønsker å låne ut avhenger av flere faktorer, som blant annet innebærer lønnsomhet, ulike typer risiko og sentralbankens pengepolitikk (McLeay m.fl., 2014). For å unngå økende gjeldsopptak i husholdningene ble boliglånsforskriften innført. Det vil påvirke finansiell stabilitet i en periode hvor det er lukrativt for banker å låne ut penger siden rentenivået er lavt. Det kommer av at bankene mottar mindre renter på sine innskudd i Norges Bank (Norges Bank, 2022). Samtidig kan renten på utlån settes lavere slik at flere kunder ønsker å låne penger. Kvantitative lettelser vil også øke muligheten for banker til å låne penger siden reservene i Norges Bank øker.

De siste 10 til 20 årene har banker opplevd lave tap på sine utlån. I perioden 2004 til 2021 har tapsandelen hovedsakelig ligget mellom 0 og 5 milliarder, med et fåtall unntak. Utlånstapet, målt i forhold til forvaltningskapitalen, har stabilisert seg på et lavt nivå fra 2004 til 2021, med unntak av året 2020 som skyldes covid-19. Dette er en indikasjon på at soliditeten i norske banker er god og at sårbarheten er lav. Likevel er det viktig å tenke på hva som kan skje dersom gjelden vokser ubegrenset, noe boliglånsforskriften er tiltenkt å hindre. Når det er sagt viser de historiske tallene i figur 7.4 at norske banker har gjort gode vurderinger med tanke på risiko og totalvurdering av nordmenns privatøkonomi.

8. Konklusjon

I denne masterutredningen har jeg belyst hvordan innføringen av boliglånsforskriften har påvirket finansiell stabilitet i norsk økonomi. Dette er et relevant forskningsspørsmål i en tid hvor gjelden til nordmenn stadig når nye høyder, boligprisene stiger tilnærmet uavbrutt og rentenivået er historisk lavt.

Veletablerte kriseteorier og modeller peker på høy kredittvekst som en trussel mot finansiell stabilitet. Dette understøttes av flere litteraturstudier og empiriske analyser, hvor Schularick (2013) og Bluwstein m.fl. (2021) regnes som sentrale innen forskningen på gjeldsvekst som en forstyrrende faktor for finansiell stabilitet. Boliglånsforskriften ble innført i 2015 som et viktig tiltak for å begrense veksten i husholdningenes gjeld, og dermed redusere faren for finansiell ustabilitet. Kredittveksten i norske husholdninger fortsatte å stige, selv etter innføringen i 2015. Kravene knyttet til gjeldsgrad fra 2017 har stimulert til en strengere utlånspraksis, og har bidratt til at andelen låntakere som overstiger 85 % belåningsgrad har blitt redusert.

Utredningens funn avdekker at førstegangskjøpere tar opp lån som grenser til de maksimale kravene, noe Norges Bank og Finanstilsynet anser som uheldig for kjøpegruppens gjeldsgrad. Finanstilsynet foreslår som et tiltak å redusere maksimal gjeldsgrad til 4,5 ganger brutto årsinntekt, noe som vil redusere faren for finansiell ustabilitet. Innføringen av gjeldsregisteret i 2019 har fungert etter hensikten, noe som har påvirket finansiell stabilitet positivt.

Det lave rentenivået i Norge har medført at nordmenn nå har lavere rentekostnader, til tross for at gjennomsnittlig gjeld samtidig har økt. For å sikre at gjelden ikke vokser for mye i perioder hvor renten er lav, vil boliglånsforskriften være et formålstjenlig verktøy. Housing Lab har konkludert med at disponibel inntekt i norske husholdninger vil falle med én prosent dersom renten øker med ett prosentpoeng. Det vil føre til redusert konsum i husholdningene, og som en påfølgende konsekvens gjøre bankene mer sårbare. Innføringen av

boliglånsforskriften har dermed bidratt til økende finansiell stabilitet i en periode hvor rentenivået har vært lavt.

Et annet viktig formål med boliglånsforskriften har vært å gjøre bankene mindre sårbare i form av tap på utlån. Lavinntektsgrupper eier i mindre grad boligen de selv bor i, noe som følgelig betyr at de ikke har boliglån. Historisk har banker hatt lave tapsandeler på sine utlån. Dette trekker i retning av at boliglånsforskriften ikke har påvirket finansiell stabilitet like mye på dette området. Likevel er det nærliggende å anta at forskriften har hatt noe påvirkning på finansiell stabilitet i form av at forventet gjennomsnittlig tap øker når banken utvider utlånsvirksomheten ved å se på tap per lån.

