

Utsiktene til finansiell krise i Norge

Vurdering av mulighetene for en kommende finansiell krise i Norge ut ifra etablert kriseteori

Ole-Petter Weebe Jørgensen

Veileder: Professor Ola Honningdal Grytten

Utredning i fordypnings-/spesialfagområdet:

Bedriftsøkonomisk analyse

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Bakgrunnen for valget av oppgave kom gjennom faget "Krakk og kriser" ved NHH Høsten 2005. Jeg ble her presentert for Hyman Minskys krisemodell og Charles P. Kindlebergers kriseteori. I samråd med min veileder og foreleser, Professor Ola H. Grytten, kom jeg frem til at det kunne være interessant å se på dagens finansielle og økonomiske situasjon i Norge på bakgrunn av disse teoriene.

Det har vært mange utfordringer i prosessen med det selvstendige arbeidet, men samtidig har det også vært svært lærerikt å skrive en så omfattende oppgave på egenhånd. Jeg har fått bruk for kunnskaper fra flere fag jeg har hatt igjennom studietiden, og jeg tror arbeidet med den skriftlige utredningen har vært en god erfaring som jeg helt sikkert kan dra nytte av i fremtiden.

Jeg vil også benytte muligheten til å takke dem som har bidratt til den utredningen. Først av alt vil jeg takke min veileder Professor Ola H. Grytten for glimrende veiledning og samarbeid, raske tilbakemeldinger og gode innspill til oppgaven. Videre vil jeg også gi en takk til Erling Rød Larsen ved Statistisk sentralbyrå for hjelp med anskaffelse av datamateriale for analysen.

Til slutt vil jeg takke mine medstudenter for en meget god tid som student ved NHH.

Ole-Petter Jørgensen

Bergen, 2006

Sammendrag

Utredningen ser på de finansielle markedene i Norge, og utsiktene til en kommende finansiell krise. For å vurdere mulighetene for en krise benytter jeg etablert kriseteori av Hyman Minsky og Charles P. Kindleberger. Jeg har analysert den økonomiske og finansielle utviklingen i Norge de siste årene og deretter plassert trekk ved denne i henhold til Minsky og Kindlebergers rammeverk. Oppgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, i hovedsak fra Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå. For å supplere teorien har jeg benyttet statistiske metoder som trend og avviksanalyse, og P/E beregninger.

Oppgaven er inndelt i fem kapitler. I kapittel to tar jeg for meg presentasjon av teori. Kapittel tre inneholder empiri, og er en beskrivelse av hvordan økonomien og finansielle markeder har utviklet seg i Norge de siste år. Analysedelen finnes i kapittel fire, og her ser jeg nærmere på boligmarkedet, aksjemarkedet og utviklingen i kreditt. Kapittel 5 består av konklusjoner som blir tatt på bakgrunn av analysen i oppgaven.

Jeg har funnet at muligheten for en nærstående finansiell krise er liten. Men jeg har likevel funnet trekk ved den økonomiske utviklingen som kan virke faretruende på den finansielle stabiliteten i Norge. Disse er i hovedsak den voldsomme veksten i boligpriser, husholdningens økende gjeldsbelastning og til dels aksjemarkedet. Allikevel er det flere negative faktorer som må spille inn samtidig hvis vi skal gå over i en finansiell krise. Og jeg konkluderer derfor med at Norge, som også har en av verdens beste sentralbanker, sannsynligvis vil styre unna en finansiell krise med det aller første.

Innholdsfortegnelse

<u>1.0</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	PROBLEMSTILLING	1
1.2	ANGREPSMÅTE	1
1.3	AVGRENSNING	2
<u>2.0</u>	<u>TEORI</u>	<u>3</u>
2.1	DEFINISJON AV FINANSIELLE KRISER	3
2.2	HENSIKTEN MED KRISETEORI	4
2.3	MINSKY’S KRISEMODELL	4
2.3.1	ILLUSTRASJON AV MODELLEN	6
2.3.2	FASE 1 – DISPLACEMENT	7
2.3.3	FASE 2 – OVERTRADING	7
2.3.4	FASE 3 – MONETARY EXPANSION	8
2.3.5	FASE 4 – REVULSION.....	9
2.3.6	FASE 5 – DISCREDIT	10
2.4	KINDLEBERGERS KRISETEORI	12
2.4.1	FINANSIELLE KRISERS ANATOMI	12
2.4.2	MONETARY EXPANSION	14
2.4.3	SWINDLES	14
2.4.4	REVULSION – DEN KRITISKE FASEN.....	15
2.4.5	INNENLANDSK SPREDNING.....	16
2.4.6	UTENLANDSK SPREDNING.....	17
2.4.7	TILTAK NÅR KRISEN ER ET FAKTUM	18
2.4.8	HEGEMONIMAKT	19
2.5	VIDERE ANALYSE	21
2.5.1	P/E TEST.....	22
2.5.2	TREND- OG AVVIKSANALYSE.....	23
<u>3.0</u>	<u>SAMTIDSHISTORIE/EMPIRI</u>	<u>25</u>
3.1	HVORDAN HAR ØKONOMIEN UTVIKLET SEG DE SISTE ÅR	25
3.1.1	ETTER BANKKRISEN	25
3.1.2	OMLEGGING AV PENGEPOLITIKKEN	25
3.1.3	NYE HANDLINGSREGLER FOR DEN ØKONOMISKE POLITIKKEN	26
3.1.4	IT-BOBLEN OG LAVKONJUNKTUR	28
3.1.5	NØKKELSTØRRELSER	30
3.1.6	KONJUNKTURUTSIKTER I NORGE OG INTERNASJONALT	36
3.2	HVORDAN HAR FINANSIELLE MARKEDER UTVIKLET SEG DE SISTE ÅR	37
3.2.1	AKSJEMARKEDET	37
3.2.2	OBLIGASJONSMARKEDET	39
3.2.3	DERIVATMARKEDET	39
3.2.4	VALUTAMARKEDET	40
3.2.5	BOLIGMARKEDET OG HUSHOLDNINGENS GJELDSBELASTNING	42
3.3	USIKRE FORHOLD VED ØKONOMIENS UTVIKLING	46
3.3.1	LITEN RISIKOPREMIE	47
3.4	KONKLUSJONER FOR VIDERE ANALYSE	48

<u>4.0</u>	<u>ANALYSE</u>	<u>49</u>
4.1	FASER I MINSKYS MODELL OPP MOT DAGENS SITUASJON.....	49
4.1.1	DISPLACEMENT	49
4.1.2	OVERTRADING	54
4.1.3	MONETARY EXPANSION.....	66
4.2	KINDLEBERGERS TEORI OPP MOT DAGENS SITUASJON.....	68
4.2.1	SWINDLES	68
4.2.2	INNENLANDSK FORPLANTNING	70
4.2.3	HEGEMONIMAKTEN – LÅNGIVER I SISTE INSTANS.....	70
<u>5.0</u>	<u>KONKLUSJONER.....</u>	<u>75</u>
5.1	BOLIGMARKEDET OG KREDITTVEKST	75
5.2	AKSJEMARKEDET	77
5.3	SLUTTKOMMENTAR.....	78
<u>6.0</u>	<u>REFERANSELISTE</u>	<u>79</u>
<u>7.0</u>	<u>APPENDIKS A - ORDFORKLARINGER</u>	<u>82</u>
<u>8.0</u>	<u>APPENDIKS B – BOLIGPRISER OG P/E TALL.....</u>	<u>86</u>
<u>9.0</u>	<u>APPENDIKS C – KORT OM MINSKY OG KINDLEBERGER.....</u>	<u>89</u>

Figurer

<i>Figur I : Overtrading (AS-AD)</i>	8
<i>Figur II : Monetary Expansion (IS-LM)</i>	9
<i>Figur III : Revulsion (AS-AD/IS-LM)</i>	10
<i>Figur IV : Hyman P. Minsky's Krisemodell</i>	11
<i>Figur V : Oljepris 2003-2005</i>	30
<i>Figur VI : Norges Banks Styringsrente</i>	31
<i>Figur VII : Faktiske og forventede styringsrenter</i>	32
<i>Figur VIII : Den nøytrale realrenten</i>	32
<i>Figur IX : Hvordan virker økt rente på inflasjonen</i>	33
<i>Figur X : Hvordan virker redusert rente på inflasjonen</i>	33
<i>Figur XI : KPI og KPI-JAE Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan 02 – Sep 05.</i>	34
<i>Figur XII : Prosentvis endring i M2 nov.1998-nov.2005</i>	34
<i>Figur XIII : Ledige og tiltaksdeltakere. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjusterte månedstall.</i>	35
<i>Figur XIV : OBX-Indeksen 2001- 2006</i>	38
<i>Figur XV : 10-års statsobligasjonsrente i Norge</i>	39
<i>Figur XVI : Boligprisindeks 1992 - 2005</i>	42
<i>Figur XVII : Gjeldsbelastning/Rentebelastning 1987- 2005</i>	44
<i>Figur XVIII : Kreditt til husholdninger (K2) 1992-2008</i>	45
<i>Figur XIX : Risikopremie 1998-2005</i>	47
<i>Figur XX : BNP Fastlands-Norge. Avvik fra beregnet trend i prosent.</i>	50
<i>Figur XXI : Boligpris i forhold til inntekt 1985 – 2003</i>	51
<i>Figur XXII : Nedstengt råoljeproduksjon i Mexicogulften, Andel av total prod. kapasitet i prosent.</i>	53
<i>Figur XXIII : Realboligpriser og HP trend 1946-2005</i>	56
<i>Figur XXIV : Realboligpriser og Semilogaritmisk trend 1946-2005</i>	57
<i>Figur XXV : Trendjustert avvik i prosent Realboligpriser 1946 - 2005</i>	58
<i>Figur XXVI : Trendjustert avvik i prosent Årlig beregnet boligpris (kr/kvm) 1979-2005</i>	59
<i>Figur XXVII : Trendjustert avvik i prosent Kvartalsvis SSB boligprisindeks 1992-2005</i>	60
<i>Figur XXVIII : P/E for bolig 1979-2005</i>	62
<i>Figur XXIX : Periodisert snitt P/E</i>	62
<i>Figur XXX : Indekserte tall boligpris og husleie 1979-2005.</i>	63
<i>Figur XXXI : P/E-historisk og fremoverskuende: Oslo Børs Jan. 1997-Okt. 2005</i>	65
<i>Figur XXXII : P/E ulike sektorer Oslo Børs</i>	65
<i>Figur XXXIII : Kredittgap 1945-2005</i>	67

Tabeller

<i>Tabell I : Oppsummert trendavvik 2005.....</i>	61
<i>Tabell II : Tabell P/E for bolig 1979-2005.....</i>	63

1.0 Innledning

1.1 Problemstilling

Jeg skal i denne utredningen gjøre en analyse av utsiktene til finansiell krise i Norge ut ifra etablert kriseteori.

1.2 Angrepsmåte

I forskning om økonomiske kriser er det viktig å presisere hva slags fenomen man søker å forklare. Det er viktig å skille kriser som omfatter hele samfunnsøkonomien fra kriser i spesielle sektorer eller bransjer slik som valutakriser, børs kriser osv. Kriser i finansmarkedene kaller vi finansielle kriser og de har ofte vært omfattet med stor offentlig interesse. Økonomiske kriser kan også ha en geografisk dimensjon, og inntre lokalt, regionalt, nasjonalt eller internasjonalt. Studiet av kriser i økonomien generelt, og finansielle kriser mer spesielt, har også blitt behandlet som en del av en langt bredere tematikk som omfatter bølgebevegelser og konjunktursykluser i økonomien (Kindleberger 2000: 1). Det har blitt beskrevet ulike typer svingninger i økonomien: Kitchin-syklusen på 39 måneder, relatert til lagerendringer i produksjonen; Juglar bølger på 7-8 år, relatert til investeringer i fabrikanlegg og maskiner; Kuznets bølger på 20 år, relatert til befolkningsendringer fra generasjon til generasjon og de endringer i boligbyggingen disse medfører; og lange såkalte Kondratieff bølger på rundt 50 år, generert av radikale teknologiske innovasjoner. Den berømte amerikansk-østeriske økonomen Joseph Schumpeter er blant dem som har publisert omfattende analyser av årsakene til slike ulike typer svingninger i økonomien (cepa.newschool.edu 2005).

I denne oppgaven skal jeg konsentrere meg om finansielle kriser. Slike kan også ha ulikt omfang, ikke minst i den grad de slår ut i og påvirker realøkonomien. Finansielle kriser kan omfatte forskjellige markeder for formuesgoder eller "assets". Vi snakker da om aksjemarkedskriser, eiendomsmarkedskriser osv. Men finansielle kriser kan også ha et omfang som gjør at de omfatter deler av eller hele den finansielle sektor. Den norske bank- og finanskrise 1987-1992 er eksempel på en slik omfattende rystelse i hele det finansielle system. Hvis vi betegner tiden etter 1850 som "moderne tid" i økonomisk forstand, har Norge opplevd fem slike finansielle kriser:

Krimkrisen ca. 1857, bankkrisen i 1880-årene, Kristiania-krisen i 1899, bankkrisen i mellomkrigstiden og bankkrisen 1987-92 (Grytten 2005).

Jeg vil forsøke å skape et bilde av markedets utvikling de siste årene frem til situasjonen i dag gjennom blant annet trend og avviksanalyse, P/E- analyser og analyse av økonomiske utsikter. For å gjøre en vurdering av muligheten for en kommende finansiell krise i Norge vil jeg benytte meg av kriseteori etablert av Minsky og Kindleberger, og diskutere dagens situasjon opp mot disse rammeverkene.

1.3 Avgrensning

Som tittelen på oppgaven tilsier avgrenser jeg meg til det norske markedet. Oppgaven vil i hovedsak bygge på offentlig tilgjengelig informasjon – økonomiske analyser, publikasjoner, statistikk og foredrag – foretatt av blant annet Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå. Dette kan føre til at de forskjellige analysene ikke er konsistente fra år til år. De aller nyeste hendelser vil ikke bli kommentert hvis ikke de utgjør signifikante endringer i nøkkelstørrelser som kan endre konklusjoner i analysen.

2.0 Teori

2.1 Definisjon av finansielle kriser

Det finnes ingen allment akseptert definisjon av begrepet ”krise” i forskningslitteraturen eller innen den økonomiske faglitteratur. Det snakkes ofte om en krise når det oppstår et markant fall i produksjonsutviklingen over et kort tidsrom. I bredere forstand kan det sies at kriser ofte kjennetegnes av dramatiske prisfall på varer, verdipapirer eller fast eiendom. Dette kan igjen føre til konkurser i industribedrifter og/eller i bedrifter i finanssektoren som banker, forsikringsselskap og finansieringsselskap. Dette skaper så arbeidsløshet og ytterligere ustabilitet, og kan i verste fall svekke publikums kjøpekraft i en slik grad at økonomien føres inn i en depresjon. Eksempler er situasjonen i amerikansk økonomi på 1930-tallet eller asiakrisen i 1998 (Knutsen 1998).

Grytten definerer finansielle kriser slik:

- Langvarig finansielt tilbakeslag, dypere og lengre enn konjunktursvingninger.
- Betydelige tilbakeslag i økonomien av flere årsaker enn nedgangskonjunktur.
- Betydelige tilbakeslag i økonomien som ikke kan forklares med etterspørselsledete konjunktursvingninger.
- Finansielt tilbakeslag som får signifikant større betydning enn vanlig på finansielle og reelle størrelser (Grytten 2005).

En annen definisjon er for eksempel Raymond Goldsmiths definisjon:

- Sharp, brief, ultracyclical deterioration of all or most of a group of financial indicators – short term interest rates, asset (stock, real estate, land) prices, commercial insolvencies and failures of financial institutions (Kindleberger 2000: 3).

Denne definisjonen er også en operasjonalisering av finansielle kriser da den beskriver hvilke finansielle indikatorer som påvirkes, og samtidig påpeker på hvilken måte det skjer. Et annet eksempel på en operasjonalisering av finansiell kriser kan være

- Verdiskapningsfall som er mer enn dobbelt så stort som vanlige konjunkturrelle tilbakeslag (Grytten 2005).

2.2 Hensikten med kriseteori

I den siste tiden har det vært et stort fokus på kriser sett i forbindelse med de siste terrorangrep i USA og London, tsunamien i Asia og flommen i New Orleans. Ser man på kriseteori i forbindelse med klassisk kriseledelse innenfor organisasjonsteori kan man finne mange sammenlignbare trekk og egenskaper med hensiktene. Årsakene til at kriseledelse er hensiktsmessig kan oppsummeres slik:

- Minimere den ugunstige effekten av en krisesituasjon
- Beskytte og minimere skade til organisasjonens rykte
- Holde organisasjonen i gang samtidig som krisen håndteres
- Få organisasjonen tilbake på "rett spor" så fort som mulig basert på ny virkelighet (Lofquist 2005)

Grytten oppsummerer hensikten med kriseteori slik:

- Forstå hvordan kriser oppstår
- Forstå hvordan kriser kan reduseres
- Forstå hvordan kriser kan forebygges
- Bedre krisehåndtering
- Se signalene
- Øke rasjonaliteten på makro og mikroplan
- Lære for nåtiden og fremtiden av historien (Grytten 2005)

2.3 Minsky's krisemodell

Hyman Minskys (1919-1996) arbeid representerer en av de viktigste linkene mellom post keynesianere og institusjonalister. Minsky insisterte alltid på at teori må være institusjonsspesifikk. Fordi det finnes flere varianter av forskjellige typer økonomier, og variasjoner av kapitalisme, må teorien være passende til den spesifikke økonomien under analyse. Hans analyser så for seg en utviklet, storstat kapitalistisk økonomi med komplekse og etablerte finansielle systemer (Papadimitrio & Wray 1997). Da Minsky skrev boken "John Maynard Keynes" i 1975, påpeker han at Keynes i sin teori mangler en forklaring på kriser. Minsky ønsket derfor å utvikle en modell som kunne gi et klarere bilde av dette. Minskys krisemodell bygger på

Keynes i å utvikle en investeringsteori på konjunktursykler, men han fokuserer mer på rollen til penger, finans og kredittsystemer til å sette i gang finansielle kriser.

I et skjørt finansielt system vil problemer som i utgangspunktet er begrensede og lokaliserte kunne forplante seg og gi opphav til finansielle sykler, eller i verste fall kriser. Et velfungerende og robust finansmarked er derfor et ubetinget gode for økonomien. Både koordinering mellom mange små, uavhengige aktører, av økonomisk politikk nasjonalt og internasjonalt samt tilgang til en stor "lender of last resort" vil gjøre finansmarkedene mer robuste. Funksjonen til en "lender of last resort" vil være å tilføre likviditet i et marked med pengemangel og dermed holde finansmarkedene åpne og unngå skadelig tvangslikvidering. Tilsvarende kan store offentlige budsjetter virke inntektsutjevnerende og dermed stabiliserende. Særlig gjelder dette fordi staten har anledning til å opprettholde denne funksjonen over noe tid gjennom å akkumulere betydelige underskudd. Forståelse av hvordan inntekter og betalingsforpliktelse påvirkes av endrede markedsbetingelser er derfor avgjørende for å kunne gi en dekkende beskrivelse av finansmarkedenes utvikling over tid. Dette fordi et særlig kjennskap for kapitalistiske økonomier er tette bånd mellom fortid, nåtid og fremtid: Fremtidige inntekter avhenger blant annet av investeringer en gjør i nåtid. Disse avhenger både av den økonomiske handlefrihet en har i dag samt ens forventninger om fremtiden. Hvilken handlefrihet en har i dag avhenger i betydelig grad av hvilke investeringer en har gjort i fortiden.

I artikkelen "The Financial Instability Hypothesis" fra 1978 utviklet Minsky en modell som forklarer kriser med start i en økonomisk oppsving med påfølgende krise og deflasjon. Modellen har fem faser, og er en teoretisk mer enn en empirisk modell. Minsky bruker en pengeteoretisk innfallsvinkel for å predikere hvordan svakheter i penge og kredittsystemet vil kunne føre til mangel på stabile likevekter i økonomien. Fremtiden blir spådd på bakgrunn av hendelser i fortiden, og ulikevektene vil gjennom en deterministisk handlingsrekke føre en økonomi ut i en spekulasjonsdrevet oppgangsfase. Dette vil igjen ende med priskollaps, økonomisk nedgang og krise. Modellen er deterministisk-pessimistisk idet den vektlegger svakheter i pengesystemet, ustabilitet i kredittsystemet og har en negativ utgang. Modellen har klare faser, der en fase blir etterfulgt av den neste uten at kausaliteten blir brutt (Minsky 1978).

2.3.1 Illustrasjon av modellen

Fasene i Minskys modell kan fremstilles i IS-LM og AS-AD modeller.

IS-LM – modellen¹

IS-kurven representerer likevekt i varemarkedet, og LM kurven representerer likevekt i pengemarkedet. I et IS-LM diagram viser skjæringspunktet mellom de to kurvene hvor penge- og varemarked er i likevekt samtidig. IS-LM – modellen er en keynesiansk modell, som tar sikte på å studere den kortsiktige tilpasningen i en økonomi med ledig produksjonskapasitet, dvs. noe arbeidsledighet, slik at produksjonen og sysselsettingen kan økes dersom samlet etterspørsel i økonomien øker. Mer presist antar vi at priser og lønninger i økonomien er gitte (og derfor ikke eksplisitt med i modellen), og at produksjonen tilpasser seg til etterspørselen. Modellen er en kortsiktig makroøkonomisk modell, og vi kan for eksempel bruke modellen til å se på:

- de makroøkonomiske virkningene av penge- og finanspolitikk, og
- virkningene av "sjokk" i eksogene variable og parametre, for derved å drøfte hva modellen kan si om konjunkturvariasjoner.

Økonomien antas å være lukket, dvs. det er ingen handel med utlandet, og ingen kapitaltransaksjoner. Dette forenkler analysen betydelig. En utvidelse av modellen til en åpen økonomi omtales gjerne som Mundell – Fleming modellen (Holden 2004).

AS-AD – modellen²

AS-AD – modellen består av samlet produktetterspørsel og samlet produkttilbud, og skal illustrere sammenhengen mellom prisstigning og aktivitetsnivå (produksjon) i økonomien. Modellen fungerer som en ramme for å forklare økonomisk vekst, inflasjon og konjunkturer. AS-kurven illustrerer aggregert tilbud og er avledet fra Phillipskurven. Phillipskurven illustrerer en negativ korrelasjon mellom arbeidsledighet og prisstigning, hvor det forutsettes at arbeidsledighet er negativt korrelert med aktivitetsnivå. AS-kurven fremstilles derfor som en stigende kurve, men på lang sikt vil imidlertid AS-kurven være vertikal. AD-kurven er avledet fra IS-LM modellen, og representerer etterspørselssiden i økonomien. Et skift i IS- eller LM-kurven medfører et skift i

¹ IS = Investment Savings, LM = Liquid Money

² AS = Aggregated Supply, AD = Aggregated Demand

AD-kurven i tilsvarende retning. Høyere inflasjon gir lavere aktivitetsnivå, og derfor er AD-kurven fallende (Holden 2004).

2.3.2 Fase 1 – Displacement

Minsky går ut fra at et eksogent økonomisk sjokk, gitt i form av for eksempel krigsutbrudd, teknologiske nyvinninger eller endret finans- og/eller pengepolitikk, vil kunne føre den økonomiske utviklingen ut ifra sin naturlige vekstbane. Man observerer et såkalt ”displacement”; som endrer forventninger til fremtidig profitt. ”Displacement” endrer profittmuligheter i minst en sektor av økonomien, og denne sektoren kan være ny eller allerede eksistere. Investeringsmuligheter i andre sektorer av økonomien har en tendens til å minke. Dette fører til at individer og bedrifter med tilgjengelig kapital prøver å utnytte de nye mulighetene, og dermed trekker seg ut av de gamle. Hvis nye profittmuligheter tar over for de gamle, blir det en økning i investering og produksjon, og en ”boom” er på vei (Kindleberger 2000: 38-41).

Et positivt makroøkonomisk sjokk skifter IS-kurven utover. Dette gjør at renten og aktivitetsnivået i økonomien øker. Nå vil etterspørselen etter innenlandsk valuta stige, og for at ikke kronen skal appresiere og bli for høy må myndighetene sørge for at det blir tilført ny likviditet til markedet. Når pengemengden øker skifter LM-kurven utover, rentene blir lavere enn i utgangspunktet og BNP (produksjon) høyere. Når renten er lav øker investeringslysten ytterligere og vi får et positivt skift i aggregert produktetterspørsel som øker prisene og BNP i økonomien (Grytten 2005).

2.3.3 Fase 2 – Overtrading

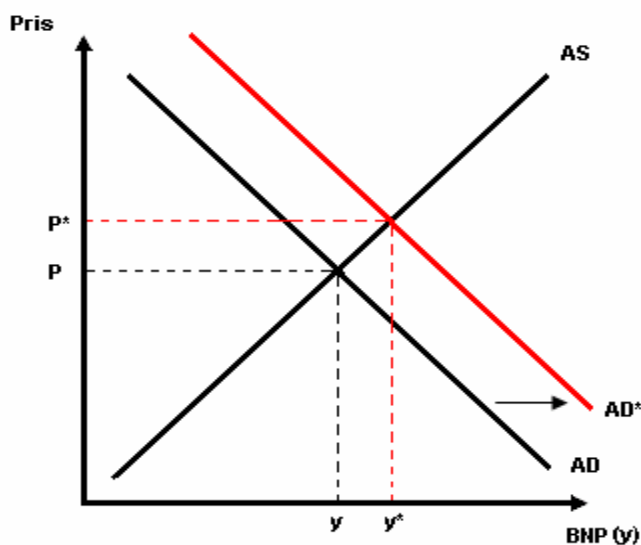
Når folk oppdager de nye profittmulighetene vil de også ønske å være med på denne oppgangen, og etterspørselen etter varer og finansielle aktiva øker. Adaptive forventninger om økt avkastning vil gjøre at markedsaktørene overestimerer profittmuligheten og positive bobletendenser kan observeres. Denne fasen blir referert til som ”overtrading”.

Hvilke varer eller aktiva som er gjenstand for spekulasjon varierer. Tidligere har vi sett eksempler på at folk har spekulert i alt fra tulipaner til gull mens det i den nyere tid er mer vanlig at det er aksjer, obligasjoner og eiendom det spekuleres i (Kindleberger 2005: 41-45). Den økte etterspørselen i bransjen som er utsatt fører til økt press på kapasiteten, prisene vil øke, noe som

igjen gir økte profittmuligheter. Dette stimulerer til videre investeringer og ytterligere inntektsøkning. Det oppstår så en optimisme som kan skape grunnlag for overestimering av forventet gevinst. Overoptimismen fører til at folk som normalt ikke foretar kjøp og salg går inn i det aktuelle markedet, i tillegg til den spekulasjonen som normalt foregår. Profittspekulasjonene skygger for normal rasjonell atferd og det oppstår en mani i økonomien og bobler kan bygge seg opp. For hvert enkelt individ vil det være rasjonelt å gå inn i markedet, men for markedet som helhet er dette negativt. Ordet mani henviser til noe irrasjonelt, og boble refererer til noe som kommer til å sprekke bare det blir stort nok. En boble kan både være et positivt og negativt avvik fra det normale (Kindleberger 2000: 13-17).

Økt optimisme og den lave renten medfører igjen økte investeringer. IS-kurven får nok et positivt og dette fører til at både BNP og renten vil stige. For AD kurven vil økt etterspørsel i økonomien igjen føre til at aggregert produktetterspørsel stiger og kurven får et positivt skift utover. BNP stiger ytterligere, i tillegg til at prisene (inflasjon) vil stige (Grytten 2005).

Figur I : Overtrading (AS-AD)



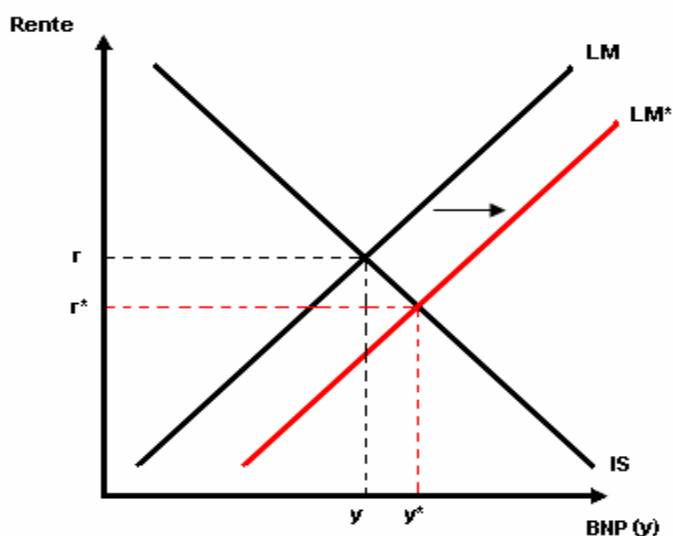
2.3.4 Fase 3 – Monetary expansion

Sti avhengighet vil føre til videre spekulasjon med økt pengemengde som resultat. Og for eksempel kan bankenes økning av totalt pengetilbud være det som gir næring til den spekulative manien og gjør at boomen blir et faktum. Denne monetære ekspansjonen kan foregå delvis

parallelt med "overtrading". Under en boom øker ikke bare utlån fra eksisterende banker, men også nye banker og utlånsinstitusjoner kommer til. Pengemengden i økonomien øker, og prisene vil stige. Også de som låner ut penger overestimerer forventet gevinst, og det blir gitt lån til usikre prosjekter som under normale omstendigheter ville blitt avvist. Forventningene om økt profitt vil stige parallelt med utviklingen i økonomien.

Økt pengemengde fører til at LM-kurven skifter utover. På grunn av større tilgang på likviditet vil renten vil synke og BNP øker ytterligere. Igjen får vi en økning i aggregert etterspørsel, slik at AD kurven gjør et positivt skift som resulterer i høyere priser og økt produksjon (Grytten 2005).

Figur II : Monetary Expansion (IS-LM)



2.3.5 Fase 4 – Revulsjon

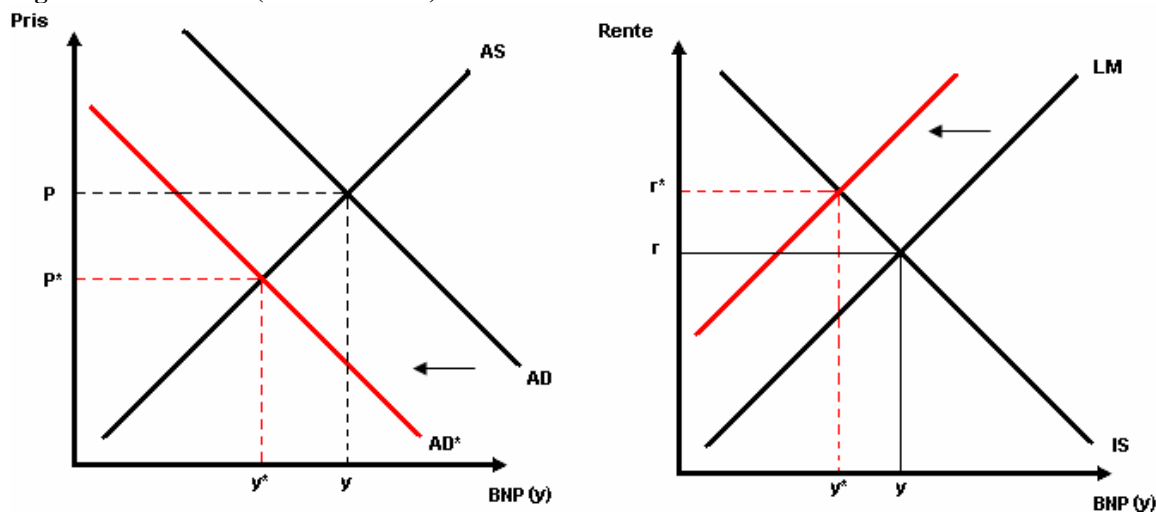
Når spekulasjonsboblen vedvarer lenge nok vil klare tegn i økonomien avsløre at den økonomiske oppturen ikke er kommet fra realøkonomisk vekst, men pengemessig ekspansjon. Vendepunktet, "revulsjon" vil komme, og økonomisk oppgang snur rask til nedgang. Etter hvert som den spekulative boomen har presset avkastningen og prisene til et visst nivå vil spekulanter selge seg ut av markedet for å få sin profitt. Prisene på investeringsobjektet begynner å avta, og det oppstår en nøling og usikkerhet i markedet. Etter hvert vil flere og flere ønske å realisere investeringene sine, resultatet blir fallende priser og spekulantene klarer ikke lenger å betjene lånene sine. Aktørene i markedet innser at toppen er nådd, og alle ønsker å trekke seg ut. Antall

konkurser øker, og panikken sprer seg blant de involverte. Det er ikke nok likvider i markedet til at alle kan realisere de investeringene som har blitt foretatt under spekulasjonen og som nå faller raskt i verdi. Alle aktørene ønsker å komme seg ut av markedet, og dette skaper en flokkatferd der alle prøver å kvitte seg med de samme aktiva før alle andre. (Kindleberger 2000: 13-17)

I denne fasen reduseres pengemengden og det blir mangel på likvider i markedet. Bankene vil ikke lenger låne ut penger, og LM-kurven får et negativt skift og renten øker.

Den høye renten gjør det dyrere å investere, og aktørene ønsker å selge seg ut ettersom investeringene synker i verdi. Den aggregerte etterspørselen vil synke og AD-kurven får et negativt skift innover i diagrammet. Dette fører til fallende priser, og en reduksjon i BNP.

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



2.3.6 Fase 5 – Discredit

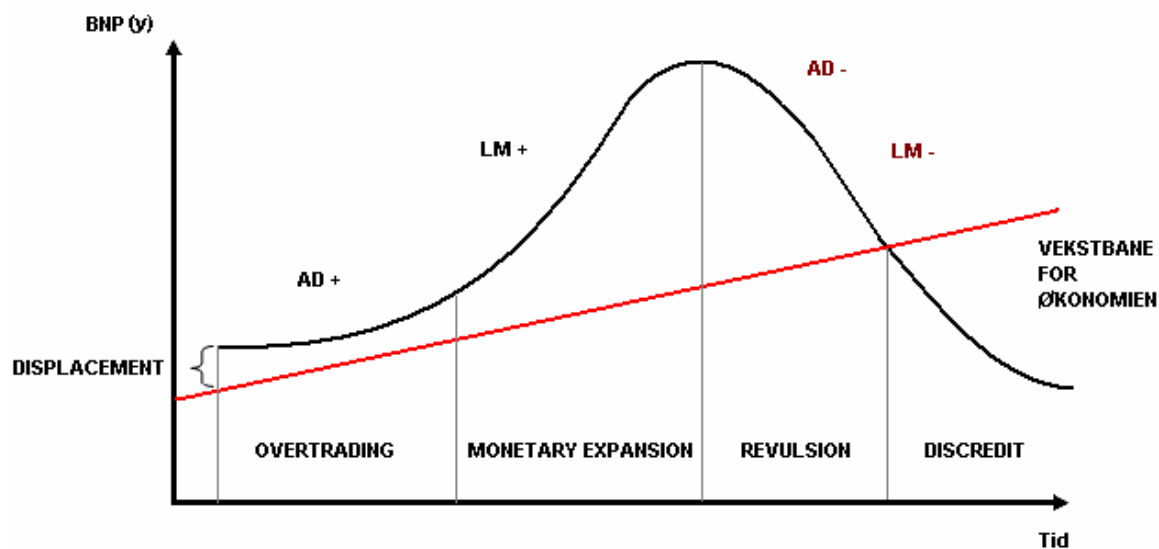
Til slutt, på grunn av negative forventninger og sti avhengighet, vil vekstraten i økonomien ende under det som er den naturlige vekstbanen i økonomien, og en opplever ”discredit”. Krisen er et faktum. I denne fasen er det på kort sikt rasjonelt for hvert enkelt individ å trekke seg ut, men ikke for markedet som helhet, og dette kan føre til en krise. Markedet er nå veldig følsomt for signaler, og for eksempel avsløring av svindel eller konkurser kan fremskynde krisen. Ofte kan også media være med på å skape panikk blant investorene og bidra til en forsterkning av krisen. Når investorene innser at det er en boble i markedet er det ingen vei tilbake, og markedet

kollapser. Det blir negative forventninger i økonomien slik at den økonomiske veksten er lavere enn den normale vekstbanen. Dette er den siste fasen i Minskys modell, og ifølge modellen vil krisen bli større og større helt til minst en av tre ting skjer:

- Prisene faller så mye at publikum igjen foretrekker mindre likvide aktiva.
- Handel blir stoppet ved at det for eksempel settes en nedre grense for prisfallet, eller at børser blir stengt
- En utlåner i siste instans, "lender of last resort", lykkes i å overbevise markedet om at tilstrekkelig med likvider vil bli gjort tilgjengelig, slik at etterspørselen etter objektet og tilliten til markedet gjenoprettes (Kindleberger 2000: 17-18).

I denne fasen mister markedet tro på fremtidig profitt, og stadiet er preget av lav og synkende optimisme. Mange bedrifter vil gå konkurs som følge av at aktørene selger seg ut og fordi bankene trekker tilbake kreditt og ikke lenger gir lån. IS-kurven vil få et negativt skift innover og både renten og aktiviteten i økonomien vil være på et lavere enn der vi startet. Som en følge av det negative skiftet i IS-kurven, vil også AD-kurven skifte innover. Både BNP og prisene faller. BNP vil være svært lav og veksten vil ligge under "normal" vekst for økonomien.

Figur IV : Hyman P. Minsky's Krisemodell



2.4 Kindlebergers kriseteori

Charles P. Kindlebergers (1911-2003) teori er basert på grunnstrukturen til Minsky, men er allikevel av en noe annen karakter. Han baserer sine studier i større grad på empirisk grunnlag, og er langt mindre deterministisk og pessimistisk enn Minsky. Kindleberger legger mindre vekt på distinkte faser i sin teori enn hva Minsky gjør, og i tillegg introduserer han konseptet om en hegemonimakt. Ifølge Kindleberger er utfallet og konsekvensene av en økonomisk krise avhengig av om, og på hvilken måte, en hegemonimakt agerer når en krise er på vei. Han legger også vekt på spredningen av kriser, hvor han hevder at mani og kriser lett spres seg til andre markeder, både hjemme og ute (Kindleberger 2000).

2.4.1 Finansielle krisers Anatomi

Kindleberger mener at de fleste finansielle kriser går gjennom tre hovedstadier: spekulativ mani, panikk og selve krisen (Kindleberger 2000)

Manisk fase

De fleste finansielle kriser er nesten alltid et resultat av en spekulativ mani. I økonomisk forstand er dette fenomenet kjennetegnet ved at markedsaktører søker en profitt som overgår forventet profitt, som igjen er høyere enn realisert profitt. Siden økonomisk teori bygger på at aktørene er rasjonelle, må en her legge til grunn at det som er rasjonelt for en enkelt markedsaktør ikke er rasjonelt for hele markedet på aggregert nivå. Grunnen til dette er at det åpner seg profittmuligheter på kort sikt som ikke kan vedvare over en lengre periode. Disse maniske tilstandene i et marked følger et fastlagt mønster. Minsky trekker frem det han kaller ”displacement” som en utløsende faktor for at markedsaktørenes profittforventning endrer seg. Kindleberger trekker i tillegg frem lav realrente, undervurdert risikopremie og feiltokninger av markedssignal som grunner til overestimering av profittmuligheter. Han hevder også at forskjellig asymmetrisk info mellom markedsaktører kan skape ubalanse, dvs. at insider-outsider teori kan forklare hva som kan utløse spekulative manier. Det finnes mange historiske tilfeller der etterspørsel og tilbud ikke opptrer samtidig, og dette vil føre til at markedet kommer i ulikevekt, ”displacement”. Resultatet blir det samme; overvurderte verdier (Kindleberger 2000: 23-49)

Panikk

Panikk kan i økonomisk sammenheng defineres som dramatiske og irrasjonelle endringer i markedsaktørene sine disposisjoner. Den adaptive profittvurderingen blir lavere enn forventet profitt, og man kan hevde at den rasjonaliteten som blir gjenvunnet etter oppgangsfasen blir tapt med negativt fortegn. Kjentegn på denne fasen er at usikre signal og svekket virksomhetsresultat endrer markedsaktørene sine fortjenesteestimat. Det oppstår tydelige bobletendenser i økonomien, og man vil i økende grad se tilfeller umoralsk og kriminell atferd hvor selskaper prøver å øke profitten ved hjelp av tvilsomme og ulovlige metoder. Gevinstene blir realisert og utryggheten brer seg i markedet. Det faktum at markedsaktørene ønsker å følge prisbanen til topp- og bunnpunktene før de agerer, er med å på å forsterke svingningene (Kindleberger 2000: 91-105).

Krakk

Den tredje fasen, krakket, oppstår når fiktive verdier blir priset langt lavere enn de reelle verdiene. Markedet er kjennetegnet av pessimisme og frykt. Krakk vil oppstå når spekulative bobler trekker seg sammen og markedets fortjenesteforventninger endrer seg rakst i negativ retning. Adaptive forventninger skaper ”sti avhengighet”. Sentrale aktører forsøker å komme seg ut av markedet og dette skaper en flokkatferd.³ Resultatet er ”torschlusspanik”; en situasjon der samtlige aktører strømmer til ”døren” for å komme seg ut av markedet før muligheten blir ”lukket” (Kindleberger 2000: 17).

Kindleberger viser videre i sin teori fem perioder i utviklingen av en krise. I motsetning til Minsky er Kindlebergers teori mindre deterministisk og pessimistisk, men mer en nøytral og dynamisk teori. Det er ikke opplagt hva som skjer, og en forstyrrelse i økonomien, ”displacement”, trenger ikke nødvendigvis føre til en krise. Kindlebergers teori er basert på empiriske undersøkelser, og ikke rent teoretisk slik som Minsky. Den er heller ikke pessimistisk slik at utfallet av krisen er mer åpent, og sterkt kan påvirkes av en såkalt hegemonimakt (Grytten 2005).

³ Panikkartet framferd der alle markedsaktørene prøver å kvitte seg med det samme aktiva før alle andre.

2.4.2 Monetary expansion

”Monetary expansion” er det samme som Minskys ”displacement”, ett såkalt uventet etterspørselssjokk. Teorien slår fast at spekulative manier akselererer gjennom penge- og kreditt ekspansjon, eller i noen tilfeller er et resultat av opprinnelig penge- og kreditt ekspansjon. Altså kan en forskyvning i økonomien føre til pengeekspansjon, eller en pengeekspansjon i seg selv kan være den utløsende forskyvningen som fører økonomien ut av likevekt. I motsetning til Minsky som legger stor vekt på et eksogent sjokk forut for boomen, hevder Kindleberger altså at en monetær ekspansjon i seg selv er nok til å utløse en boom. Dette fenomenet er inflasjonsskapende og vil i sin tur undergrave den økonomiske veksten gjennom uønskede inntektsoverføringer mellom ulike grupper, økt risikopremie og feilprising mellom tilbud og etterspørsel.

Det er mange ulike oppfatninger om hvordan myndighetene skal regulere pengemengden. Monetaristene sin holdning er at man ved å styre pengemengdene etter en årlig fastsatt vekstrate vil kunne kontrollere at penge- og kreditt ekspansjoner ikke resulterer i spekulative manier. Problemet er at penger har en liten ”absolutt størrelse” som er vanskelig å ankerfeste i et fast forhold til økonomien. I historisk kontekst, der myndighetene har prøvd å holde pengemengden konstant eller i konstant vekst, har det like fullt, under spekulative oppgangskonjunkturer, funnet sted en pengemessig ekspansjon. Dette skyldes at under slike perioder har økonomiske nyvinninger muliggjort kredittutvidning, uten at pengemengden per gammel definisjon vokser. Derimot vil omløpshastigheten i økonomien vokse. Kindleberger hevder også at en spekulativ oppgangsperiode vil kjennetegnes ved at kvaliteten på investeringer som blir gjort er fallende, selv om ikke pengemengden i seg selv vokser faretruende (Kindleberger 2000: 49-73).

2.4.3 Swindles

Uttrykket ”swindles” tolkes i vid forstand av Kindleberger, og omhandler alt fra spekulasjon, umoralsk atferd, gråsonaktiviteter til ren kriminell atferd blant markedsaktørene. Dett er et fenomen som kan observeres når avkastningskravet til en investering overstiger kontantstrømmen investeringen genererer, noe som ofte hender i spekulasjonsøkonomier. Typiske eksempler kan være unndragelse av skatteforpliktelser, at selskapsgjeld som forfaller blir tilbakebetalt med stadig nye lån, tvilsom regnskapsføring for å skjule tapstal og overvurdering av eksisterende

verdier. På den måten vil for eksempel bedriftsledelsen prøve å utnytte for eksempel aksjonærer, långivere og myndigheter. Etter som spekulasjonsboblen utvikler seg vil utslagene av umoral og kriminalitet bli observert stadig oftere, og med økende grad av alvor. Teorien legger til grunn at svindel øker ved økonomisk fremgang. Under en boom vokser folks formue og individer blir mer og mer grådige, og det er nå man ser flere og flere som vil utnytte situasjonene til sin fordel. Når situasjonen ikke lenger kan utnyttes, vil profesjonelle aktører ofte se det, og de trekker seg da ut av markedet. Dermed er man i starten på neste kritiske periode som er "revulsion" (Kindleberger 2000: 73-91).

2.4.4 Revulsion – Den kritiske fasen

Kritisk fase i Kindlebergers teori beskriver tiden etter en fase med overoptimisme og starten på det som i Minskys modell omtales som vendepunktet og krise. Ifølge Kindleberger vil endrede forventninger, optimisme, pengereikdom og spekulasjon kunne snu seg til panikk i markedet, som deretter vil kunne føre til krakk. Dette er derimot ikke alltid tilfellet, og mange faktorer avgjør om, og i hvilken grad, nedturen kommer. Her skiller som tidligere nevnt Kindleberger seg fra Minsky, som i sin modell sier at dette alltid leder til en krise.

Teori om rasjonelle forventninger er ofte bygd på forutsetningen om at forventningen endrer seg i forhold til hendelser og ny informasjon, at markedet reagerer svært raskt på ny informasjon og at rasjonelle forventninger dermed blir endret nærmest simultant med de nye signalene. Historien viser derimot at forventningsendringer kan skje både raskt og over en relativt lang tidsperiode. Dette er avhegning av mange faktorer, da særdeles hva styresmaktene foretar seg. Milton Friedman har hevdet at om styresmaktene sitter på mer kunnskap enn spekulantene, er den fornuftige løsningen å gjøre denne informasjonen tilgjengelig og på denne måten fjerne noe av uvissheten som råder i et nervøst marked. (Kindleberger 2000: 164)

Financial distress

I denne "delperioden" kan man observere økonomiske vanskeligheter, både på mikro- og makroplan. For virksomheter gir dette seg utslag i redusert etterspørsel etter varer og tjenester, og dermed fallende priser slik at finanskostnader ofte overstiger inntjeningen. På makroplan vil situasjonen gi seg utslag i nervøse verdipapirmarkeder fordi mange økonomiske indikatorer

avviker fra normalen; sentralbanken sine valutareserver minker, samlet gjeldsgrad til selskaper øker, redusert eksportoverskudd og tapt konkurransevne. Grunnene til de økonomiske vanskelighetene er ofte vanskelig å skille fra symptomene, men ofte dreier det seg om økende etterspørsel etter kapital og kreditt i tider når risikovillig kapital har vært en knapp faktor. Etter en periode med stigende priser har investorer og spekulanter blitt vant med at prisene stiger at det derfor er mulighet for rask profitt. Selv om det er vanskelig å avgjør om avtagningen i prisstigningen kun er et forbigående fenomen eller om det signaliserer et vendepunkt i økonomien, vil det like fullt skape nervøsitet som i sin tur skaper ”financial distress”. Dette vil igjen gjøre at finansinstitusjonene opplever en høyere risikoeksponering på eksisterende utlån, og de vil derfor være motvillige mot å rullere lånene videre. Problemene kan også komme fra eksterne årsaker; rakst økende importbehov, økonomiske vanskeligheter i utlandet som fører til utgående internasjonale kapitalstrømninger eller ekstraordinær dividende fra utenlandske selskaper (Kindleberger 2000: 94-97).

Krakk og panikk

Et krakk kan defineres som priskollaps i et marked eller det kan være at en viktig bank eller et stort selskap går over ende. Det første vil kunne ha en utløsende serieeffekt der et prisfall i varemarkedet vil redusere verdiene til selskaper som tilbyr gitt var, dermed blir selskapet mindre kredittverdi og långivere vil ikke ønske å utstede nye lån, men heller trekke tilbake de som allerede er utestående. Reduserte inntekter fører til kapitalmangel og dermed salg av aktiva for å skaffe likviditet, dette forsterker prisetallet. Dermed vil flere markedsaktører få redusert sine inntekter og således få problemer med å håndtere gjelden sin. Omfattende panikk og finansielt krakk kan bli resultatet (Kindleberger 2000: 100-107).