8.1 Videre forskning

Denne masterutredningen diskuterer hvordan boliglånsforskriften har påvirket finansiell stabilitet i form av å begrense kredittveksten, noe teori og empiri understreker relevansen av. Som et supplement til eksisterende forskning på området ville en kvantitativ tilnærming som belyser hvor stor effekt boliglånsforskriften har hatt på kredittveksten vært nyttig.

En annen interessant tilnærming for videre forskning er å empirisk bekrefte funnene Massoudy presenterte i 2018, nemlig hvorvidt det foreligger en årsakssammenheng mellom boligpriser og gjeld. Vinklingen her kan potensielt knytte seg til påvirkningen boliglånsforskriften har hatt på boligprisene i Norge.

Som et siste relevant og dagsaktuelt forskningsspørsmål for videre forskning ønsker jeg å trekke frem implikasjonene av covid-19. Denne masterutredningen diskuterer at oppmykningen av fleksibilitetskvoten i boliglånsforskriften har ført til økt kredittvekst og etterspørsel i boligmarkedet. Dette har videre vært utslagsgivende for at Finansdepartementet tilbakeførte de opprinnelige fleksibilitetskvotene. I den sammenheng ville det vært nyttig med en kvantitativ studie som belyste sammenhengen mellom oppmykningen av fleksibilitetskvoten, økt kredittvekst og tilhørende høyere boligpriser.

9. Referanseliste

- Aagre, I. (2022, 11. januar). *Rammekreditt*. Store Norske Leksikon. Hentet 2. april 2022 fra <https://snl.no/rammekreditt>
- Aamdal, K. (2022, 29. mars). *DNB Markets morgenrapport 29. mars: Resesjon eller ikke resesjon?* DnB. Hentet 25. april 2022 fra <https://www.dnb.no/dnbnyheter/no/bors-og-marked/resesjon-eller-ikke-resesjon->
- Amundsen, B. (2021, 5. november). *Det nye gjeldsregisteret redder flere fra gjeldsfella*. Forskning.no. Hentet 4. april 2022 fra <https://forskning.no/finans/det-nye-gjeldsregisteret-redder-flere-fra-gjeldsfella/1931822>
- Andreassen, H. S. (2011). *Norske bankers utlånstap: Hva er årsakene til bankenes lave utlånstap etter bankkrisen? [Masteroppgave, Universitetet i Stavanger]*. UiS. <https://uis.brage.unit.no/uis-xmlui/bitstream/handle/11250/183833/Andreassen%2C%20Hanne%20Synnøve.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Anundsen, A. K. & Jansen, E. S. (2013). Self-reinforcing effects between housing prices and credit: Evidence from Norway. *Journal of Housing Economics*, 22(3), 192-212. <https://doi.org/10.1016/j.jhe.2013.07.001>
- Baltzersen, M. (2020, 13. oktober). *Boligmarkedets betydning for finansiell stabilitet* [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra https://www.finansnorge.no/siteassets/kurs-og-konferanser/2020/boligkonferansen-2020/presentasjoner/boligmarkedets-betydning-for-finansiell-stabilitet_morten-baltzersen.pdf
- Bjerknes, C. F. (2021, 25. oktober). Hva betyr økt rente for deg med boliglån? [Blogginlegg]. *Norsk Boligbyggelags Landsforbund*. Hentet fra <https://www.nbbl.no/blogg/25-10-2021-hva-betyr-okt-rente-for-deg-med-boliglan/>
- Blaker, M. (2022, 21. mai). Kjempesmell for alle med lån: Mange aner ikke hva det vil bety. *Nettavisen*. <https://www.nettavisen.no/okonomi/kjempesmell-for-alle-med-lan-mange-aner-ikke-hva-det-vil-bety/s/12-95-3424259308>
- Bluwstein, K., Buckmann, M., Joseph, A., Kapadia, S. & Simsek, Ö. (2021). Credit growth, the yield curve and financial crisis prediction: evidence from a machine learning approach. *The Social Science Research Network Electronic Journal*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3969562>
- Bojer, H. (2022, 23. februar). *Inntekt*. Store Norske Leksikon. Hentet 19. mai 2022 fra <https://snl.no/inntekt>
- Borio, C. & Lowe, P. (2002). Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus. *The Social Science Research Network Electronic Journal*. [10.2139/ssrn.846305](https://doi.org/10.2139/ssrn.846305)

-
- Bøe, E. (2020, 7. mai). Kronekursen svekkes etter historisk rentekutt. *E24*.
<https://e24.no/norsk-oekonomi/i/4qwVpo/kronekursen-svekkes-etter-historisk-rentekutt>
- Bøe, E. (2021, 26. april). IMF advarer om nordmenns høye boliggjeld – igjen. *E24*.
<https://e24.no/norsk-oekonomi/i/aPnQ34/imf-advarer-om-nordmenns-hoeye-boliggjeld-igjen>
- Christiansen, A. (2016, 27. juni). *Derfor så ikke økonomene finanskrisen komme*. Forskning.no. Hentet 23. april 2022 fra <https://forskning.no/partner-okonomi-universitetet-i-agder/derfor-sa-ikke-okonomene-finanskrisen-komme/411017>
- Dokka, Å. G. (2018, 25. april). *Halvparten av unge boligkjøpere får foreldrehjelp*. Statistisk Sentralbyrå. Hentet 25. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/artikler-og-publikasjoner/halvparten-av-unge-boligkjopere-far-foreldrehjelp>
- Døskeland, T. (2020). *Personlig Finans* (1. utg.). Fagbokforlaget.
- Eiendom Norge. (u.å.). *Den norske boligmodellen*. Hentet 25. mars 2022 fra <https://eiendommenorge.no/om-oss/visjon-og-verdier/den-norske-boligmodellen>
- E24. (2018, 12. mars). Kraftig vekst i forbrukslån i fjor. *E24*.
<https://e24.no/boers-og-finans/i/WLP1dk/kraftig-vekst-i-forbrukslaan-i-fjor>
- Finansdepartementet. (2015a, 15. juni). *Forskriftsfester fleksible krav til boliglån* [Pressemelding]. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/fin/pressemeldinger/2015/forskriftsfester-fleksible-krav-til-boliglan/id2417372/>
- Finansdepartementet. (2015b, 15. juni). *Vil dempe veksten i boligpriser og gjeld* [Pressemelding]. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/fin/pressemeldinger/2015/vil-dempe-veksten-i-boligpriser-og-gjeld/id2417367/>
- Finansdepartementet. (2021a, 4. januar). *Boliglånsforskriften 1. januar 2020–31. desember 2020*. Regjeringen.no. Hentet 15. mars 2022 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/finansmarkedene/boliglansforskriften-1.-januar-2020-31.-desember-2020/id2679449/>
- Finansdepartementet. (2021b, 4. november). *Utlånsforskriften*. Regjeringen.no. Hentet 26. mars 2022 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/finansmarkedene/utlansforskriften/id2791101/>