2.4.5 Innenlandsk spredning

Innenlands spredning av kriser skjer når krise i ett marked smitter over til ett eller flere andre markeder. Hvordan nedturen smitter fra et marked til et annet kan illustreres ved å se på aksje og eiendomsmarkedet. Når aksjemarkedet faller kraftig i verdi vil mange aksjonærer være tvunget til å selge med tap. Eiendomsinvestorer opererer, på den andre side, oftest med en lengre tidshorison der investeringer er finansiert langsiktig gjennom banklån og ikke gjennom kortsiktig kreditt hos en finansinstitusjon. Like fullt vil en nedtur i aksjemarkedet etter hvert føre til

nedgang i etterspørselen etter kontorlokaler, tomteareal og andre eiendomsobjekt. Når offentlige avgifter, eiendomsskatter og finanskostnader ruller som vanlig, mens leieinntekter faller, vil mange aktører bli tvunget til å selge eiendom. Dette vil i sin tur føre til prisnedgang, ekstraordinære avskrivninger og økte finanskostnader. Kindleberger hevder like fullt at det ikke er enkelt å påvise en årsakssammenheng mellom nedgang i aksjemarkedet og synkende eiendomspriser, og motsatt eller om dette er en gjensidig forsterkende effekt. Det er også vanskelig å hevde hva som er den utløsende årsaken, ”displacement”, for bobleutviklinger i aksje- og eiendomsmarkeder, men man kan slå fast at prisoppgangen sjelden bare er refleksjon av inflasjon eller konsumprisutviklingen.

En sentral faktor for formuesprisbobler og innenlandsk forplantning er sentralbanken sin rolle. De fleste sentralbanker velger å styre etter et inflasjonsmål, der styringsrenten blir satt med tanke på at prisstigninger nå skal nå et fastsatt nominelt mål. Selv om konsumvareindekser som er grunnlaget for måling av inflasjonen, ikke blir påvirket av endringer i formuespriser blir det av Kindleberger argumentert for at selv om aksje- og eiendomsbobler ikke påvirker banklikviditeten, vil sentralbanken også måtte ta hensynt til dette fordi effisiente markeder vil predikere fremtidige konsumpriser. Om Sentralbanken heller prøver å føre en fastkurspolitikk, vil ikke spillerommet være det samme. Da vil en innenlandsk renteøkning, for å hindre formuesbobler i økonomien, påvirke valutakursen, noe som strider med sentralbanke sin hovedmålsetning (Kindleberger 2000: 109-117).

2.4.6 Utenlandsk spredning

”Overtrading” skjer ikke bare i det landet eller regionen hvor spekulasjonen foregår. Helt siden første verdenskrig har det vært vanlig at investorer ser utenlands for spekulative investeringer. Etter at internett ble tilgjengelig, har mengden utenlandske investeringer økt kraftig. Utenlandske investorer kan slenge seg på hver finansiell bølge hvor som helst i verden og smittefaren for kriser er derfor stor.

Finansielle kriser har en tendens til å opptre på internasjonalt nivå, enten parallelt mellom land eller ved at en krise sprer seg fra opphavlandet til andre land. At varepriser som blir fastsatt på internasjonale markeder vil fluktuere i takt fra land til land er selvsagt, men man observerer ofte

også at nasjonale markeder blir påvirket av hverandre. For eksempel har internasjonale aksjemarkeder historisk sett utviklet seg parallelt, et fenomen man særlig observerer under finansielle kriser. Dette kan forklares ved å se på de ulike transmisjonsmekanismene som varierer mellom internasjonale markeder under finansielle kriser. Arbitrasjehandel i varemarkeder og finansmarkeder, pengestrømmer, portfolioplasseringer, rentebærende papir og samkjørte markedsoperasjoner mellom ulike sentralbanker vil kunne virke konjunkturspredende. Oppganger i ett land vil kunne føre til optimisme i andre land, ofte gjennom rene psykologiske kanaler. På samme måte vil også en krise i et land føre til krise i et annet.

Det kan også skje endringer i tilbud av penger og kreditt. Tidligere under gullstandarden kunne for eksempel et nytt gullfunn øke pengemengden. I dag er det ofte endringer i renter eller kredittvolumet som endrer pengemengden. En endring av pengemengden i et land vil også kunne skape internasjonale effekter. Om et land opplever inflasjon, vil denne kunne spre seg til andre land fordi det da finner sted en kapitaleksport fra landet. Store kapitalbevegelser kan også komme fra alvorlige hendelser som kriger, revolusjoner, innovasjoner, endret penge/finansiell politikk eller ubalanse i valutamarkedene. En valutaappresiering henger ofte sammen med deflasjon, det vil si fallende priser. Tilsvarende hører valutadepresiering og inflasjon sammen. En valutadepresiering i et land som produserer en internasjonal handlet vare kan presse prisen på denne varen ned på verdensmarkedet og dermed lede til konkurser i andre land. Store globale pengestrømmer vil kunne skape ubalanse i nasjonale økonomier slik at kriser sprer seg over landegrensene. Dette kan føre til en dypere og mer langvarig krise hvor det kan være nødvendig med pengepolitisk koordinering over landegrensene for å komme ut av krisen, noe som ikke alltid er like enkelt (Kindleberger 2000: 117-139).

2.4.7 Tiltak når krisen er et faktum

La det gå over av seg selv

Et syn på panikker er at de vil kurere seg selv. Dette synet tilsier at det kan være uheldig å komme med hjelpetiltak for å stoppe en panikk. Et annet motstridende synspunkt er at det er ønskelig å fjerne investeringene som er preget av bobler og mani. Kindlebergers viktigste motargument mot at panikk bør kureres av seg selv er at det aldri skjer. Det finnes eksempler på at myndighetene har blitt anbefalt å ikke gripe inn, men at de motvillig er blitt tvunget til å gjøre det. En måte å gripe inn på, som ikke er særlig vellykket, er å stenge markeder. Hvis markedet

stenger under panikk forverres gjerne neste panikk, da investorene frykter at det skal bli stengt igjen, og selger gjerne unna investeringene sine på et enda tidligere tidspunkt. Andre tiltak som er gjort er bruk av lovbestemt stenging av banker, "bank holiday", og innstilling av publikasjon av alle bankregnskap. Hensikten med dette er at "det du ikke vet har du ikke vondt av", slik at ikke finansinstitusjoner skal miste tillit til bankene. Kindleberger anbefaler ikke å la krisen gå over av seg selv, men han hevder derimot at tilstedeværelsen av en hegemonimakt er avgjørende for om det blir en krise, og krisens varighet og dybde (Kindleberger 2000: 139-144).

Lender of last resort - LLR

En "långiver i siste instans" skal yte kreditt og likviditet for å stanse realaktiva og likvide finansaktive fra å bli omgjort til kontanter. Når krisen oppstår skal LLR tilby rikelig med rimelig og langsiktig kreditt for å moderere intensiteten og varigheten. Det er som oftest en sentralbank som innehar denne rollen, men Kindleberger nevner også andre historiske eksempler som kongen eller finansdepartementet. Det er flere dilemmaer knyttet til en LLR. For eksempel kan det oppstå problemer fordi det blir tatt mer sjanser og mindre hensyn til risiko i et marked som vet at de vil få støtte av en långiver. Hvis det derimot ikke finnes noen som yter lån og kreditt for å kompensere mangel på likviditet, kan markedet bryte sammen.

Kindleberger konkluderer med at markedet trenger et organ som kan ta ansvar for pengepolitikken og sørge for stabilitet. Videre hevder han at det kan være optimalt å la det være usikkert om hvorvidt en "långiver i siste instans" vil gripe inn eller ikke (Kindleberger 2000: 161-178).

2.4.8 Hegemonimakt

Kindleberger mener at markeder med fullkommen konkurranse er det beste, men det eksisterer sjelden. I hans kriseteori står begrepet *lederskap* svært sentralt. Det nest beste alternativet til fullkommen konkurranse er derfor markeder med "ledere" som driver stabiliserende aktiviteter. Finansmarkeder kan for eksempel ikke bli overlatt til seg selv. Det er ingen som får tildelt rollen som hegemonimakt eller bevisst påtar seg denne rollen. En hegemonimakt kan for eksempel være et land som er så velstående at det selv i dårlige tider etterspør produkter. For Kindleberger er det sentralt i teorien at man ikke bare på nasjonalt, men også på internasjonalt plan har en leder, hegemonimakt, som tar ansvar for stabiliteten i økonomien. Marshall hjelpen er et eksempel på at

verdenssamfunnet har behov for en sterk og ansvarlig hegemonimakt (den gang USA), som kan lede verdensøkonomien ut av en krise. En hegemonimakt skal også være i stand til å opptre som långiver i siste instans og tilby langsiktige lån. Tidligere har det gjerne vært verdens ledende finansmakt som har hatt rollen som hegemonimakt. En hegemonimakt har grovt sett fire hovedoppgaver:

1. Opprettholde åpne markeder for varer som opplever etterspørselsproblemer

Varemarkedene har behov for en leder som sørger for å opprettholde etterspørselen i vanskelige perioder. På det nasjonale plan kan dette være markedslederen i det aktuelle markedet. Før den store depresjonene i mellomkrigstiden fikk for eksempel primærvareproduserende land lån fra blant annet Storbritannia til å finansiere lageroppbygging av varer når det var dårlig etterspørsel, slik at vareprisene ikke skulle falle under en konjunkturedgang. Uten disse lånene ville prisene falt, og man ville økt produksjonen for å opprettholde inntektsnivået - noe som bare ville forsterket problemene ettersom økt produksjon ville resultert i ytterligere prisfall.

2. Stå for motsykliske langsiktige utlån

Motsykliske lån virker stabiliserende på det økonomiske systemet. Langsiktige lån til gode vilkår bør derfor gis i nedgangstider, mens utlånsaktiviteten dempes i oppgangstider. Disse lånene må være stabile og ikke trekkes tilbake i dårlige tider

3. Opptre som en "lender of last resort" ved å sørge for likviditet i markedet

Ved finansielle kriser vil folk ut av real- og illikvide finansielle aktiva og inn i papirpenger. Hvis disse bevegelsene ikke stoppes vil kappløpet mot den begrensede pengemengden føre til at markedsdeltakerne i forsøket om å redde seg selv, hjelper til med å ruinere andre. Markedet klarer av flere grunner ikke å ordne opp selv. En nasjonal eller internasjonal "lender of last resort" bør da stå klar til å stoppe disse bevegelsene ved å gjøre flere penger tilgjengelig, slik at man får dempet panikken. Under bankkrisen 1988-1993 I Norge tok sentralbanken på seg ansvaret med å sikre stabiliteten i det finansielle systemet. Under Asia-krisen i 1997-1998 påtok IMF seg dette ansvaret, sammen med sentralbanken i de landene som ble rammet.

4. Koordinere makroøkonomisk politikk og sørge for et stabilt valutasystem

Storbritannia og USA, som begge tidligere har vært hegemonimakter, har ikke lenger et så sterkt økonomisk og finansielt lederskap. Kindleberger er usikker på om samarbeidet om beslutninger og handlinger mellom verden mektigste land (G-3, G-5, G-7 og G-10) og Det internasjonale pengefondet, IMF, er sterkt nok til å sørge for stabilitet i de internasjonale finansmarkedene. Mange økonomer har fremmet ønsker om et helt nytt design for den finansielle arkitekturen. Jeffrey Sachs er for eksempel en som har fremmet forslag om en internasjonal konkursdomstol (Sachs 1995). Kindleberger er, som Barry Eichengreen, ikke enig i dette. Han ønsker at IMF skal beholde sin rolle som internasjonal "långiver i siste instans", og mener man heller bør forbedre de institusjonene man allerede har på plass. Spesielt peker han på viktigheten av at IMF og dets klienter er blitt mer åpne når det gjelder låneavtalene ved at de ikke lenger holdes hemmelige (Sandal 2001). Dette skaper større transparens i handlingene til IMF og bedrer signaleffekten overfor internasjonal økonomi.

Ifølge Kindleberger kan lederskap avkorte depresjonen etter en finansiell krise. Han viser da til 1873, 1890 og 1931, hvor man ikke hadde en "lender og last resort". Disse depresjonene var langvarige mens episoder der en långiver var til stede har vært mildere. Han fremhever imidlertid at det ikke nødvendigvis er en slik sammenheng mellom "långiver i siste instans" og depresjonens lengde. For det første må denne funksjonen utføres riktig. For det andre avhenger følgene av en finansiell krise også av andre variabler, spesielt faktorer som påvirker langsiktige investeringer som befolkningsvekst, etterspørselsvekst som følge av krig, eksport og tilstedeværelse eller fraværet av innovasjoner (Kindleberger 2000: 161-216).

2.5 Videre analyse

Videre i oppgaven vil jeg først gjøre rede for hvordan økonomien i Norge har utviklet seg de siste år og utsiktene fremover. For å vurdere mulighetene til en fremtidig finansiell krise i Norge vil jeg benytte meg av teorien til Minsky og Kindleberger for å beskrive dagens situasjon i lys av deres rammeverk. For å få noen tekniske mål til å bygge oppunder teorien vil jeg også foreta P/E tester og en trendberegning med avvik fra trend.

2.5.1 P/E test

Price/Earnings- eller pris/inntjenings-verdi viser salgsverdi (P) i forhold til fundamental/reel verdi (E). En P/E-analyse viser relasjonen mellom pris og inntjening på finansobjekter, vanligvis aksjer.

P/E har lenge vært brukt som et vurderingsverktøy. Benjamin Graham og David Dodd (1940) noterte at før 1927 var en P/E rundt ti den aksepterte benchmarken. De satt en P/E på 12 for selskap med typiske nøytral prospekter, og 20 som den øvre grensen når man skulle investere i aksjer. Williams (1938) var den første til å formalisere at et firmas egenkapitalverdi er ekvivalent med nåverdien av fremtidige forventet dividende. Det finnes flere modeller for å beregne P/E verdi. Over en gitt periode, beveger de fleste aksjepriser seg i samme retning som markedet fordi de til en viss grad er utsatt for de samme økonomiske drivkreftene. Det er derfor mulig å kalkulere en markeds P/E på en hel aksjeindeks som kan brukes til å verdsette dets verdi. En teknikk er å måle den nåværende markeds P/E med dagens tall og så sammenligne den med en P/E som er regnet ut ved å estimere variablene i en flerstegsmodell. Hvis den nåværende markeds P/E er høyere (lavere) enn den fundamentale P/E så bør man senke (øke) andelen av aksjer i porteføljen. Dette kan også brukes som en viss indikator for å sjekke om aksjemarkedet er på et unormalt nivå i forhold til historiske tall (Ibbotson 2001).

I en P/E analyse er det mest relevant å se på relative størrelser og endringer i P/E verdier. Da tallene i seg selv isolert sett ikke gir noen mening. For eksempel vil markeds P/E i USA sjelden overstige 20, mens det japanske P/E tallet flere ganger har oversteget 50. Dette tyder da på at investorer ser på japanske firma som bedrifter med eksepsjonelle vekstmuligheter og/eller lav kapitalkostnad. Men det er et viktig poeng at japanske regnskapsregler undervurderer inntjeningen i forhold til det amerikanske lover gjør (Ibbotson 2001).

Dersom pris er betydelig høyere enn inntjening er dette et signal om en finansiell boble. Dette viser ikke bare positive bobler, men kan også vise negative. Store avvik fra trend indikerer ofte finansielle bobler, men dette må vurderes i hvert enkelt tilfelle. En boble kan defineres slik: "Selvoppfyllende avvik mellom fundamental verdi og markedspris, som fortsetter inntil vilkårene for selvoppfyllelsen opphører" (Grytten 2005).

2.5.2 Trend- og avviksanalyse

En finansiell krise kan måles ved signifikant negativt avvik i finansielle nøkkelstørrelser fra trend. Det er derfor viktig å kunne

- måle trend
- foreta trendjusteringer
- måle avvik fra trend
- se om det er i ferd med å bygge seg opp bobler
- avgjøre om en er i ferd med å gå inn i en krise (Grytten 2005).

HP-Filter

I siste del av oppgaven vil jeg foreta trend og avvik fra trend beregninger ved hjelp av et Hodrick-Prescott filter, i tillegg til å benytte artikler som har brukt samme filteret i sine beregninger.

Hodrick-Prescott (HP) filteret estimerer en uobservert tidstrend for variabler til en tidsserie. Denne prosedyren ble introdusert av Hodrick og Prescott i en konjunktursykelstudie i 1980, men ble først publisert 17 år senere i 1997 (Yakhin 2003). Hodrick-Prescott filter er en enkel, teknisk metode som forutsetter at en tidsserie kan dekomponeres i en trendkomponent og en syklisk komponent.

Metoden isolerer den sykliske komponenten ved et minimeringsproblem som består av et mål på "fitness" av tidsserien og et mål på "smoothness". For å holde orden på dette problemet er det lagt inn en "trade-off" parameter λ . Hvis λ settes til 0 vil trend komponenten være lik den originale serien, mens når λ går mot uendelig vil trend komponenten nærme seg en lineær trend (Kim 2004). Valget av λ avhenger av frekvensen på data som analyseres. De vanligste verdiene som er foreslått i litteraturen er 100 for årlige data, 1600 for kvartalsvise data og 14400 for månedlige data, og det er disse verdiene jeg vil benytte i min beregning.

Semilogaritmisk skala

For å få et sammenligningsgrunnlag til HP-trenden vil jeg også beregne semilogaritmisk trend for de aktuelle tallseriene. Hvis tallrekkene gjøres om på semilogaritmisk vil man kunne se den

relative utvikling i tallene. Semilogaritmisk trend er nyttig hvis vi er interessert i "rate of change" for en tidsserie. En rett trendlinje ved estimering på semilogaritmisk skala vil signalisere konstant endring, mens en bratt linje signaliserer "rapid change" i oppgang eller nedgang (Aavitsland & Prikazsky 2005).

Svakheter ved trendberegning

Trendavvik i finansielle markeder kan være et godt instrument for å måle og forutsi finansielle kriser. Trendmetoden er enkel og oversiktlig i bruk. Men metoden har også noen svakheter:

- Forutsetter at utviklingen i prognoseperioden fortsetter som den har vært i fortiden, dvs:
 - Faktorene som påvirket de historiske tallene virker på samme måte/omfang også i fremtiden
- Fanger ikke opp endringer i markedssituasjonen som skyldes nye faktorer:
 - En vesentlig svakhet som er avgjørende å være klar over (Grytten 2005).

3.0 Samtidshistorie/Empiri

3.1 Hvordan har økonomien utviklet seg de siste år

Jeg vil her ta utgangspunkt i året 1993, da vi hadde lagt bankkrisen bak oss, konjunktorene snudde og det ble ført en stram finanspolitikk.

3.1.1 Etter bankkrisen

Rundt inngangen til 1993 gikk norsk økonomi inn i en langvarig oppgangskonjunktur, hjulpet av en markert rentenedgang, høy vekst i offentlig forbruk og konjunkturomslag internasjonalt. Husholdningens økonomi var blitt bedre etter flere år med nedbetaling av gjeld. Dette kan ha ført til at et behov for biler og andre varige forbruksvarer kan ha bygget seg opp i lavkonjunktoren, ført til at etterspørselen fra husholdningen tok seg opp. Etter en lengre periode med lavere pris- og kostnadsvekst enn hos handelspartnere, var konkurranseevnen betydelig forbedret. Det la grunnlaget for sterk vekst i konkurranseutsatt sektor. Økt inntjening og høyere kapasitetsutnyttelse bidro til høy investeringsvekst i næringslivet frem mot 1998. Sysselsettingen økte med nære 23 000 fra 1993 til 1998. Samtidig kom yrkesdeltakelsen opp på et historisk høyt nivå. Arbeidsledigheten ble nær halvert i denne perioden, fra en topp på rundt seks prosent av arbeidsstyrken i 1993.

Fra 1998 avtok veksten noe i den norske økonomien. Det skyldtes i stor grad uro i internasjonale kapitalmarkeder i samband med den såkalte Asia-krisen, kraftig fall i oljeprisen og dobling av rentenivået i et forsøk på å forsvare kronekursen. Virkningene på konjunkturutviklingen hos Norges viktigste handelspartnere ble imidlertid moderate. Oppgangen fortsatte snart både i USA og Europa, som passerte konjunkturtoppen henholdsvis tidlig og sent i 2000. Høy internasjonal etterspørsel, høye råvarepriser og ny rentenedgang sørget for at konjunkturoppgangen varte enda noen år også i norsk økonomi (Benedictow 2005).

3.1.2 Omlegging av pengepolitikken

Kjell Storvik gikk av som sjef i Norges Bank ved årsskiftet 1998-1999 og ble avløst av Svein Gjedrem. Det ble ingen renteøkning som mange hadde fryktet, og Gjedrem overrasket ved å uttale at det ville være fullt mulig å endre renten før kronen hadde styrket seg tilbake til utgangsleiet. Dette ledet umiddelbart til en nedgang i tre måneders pengemarkedsrente. 27. januar

ble Norges Banks styringsrente satt ned med 0,5 prosent. En renteøkning vinteren 1998-99 kunne ha svekket kronen i kjølvannet av et kraftig oljeprisfall og presstendenser innenlands (FIN – NOU 2000). Høsten 1998 var slik at for hver renteøkning som kom, jo svakere ble kronen. En kortsiktig fastkurspolitikk av den typen Norges Bank hadde ført ved flere tidligere anledninger, senest høsten 1998, virket til å forsterke konjunktursvingningene. Politikken var selvmotsigende. Noe lignende hadde Emil Diesen sagt om den norske paripolitikken i 1920-årene. ”Deflationenes vei er falliternes vei” skrev han i 1921, noe som viste seg å være et godt resonnement utover 20-tallet. I 1999 var altså Gjedrem kommet til samme konklusjon som Diesen i 1921 (Hanisch 2001).

En rekke personer begynte på denne bakgrunn å lure på om den norske valutapolitikken var lagt om. Da Kjell Storvik var sentralbanksjef søkte han flere ganger om lov til å endre fokuset fra mekanisk å se på valutakursen, til også å vurdere de fundamentale forholdene i økonomien ved fastsettelsen av renten. Dette ble imidlertid avslått av regjeringen. Forskjellen var at Storvik hadde forsøkt å endre valutaforordningene, men fått avslag. Gjedrem hadde bare gjort det uten å spørre.

3.1.3 Nye handlingsregler for den økonomiske politikken

År 2000 ble et konsolideringsår for norsk økonomi. Veksten i produksjon og sysselsetting ble svært moderat, og høykonjunktoren fra siste halvdel av 1990-tallet ble lagt bak oss. Kostnadsveksten fortsatte, men i et mer moderat tempo enn i de foregående årene, selv om ledigheten var lav og det var betydelig stramhet i deler av arbeidsmarkedet. Til tross for sterk vekst i oljeinntektene var finanspolitikken nøytral, mens pengepolitikken ble lagt om i kontraktiv retning. Overskuddene i stats- og utenriksregnskapet ble rekordhøye. Korrigert for veksten i energipriser og virkningen av valutakursutviklingen var prisveksten fortsatt moderat, delvis fordi produktivitsveksten i fastlandsøkonomien tok seg opp igjen etter en svak utvikling de siste årene.

I løpet av 2001 svekket arbeidsmarkedet seg noe, samtidig som den underliggende prisstigningen gradvis avtok, delvis som følge av en klart styrket kronekurs. Vekst i realinntektene og høy sysselsetting gjorde året til et godt år for folk flest. Høy oljepris i 2000 og 2001 gav rekordhøye overskudd i utenriksøkonomien og oljepengene har blitt synliggjort i et raskt voksende

Petroleumsfond. Dette, sammen med høy kostnadsvekst og økende press på offentlig sektor, førte til viktige veivalg i den økonomiske politikken. 2001 ble det året da vi bestemte oss for å gå fremover og ikke rygge bakover inn i en oljesmurt økonomi (SSB: Økonomiske analyser 1/2001).