-
- Finans Norge. (2020, 23. mars). *Midlertidig økt fleksibilitet i boliglånsforskriften*. Hentet 2. april 2022 fra <https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2020/korona/midlertidig-okt-fleksibilitet-i-boliglansforskriften/>.
- Finanstilsynet. (2015). *Husholdningens kredittvekst [Brev]*. Finanstilsynets nettarkiv. Finanstilsynet, Oslo. <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/9c66200f75234472af6d01f52c15750d/husholdningenes-kredittvekst-16-03-2015.pdf>
- Finanstilsynet. (2016). *Boliglånsundersøkelsen 2015* (Bustadlånundersøkingar Rapport 2015). https://www.finanstilsynet.no/contentassets/3dbda2deb5094521b155e8c2db24b6b9/boliglansundersokelsen_2015.pdf
- Finanstilsynet. (2017). *Boliglånsundersøkelsen 2017* (Bustadlånundersøkingar Rapport 2017). <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/7f3622f9597741a3bb1603690535fc65/boliglansundersokelsen-2017.pdf>
- Finanstilsynet. (2019a). *Boliglånsundersøkelsen 2018* (Bustadlånundersøkingar Rapport 2018). <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/1e92d7fbecd847af8c6e8abd0331d570/boliglansundersokelsen-2018.pdf>
- Finanstilsynet. (2019b). *Utkast til høringsnotat. Vurdering av forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig og husholdningenes gjeldsvekst [Høringsnotat]*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/de43a5ed16ae411bbed3229b13c844f1/horingsnotat-utarbeidet-av-finanstilsynet-2122327.pdf?fbclid=IwAR1pI3XWXWubkdHTbXYXaNnX5xvV6qDOyP906OMIKb7RssXrqnFI9DgDClc>
- Finanstilsynet. (2020a). *Boliglånsundersøkelsen 2020* (Bustadlånundersøkingar Rapport 2020). https://www.finanstilsynet.no/contentassets/283fc01171fb41a3bb618d2ee664ebc4/boliglansundersokelsen_2020.pdf
- Finanstilsynet. (2020b, 28. august). *Finanstilsynet gir råd om at de midlertidige høye fleksibilitetskvoteene i boliglånsforskriften ikke videreføres* [Pressemelding]. Hentet fra <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/pressemeldinger/2020/finanstilsynet-gir-rad-om-at-de-midlertidige-hoye-fleksibilitetskvoteene-i-boliglansforskriften-ikke-videreføres/>
- Finborud, J. (2020, 11. september). Avvikler midlertidige endringer i boliglånsforskriften. *Finansavisen*. <https://finansavisen.no/nyheter/bolig/2020/09/11/7565882/avvikler-midlertidige-endringer-i-boliglansforskriften>
- Fosse, D. H. (2020, 29. oktober). SR-Bank: Koronapandemien fører til betydelige tap – resultatfall på over 2 milliarder. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/KyyLA5/sr-bank-koronapandemien-foerer-til-betydelige-tap-resultatfall-paa-over-2-milliarder>

-
- Gerdrup, K. & Torstensen, K. N. (2018). *Virkningen av økt rente på husholdningenes disponible inntekter og konsum - en statistisk analyse av kontantstrømkanaalen* (Staff Memo Rapport 3). https://www.norges-bank.no/contentassets/acc6e77108104207bf2d4c8d44c48816/staff_memo_3_2018_n_o.pdf?v=04/25/2018122141&ft=.pdf
- Giles, C. (2016, 13. januar). There is no reason to worry about UK household debt. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/761ab30c-b941-11e5-bf7e-8a339b6f2164>
- Gjedrem, S. (2003). Finansiell stabilitet, formuespriser og pengepolitikk. *Penger og Kreditt*, 2003(2), 80-87. <https://norges-bank.brage.unit.no/norges-bank-xmlui/bitstream/handle/11250/2503218/gjedrem.pdf?sequence=3>
- Gjensidige. (2021, 25. februar). Nordmenn har rekordmye gjeld [Blogginnlegg]. *Godt forberedt*. Hentet fra <https://www.gjensidige.no/godtforberedt/content/nordmenn-har-rekordmye-gjeld>
- Goplen, E. (2019, 5. mars). *Renteutgiftene redusert tross økt boliggjeld*. SSB. Hentet 25. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/renteutgiftene-reduert-tross-okt-boliggjeld>
- Grytten, O. H. & Hunnes, A. (2016). *Krakk og kriser i historisk perspektiv*. Bergen: Cappelen Damm AS.
- Grønmo, S. (2020, 3. november). *Kvalitativ metode*. Store Norske Leksikon. Hentet 10. mai 2022 fra https://snl.no/kvalitativ_metode
- Hov, M. G. (2020, 18. desember). Boligmarkedet under koronakrisen: Lav rente som katalysator [Blogginnlegg]. *Magasinet, Handelsbanken*. Hentet fra <https://magasinet.handelsbanken.no/makro-og-marked/boligmarkedet-under-koronakrisen-lav-rente-som-katalysator/>
- IFRS. (u.å.). *IFRS 9 Financial Instruments*. Hentet 27. mai 2022 fra <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-9-financial-instruments/>
- Iversen, K. & Skorve, Ø. (2017, 27. april). Hvorfor er det så viktig for nordmenn å eie sin egen bolig? [Blogginnlegg]. *Alt om bolig, DnB Eiendom*. Hentet fra <https://dnbeiendom.no/altombolig/kjop-og-salg/nordmenn-vil-eie-sin-egen-bolig>
- Jordá, Ò., Schularick, M. & Taylor, A. M. (2016). Sovereigns Versus Banks: Credit, Crises, and Consequences. *Journal of the European Economic Association*, 14(1), 45-79. <https://doi.org/10.1111/jeea.12144>
- Kloster, A. (2019, 4. januar). Hvordan skapes penger? [Blogginnlegg]. *Bankplassen blogg*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/bankplassen/arkiv/2019/hvordan-skapes-penger/>

- Lauritsen, E. N. (2016, 23. mars). *Hva betyr det når styringsrenten blir negativ?* Forskning.no. Hentet 7. mars 2022 fra <https://forskning.no/okonomi-olje-og-gass/hva-betyr-det-nar-styringsrenten-blir-negativ/430754>
- Lekve, M. (2013, 25. september). Norske husholdninger er sårbare, advarer BI-forsker: - Nordmenn har for mye penger i bolig. *E24*. <https://e24.no/privatoekonomi/i/50rkzz/norske-husholdninger-er-saarbare-advarer-bi-forsker-nordmenn-har-for-mye-penger-i-bolig>
- Loen, R. (2021, 7. mai). *Tilleggssikkerhet*. Store Norske Leksikon. Hentet 27. mars 2022 fra <https://snl.no/tilleggssikkerhet>
- Lorvik, N. (2021, 8. juni). Det tok fem år å få på plass et gjeldsregister. Nå ser bankene en klar effekt. *Nettavisen*. <https://www.nettavisen.no/okonomi/det-tok-fem-ar-a-fa-pa-plass-et-gjeldsregister-na-ser-bankene-en-klar-effekt/s/12-95-3424136467>
- Massoudy, F. (2018). *Boligpriser og husholdningenes gjeld: En empirisk analyse av årsakssammenheng mellom boligpriser og husholdningenes gjeld i Norge* [Masteroppgave, Handelshøyskolen ved OsloMet]. OsloMet. <https://oda.oslomet.no/oda-xmloi/bitstream/handle/10642/7112/Massoudy.pdf?sequence=2&isAllowed=y>
- McLeay, M., Radia, A. & Thomas, R. (2014). Money creation in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1, 14-27. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy.pdf?la=en&hash=9A8788FD44A62D8BB927123544205CE476E01654>
- Merriam-Webster. (u.å.). *Historical method*. Hentet 15. mai 2022 fra <https://www.merriam-webster.com/dictionary/historical%20method>
- Minsky, H. P. (1982). The financial instability hypothesis. Capitalistic processes and the behaviour of the economy. I C. P. Kindleberger og J. P. Laffargue (Red.). *Financial crisis. Theory, history, and policy* (1. utg., 13-29).. Cambridge: Cambridge University Press.
- Mjelde, K. N. & Solberg, E. (2022, 5. mai). Norges Bank holder renten uendret – varsler renteheving i juni. *Dagens Næringsliv*. <https://www.dn.no/makrookonomi/renter/norges-bank/sentralbanken/norges-bank-holder-renten-uendret-varsler-renteheving-i-juni/2-1-1212795>
- Norges Bank. (2014). *2014: Finansiell stabilitet: Sårbarhet og risiko* (Finansiell stabilitet Rapport 2014). https://www.norges-bank.no/contentassets/0834e5b22d7f4e908172d45ec3dfdd8b/finansiellstabilitet_2014_www.pdf?v=03/09/2017123536&ft=.pdf
- Norges Bank. (2015). *2015: Finansiell stabilitet: Sårbarhet og risiko* (Finansiell stabilitet Rapport 2014). https://www.norges-bank.no/contentassets/3d9dbb79d1a64063a0f94fef9ac58178/finansiellstabilitet_2015.pdf?v=03/09/2017123359&ft=.pdf