I 2001 innførte myndighetene to nye handlingsregler for den økonomiske politikken. Pengepolitikken skulle innrettes med sikte på å oppnå en moderat vekst i konsumprisene mot tidligere å ha tatt sikte på å opprettholde en stabil valutakurs mot euro (SSB: Økonomiske analyser 1/2002). Det ble innført et inflasjonsmål på 2,5 prosent (Hanisch og Søylen, 2001). Det operative målet er fastlagt i forskrift for pengepolitikken av 29. mars 2001. Der heter det blant annet at "Det operative målet for pengepolitikken skal være årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser". Videre sies det at pengepolitikken skal sikte mot "stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, herunder også stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig bidra til å understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting" (SSB: Økonomiske analyser 1/2004). Pengepolitikken skulle med andre ord rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Målet er symmetrisk – det er like viktig å unngå for lav inflasjon som for høy inflasjon (Gjedrem, NB: Årstalen 2002).

I finanspolitikken skulle den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet kunne trekkes inn på inntektssiden i statsbudsjettet slik at petroleumsinntektene gradvis kunne innføres i norsk økonomi. I praksis ville dette si at finanspolitikken ble noe mer ekspansiv enn man tidligere la opp til. Denne nye handlingsregelen innebar at staten fortsatt ville spare alle løpende inntekter fra petroleumsutvinningen i Petroleumsfondet. På denne måten vil både Petroleumsfondet og gjenværende verdier av petroleumsreservene komme framtidige generasjoner til gode. Myndighetenes valg av hvor mye av den samlede petroleumsformuen som skal finansiere forbruk i dag påvirker i stor grad Norges samlede sparing og dermed forbruksmulighetene i fremtiden (SSB: Økonomiske analyser 1/2002).

Handlingsregelen sier at oljepengene skal fases gradvis inn i norsk økonomi ved at en hvert år kan bruke 4 prosent av petroleumsfondet. Handlingsregelen er fleksibel, ved at det åpnes for at

man kan ta et visst hensyn til konjunktursituasjonen. Når økonomien går dårlig, er det rom for å bruke noe mer, og når det er høy fart i økonomien, bør forbruket begrenses. I praksis har bruken av oljepenger de siste årene gått ut over det som følger av handlingsregelen. Handlingsregelen virker trolig likevel disiplinerende på politikerne, gjennom å bidra til å synliggjøre overforbruket (Benedictow 2005).

3.1.4 IT-boblen og lavkonjunktur

Konjunkturutviklingen og hendelser ute har fått vesentlig betydning for utviklingen i norsk økonomi. USA drev den internasjonale oppgangen på 1990-tallet, med sterk vekt i privat forbruk, stigende aksjekurser og høye investeringer. I løpet av andre halvdel av 1990-tallet bygget det seg opp en boble i aksjemarkeder i Norge og internasjonalt. Aksjeboblen var særlig kjennetegnet av skyhøye forventninger til avkastning på investeringer i informasjons- og kommunikasjonsteknologi. Det ble etter hvert klart at disse forventningene var urealistiske. Overinvesteringer – særlig av IT og teleutstyr – ga etter hvert lav avkastning på realkapital og redusert inntjening i bedriftene. Aksjemarkedene falt da vekstutsiktene ble justert (Gjedrem, NB: Årstalen 2002). Mange ønsket å kvitte seg med aksjene sine samtidig, med kraftig prisfall som resultat. Etter hvert ble også andre sektorer rammet av nedgangen. Amerikansk økonomi gikk inn i en lavkonjunktur i 2001, og resten av OECD-området fulgte etter. I løpet av høsten 2002 gikk også norsk økonomi gradvis inn i en lavkonjunktur (Benedictow 2005).

Det ble overkapasitet i enkelte næringer etter mange år med høye investeringer, og arbeidsledigheten steg. Terroraksjonene 11. september la en ny demper på den økonomiske aktiviteten. Fra sommeren 2002 til våren 2003 la en helt uvanlig opphopning av negative begivenheter i verdenssamfunnet, med regnskapsskandaler, frykt for terror, krig og sykdommer, en bremse på veksten. Renten i USA, som ble kraftig redusert da nedgangen startet, ble siden satt ytterligere ned (Gjedrem, NB: Årstalen 2004).

2002 ble et turbulent år for norsk økonomi. Nedgangstider internasjonalt med fallende renter, sviktende aksjemarkeder, krigsfrykt og stigende oljepriser påvirket også utviklingen i Norge. Oljefondets verdi sank i stedet for å vokse, og avkastningen ble langt fra som forventet (SSB: Økonomiske analyser 1/2003). Etter 11. september 2001 falt oljeprisen kraftig. Oljeprisen steg igjen som følge av frykten for krig i Irak gjorde utsiktene for verdens oljeforsyning usikre.

Lagrene av olje for strategiske formål har økte, mens de private oljelagrene er lave (Gjedrem, NB: Årstalen 2003).

Etter en lang periode med høy vekst hadde det bygget seg opp betydelig press i deler av økonomien på begynnelsen av 2000-tallet, og lønnsveksten var kommet opp på et svært høyt nivå i forhold til hos våre handelspartnere. Våren 2002 viste Norges Banks analyser fare for tiltagende inflasjon i Norge. Samtidig var det nedgangskonjunktur og fallende renter internasjonalt. Det bidro til at rentenivået i Norge ble relativt høyt, noe som i sin tur førte til at kronen styrket seg. Når kronekursen styrkes, blir norske varer dyrere i verdensmarkedet. Når det i tillegg var lavkonjunktur internasjonalt, ble norsk industri meget hardt rammet, og et stort antall arbeidsplasser gikk tapt (SSB: Økonomi – Norsk økonomi gjennom 20 år).

Høykonjunkturen ble brutt i annet halvår 2002. Veksten stoppet opp, og sysselsettingen falt. Det var flere utløsende faktorer. Økte lønnskostnader svekket kjøpekraften i offentlige virksomheter. De dårlige tidene ute dempet norsk eksport. I Norge ble renten holdt høyt etter lønnsoppgjøret. Vedvarende og uventede lave renter ute førte til at kronen ble sterk. Det brå løftet i strømgjeldene vinteren 2003 påvirket også den innenlandske konjunkturen (Gjedrem, NB: Årstalen 2004). Renteforskjellen mot utlandet ble stor fordi den norske høykonjunkturen varte lenger enn ute. Den store renteforskjellen skyldtes ikke at renten i Norge var høy, men at rentene i utlandet var historisk lave (Gjedrem, NB: Årstalen 2003). Norsk økonomi gikk nå inn i en lavkonjunktur. I tillegg bidro den sterke kronen, lav prisvekst internasjonalt og at en stadig økende andel av importen kommer fra lavkostland som Kina, til en svært lav prisvekst i Norge. Som en følge av dette, ble den norske styringsrenten satt ned med hele 5,25 prosentpoeng fra desember 2002, til 1,75 prosent i mars 2004 (Finansdepartementet 2005).

Norsk økonomi kom inn i en høykonjunktur mot slutten av 2004, og har sommeren 2005 vært inn i en konjunkturoppgang i to år. Oppgangen i norsk økonomi er bredt basert, og omfatter de fleste store næringsgruppene. Det var vekst i industrien i 2004 og den forventes å fortsette i 2005, hjulpet av internasjonal etterspørsel og høye oljeinvesteringer. Den sterke veksten i husholdningenes konsum bidrar til produksjonsvekst i privat tjenesteyting, og økte

boliginvesteringer medfører økt produksjon innen bygge- og anleggsvirksomhet. Også oppgangen i næringslivets investeringer bidrar til veksten i denne sektoren (Benedictow 2005).

3.1.5 Nøkkeltørrelser

Jeg vil her vise de viktigste elementene som påvirker utviklingen og konjunktorene i Norsk økonomi, før jeg oppsummerer konjunkturutviklingen i Norge og internasjonalt.

Oljepris

Oljeprisen kan påvirke kronkursen gjennom flere kanaler. Økt oljepris betyr større overskudd på driftsbalansen og økte inntekter til fordeling mellom oljeselskapene og staten. Oljeselskapenes økte inntekter og overskudd vil i stor grad bli plassert ute. Ekstra oljeinntekter til staten blir i det vesentlige investert i utlandet gjennom Statens petroleumsfond. Det bidrar isolert sett til å holde verdien av kronen nede. Selv om overskudd fra petroleumsvirksomheten i stor grad blir investert ute, stiger oljeinvesteringene betydelig i år. Dessuten har bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet økt de senere årene. Utviklingen i den nominelle og reelle kronkursen det siste året må derfor trolig ses på bakgrunn av at bytteforholdet mot utlandet er blitt forbedret og at mer av inntektene fra petroleumsvirksomheten er blitt satt i sirkulasjon i norsk økonomi. I årene fremover er det utsikter til at strømmen av petroleumsinntekter inn i norsk økonomi vil stabiliseres (NB: Inflasjonsrapport 2/2005).

Figur V : Oljepris 2003-2005



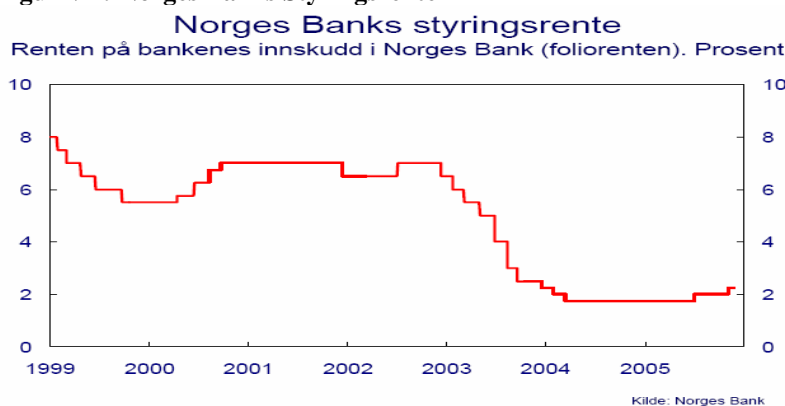
Gjennom store deler av sommeren beveget oljeprisen seg mellom 55-60 dollar per fat nordsjøolje, men i august steg prisene til nye rekordnivåer. Nordsjøoljen Brent Blend ble 16.

august omsatt til 67,8 dollar per fat (NB: Inflasjonsrapport 3/2005). Etter en liten nedgangsperiode har igjen oljeprisen steget og 03. januar 2006 er prisen på 59 dollar fatet.

Renteutvikling

Som tidligere nevnt ble renten kraftig redusert fra 2003, og har siden begynnelsen av 2004 lagt på et historisk lavt nivå. I 2005, har vi derimot fått to økninger i renten med 0,25 prosentpoeng hver gang. Etter sist økning på rentemøtet 3. november ligger nå Norges Bank styringsrente på 2,25 prosent. Hensikten med den lave renten ifølge Norges bank å bringe inflasjonen mot det ønskede målet på 2,5 prosent.

Figur VI : Norges Banks Styringsrente

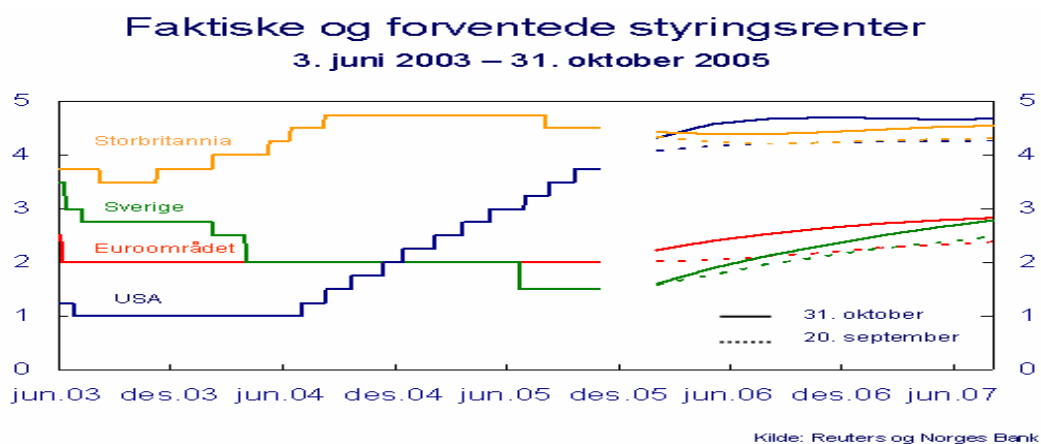


”Med en slik utvikling i renten anslås inflasjonen målt ved KPI-JAE å kunne øke gradvis fra knappe 1½ prosent i dag til opp mot 2 prosent i begynnelsen av 2007. ⁴ Det er utsikter til at inflasjonen vil øke videre og nå målet på 2½ prosent i 2008” (Pressemelding NB: 2. nov. 2005).

Ser man på de faktiske og forventede styringsrentene internasjonalt ser vi at Sentralbankene i USA, Canada og New Zealand har alle økt renten med 0,25 prosentenhet etter Norges Bank forrige rentemøte.

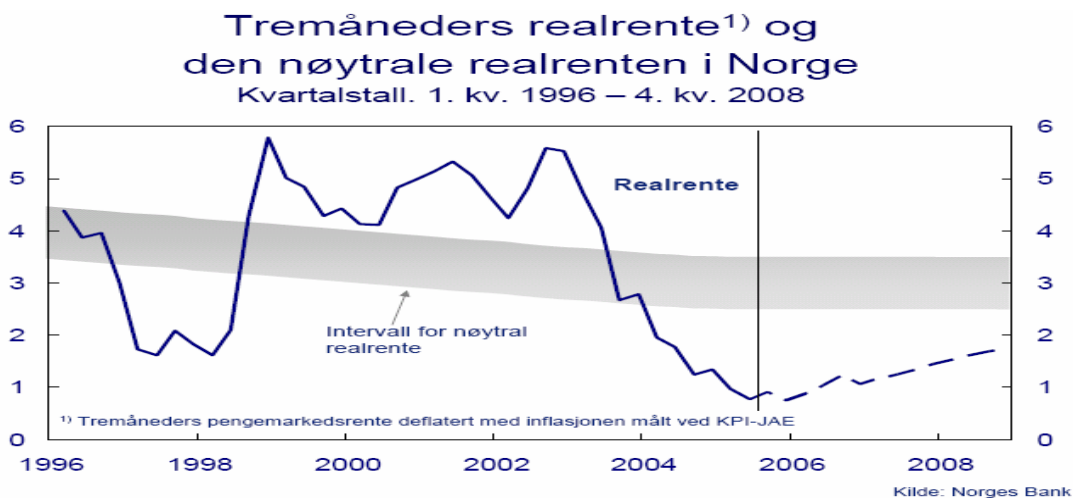
⁴ Konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energiprodukter. Også kjent som kjerneinflasjon.

Figur VII : Faktiske og forventede styringsrenter



Markedsaktørenes renteforventninger har gått opp i en rekke land. Det ventes renteoppgang i løpet av de neste tre månedene i USA, Canada, euroområdet, Sveits og New Zealand. De langsiktige rentene internasjonalt har økt. Og Norge må dermed holde følge for å forsvare renteparitet og kronekurs. Samtidig ser man at endringene er relativt moderate, noe som er bra.

Figur VIII : Den nøytrale realrenten

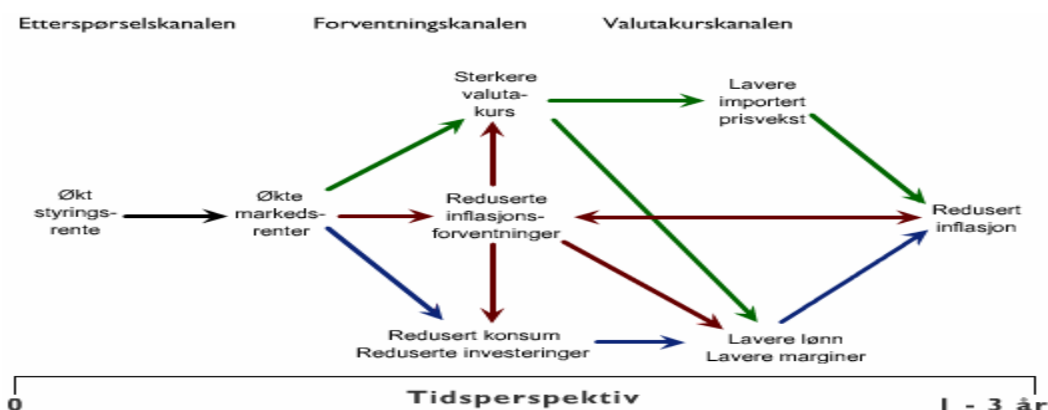


Den nøytrale realrenten er det nivået på realrenten som er konsistent med stabil inflasjon og produksjon lik potensiell produksjon. Over en konjunkturfase er det realrentens avvik fra den nøytrale realrenten - realrentegapet - som bestemmer om pengepolitikken er innrettet ekspansivt eller kontraktivt. Den nøytrale realrenten er vanskelig å anslå og kan endres over tid. Den bestemmes av strukturelle forhold i økonomien som produktivitet, husholdningers avveining

mellom sparing og konsum over tid, størrelsen på offentlig gjeld og risikopremier knyttet til usikkerhet i framtidig inflasjon og valutakurs. Den globale nøytrale realrenten bestemmes av strukturelle forhold i de store landene (NB: Inflasjonsrapport 1/2005).

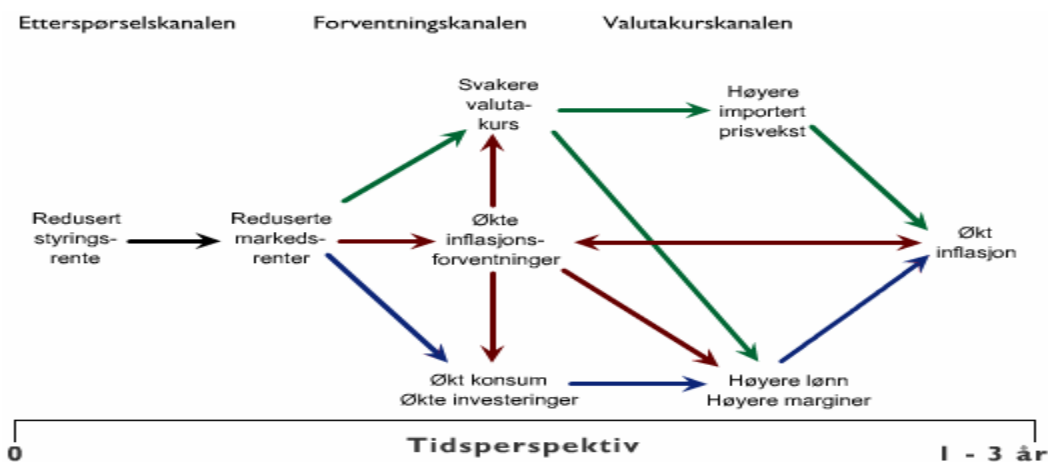
Prisutvikling/Inflasjon

Figur IX : Hvordan virker økt rente på inflasjonen⁵



Når styringsrenten øker, vil de økonomiske sammenhengene normalt bidra til at etterspørselen reduseres og kronen styrkes slik at inflasjonen etter hvert reduseres. Økt styringsrente vil også skape forventninger om lavere inflasjon, og dermed bidra til at inflasjonen blir lavere.

Figur X : Hvordan virker redusert rente på inflasjonen⁶



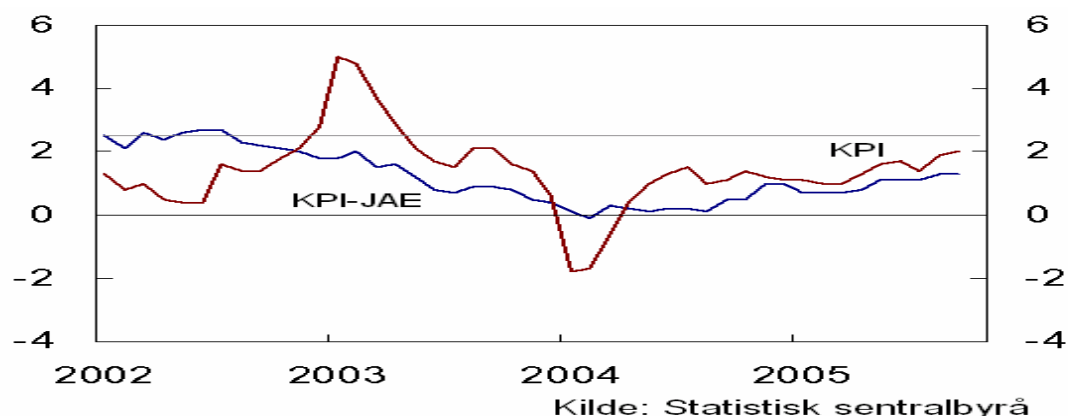
⁵ Kilde: Norges Bank

⁶ Kilde: Norges Bank

Når styringsrenten går ned, vil de økonomiske sammenhengene normalt bidra til at etterspørselen øker og kronen svekkes slik at inflasjonen etter hvert øker. Redusert styringsrente vil også skape forventninger om høyere inflasjon, og dermed bidra til at inflasjonen blir høyere.

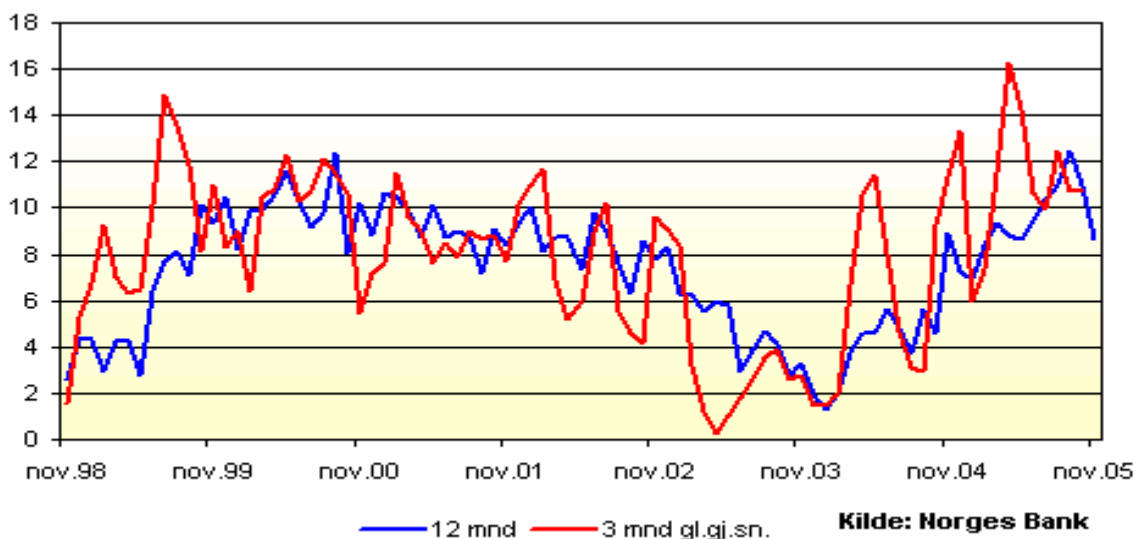
Figuren under illustrerer at inflasjonen vist ved konsumprisindeksen (KPI) har ligget under inflasjonsmålet på 2,5 prosentpoeng omtrent fra midten av 2003.

Figur XI : KPI og KPI-JAE Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan 02 – Sep 05.⁷



Pengemengde⁸

Figur XII : Prosentvis endring i M2 nov.1998-nov.2005



⁷ Konsumprisindeks (KPI) justert for avgiftsendringer og uten energiprodukter.

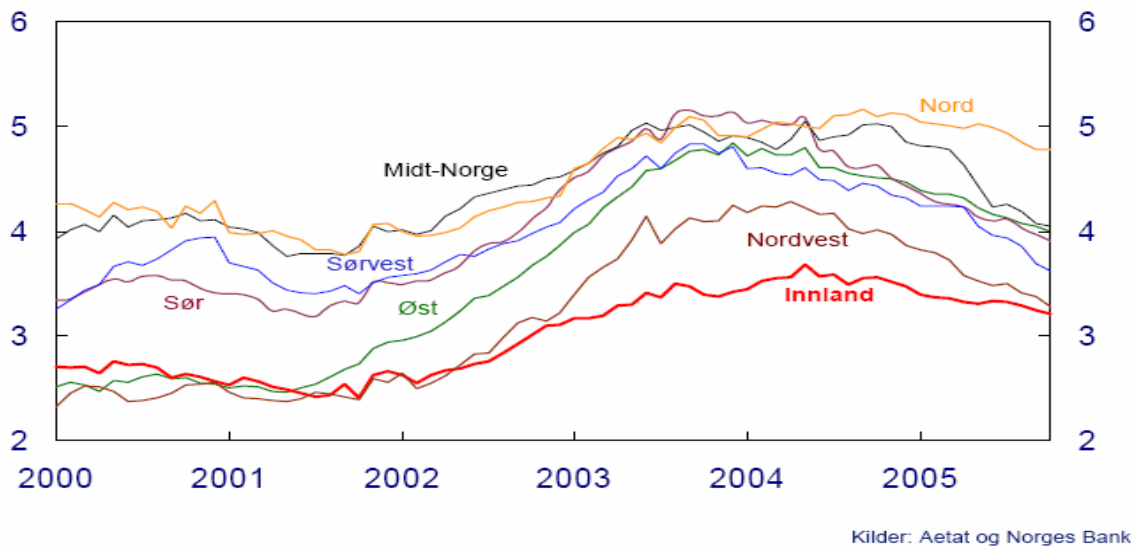
⁸ Begrepene K1, K2, M0, M1, M2, M3 er definert under Appendiks A

Veksten i pengemengden (M2) har tatt seg kraftig opp siden begynnelsen av 2004. Målt fra samme kvartal året før er veksten nå oppunder ti prosent, vesentlig høyere enn verdiveksten i BNP. Økningen i pengemengdeveksten det siste året skyldes særlig at foretakssektoren har økt sine beholdninger av likvide midler. Veksten i M2 kan benyttes som indikator på prisutviklingen og utviklingen i publikums etterspørsel etter varer og tjenester.

Sysselsetting

Selv om veksten i norsk økonomi har vært høy lenge, har det ennå ikke oppstått vesentlig knapphet på arbeidskraft i økonomien under ett. Økningen i antall sysselsatte personer har vært forholdsvis lav gjennom hele konjunkturoppgangen. Sysselsettingen har økt mindre enn i konjunkturoppgangene på 1980- og 90-tallet. Både den offisielle statistikken og Norges Banks regionale nettverk gir inntrykk av at mange bedrifter har vært tilbakeholdne med å ansette flere. Det er nå tegn til en viss endring i denne holdningen. Veksten i sysselsettingen, slik den måles i AKU, har tatt seg opp de siste månedene.⁹ En større andel av kontaktene i vårt regionale nettverk vurderer å øke bemanningen, og færre vurderer å redusere den (Finansdepartementet: Pressemelding 24/2005).

Figur XIII : Ledige og tiltaksdeltakere. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjusterte månedstall.



⁹ Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) til Statistisk Sentralbyrå

3.1.6 Konjunkturutsikter i Norge og internasjonalt

Utsiktene for internasjonal økonomi vurderes som gode. Hos mange av våre handelspartnere er den økonomiske politikken innrettet med sikte på å øke aktiviteten. Det bidrar til å motvirke utslagene av at oljeprisen har økt. Hos viktige handelspartnere som euroområdet og Sverige, ventes innenlandsk etterspørsel å ta seg noe opp neste år. I euroområdet vil etterspørselsveksten være drevet av god lønnsomhet i næringslivet og av at en bedring i arbeidsmarkedet har ført til økt konsumenttillit. I Sverige ventes økt vekst i etterspørselen på bakgrunn av at både penge- og finanspolitikken er innrettet med sikte på å stimulere aktiviteten.

I USA ventes en viss avmatning i husholdningenes etterspørsel, slik at veksten i amerikansk økonomi avtar noe. De kraftige orkanene i Mexico-Gulfen denne høsten vil trolig redusere BNP-veksten i annet halvår i år. Gjenoppbyggingen vil imidlertid gi et positivt bidrag til veksten i BNP neste år. Den sterke veksten ventes å vedvare i mange land i Asia. Veksten i Kina er ventet å holde seg oppe. Også i India er det utsikter til høy vekst. I Japan vil sterk vekst i regionen for øvrig kombinert med fortsatt bedring i innenlandsk etterspørsel bidra til en relativt god utvikling. Den demografiske utviklingen i Japan tilsier imidlertid at den trendmessige veksten er nokså lav.

For handelspartnerne samlet ventes veksten å øke noe fra i år til neste år. I årene fremover ventes det at veksten i BNP for et gjennomsnitt av våre handelspartnere vil være rundt 2½ prosent. Som følge av økte energipriser og høye råvarepriser ser inflasjonen ut til bli noe høyere den nærmeste tiden. Ledige ressurser og lav lønnsvekst i mange land tilsier imidlertid at inflasjonen vil være forholdsvis lav utover i prognoseperioden. Utviklingen i internasjonal økonomi kan imidlertid bli svakere enn anslått. Det er en risiko for at de negative virkningene av vedvarende høy oljepris - lavere vekst og høyere inflasjon - kan bli større enn forventet (NB: Inflasjonsrapport 3/2005).

SSB forventer imidlertid at veksten innenlands dempes de nærmeste årene. For det første ser det ikke ut til at økningen i oljeinvesteringene vil fortsette neste år. Store prosjekter er i ferd med å avsluttes, og til tross for høy oljepris vurderes det som lite sannsynlig at nye prosjekter av tilstrekkelig størrelse kan kompensere fullt ut for dette. Vider legges det til grunn moderat offentlig etterspørsel i 2006 og 2007, og en meget moderat renteoppgang. Prisstigningen var sommeren 2005 fortsatt godt under Norges Banks mål på 2,5 prosent. Selv om den nå er på vei

oppover, forventes det fortsatt lav prisvekst gjennom hele prognoseperioden. SSB viser også videre beregninger som tilsier at vekstimpulsene fra rentenedgangen som tiltok til fra desember 2002 gradvis vil bli redusert, og således bidrar til lavere vekst i husholdningens forbruk og boliginvesteringer i 2006 og 2007, etter noen år med svært høy vekst. Det blir dessuten lagt til grunn at en moderat konjunkturedgang internasjonalt vil redusere veksten i etterspørselen etter tradisjonelle norske produkter i utlandet, og dermed legge en demper ikke bare på industriens vekst, men også på andre deler av næringslivet som har betydelig eksportvirksomhet. Alle disse momentene tilsier at veksten vil avta fremover. SSB antar at konjunkturtoppen passeres neste år, og at norsk økonomi går inn i en lavkonjunktur i 2007. Dette innebærer at inneværende høykonjunktur blir av om lag tre års varighet. Skulle dette slå til, vil den også bli moderat med hensyn til størrelsen på konjunkturutslaget. Også den siste lavkonjunktoren var kortvarig og grunn, fra 2002 til 2004. Dette står i kontrast til de sterke og langvarige konjunkturbevegelsene på 1980- og 1990-tallet (SSB: Økonomiske analyser 6/2005).

3.2 Hvordan har finansielle markeder utviklet seg de siste år

Markedene for egenkapital (aksjer) og gjeld (sertifikater/obligasjoner) og tilhørende derivater er viktige for å kanalisere sparing til lønnsomme investeringsprosjekter og å diversifisere risiko. Store prissvingninger i disse markedene kan true den finansielle stabiliteten og spre finansiell uro mellom land. Norges Bank overvåker løpende utviklingen i norske og internasjonale verdipapirmarkeder og vurderer faresignaler for den finansielle stabilitet (Kredittilsynet 2005).

3.2.1 Aksjemarkedet

Aksjemarkedet kanaliserer kapital og risikovilje mellom investorer og foretak (prosjekter). Et aktivt aksjemarked tillater eierne å spre (diversifisere) sine investeringer på foretak/sektorer og reduserer dermed belastningen av enkeltforetaks risiko. Aksjemarkedet fører løpende kontroll med selskapets virksomhet. Avkastning på egenkapital (EK) kommer i form av kursstigning og utdeling av utbytte. Ved konkurs har EK prioritet etter gjeld, og følgelig er det knyttet større risiko til EK plasseringer enn til plasseringer i fremmedkapital (gjeld). Større risiko innebærer at EK over tid bør gi høyere avkastning enn gjeld. Oppgangen på Oslo Børs fortsatte i takt med den økte oljeprisen gjennom sommeren og første del av høsten 2005. I første del av oktober falt aksjekursene markert, men hovedindeksen er fortsatt rundt fire prosent høyere enn da forrige inflasjonsrapport ble lagt fram. (NB: Inflasjonsrapport 3/2005)

Figur XIV : OBX-Indeksen 2001- 2006



Oppgangen på Oslo Børs tyder på stor optimisme i næringslivet. Aksjekursene har steget betydelig siden våren 2003, og kursstigningen har vært vesentlig sterkere enn i Europa, USA og Japan. Totalindeksen steg med i underkant av 75 prosent fra bunnpunktet i 2003 til utgangen av året. Gjennom 2004 økte totalindeksen med i underkant av 40 prosent, og vi endte på en tilsvarende oppgang ved utgangen av 2005. Totalt har det vært en oppgang på børsen på over 300 prosent siden bunnpunktet i 2003.

Sterk oppgang i aksjekursene i Norge kan gjenspeile forventninger om god lønnsomhet fremover. Under den forrige kraftige børsoppgangen på slutten av 1990-tallet var økningen i aksjekursene særlig konsentrert til selskaper i IKT-næringen. Økningen i aksjekursene siden 2003 har omfattet flere av delindeksene på Oslo Børs (NB: Inflasjonsrapport 2/2005).

Lavere langsiktige renter har også stimulert aksjemarkedene. Samtidig bidrar trolig lav avkastning på sparing i bank til økt etterspørsel etter aksjer. Kursoppgangen på Oslo Børs har trolig sammenheng med at selskapene drar fordel av svakere kronekurs og vedvarende høye oljepriser (NB: Inflasjonsrapport 1/2004).

Utviklingen i oljeprisen har lenge vært en viktig drivkraft for kursutviklingen på Oslo Børs. Empiriske analyser viser positiv samvariasjon mellom oljeprisen og flertallet av delindeksene på Oslo Børs. Samvariasjonen er klart sterkest mellom oljeprisen og energiindeksen (NB: Inflasjonsrapport 3/2005).

3.2.2 Obligasjonsmarkedet

Obligasjonsmarkedet er et organisert marked for utstedelse og omsetning av obligasjoner, dvs. standardiserte lån med løpetid over ett år. Lån med løpetid under ett år kalles i Norge sertifikater. Obligasjonsmarkedet er et alternativ til banker som lånekilde, og benyttes for å spre risiko. Obligasjonslån som omsettes jevnlig gir en løpende prising av risikoen knyttet til låntaker og er dermed en viktig informasjonskilde om risiko og avkastningskrav i markedet. Det norsk obligasjonsmarkedet er relativt lite i forhold til utlån gjennom banker og sett i forhold til BNP. Andre land bruker obligasjonsmarkedet også til finansiering av boliger og foretak, blant annet Danmark og USA. I forhold til aksjemarkedet har obligasjonsmarkedet spilt en beskjeden rolle som finansieringskilde for norske bedrifter (NB: Skriftserie nr. 34/2004).

Figur XV : 10-års statsobligasjonsrente i Norge



Fallende obligasjonsrenter, som jo indikerer at markedet tror på lavere pengemarkedsrenter frem i tid, har to effekter på aksjemarkedet:

1. Verdien av bedriftens fremtidige inntekter (og dermed også markedsverdien) øker når man bruker en lavere rente som neddiskonteringsfaktor.
2. Alternativplasseringer i rentemarkedet blir mindre attraktivt for investorer, noe som favoriserer aksjer som aktivaklasse (Holbergfondene 2005).

3.2.3 Derivatmarkedet

Et derivat kan defineres som en "Avtale om en fremtidig finansiell transaksjon til en forhåndsbestemt pris". Verdien av derivatet bestemmes av prisutviklingen på et underliggende

objekt som den fremtidige transaksjonen er knyttet til. Derivater blir i hovedsak brukt til risikostyring. Finansmarkedene preges av store svingninger i priser og rentesatser, og denne risikoen kan reduseres ved bruk av derivatmarkedet. En eksportbedrift kan med valutaterminkontrakt overføre valutarisiko til for eksempel en bank. Det finnes flere forskjellige typer derivater, blant annet rentekontrakter, valutakontrakter, eller kontrakter på fremtidig kjøp av for eksempel elektrisk kraft. Derivater egner seg dårlig til annenhåndsomsetning, og tradingen skjer i et "over the counter" marked, ikke over børs. Det er et mangfold av forskjellige typer instrumenter, men alle er varianter eller kombinasjoner av de to grunnleggende avtaletypene terminer (Futures, FRA, Swap) eller opsjoner (Put, Call) (NB: Skriftserie nr. 34/2004).¹⁰

Det er tre typer risiko knyttet til kjøp og salg av derivater:

1. Markedsrisiko: absolutt prisrisiko, prisendringer på underliggende gir en proporsjonal endring av verdien av derivatet
2. Kredittrisiko: kredittrisiko på motpart
3. Systemrisiko: faren for krise i derivatmarkedet

Kindleberger mener at derivater kan være med på å forsterke effekten av en krise, og for eksempel krisen på NASDAQ børsen ble forsterket av dette.

Kredittilsynet advarer også mot at bruken av derivater kan medføre en betydelig gearing (liten investering gir høy eksponering) av den samlede investeringsportefølje, og små endringer i en risikofaktor vil kunne få en avgjørende effekt på investors samlede risiko. Dette gjør behovet for kjennskap til de risikofaktorer en er utsatt for, vesentlig større enn for investeringer i underliggende produkter. Gearingen og kompleksiteten knytter seg blant annet til at en rekke risikofaktorer foreligger samtidig. Dette kan føre til store tap i løpet av kort tid, og kan også gjøre det vanskelig å styre en derivatportefølje (Kredittilsynet: Rundskriv 51/1994).

3.2.4 Valutamarkedet

Valutamarkedet gir priser på valuta. Kursen bestemmes av tilbud og etterspørsel i valutamarkedet. Tidligere var det omfattende restriksjoner på kapitalbevegelser, og de fleste land

¹⁰ Definert i Appendiks A

hadde mer eller mindre faste mål for valutakursen. Restriksjoner på flytting av kapital har blitt fjernet i de fleste land, og samtidig har de fleste land forlatt fast valutakurs som mål for pengepolitikken. Kapitalstrømmer som ikke har opphav i handel med varer og tjenester er blitt større og har fått økt betydning for valutakursutviklingen. Undersøkelser viser at valutakursen bestemmes simultant av en rekke markedstekniske (en til to dager) konjunkturmessige (halvt år) og strukturelle forhold (halvt år +).

Norges Banks rolle i valutamarkedet:

Det finnes grovt sett tre forskjellige regimer for et lands valutapolitikk

1. Fast Valutakurs: sentralbank forpliktet til å holde kurs stabil mot en fastsatt sentralverdi.
2. Flytende Valutakurs: kursen overlates til markedet
3. Styrt flyt: tilpasse de pengepolitiske virkemidlene for å påvirke, selv om kursen i hovedsak styres av markedet.

Etter mars 2001 ble det som tidligere nevnt innført styrt flyt ut ifra et inflasjonsmål i Norge. Tidligere var målet stabil kurs mot Norges viktigste handelspartnere.

Kronekursen styrket seg markert fra mai 2000 til januar 2003 og har deretter svekket seg betydelig. En sammenligning viser at kronekursen ikke svinger mer enn valutakursene i andre land. Forventninger om fremtidig kronekurs har vært vesentlig mer stabile enn faktisk kurs de siste par årene (NB: Inflasjonsrapport 1/2004). Det er realvalutakursen som er viktig for konkurransevnen til norsk næringsliv. Empiriske studier har funnet støtte for at realvalutakursen er stabil på lang sikt. Det er derfor en tendens til at realkursen beveger seg mot en likevektsverdi over tid. Pengepolitikken kan bidra til å stabilisere realkursen ved å påvirke lønns- og prisveksten og den nominelle kronekursen (NB: Inflasjonsrapport 2/2005). Det er også andre forhold i de internasjonale finansmarkedene som påvirker kronekursen. Studier fra Norges Bank viser at kronekursen er sterkt korrelert amerikanske aksjekurser og de forventede svingningen mellom de tre hovedvalutaene; dollar, euro og yen.

Siden våren 2004 har kronen gjennomgående styrket seg. Samtidig bidrar den høye oljeprisen og bruken av oljeinntekter i norsk økonomi til etterspørsel etter norske kroner. Den reelle

kronekursen er sterkere enn gjennomsnittet siden 1970, både når den måles ved relative lønnskostnader i felles valuta og ved relative konsumpriser i felles valuta (NB: Inflasjonsrapport 3/2005).

3.2.5 Boligmarkedet og husholdningens gjeldsbelastning

Boligmarkedet er et komplisert marked fordi boliger både tilbyr et konsumgode og en investeringsmulighet. Det første gjør at alle trenger det; det siste gjør at spekulasjon kan oppstå. Da kan det noen ganger komme situasjoner der prisstigning blir selvforsterkende, og leder til en spiral der alle tror prisene skal stige fordi alle andre tror prisene skal stige. Dette er uheldig fordi en slik trend vil bli brutt, og noen ganger er bruddene dramatiske. Da kan noen husholdninger bli overrasket av markedet, og plutselig befinne seg i en situasjon der de har negativ egenkapital, for høye betalingsforpliktelser, eller begge deler.

Det er flere grunner til at boligprisene svinger. For eksempel blir det ikke noen utvidelse av land mer, og boliger med ”en posisjon nær sentrum” er et knapt gode. Det betyr at posisjoner i området som stadig blir mer etterspurt vil stige i pris. Forholdet vil etter hvert ligne på andre ikke-kopierbare goder, som malerier, kunst og sjeldne metaller. Tilbudssiden kan ikke lage flere av dem, og da vil økt etterspørsel slå ut i økte priser (SSB: Økonomiske analyser 5/2005).

Figur XVI : Boligprisindeks 1992 - 2005



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Boligprisene har steget svært mye i Norge og store deler av den vestlige verden de siste ti-tolv årene. Flere steder har boligens verdi økt tre eller fire ganger – og noen steder enda mer. Det betyr at egenkapitalen til noen husholdninger har fått et svært heldig løft, mens inngangsbilletten til egen bolig for andre husholdninger har blitt svært høy (SSB: Økonomiske analyser 5/2005). Siden bunnen i 1993 har det vært en jevn stigning i boligprisene i Norge, og det har vært uttrykt bekymring for at ikke utviklingen kan opprettholdes på sikt og at det kan føre til finansielle ubalanser.

Rentefallet fikk boligprisene til å vokse, og omsetningen i boligmarkedet har vært stor. Høyere boligformue gir økte lånemuligheter og bidrar dermed også til større etterspørsel etter varige forbruksvarer. Husholdningens gjeld har steget rundt elleve prosent det siste året. De høye prisene på brukte boliger har gjort det mer lønnsomt å bygge nye boliger, og boligbyggingen øker. Fallet i renten har også bidratt til å holde markedsverdien oppe på kontor- og forretningseiendommer selv med mye ledige lokaler. Utsikter til økt utnyttelsesgrad øker nå også prisene (Gjedrem, NB: Årstalen 2005).

Professor David Miles i England og professor Robert J. Shiller i USA har studert flere forhold ved den psykologiske komponenten i boligmarkedet. Miles oppdaget en ”nærsynthet” hos en del boligkjøpere. Det viser seg at en del boligkjøpere tar det som en selvfølge at lave renter nå betyr lave renter i fremtiden. En vil innvende mot at bankene vil advare om å legge inn justeringer på grunn av renteendringer, men potensielt ser bankene på sin egen situasjon og vil posisjonere seg slik at så lenge de har sikkerhet i boligen vil det avgjørende for dem ikke være om de kan betjene lånet sitt eller ikke, men om den faktiske verdien av boligen overstiger lånebeløpet (Miles 2004).

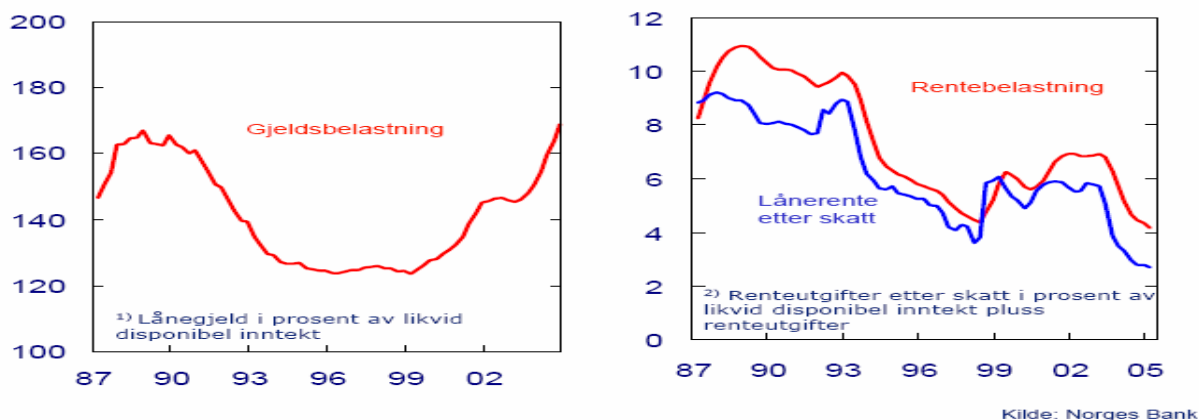
Shiller har vist at mange mennesker benytter seg av en såkalt tilbakeskuende teknikk når de skal spå videre utvikling i boligprisene. Kort fortalt går det ut på at de bruker en linja til å trekke opp boligprisutviklingen de siste årene, for eksempel de fem siste, og så forlenger de streken inn i fremtiden – for å spå utviklingen de neste fem årene. Problemet med denne teknikken er at den ikke fanger opp såkalte knekkpunkter. Bruker bankene en slik modell kan det oppstå noen selvforsterkende mekanismer; Husholdningene etterspør boliglån fordi de tror rentene forblir lave, fordi inntekten deres stiger, fordi boligene skal stige i pris, eller alle tre. Bankene er villige

til å gi lån, for de tror boligprisene skal videre opp, og fordi det da innebærer at de har sikkerhet i et objekt som i verdi er større enn husholdningens lån. Det betyr at boligmarkedet får større fallhøyde når prisene først begynner å synke (Shiller 1990).

Husholdningenes gjeld har vokst mer enn inntektene de siste ti årene. Beregninger gjort i Norges Bank tyder på at den høye veksten i boligprisene de senere årene kan forklare mye av gjeldsveksten. Økte boligpriser har ganske langvarig virkning på gjeldsveksten i husholdningene. Selv om veksten i boligprisene ventes å avta, vil derfor kredittveksten holde seg oppe nokså lenge.

Husholdningenes gjeldsbelastning har økt det siste året, og er nå rekordhøy. Rentebelastningen er likevel relativt lav. En normalisering av rentene vil øke husholdningenes netto renteutgifter, men ifølge fremskrivningene vil ikke rentebelastningen bli høyere enn den var på slutten av 1990-tallet. Husholdningene vil være utsatte dersom uventede forstyrrelser gir høyere rente enn det vi i dag ser for oss (Gjedrem, NB: Foredrag 2005).

Figur XVII : Gjeldsbelastning/Rentebelastning 1987- 2005

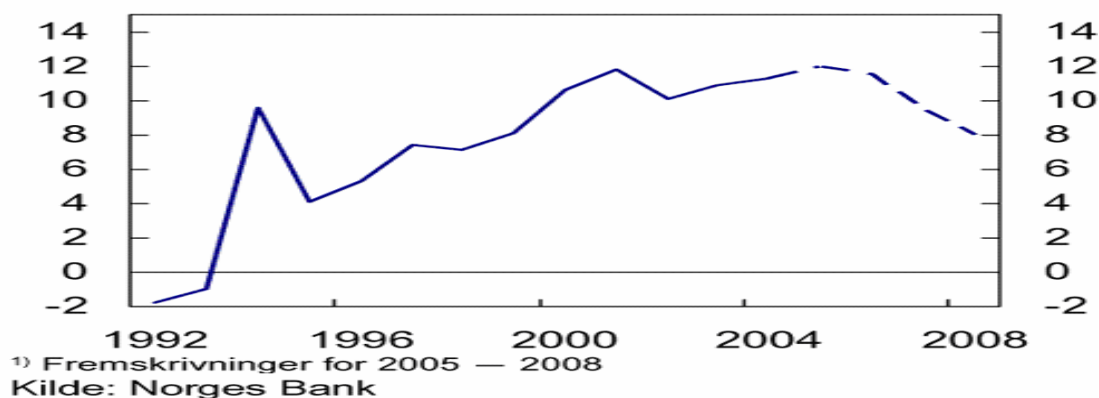


Rentesettingen må også ses i lys av utviklingen i eiendomspriser og kreditt. Store svingninger i disse størrelsene kan være en kilde til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lengre sikt. Hensynet til finansiell stabilitet tilsier at renten bør bringes opp mot et mer normalt nivå. Med en økonomisk utvikling som anslått i referansebanen vil det være utsikter til en gunstig finansiell utvikling i bankene og foretakene. Som nevnt ovenfor er det imidlertid usikkerhet knyttet til

utviklingen fremover, og norsk økonomi kan bli utsatt for sjokk. Usikkerheten med hensyn til finansiell stabilitet på lengre sikt er i hovedsak knyttet til den historisk høye gjeldsbelastningen i husholdningene og utviklingen i formuespriser. Lange perioder med sterk vekst i gjeld, formuespriser og investeringer kan være en kime til senere ustabilitet og problemer i det finansielle systemet. Det har vi erfart både i Norge og i andre land (Bergo, NB: Foredrag 2005).