-
- Norges Bank. (2019a, 9. april). *Rapporter om finansiell stabilitet*. Hentet 13. mars 2022 fra <https://www.norges-bank.no/tema/finansiell-stabilitet/rapporter-finansiell-stabilitet/>
- Norges Bank. (2019b). *Vurdering av boliglånsforskriften* [Brev]. Norges Banks nettarkiv. <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Brev-og-uttalelser/2019/2019-09-10/>
- Norges Bank. (2020). *Vurdering av boliglånsforskriften og forbrukslånsforskriften* [Brev]. Norges Banks nettarkiv. <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Brev-og-uttalelser/2020/2020-10-2/>
- Norges Bank. (2022). *Styringsrenten*. Hentet 15. april 2022 fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norges Bank. (u.å.). *Finanskrisen i 2008*. Hentet 7. mars 2022 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Om-Norges-Bank/historien/Pengepolitikk-finansiell-stabilitet-og-kapitalforvaltning/Finansiell-stabilitet/2008-krisen/>
- Norsk Kreditt. (2019, 17. desember). *Hvordan fungerer Gjeldsregisteret?* Hentet 23. mars 2022 fra <https://www.norskredditt.no/gjeldsregisteret>
- NTB. (2018, 13. juli). *Nordmenn mest opptatt av boligpriser i Norden*. *Bygg.no*. <https://www.bygg.no/nordmenn-mest-opptatt-av-boligpriser-i-norden/1361128!/>
- NTB. (2020, 13. februar). Flere får avslag på boliglån etter innføringen av gjeldsregister. *NTB*. <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/kJzEX6/flere-faar-avslag-paa-boliglaan-etter-innfoeringen-av-gjeldsregister>
- Nyhus, E. K. (2021a, 26. juli). *Gjeldsbelastning*. Store Norske Leksikon. Hentet 10. mars 2022 fra <https://snl.no/gjeldsbelastning>
- Nyhus, E. K. (2021b, 8. august). *Utlånsforskriften*. Store Norske Leksikon. Hentet 3. Mars 2022 fra <https://snl.no/utlaansforskriften>
- Olden-Jørgensen, S. (2001). *Til Kilderne: Introduktion til Historisk Kildekritik* (1. utg.). København: Gads Forlag.
- Pedersen, R. (2022, 9. februar). Lønnsutviklingen de siste 30 årene. *Smartepenger*. Hentet 4. mai 2022 fra <https://www.smartepenger.no/jobb/2584-lønnsutvikling>
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2009). The Aftermath of Financial Crisis. *The American Economic Review*, 99(2), 466-472. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w14656/w14656.pdf
- Røstadsand, J. I. & Sand, M. (2022). *Husholdningenes finansregnskap i 2020 og 2021: Finansielle sektorregnskaper for institusjonelle sektorer* (Rapport 2022/16). SSB. https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/finansregnskap/artikler/husholdningenes-finansregnskap-i-2020-og-2021/_attachment/inline/6c083e17-c080-41c8-a56d-fdcd0208762d:df4627d109c1ccc2fa52fc9d025253c18eb7034b/RAPP2022-16.pdf

- Sand, M. E. (2019, 14. februar). *Godt årsresultat for bankene*. SSB. Hentet 21. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/artikler-og-publikasjoner/godt-arsresultat-for-bankene--377697>
- Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2016). *Research methods for business students* (7. utg.). Pearson Education Limited.
- Schularick, M. (2013). Public and Private Debt: The Historical Record (1870–2010). *German Economic Review*, 15(1), 191-207.
https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKewjdgtdmDl_r3AhXto4sKHeYrChsQFnoECAGQAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.moritzschularick.com%2Fapp%2Fdownload%2F12568838299%2FPPD.pdf%3Ft%3D1652774397&usg=AOvVaw0Ob3AAoL6Bqbp_o0Jg_qvD
- Scoop. (u.å.). *Hva er et nedbetalingslån?* Hentet 22. mai 2022 fra <https://scoop.no/refinansiering/hva-er-et-nedbetalingslan>
- Sjøberg, J. (2012, 16. februar). Unge skvises ut fra svensk boligmarked. *Aftenposten*.
<https://www.aftenposten.no/norge/i/wPQd1/unge-skviset-ut-fra-svensk-boligmarked>
- Skatteetaten. (u.å.). *Formuesverdi av annen bolig (sekundærbolig)*. Hentet 2. april 2022 fra <https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/bolig-og-eiendeler/bolig-eiendom-tomt/formuesverdi/annen-bolig-sekunderbolig/>
- SSB. (2005, 3. mars). *Hvor god er statistikken?* Hentet 28. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/sosiale-forhold-og-kriminalitet/artikler-og-publikasjoner/hvor-god-er-statistikken>
- SSB. (2013, 13. februar). *Finansforetak, regnskap, 4. kvartal 2012*. Hentet 26. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/statistikker/orbofrk/kvartal/2013-02-13>
- SSB. (2015, 12. februar). *Finansforetak, regnskap, 4. kvartal 2014*. Hentet 26. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/statistikker/orbofrk/kvartal/2015-02-12>
- SSB. (2017a, 14. februar). *Godt årsresultat for bankene*. Hentet 26. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/artikler-og-publikasjoner/godt-arsresultat-for-bankene--302548>
- SSB. (2017b, 13. september). *Stort flertall eier boligen*. Hentet 25. mars 2022 fra <https://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/artikler-og-publikasjoner/stort-flertall-eier-boligen>
- SSB. (2018, 12. februar). *Godt årsresultat for bankene*. Hentet 26. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/artikler-og-publikasjoner/godt-arsresultat-for-bankene--339909>