Figur XVIII : Kreditt til husholdninger (K2) 1992-2008

Kreditt til husholdninger (K2). Årlig prosentvis beholdningsendring. 1992 – 2008¹⁾



Kredittveksten har vært betydelig høyere enn inntekstveksten og har gitt en kraftig oppgang i gjeldsbelastningen. Nedgangen i rentene i 2003 og 2004 har gjort at rentebelastningen likevel har avtatt betydelig. Dersom det fester seg et inntrykk av at dagens lave rentenivå vil vedvare, kan det stimulere til ytterligere gjeldsopptak. Beregninger utført for Kredittilsynet viser at nær en halv million norske husholdninger kan måtte bruke mer enn 20 prosent av sin inntekt til å betale renter dersom rentenivået skulle vende tilbake til nivået i 2001. Hoveddelen av bankenes utlånsvest skjer i form av boliglån, slik at utviklingen i bankene i økende grad avhenger av situasjonen i husholdningene og i boligmarkedene. Innrettingen av skattesystemet er derfor av stor betydning. Fortsatt rentefradrag kombinert med reduksjon av skatt på bolig kan bidra til overinvesteringer i boligmarkedet. Kredittilsynets undersøkelse av bankenes lån med pant i bolig utført i november 2004 viser noe nedgang i lån med høy belåningsgrad, men andelen er fortsatt på et meget høyt nivå. Nær 40 prosent av nye boliglån i den perioden undersøkelsen dekket, ble gitt med en lånegrad på over 80 prosent. En viktig utfordring fremover er således å skape forståelse hos både låntakere og långivere for at lån tatt opp til dagens rente også skal kunne betjenes ved en

betydelig renteøkning, og at utviklingen i boligmarkedet fremover kan bli markert svakere enn i 2004 (Kredittilsynet 2004).

En undersøkelse gjennomført for Kredittilsynet viser at mange kunder ikke oppfatter vesentlig informasjon om rente- og lånevilkår og privatøkonomiske konsekvenser av renteøkninger.¹¹ Med tanke på finansiell stabilitet er det vesentlig at rentenivået ikke blir liggende lavt for lenge, og at en økning i rentene kommer gradvis. Gjeldsbelastningen i foretakene har blitt betydelig redusert de siste årene som følge av bedre inntjening kombinert med svært svak og i perioder negativ gjeldsvekst. Den lavere gjeldsveksten og lavere renter har ført til at også rentebelastningen har falt kraftig. Samlet sett har kredittrisikoen til foretakssektoren blitt redusert den siste tiden. Undersøkelsen høsten 2004 av bankenes eksponering mot utvalgte næringer bygger også opp under inntrykket av lavere kredittrisiko for foretakssektoren samlet sett.

Det er likevel enkelte usikkerhetsfaktorer knyttet til konjunkturutviklingen. Vedvarende høy oljepris og kraftigere oppbremsing enn forventet av veksten i USA og Kina kan dempe den internasjonale konjunkturoppgangen vesentlig mer enn lagt til grunn, med negative konsekvenser for norske eksportbedrifter. En eventuell styrking av kronen som følge av fortsatt høy oljepris, vil trekke i samme retning. Samlet sett vil det likevel ta tid før en mer negativ konjunkturutvikling slår ut i mislighold og tap på bankenes næringslån. Dersom et vesentlig antall husholdninger må redusere sitt forbruk som følge av gjeldsbetjeningsproblemer ved en renteøkning, kan dette gi ringvirkninger til næringseiendom og deler av næringslivet som er avhengig av en sterk forbruksvekst. Det er lite sannsynlig at dette vil skje i 2005, men jo lenger gjeldsveksten fortsetter, jo større er risikoen for at slike problemer kan oppstå og få et betydelig omfang (Kredittilsynet 2005).

3.3 Usikre forhold ved økonomiens utvikling

Norges Banks hovedstyre trekker fram følgende usikkerhetsforhold med hensyn på den fremtidige makroøkonomiske utvikling:

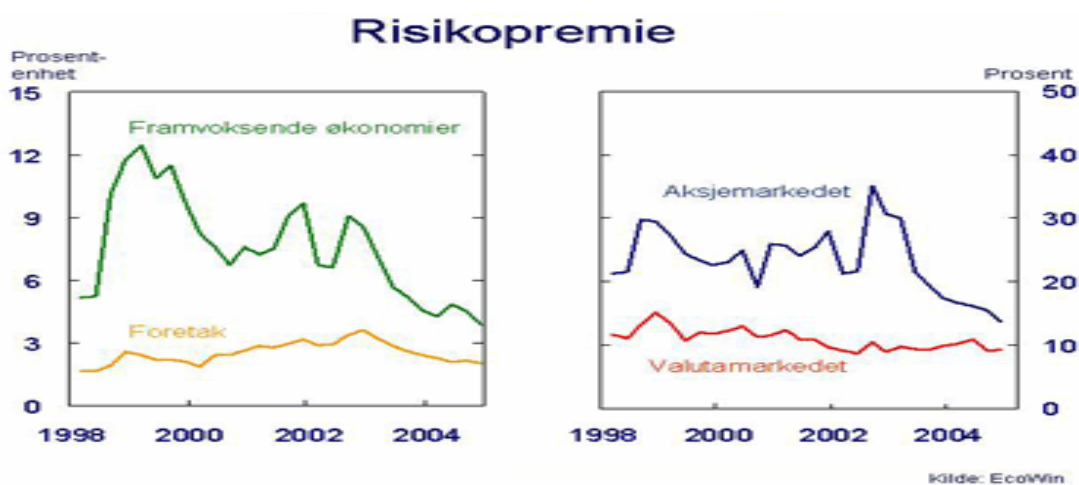
¹¹ Kundeundersøkelse foretatt for Kredittilsynet av TNS Gallup i 2004.

- Sterkere handelsvridninger og økt konkurranse i arbeidsmarkedet kan gi lavere pris- og lønnsvekst og mindre press i økonomien. Det ville i så fall isolert sett tilsi mindre hyppige renteendringer.
- Vi har liten erfaring med så lave renter over lang tid. Det er risiko for at en rente som holdes lav i en lengre periode, i seg selv kan føre til forventninger om vedvarende lav rente. Det kan medføre at veksten i produksjon og inflasjon tiltar og blir høyere enn anslått og ville isolert sett tale for en raskere renteoppgang.
- Utviklingen i internasjonal økonomi er usikker. Norges Banks anslag bygger blant annet på at utsiktene for vekst i andre land er gode, og at oljeprisen holder seg høy. Andre forløp for veksten ute og for oljeprisen vil kunne gi en annen utvikling i norsk økonomi enn anslått (NB: Pressemelding 2. november 2005).

3.3.1 Liten risikopremie

Samtidig som realrentene ute er uvanlig lave, blir det krevd liten betaling eller premie for å ta risiko. De som sparer og investerer, har en hel skala av alternativer å velge i mellom. I valget avveier de risiko og forventet avkastning. Den premien investorer krever for å ta risiko, har falt mye i det siste og er nå gjennomgående lav.

Figur XIX : Risikopremie 1998-2005



For eksempel er forskjellen mellom renten på statsobligasjoner og lån utstedt av private foretak, liten. Tilsvarende er premiene som betales for å sikre seg mot framtidige svingninger i valuta- og aksjemarkedene, små. De lave risikopremiene kan gjenspeile at veksten i verdensøkonomien er

ganske god, og at selskaper i mange land har økt inntjeningen og styrket sin finansielle stilling. Det kan se ut som kredittrisikoen er godt spredt i verdipapirmarkedene, og de internasjonale bankene virker solide. Færre store negative enkelthendelser har rystet markedene i det siste (Gjedrem, NB: Årstalen 2005). Men en annen forklaring kan være at lave renter har fått investorer til å ta mer risiko og dermed presset risikopremiene ned. I så fall gjenspeiler lavere premier snarere at pengepolitikken er ekspansiv, enn at den virkelige risikoen er lav (Gjedrem, NB: Foredrag 17.februar 2005).

3.4 Konklusjoner for videre analyse

Slik det ser ut er det utviklingen i boligpriser, aksjemarkedet, og kredittvekst som kan utgjøre en "fare" for en kommende finansiell krise i Norge. Jeg vil derfor videre i oppgaven vektlegge disse momentene mest i vurderingen av dagens situasjon i henhold til det teoretiske rammeverket om finansielle kriser.

4.0 Analyse

I dette avsnittet vil jeg prøve å skape et bilde av dagens situasjon i norsk økonomi innenfor rammene av Minskys krisemodell og Kindlebergers kriseteori. Modellen og teorien er egnet både til å se på kriser i etterkant og å analysere dagens situasjon. Dette gjør også at det er mulig å sammenligne dagens situasjon med tidligere perioder. Dette vil i begrenset grad bli gjennomført, men klare likhetstrekk til tidligere kriser vil bli kommentert hvis det finnes, uten at den spesielle krisen vil bli beskrevet ytterligere. Derimot vil jeg se på fasene innenfor rammeverket og prøve å analysere hendelser og utvikling i økonomien som kan utgjøre en fare.

Jeg vil ta for meg fasene "Displacement", "Overtrading" og "Monetary expansion", fra Minsky, og teoriene om "Swindles", "Innenlandsk forplantning", og "Långiver i siste instans" fra Kindleberger.

4.1 Faser i Minskys modell opp mot dagens situasjon

Som tidligere beskrevet består Minsky sin kriseteori av en modell hvor utviklingen til en økonomisk krise skjer i fem faser.

4.1.1 *Displacement*

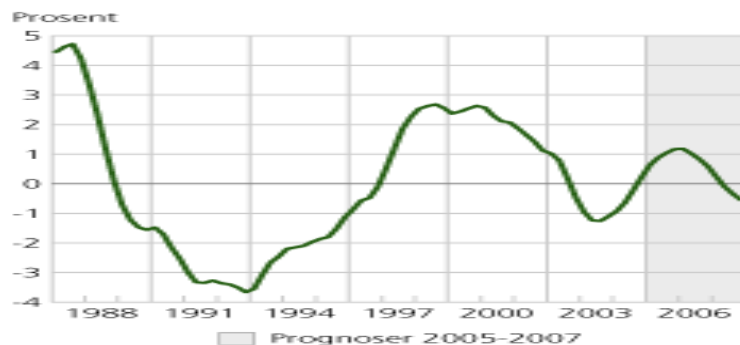
Minsky sin teori slår fast at spekulative manier akselererer gjennom penge- og kreditteksjon, og at dette ofte er forårsaket av en forskyvning av de økonomiske forutsetningene, en "displacement". Erfaringer fra en rekke land, herunder de nordiske viser at en kombinasjon av kraftig og vedvarende vekst i kredittmarkeder og prisvekst i formuesmarkeder, hvor eiendoms- og verdipapirmarkedene er de viktigste, øker sårbarheten i det finansielle systemet for ulike makroøkonomiske sjokk som kan inntreffe. Det kan være vanskelig å identifisere slike ubalanser, som kan bygge seg opp også i perioder med lav og stabil inflasjon. Solide finansinstitusjoner vil redusere faren for at makroøkonomiske sjokk skal føre til alvorlige problemer i det finansielle systemet (Kredittilsynet 2004).

Renten

Som tidligere nevnt ble den norske styringsrenten satt ned med hele 5,25 prosentpoeng fra desember 2002, til 1,75 prosent i mars 2004. Norske renter var da, i likhet med internasjonale

renter, på et historisk lavt nivå. Dette kan ha virket som et "displacement" i den norske økonomien og ha økt forventningene om profitt ved å spekulere i bolig for kjøp og salg, med den hensikt å skaffe seg en fortjeneste. Ifølge DinSide sin "rentepåvirkningskalkulator" vil en nedgang i renten på 2 prosent øke boligprisene med 18,5 prosent.¹² Siden sommeren 2003 har norsk økonomi vært inne i en konjunkturoppgang, drevet av kraftig pengepolitisk stimulering.

Figur XX : BNP Fastlands-Norge. Avvik fra beregnet trend i prosent.



Denne figuren viser det vi ofte kaller for produksjonsgapet, hvor de ulike konjunkturfasene kan defineres slik:

- Økonomien er i lavkonjunktur i perioder der BNP er lavere enn trenden, det vil si at produksjonsgapet er negativt. Motsatt er det høykonjunktur når BNP er høyere enn trenden og produksjonsgapet er positivt.
- Konjunkturbunnene og – toppene nås der avviket mellom faktisk serie og trend er størst, altså i bunnene og toppene i figuren. I disse punktene er den faktiske veksten lik den trendmessige veksten.
- Konjunkturedgang er det i periodene mellom en konjunkturtopp og en konjunkturbunn. Tilsvarende er det konjunkturoppgang i periodene mellom en konjunkturbunn og en konjunkturtopp (Benedictow 2005).

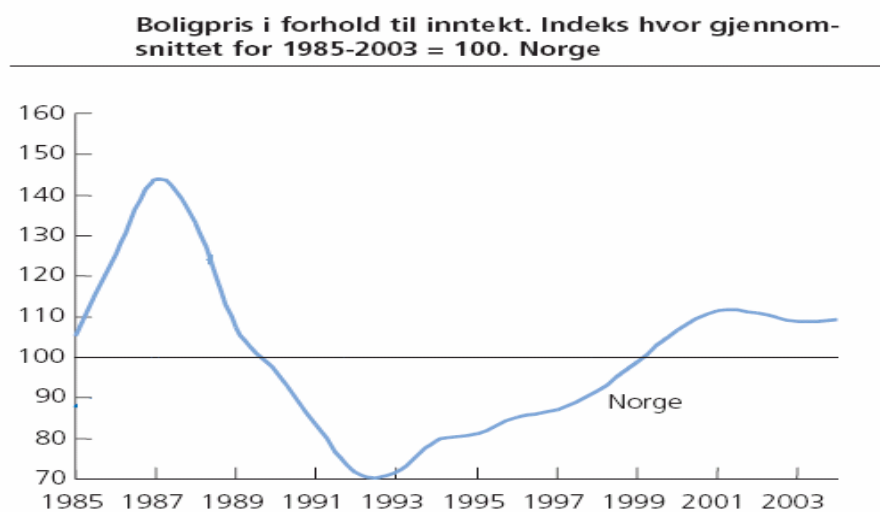
I figuren over ser vi at Norge har vært inne i en oppgangskonjunktur fra omtrent samme tid som Norges Bank begynte å senke rentene. Og at vi i rundt inngangen til 2005 passerte et positivt

¹² <http://www.dinside.no/php/art.php?id=14401>

avvik og kom inn i en høykonjunktur. Riktignok er rentene nå lave, og det muliggjør betjening av lån som er mye større enn inntekten. Men noen forhold tilser at økningen ikke bare kan forklares av en generell konjunkturoppgang. For eksempel har boligprisindeksen steget med 194 prosent i perioden fra 1. kvartal 1992 til 2. kvartal 2005, mens konsumprisindeksen bare har steget med 32 prosent. Dessuten har eieprisene steget mye mer enn leieprisene. I tillegg har låneopptakene steget mye mer enn inntektene.

Det er klart at boligprisene ikke kan løpe fra inntekten over tid. Dersom renter og avdrag for en husholdning blir høye i forhold til inntekten, vil dette by på problemer for husholdningen. Den må kutte ned på annet forbruk, eller selge – og kjøpe seg noe mindre.

Figur XXI : Boligpris i forhold til inntekt 1985 – 2003



Kilde: NEF, EFF, ECON, FINN.no, Statistisk sentralbyrå

Dette forholdet – lån delt på inntekt – er ”mean-reverting”. Det vender altså typisk tilbake til sitt gjennomsnitt. Da er det verdt å merke seg at de siste ti-tolv årene har boligprisene steget mye mer enn inntektene. I begynnelsen kunne dette forklares med at på slutten av 80-tallet og begynnelsen av 90-tallet, så hadde boligprisøkningene (de var negative) vært mye mindre enn inntektsøkningene. Dermed kan vi si at den første delen av boligprisenes spurt måtte til for å ta igjen inntektene i dette ”mean-reverting” forholdet. Men nå har boligprisene i en periode økt mer enn inntektene, og forholdet mellom gjennomsnittlig boligpris og gjennomsnittlig inntekt er høyt (Røed Larsen 2005). Den vedvarende lave renten sammen med skattelettelser, (høyere inntekt)

har gitt økt kjøpekraft (Sparebankforeningen 2005). Dette kan ha fungert som et ”displacement” i økonomien.

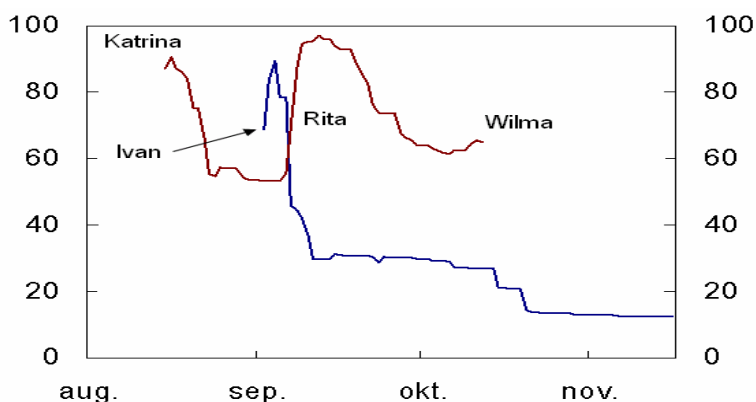
Oljepris

Som nevnt under avsnittet om aksjemarkedet har utviklingen i oljeprisen lenge vært en viktig drivkraft for kursutviklingen på Oslo Børs. Empiriske analyser viser positiv samvariasjon mellom oljeprisen og flertallet av delindeksene på Oslo Børs hvor det er en positiv korrelasjon mellom høy oljepris og oppgang i aksjemarkedet.

Utviklingen i oljeprisen har vært påvirket av nyheter som terroraksjoner, revalueringen av Kinas valuta og orkanene Katrina og Rita som førte til omfattende ødeleggelser både på installasjoner som produserer råolje og naturgass i Mexico-gulven, og på raffinerier i området. Etter orkanene var det spesielt prisene på raffinerte produkter som økte, og særlig bensinprisen steg kraftig. Prisøkningen på råolje ble etter hvert reversert, blant annet som følge av at USA og Det internasjonale energibyrået (IEA) samlet besluttet å frigjøre råolje fra sine strategiske lagre. IEA frigjorde også petroleumsprodukter, men ikke nok til å kompensere for hele bortfallet av raffineringsskapasitet. Likevel falt bensin- og råoljeprisene forholdsvis raskt tilbake til nivået de var på før orkanene, mens prisene på naturgass i USA fortsatt ligger høyere.

I begynnelsen av oktober falt oljeprisen med fem dollar per fat på få dager og kom dermed tilbake til nivået fra forrige inflasjonsrapport. Prisfallet skyldes særlig fallende vekst i etterspørselen etter olje fra flere markeder. IEA har redusert sitt anslag for etterspørselsveksten i andre halvår 2005 i forhold til tidligere anslag. Dette kan være et tegn på at oljeprisen nådde en grense for hvor høy den kan være uten at det får merkbare effekter på etterspørselen etter olje og annen økonomisk aktivitet. I slutten av oktober var oljeprisen i underkant av 60 dollar per fat nordsjøolje på tross av at oljeproduksjonen i Mexico-gulven fortsatt er redusert med rundt 60 prosent i forhold til det normale produksjonsnivået. Årets uvær har dermed ført til langt større produksjonsbortfall enn orkanen Ivan for ett år siden (NB: Inflasjonsrapport 3/2005).

Figur XXII : Nedstengt råoljeproduksjon i Mexicogulfen, Andel av total prod. kapasitet i prosent.



På møtet 19. september besluttet OPEC å holde sine produksjonskvoter uendret på 28 millioner fat per dag. Organisasjonen har i lengre tid hevdet at det er mangel på raffineringsskapasitet som er den viktigste årsaken til de høye energiprisene, og ikke mangel på råolje. Likevel vil produksjonskvotene kunne bli økt med inntil to millioner fat per dag dersom økt etterspørsel skulle gjøre det nødvendig.

Høye oljepriser er dermed en stor pådriver for den norske børsen, og en oljepris som holdes høy lenge kan føre til vedvarende forventninger om at den fortsatt skal holde seg høy, og forventning om unormalt høy profitt ved å investere i aksjemarkedet.

Det ligger mye psykologi i aksjemarkedet og selv om oljeprisen har sterkest påvirkning på energiindeksen som igjen er den største delen av hovedindeksen kan dette skape et falskt bilde og forventninger til profitt i andre deler av aksjemarkedet som ikke har like stor grunn til å være i oppgang. Den høye oljeprisen er dermed en potensiell kilde til ustabilitet i norsk økonomi. Men på den andre side vil jo også høye oljepriser rettferdiggjøre en økning i børsverdi for oljerelaterte aksjer, og forventningene om fremtidig profitt kan dermed være riktige. Dette kan for eksempel analyseres ved å se på P/E tall for børsen.

Etter å ha gitt en beskrivelse av mulige kilder til ubalanse i økonomien vil jeg videre prøve å analysere om det kan være tegn til "overtrading" på boligmarkedet eller børsen. Dette skal jeg som nevnt analysere i neste del av oppgaven ved å se på P/E tall for børsen og hvordan det har utviklet seg historisk og frem til i dag. For boligprisene vil jeg foreta en grundigere gjennomgang

med trend og avviksanalyse, samt se på utviklingen for P/E tallet. Jeg vil også vise hvordan avviket fra trend i kreditt har utviklet seg under avsnittet ”monetary expansion.” Etter grafisk og teoretisk gjennomgang vil jeg oppsummere funnene i konklusjoner i siste del av oppgaven.

4.1.2 Overtrading

Når aktører ser andre tjene godt på spekulasjon følger de etter. En større og større gruppe mennesker blir rike uten at det er dekning for det i realøkonomien. Denne utviklingen kan ikke vedvare. En analyse av utviklingen på boligmarkedet og aksjemarkedet kan være med på å danne et grunnlag for om fasen ”overtrading” fra Minskys modell er nådd i norsk økonomi.

Boligpriser

Et tegn på ”overtrading” kan være store avvik fra trend i utviklingen i boligpriser. Jeg har tatt i bruk tre forskjellige tallserier på utviklingen i boligpriser, og beregnet trendjustert avvik i prosent både ved HP-filter og semilogaritmisk skala.¹³

- Serie 1: Årlig beregnet boligpris kr/kvm fra SSB og NB – 1979-2005.
- Serie 2: Kvartalsvise tall fra SSB boligprisindeks – 1992K1-2005K4.
- Serie 3: Årlig boligprisindeks deflatert med KPI fra SSB og NB – 1946-2005.¹⁴

I en artikkel i Penger og Kreditt 2/05, ”Boligpriser, aksjekurser, investeringer og kreditt – hva sier de om bankkriser? En historisk analyse på norske data”, av Magdalena D. Riiser, vises det at realboligprisgapet har hatt relativt klare topper før tidligere bakkriser. For eksempel ser man at boligprisgapet når en topp før bankkrisen i 1988-1992. Resultatene av analysen i artikkelen konkluderer med at gapindikatoren for blant annet boligpriser er nyttige til å signalisere oppbygningen av ubalanser og bankkriser.

Når det gjelder Serie 3 har jeg fått HP-trenden ferdig beregnet fra Norges Bank som har beregnet den ved hjelp av rekursiv metode på data for perioden.¹⁵ Ved bruk av rekursiv metode tas det

¹³ Tallseriene er presentert i Appendiks B

¹⁴ Trend beregnet av Norges Bank ved Hodrick-Prescott filter og rekursiv metode på data for perioden. Boligprisindeks deflatert med konsumprisindeks. Anslag for 2005.

¹⁵ Metoden er den samme som i Borio, Claudio og Philip Lowe (2002)

ikke hensyn til utviklingen i variabelen etter året som analyseres. For Serie 1 og 2 er rekursiv metode ikke tatt i bruk. HP- trenden beregnes på følgende måte:

La x_t stå for en observerbar (makroøkonomisk) tidsserie. HP filteret dekomponerer x_t til en ikke stasjonær tidstrend (g_t) og en stasjonær residual komponent (c_t), det vil si:

$$x_t = g_t + c_t$$

HP filteret isolerer så den sykliske komponenten ved følgende minimeringsproblem:

$$\sum_{t=1}^T (x_t - g_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(g_{t+1} - g_t) - (g_t - g_{t-1})]^2$$

Første delen av uttrykket er målet på ”fitness” av tidsserien, mens det andre er et målet på ”smoothness”, λ er ”trade-off” parameteren. Som man ser prøver HP filteret å fjerne trend fra datamaterialet ved å løse et minste kvadraters problem. I en matrise notasjon får vi:

$$(X - G)'(X - G) + \lambda G' K' K G \rightarrow \min_{G \in R^T}$$

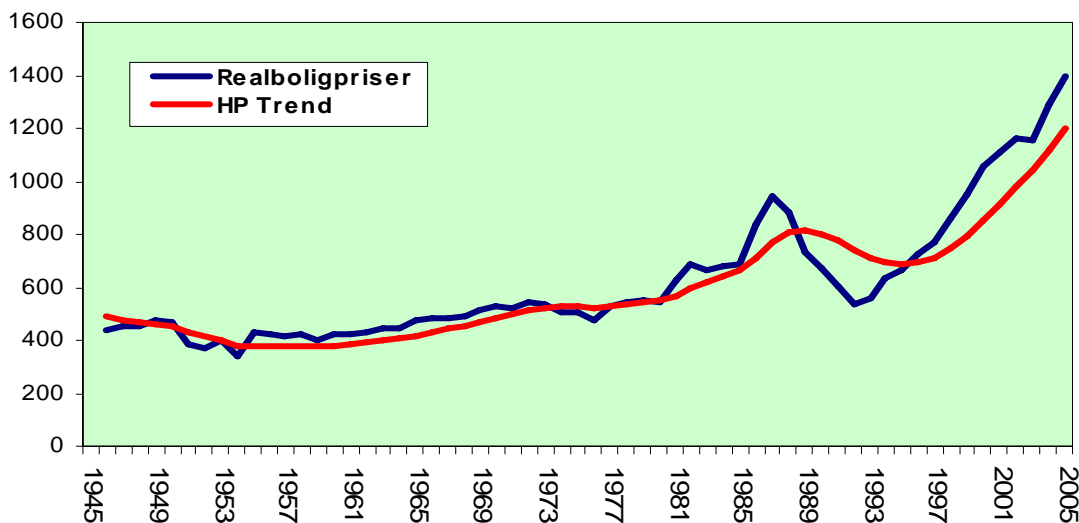
med $X = (x_1, \dots, x_T)'$, $G = (g_1, \dots, g_T)'$ og

$$K = \begin{pmatrix} 1 & -2 & 1 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & -2 & 1 & 0 & \dots & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & -2 & 0 & \dots & 0 & 0 & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \dots & \vdots & \vdots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 1 & -2 & 1 \end{pmatrix}$$

Det kan vises at løsningen på minimeringsproblemet er gitt ved $G = (I_T + \lambda K' K)^{-1} X$ hvor I_T er identitetsmatrisen med dimensjon T.

For å illustrere forskjellene av trendberegning ved HP filter og semilogaritmisk skala gir Serie 3 best effekt.

Figur XXIII : Realboligpriser og HP trend 1946-2005



Her ser vi tydelig den kraftige stigningen i boligpriser fra begynnelsen av nittitallet frem til i dag, i tillegg til tilhørende beregnet HP-trend. Vi ser at HP filteret gir en glattere kurve ved at den isolerer det sykliske elementet i prisutviklingen. Men her vil også HP-trenden kunne ligge over den normale vekstbanen. Dette avhenger mye av valget av periodisering, som jeg kommer tilbake til litt senere i analysen.

For å beregne trenden på semilogaritmisk skala gjør jeg først om tallserien til logaritmiske tall ved LOG funksjonen i excel.¹⁶ Deretter tilegner jeg hvert tall en forklaringsvariabel i henhold til hvilken observasjon de er i tallrekken. Den første observasjonen får verdi = 1, mens for eksempel den tiende observasjonen får verdi = 10. Videre beregner jeg ligningen for linjen som best passer dataserien ved hjelp av funksjonen LINEST i excel, som bruker minste kvadraters metode for å beregne linjen og minimerer feilledet.¹⁷ Dette gir oss tallene β_0 (konstant) og β_1 (varierer med x) for å beregne en trend på formen $y_i = \beta_0 + \beta_1 x$ hvor x er forklaringsvariabelen og y er

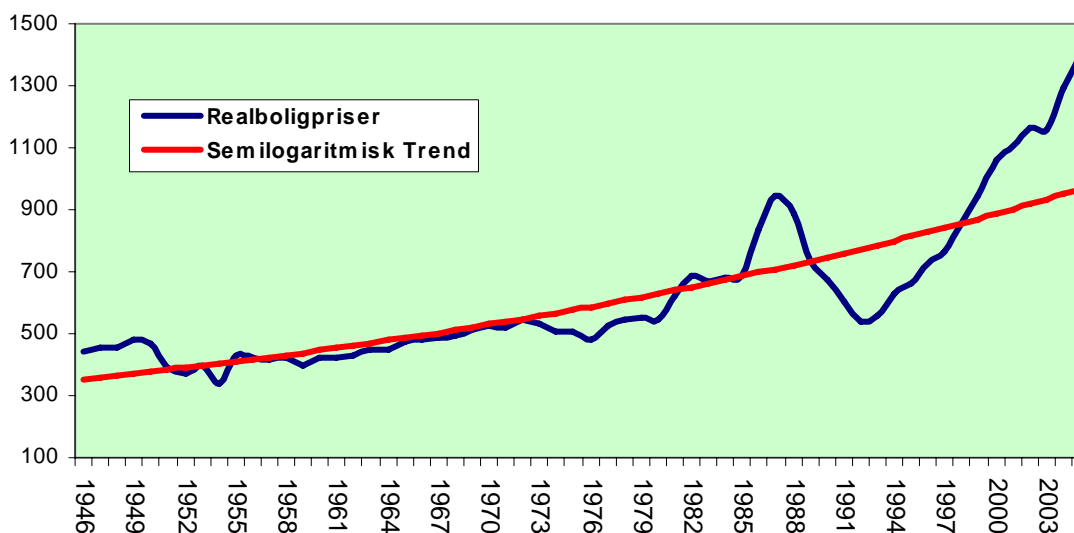
¹⁶ LOG(number,base) → base satt til 10

¹⁷ LINEST(known_y's,known_x's,const,stats)

tilhørende trend. Metoden angir også et mål på hvor stor andel av variasjonene i Y som forklares av regresjonsligningen, angitt ved R^2 . For å vise trenden i forhold til den originale tallrekken reverseres logaritmen ved å ta tallet 10 og opphøye med tallet for beregnet trend på logaritmisk form.

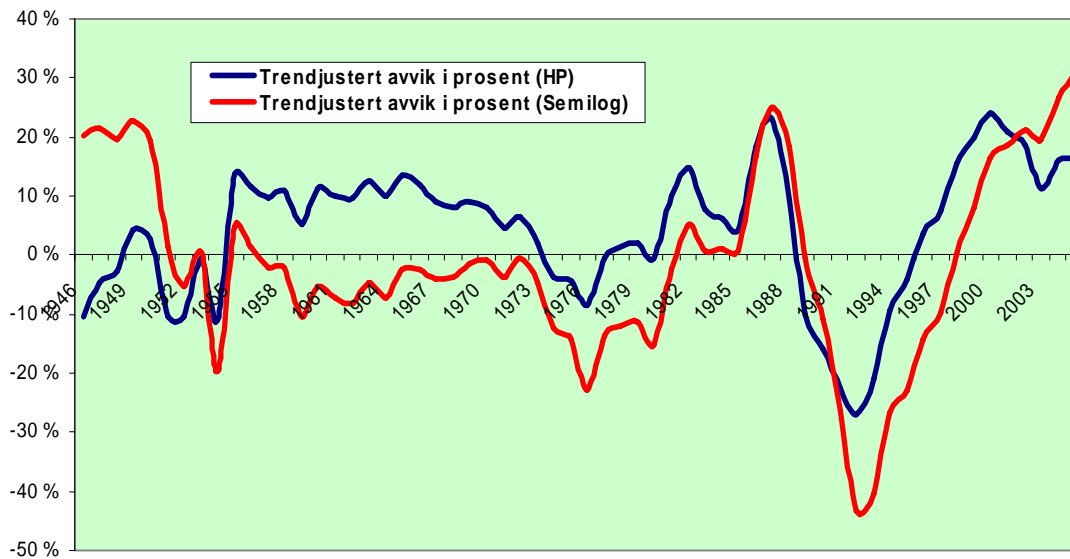
Ved semilogaritmisk skala får vi en trend som er basert på en regresjonsligning fra første til siste år. Vi ser på figuren under at dette gir en relativt lineær kurve som er svakt konkav. Trenden ble beregnet ved ligning $Trend(x) = 10^{(0,00745 X + 2,54)}$, der $X = 1$ for 1946 og $X = 60$ for 2005. Ligningen har en forklaringsgrad R^2 på ca. 78 prosent.

Figur XXIV : Realboligpriser og Semilogaritmisk trend 1946-2005



For å illustrere avvikene fra trend bedre har jeg foretatt en trendjustering både for HP og for semilogaritmisk trend. Dette gjøres enkelt ved at man trekker beregnet trend fra den originale tallrekken. Man vil da få et trendjustert avvik som varierer rundt 0.

Figur XXV : Trendjustert avvik i prosent Realboligpriser 1946 - 2005



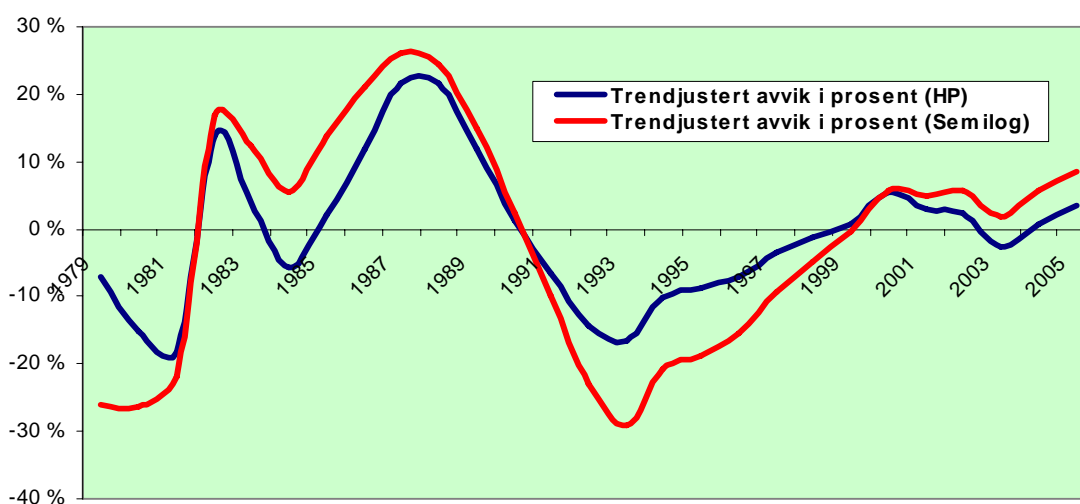
Både HP og semilogaritmisk trend illustrerer godt virkningen av bankkrisen på slutten av 80-tallet. Hvilken som er den "beste" er vanskelig å si, men den semilogaritmiske trenden illustrerer kanskje best utviklingen. Tallserien består av ulike "regimer" når det gjelder tilgangen på kreditt og boligpolitikk, og det er sannsynlig at utviklingen av boligprisene for eksempel ville ligge under trend frem mot kredittliberaliseringen på begynnelsen av 80-tallet. Noe den semilogaritmiske trenden, i større grad enn HP-trenden, gjør.

I begge grafer er trenden synkende frem til 1992 før den begynner å stige. Etter en topp på linje med boligtoppen på 80-tallet ser vi at IT-boblen førte til en korreksjon og synkende trend for HP trenden, men fra 2003 har trenden igjen vært stigende og gapet i 2005 er beregnet til ca. 16 prosent. Realboligprisgapet på 16 prosent er imidlertid noe lavere enn på slutten av 1980 tallet. Indikatoren tar imidlertid ikke hensyn til utviklingen i fundamentale faktorer som er viktige for boligprisene, herunder lave renter. Utsattheten i ikke-finansiell sektor (husholdninger, ikke-finansielle foretak og kommuner) vil avhenge ikke bare av gjeldsveksten, men også av gjeldsnivået. Sterk kredittvekst i noen år med utgangspunkt i et lavt gjeldsnivå vil ikke nødvendigvis representere noen trussel for gjeldsbetjeningsevnen. Situasjonen vil være annerledes dersom kredittveksten er sterk og nivået på gjelden er høy i utgangspunktet (NB: Finansiell Stabilitet 2/2005). For den semilogaritmiske trenden fikk ikke IT-boblen like stor

innvirkning, og gapet i 2005 er beregnet til ca. 30 prosent. Dette er fem prosent høyere enn toppen som ble nådd i 1987 på 25 prosent.

Ved en trend og avviksanalyse er periodiseringen svært viktig for resultatet. Ser vi på en tilsvarende graf med tall fra Serie 1 blir ikke resultatene like dramatiske som over. Den semilogaritmiske trenden er her beregnet ved ligningen $Trend(x) = 10^{(0,025 X + 3,31)}$, der $X = 1$ for 1979 og $X = 27$ for 2005. Ligningen har en høy forklaringsgrad R^2 på ca. 88 prosent. HP trenden er beregnet med en $\lambda = 100$.

Figur XXVI : Trendjustert avvik i prosent Årlig beregnet boligpris (kr/kvm) 1979-2005



Både HP og Semilogaritmisk trend oppnår her maksimumsavvik i 1987 på henholdsvis 21 og 26 prosent. Som figur XXVI viser er også her den semilogaritmiske trenden høyere enn toppunktet i 87 og lavere enn bunnpunktet i 1993 i forhold til HP. Avviket som er beregnet i 2005 er 3,6 prosent for HP trenden og 8,4 prosent for semilogaritmisk skala.

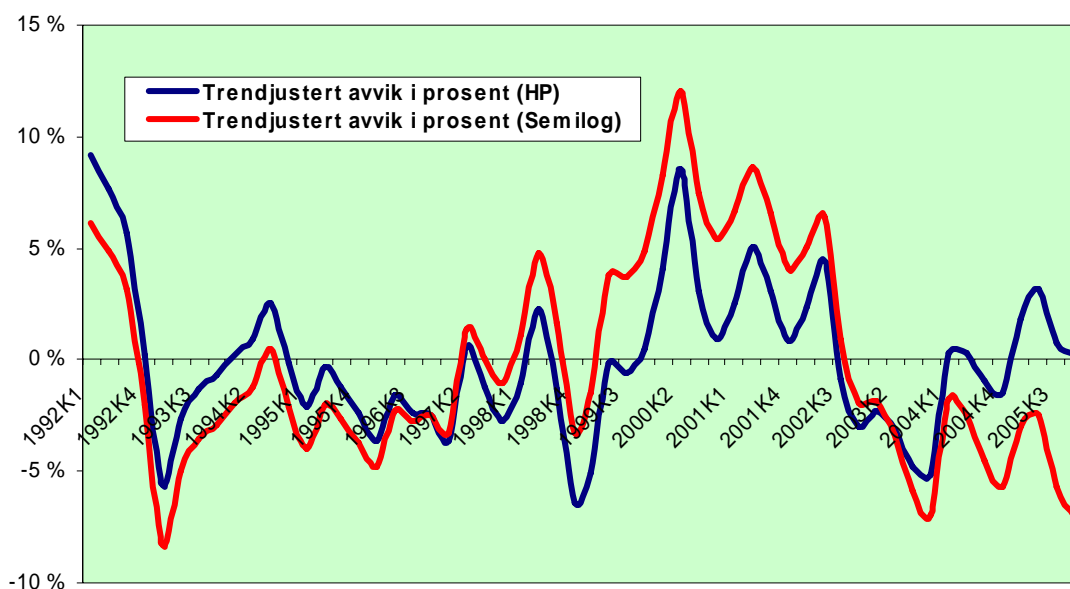
Ser vi på utviklingen i boligprisene fra 1946 ser vi at prisene frem til 1980 var relativt stabile.¹⁸ Når dette tas med i beregningen vil den store prisveksten på 80 tallet og den nåværende

¹⁸ Prisstigning 1946 – 1980 = 24 prosent.
Prisstigning 1980 – 2005 = 155 prosent.

oppgangen gi et større utslag på trendberegningene, og dette kan være noe av grunnen til at gapet er større enn her.

Ser vi på den siste serien med tall, Serie 2, som er kvartalsvise tall fra SSB boligprisindeks fra 1. kvartal 1992 til 4. kvartal 2005 får vi følgende grafer.

Figur XXVII : Trendjustert avvik i prosent Kvartalsvis SSB boligprisindeks 1992-2005



HP trenden er her beregnet med en $\lambda = 1600$. Den semilogaritmiske trenden er estimert ved ligningen $Trend(x) = 10^{(0,0096 X + 1,63)}$, der X = 1 for 1. kvartal 1992 og X = 56 for 4.kvartal 2005. Ligningen har en svært høy forklaringsgrad R^2 på 98 prosent. Avvikene for 4.kvartal 2005 er beregnet til 0,21 prosent for HP-trenden og -7,06 prosent for den semilogaritmiske trenden.

Denne tallserien starter i 1992 og har dermed ikke med verken oppgangen eller nedgangen fra 80 tallet og bankkrisen. Som vi har sett tidligere begynte boligprisene å stige igjen dette året og tallserien består nesten bare av positiv vekst. Av 56 kvartalsvise observasjoner, er det bare 11 kvartal som har negativ prisutvikling, og disse er også små sammenlignet med de største

økningene.¹⁹ Sammen med justeringen fra IT-boblen gjør dette at dagens avvik blir vesentlig forskjellig fra de to andre tallseriene.

Tabell I : Oppsummert trendavvik 2005

		HP	Semi-log
Serie 1	2005	3,60 %	8,43 %
Serie 2	2005K4	0,21 %	-7,06 %
Serie 3	2005	16,30 %	30,79 %

Bortsett fra semilogaritmisk trendavvik for Serie 2 er alle avvikene positive, og en samlet vurdering av alle data tilsier at dagens boligpriser ligger over trend.

Vanligvis faller gapene raskt fra sine høye verdier i perioder med finansiell uro. Samtidig kan gapene være vedvarende høye over en lengre periode uten at det fører til finansiell ustabilitet. Det siste kan snarere karakteriseres som unntaket enn regelen. Et eksempel på det var utviklingen på 1950- og 1960-tallet, da både boligprisgapet og kredittgapet var høye uten at det oppstod finansiell uro. Det er flere forklaringer på det. For det første var bolig- og kredittmarkedet regulert på denne tiden. Internasjonalt var det få bankkriser i denne perioden siden de finansielle markedene var regulert. For det andre var 1950- og 1960 tallet preget av en stabil makroøkonomisk utvikling. For det tredje var boligprisgapet noe lavere enn det vi forbinder med tidligere bankkriser. Og for det fjerde var renten som låntakerne stod overfor i denne perioden, lav (NB: Finansiell Stabilitet 2/2005).

Det finnes flere tilnærminger man kan bruke når man skal vurdere nivået på boligprisene. En tilnærming er å betrakte prisen på en bolig som summen av neddiskonterte forventede fremtidige fortjenestestrømmer knyttet til boligen, det vil si verdien av eget boligkonsum eller leieinntekter.

Gordon og Shapiro (1956) og Miller og Modigliani (1961), har vist at man kan fremstille et firmas P/E verdi slik

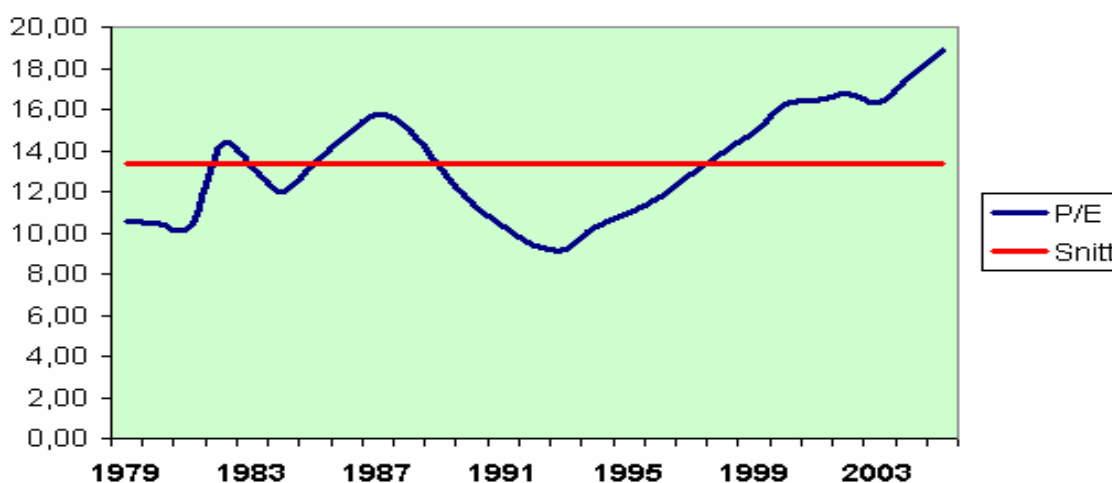
$$\frac{P}{E} = \frac{1}{r - g} \quad (1)$$

¹⁹ Minimumsavvik = -3,7 prosent. Maksimumsavvik = 7,9 prosent.

Hvor P er firmaets egenkapital verdi pr. aksje, E er nåværende årlig inntjening pr. aksje, r er kapitalkostnad og g er inntjeningens vekstrate forutsatt ingen fremtidig tilbakeholdning av inntjening.

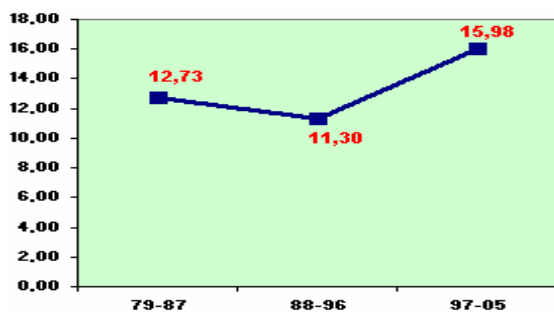
For tallserie 1 har jeg også tall for beregnet husleie (kr/kvm) fra samme tidsperiode. På tilsvarende måte som for aksjer kan man enkelt kalkulere en årlig P/E rate for boliger ved å dele gjennomsnittlige boligpriser på gjennomsnittlige leiepriser.²⁰

Figur XXVIII : P/E for bolig 1979-2005



Ser man på snittet for hele perioden 1979-2005 finner jeg det til å bli 13,3.²¹ Også her vil periodiseringen ha betydning for tolkning av resultatet.

Figur XXIX : Periodisert snitt P/E



²⁰ P/E tallene er beregnet fra samme datamateriale som ble brukt til å beregne trend og trendavvik i Serie 1.

²¹ Snittet er beregnet av standard formel for aritmetisk snitt
$$\bar{x} = \frac{\sum x_t}{T - t}$$

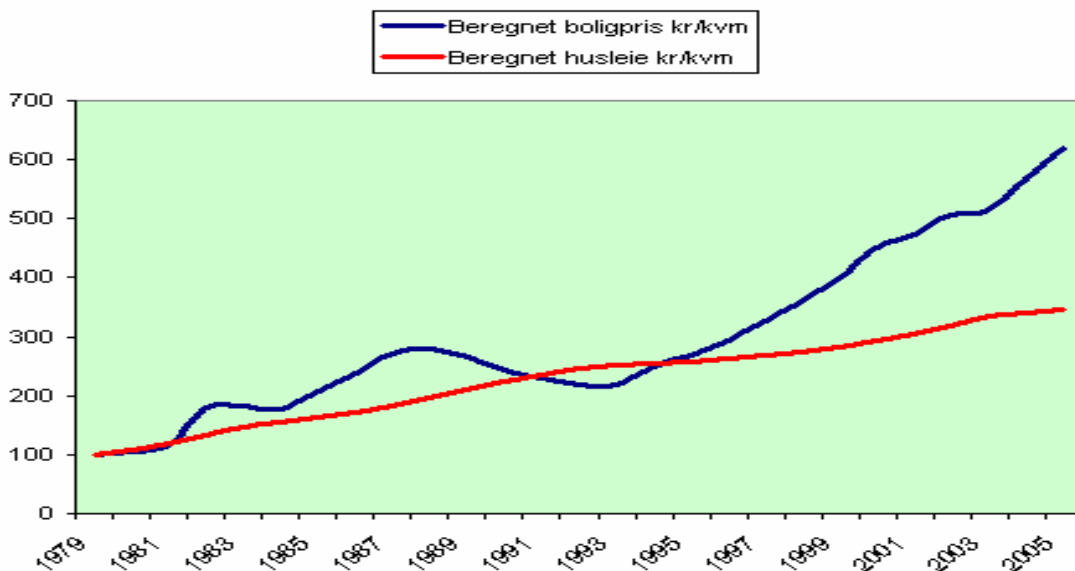
Hvis man deler dataene opp i tre perioder ser man følgende utvikling på snittet. Dette kan tilsi at snittet for P/E er endret og at det ”riktige” nivået og sammenligningsgrunnlaget er noe høyere enn 13,3.