-
- SSB. (2019a, 14. februar). *Godt årsresultat for bankene*. Hentet 26. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/artikler-og-publikasjoner/godt-arsresultat-for-bankene--377697>
- SSB. (2019b, 5. mars). *Renteutgiftene redusert tross økt boliggjeld*. Hentet 26. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/renteutgiftene-reduisert-tross-okt-boliggjeld>
- SSB. (2019c, 23. desember). *Moderat gjeldsutvikling i 2019*. Hentet 10. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/moderat-gjeldsutvikling-i-2019>
- SSB. (2020, 14. februar). *Godt årsresultat for bankene*. Hentet 26. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/artikler-og-publikasjoner/godt-arsresultat-for-bankene--412270>
- SSB. (2022a, 11. februar). *Sterkere årsresultat for bankene*. Hentet 26. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/finansinstitusjoner-og-andre-finansielle-foretak/statistikk/banker-og-kredittforetak/artikler/sterkere-arsresultat-for-bankene>
- SSB. (2022b, 22. mars). *Boforhold, registerbasert*. Hentet 27. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/bolig-og-boforhold/statistikk/boforhold-registerbasert>
- SSB. (u.å.a). *Kredittindikator*. Hentet 14. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/statbank/table/06718/>
- SSB. (u.å.b). *Prisindeks for brukte boliger*. Hentet 24. mai 2022 fra <https://www.ssb.no/statbank/table/07221/>
- Thurén, T. (1997). *Källkritik* (1. utg.). Stockholm: Almqvist & Wiksell.
- Tjørhom, V. & Tollersrud, T. (2019, 27. juni). 567.000 nordmenn lar kredittkortgjelda løpe. *NRK*. <https://www.nrk.no/norge/567.000-nordmenn-lar-kredittkortgjelda-lope-1.14606390>
- Torstensen, K. (2020, 20. februar). *Hvem har tatt opp all gjelden?* [Blogginnlegg]. *Bankplassen blogg*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/bankplassen/arkiv/2020/hvem-har-tatt-opp-all-gjelden/>
- Wasberg, E. S. (2017, 29. desember). *Norges Bank-rapport: Slik rammes norsk økonomi av boligprisfall*. *E24*. <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/GGrJGQ/norges-bank-rapport-slik-rammes-norsk-oekonomi-av-boligprisfall>
- Wig, K. (2019, 9. august). *Analysesjef regnet på boligkjøp med forbrukslån: – Hvis dette tallet stemmer, er det skremmende*. *E24*. <https://e24.no/privatoekonomi/i/3Jo2A9/analysesjef-regnet-paa-boligkjoeop-med-forbrukslaan-hvis-dette-tallet-stemmer-er-det-skremmende>

Wig, K. (2021, 9. september). Advarer mot boliglån-løsning: - Viktig at vi beskytter nettopp de unge. *E24*. <https://e24.no/privatoekonomi/i/v564WB/advarer-mot-boliglaan-loesning-viktig-at-vi-beskytter-nettopp-de-unge>

Øksnes, K. (2016, 1. september). Derfor ser sjeføkonomen bobletendenser i boligmarkedet nå.

Pengenytt. <https://www.pengenytt.no/derfor-ser-sjefokonomeren-bobletendenser-i-boligmarkedet-na/>

Øksnes, K. (2020, 11. september). Regjeringen strammer nå inn for muligheten til boliglån.

Pengenytt. <https://www.pengenytt.no/regjeringen-strammer-na-inn-for-muligheten-til-boliglan/>