Tabell II : Tabell P/E for bolig 1979-2005

År	P/E	År	P/E	År	P/E
1979	10,57	1988	15,09	1997	12,85
1980	10,46	1989	13,20	1998	13,88
1981	10,34	1990	11,43	1999	14,92
1982	14,28	1991	10,28	2000	16,23
1983	13,18	1992	9,37	2001	16,42
1984	12,04	1993	9,20	2002	16,76
1985	13,33	1994	10,33	2003	16,31
1986	14,69	1995	10,99	2004	17,62
1987	15,74	1996	11,77	2005	18,86

Ved å indeksere tallene, og sette 1979 = 100 kan man også se forholdet mellom utviklingen i boligpris og husleie som har drevet P/E tallet oppover siden 1994.

Figur XXX : Indekserte tall boligpris og husleie 1979-2005.



Her ser man tydelig at boligprisene har ”løpt fra” husleien siden 1994, og at P/E tallet nå er høyere enn etter kredittliberaliseringen på 80-tallet. Den forrige toppen i 1987 oppnådde et P/E tall underkant av 16, mens dagens P/E tall nærmer seg 19. Dette kan være grunn til alarm og tegn

på en finansiell boble i boligmarkedet. Definisjonen på en boble som ble presentert tidligere i oppgaven sier at en boble er et ”Selvoppfyllende avvik mellom fundamental verdi og markedspris som forsetter inntil vilkårene for selvoppfyllelsen opphører”. Dersom det er den lave renten som er vilkåret for ”selvoppfyllelsen” kan det være mulig at en høyere rente på sikt vil ”sprekke” boblen og føre til kraftige fall i boligprisene.

Aksjekurs

Hvorvidt en boble er i emning og hvor den vil oppstå, kan vanskelig vites med sikkerhet på forhånd. De tre siste årene har Oslo Børs hatt betydelig større oppgang enn de fleste internasjonale børser, og hovedindeksen på Oslo Børs steg med om lag 38 prosent i 2004. Utviklingen i 2005 har bare fortsatt og nest siste handledag på børsen for 2005 passerte hovedindeksen 335 poeng, noe som er ny rekord og tilsvarer en stigning på omtrent 41 prosent i 2005. Hegnar.no melder på sin hjemmeside følgende: ”DNO – sender børsen til all time high”, dette gjenspeiler igjen hvilken pådriver olje er for det norske aksjemarkedet (hegnar.no: januar 2006).²²

Fordi ingen firma har den samme vekstraten i evig tid er flerstegs vekst modeller ofte brukt istedenfor konstant vekst modellen i ligning (1):

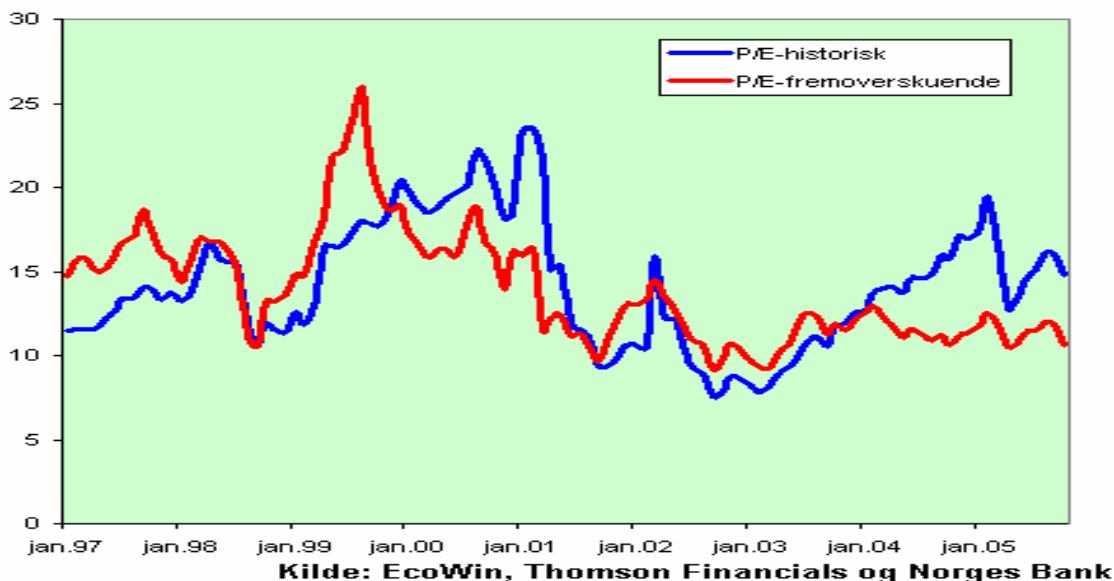
$$\frac{P}{E} = \frac{1}{r - g_1} - \frac{1}{r - g_1} \left(\frac{1 + g_1}{1 + r} \right)^t + \frac{1}{r - g_2} \left(\frac{1 + g_1}{1 + r} \right)^t \quad (2)$$

Hvor r er kapitalkostnad, g_1 er inntjeningens vekstrate i periode 1, g_2 inntjeningens vekstrate i periode 2 og t er antall år med antatt vekst i periode 1.

Over en gitt periode, beveger de fleste aksjepriser seg i samme retning som markedet, fordi de til en viss grad er utsatt for de samme økonomiske drivkreftene. Ved å implementere ligning (2) på en hel aksjeindeks kan man kalkulere en markeds P/E som kan brukes til å verdsette dets verdi.

²² Det norske oljeselskap

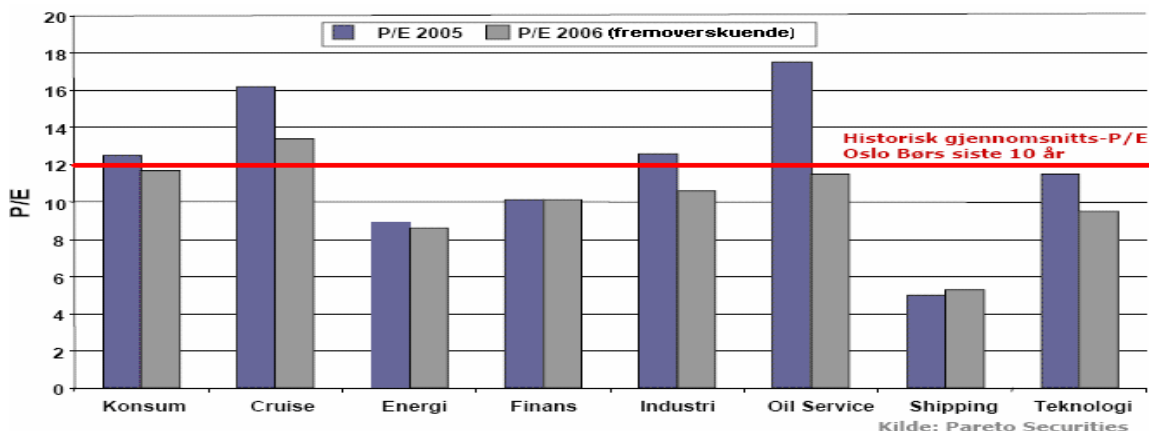
Figur XXXI : P/E-historisk og fremoverskuende: Oslo Børs Jan. 1997-Okt. 2005



Sett i forhold til selskapenes inntjening var aksjene på Oslo Børs høyere priset i 2000 enn i dag. Basert på rapportert inntjening siste tolv måneder var P/E-nivået på Oslo Børs historisk høyt rundt årsskiftet 2000-01, mens P/E-verdien basert på forventet inntjening neste tolv måneder var nesten 1,6 ganger høyere i september 2000 enn i dag (NB: Finansiell Stabilitet 2/05).

Dette kan være et bra tegn da forventet P/E ligger under historisk, noe som tyder på at man kan være klar over at dagens høye inntjening er basert på høye oljepriser og at det forventes at disse skal stabilisere seg til et mer "normalt" nivå i fremtiden. I en tilsvarende beregning fra Pareto Securities får vi P/E for ulike sektorer på Oslo Børs.

Figur XXXII : P/E ulike sektorer Oslo Børs



Her ser man at P/E verdiene for de fleste sektorer ligger under historisk gjennomsnitt de siste ti år. Sektoren som skiller seg mest ut, og med høyest P/E verdi, er som forventet "Oil Service". Også på denne grafen ser vi at det er mer nøytrale forventninger til fremtidig inntjening i 2006 i de fleste sektorer.

4.1.3 Monetary expansion

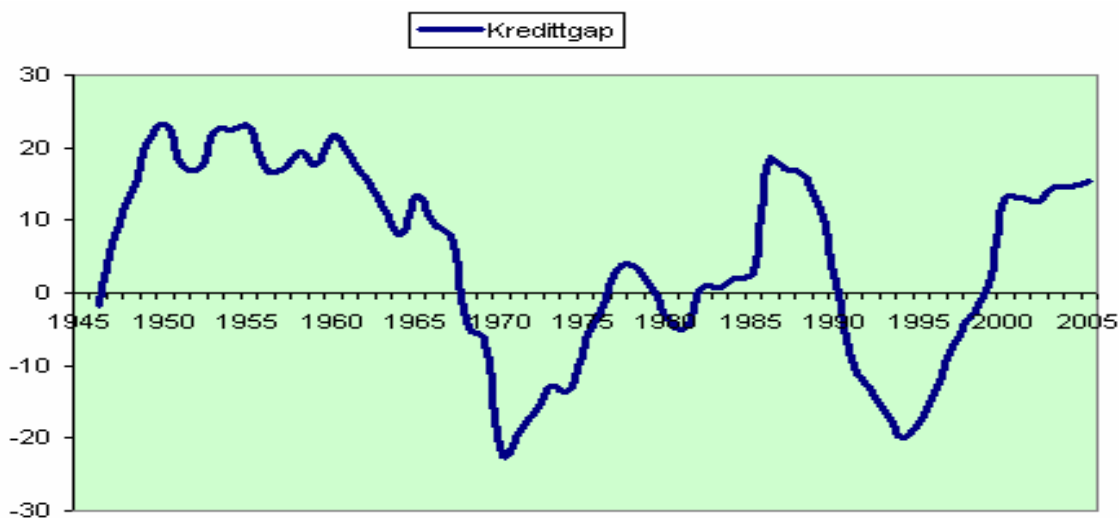
Det er bankenes økning av totalt pengetilbud som gir næring til den spekulative manien og legger grunnlaget for en boom. En nærmest sammenhengende, kraftig økning i boligprisene siden 1993 – riktignok fra et lavt nivå – har gått hånd i hånd med vekst i bankenes utlån til husholdningene. Det opphetede boligmarkedet gjenspeiles i stor grad i kredittmarkedet, der husholdningene fortsetter å øke gjelden. Kredittveksten til husholdningene har vært svært høy de siste fem årene, og var ved slutten av 2004 11,4 prosent.

Gjelden til nordmenn flest vokser raskere enn det økonomiske eksperter hadde forutsett, og det spås at utviklingen kan gi flere renteøkninger, og de første renteøkningen har allerede kommet. Ved utgangen av oktober hadde gjelden til husholdningene vokst med 13 prosent, noe som er en svak økning i forhold veksten ved utgangen av september, ifølge Norges Bank kredittindikator. Også gjelden til kommunene og ikke-finansielle foretak vokser i omtrent den samme størrelsesorden. Samlet er tolv månedersveksten til kredittindikatoren – den samlede gjelden til husholdninger, ikke-finansielle foretak og kommuner – på 12,4 prosent. Det er nesten ett prosentpoeng høyere enn det ekspertene forventet.

– Tallene er en del sterkere enn ventet, både husholdningene og bedriftene økte mer enn antatt. Men husholdningenes gjeldsvekst er mest bekymringsfull, 13 prosent er godt over lønnsveksten, sier seniorøkonom Kyrre Aamdal i DnB NOR Markets til TV 2 Nettavisen. Veksten i gjelden kan føre til nye renteøkninger og sterkere kronekurs (Nettavisen januar 2006).

I Finansiell Stabilitet 2/2005 presenterer Norges Bank tall for utviklingen av kredittgapet fra 1949-2005, og påfølgende graf er laget med utgangspunkt i Norges Banks beregninger.

Figur XXXIII : Kredittgap 1945-2005 ²³



Denne grafen vil også være påvirket av periodiseringen da vi ser at tidsserien består av både regulerte (frem til 1982) og ikke-regulerte kredittregimer. Gapet i 2005 er beregnet til 15,4 prosent, mens den forrige toppen i 1986 var på 18,3 prosent.

Husholdningenes gjeld har vokst raskt siden 2000, og de siste tolv månedene fram til oktober 2005 økte gjelden med 13 prosent. Også veksten i lån uten pant i bolig (andre lån) har økt. Andre lån kan være gitt med sikkerhet i andre typer formuesobjekter, som for eksempel bil, båt eller verdipapirer, eller de kan være gitt som usikrede lån. Andre lån utgjør om lag 25 prosent av husholdningenes lån. Om lag en tredjedel av andre lån er lån til personlige foretak, selvstendig næringsdrivende og ideelle organisasjoner. En del av lånene til disse går til næringsvirksomhet. Kredittilsynet gjennomfører hvert kvartal en undersøkelse av et utvalg finansinstitusjoner som hovedsakelig tilbyr usikrede forbrukslån. De ti selskapene som inngår i undersøkelsen hadde ved utgangen av første halvår 2005 samlet utlån på vel 24 milliarder kroner, en økning på 13 prosent det siste året. Den sterke gjeldsveksten de seneste årene må ses i lys av utviklingen i boligprisene. Utviklingen i boligprisene har sterke og langvarige virkninger på utviklingen i gjeld (NB: Finansiell Stabilitet 1/2005).

²³ Samlet kreditt til publikum i prosent av brutto nasjonalprodukt. F.o.m. 1995 samlet kreditt til Fastlands-Norge i prosent av BNP Fastlands-Norge (markedsverdi) Anslag for 2005. Trend beregnet ved Hodrick-Prescott filter og rekursiv metode på data for perioden 1899-2005.

4.2 Kindlebergers teori opp mot dagens situasjon

Kindlebergers teori bygger på Minsky, og det er flere elementer som kan brukes for å analysere dagens situasjon i Norge.

4.2.1 *Swindles*

Perioden som Kindleberger omtaler som "swindles" omfatter spekulasjon. Kjøp og salg av boliger for å oppnå gevinst er en typisk form for spekulasjon. Stor prisstigning i markedet kan tyde på at folk spekulerer i boligmarkedet. Profittspekulasjonen driver prisene opp og medfører et prisenivå som ikke er i tråd med realøkonomien. Situasjonen på boligmarkedet kan derfor sies å passe godt inn i Kindlebergers teori under "swindles". Kindleberger kriseteori sier at de ofte avdekkes svindel og bedrageri når markedet nærmer seg toppen av en boom. I 2002 og 2003 har det vært flere tilfeller av slike avsløringer, som for eksempel Finance Credit-skandalen.

Selskapet hadde som viktigste forretningsidé å kjøpe fordringer som andre hadde problemer med å drive inn. For å få lån i blant annet Nordlandsbanken til å kjøpe nye fordringer og slik ekspandere virksomheten, blåste Finance Credit opp nettoinntekten gjennom å overvurdere fordringer ved hjelp av manglende avsetning for tap- og gjennom å balanseføre fordringer som i utgangspunktet skulle vært regnet som tapte. Bankene ser ut til å ha tapt 1,4 milliarder på Finance Credit. Eierne har blitt tiltalt for grovt bedrageri og brudd på regnskapsloven (Knivsflå 2005).

En ny undersøkelse fra granskingsenheten til revisjons- og rådgivningsselskapet PricewaterhouseCoopers viser at 42 prosent av norske selskaper har vært utsatt for økonomisk kriminalitet de siste to årene, en dobling fra tilsvarende undersøkelse i 2003. Selskapene i undersøkelsen anslår å ha tapt gjennomsnittlig 4,4 millioner kroner på økonomiske lovbrudd fra 2003 til 2005.²⁴ 42 prosent av norske virksomheter har de siste to årene vært utsatt for økonomisk kriminalitet, en tilnærmet dobling fra undersøkelsen i 2003. Det er særlig en økning i regnskapsmanipulasjon og hvitvasking, men også en markert økning når det gjelder korrupsjon, produktkopiering, dokumentfalsk og industrispionasje. Det er de ansatte i norske selskaper som hyppigst begår alvorlig økonomisk kriminalitet. Ansatte er involvert i 70 prosent av tilfellene i

²⁴ PricewaterhouseCoopers Global Economic Crime Survey 2005 er blitt til i et nært samarbeid mellom PricewaterhouseCoopers og ledende vitenskapsmenn innen kriminologi ved Martin-Luther University, Halle-Wittenberg, Tyskland. Den praktiske gjennomføringen er gjort av TNS-Emnid i Tyskland.

Norge, mens toppledere er involvert i 25 prosent av sakene. Undersøkelsen viser at sannsynligheten for økonomiske lovbrudd vokser med selskapets størrelse. 62 prosent av virksomhetene med mer enn 5000 ansatte rapporterte om økonomisk kriminalitet i selskapet de siste to årene. Når det gjelder bransjer er det rapport flest hendelser innen handel, finans og telecom, men undersøkelsen viser at ingen virksomheter er immune mot økonomisk kriminalitet: forskjellene mellom bransjene er relativt små (PwC Global Economics Crime Survey 2005).

Når det gjelder boligmarkedet er det også noen svært aktuelle eksempler på at overestimering av profitt har ført til at man kan kjenne igjen beskrivelsen av ”swindles” i Kindlebergers teori.

11. januar 2006 kunne vi i flere aviser lese om en regnetabbe i en analyse av boligmarkedet. Helt siden i fjor vår har analysebyrået Econ rapportert feilaktige tall om salget av nye boliger. De feilaktige tallene har blitt videreformidlet av en rekke medier, og har blant annet blitt brukt som grunnlag for spådommer om fallende boligpriser (Dagbladet januar 2006).

Notar har også preget nyhetsbildet første måned i 2006. Folk i Notar Eiendom Bergen og Notar Nybygg Bergen, eller med nær tilknytning til firmaene, skal ha tjent flere hundre tusen kroner på å kjøpe og selge boliger som Notar selv hadde inne for salg. De drev butikk i butikken. I næringslivet regnes dette som uetisk og uakseptabelt. Notar Nybygg Bergen skal i følge Dagens Næringsliv ha betalte fiktive kjøpere 50.000 kroner for å stå på lister over forhåndssalg. På denne måten ville Notar Nybygg Bergen hjelpe nybyggere med å lånefinansiere boligprosjekter. Og utbyggerne brukte listene overfor bankene, som dokumentasjon for at vilkårene for å få byggelån var oppfylt. 12 personer i Notar, hovedsakelig visningsassistenter stilte opp, skriver avisen (DN januar 2006). Kredittilsynet har fattet vedtak om å tilbakekalle bevillingene til Notar Eiendom Bergen AS og Notar Nybygg Bergen AS. Grunnlaget for dette er at foretakene grovt og vedvarende har tilsidesatt sine plikter etter eiendomsmeglingsloven. Kredittilsynet har under inspeksjon i foretakene avdekket at det har foregått formidling av boliger under oppføring i tilknytning til ulike utbyggingsprosjekter i Bergensområdet på en måte som anses i strid med god meglerskikk. Kredittilsynets undersøkelser har avdekket flere tilfeller av egenhandel, oppgjørspraksis som har utsatt klienter for økonomisk risiko, og avtaler mellom meglerforetak og klienter i strid med god meglerskikk. Det er også avdekket mangelfull føring av meglingsjournal,

herunder at meglerforetakene har hatt manglende oversikt over hvilke boliger som til enhver tid faktisk har vært solgt og hvem som har vært faktisk kjøper. Av hensyn til foretakenes kunder er foretakene under visse vilkår gitt adgang til å avslutte pågående oppdrag. Foretakene har ikke anledning til å påta seg nye oppdrag (Kredittilsynet: Pressemelding Nr. 1/2006).

4.2.2 Innenlandsk forplantning

Historien viser at når børsen faller, følger gjerne boligmarkedet etter. Børsen og boligmarkedet styres i stor grad av de samme faktorene. Børsen reagerer derimot raskere og kraftigere på endringer enn boligmarkedet. Jeg har ikke funnet noen relevante økonometriske analyser som kvantifiserer sammenhengen mellom utviklingen på børsen og boligmarkedet, men sammenhengen er likevel tydelig gjennom historiske hendelser. Ser man for eksempel isolert på perioden der IT-boblen sprakk i 2001/02, i for eksempel figur XXVI, ser man at avviket fra trend i boligpriser var synkende i nettopp denne perioden.

”I mange tilfeller følger boligprisene børsen. Aksjemarkedet forutsier fremtiden blant annet når det gjelder sysselsettingen som er avgjørende for utviklingen i boligmarkedet”, sier Knut Boye som er førsteamanuensis ved Norges Handelshøyskole. Boligmarkedet fulgte børsen nedover både etter krakket i 1987 og det kraftige fallet høsten 1998. Nå har utviklingen på børsene i tillegg fått økt direkte betydning for stadig flere nordmenn. Vi har fått økt kjøpekraft som en følge av de lave rentene og skattelettelser de siste årene. Mer enn en million nordmenn eier andeler i aksjefond, og dermed får sparepengene også tettere sammenheng med aksjemarkedet.

Dermed er det muligheter for at et krakk i aksjemarkedet vil kunne føre til et nytt krakk i boligmarkedet. Særlig på grunn av den økende trenden vi ser hvor flere bruker boliger som spekulasjonsobjekter etter den høye prisstigningen boligmarkedet har hatt de siste årene.

4.2.3 Hegemonimakten – Långiver i siste instans

I denne delen av Kindlebergers teori har jeg tatt utgangspunkt i en artikkel fra Penger og Kreditt 4/04 – Norges Banks rolle ved likviditetskriser i finansiell sektor - av Karsten R. Gerdrup. Jeg vil først gå gjennom Norges Banks rolle som långiver i siste instans, og dens virkemidler, og deretter drøfte dette i forhold til hva Kindlebergers teori mener er nødvendig for en effektiv LSI.

Sentralbanker har tradisjonelt hatt en rolle som långiver i siste instans (LSI). Det innebærer at sentralbanken kan tilføre ekstraordinær likviditet til en enkelt bank eller banksystemet når etterspørselen etter likviditet ikke kan møtes fra alternative kilder. Gjennom utøvelse av pengepolitikken sørger Norges Bank normalt for at likviditeten i banksystemet er slik at de helt korte pengemarkedsrentene blir liggende nær signalrenten. I krisesituasjoner kan det raskt vise seg at tilførsel av likviditet gjennom bankenes ordinære låneordninger ikke strekker til. I tråd med Kindlebergers teori er det da avgjørende at långiver i siste instans, vurderer ekstraordinære tiltak og tilfører markedet tilstrekkelig likviditet. Sentralbanken i Norge, Norges Bank fungerer som en nasjonal långiver i siste instans.

Et grunnprinsipp er at sentralbanker ikke skal yte lån til banker som har soliditetsproblemer. I utgangspunktet bør slike problemer løses ved at eierne tilfører ny egenkapital, eller ved fusjoner/oppkjøp mellom private aktører. I land som har sikringsfond, som i Norge og USA, kommer disse inn som andrelinjeforsvar. Dersom en bank ikke får tilført tilstrekkelig kapital til å drive videre, vil den måtte avvikles. I Norge kan finansielt svake banker bli satt under offentlig administrasjon. Ved en systemkrise kan imidlertid offentlig administrasjon være lite hensiktsmessig, fordi det kan ha uheldige konsekvenser for samlet kredittytning og betalingssystemer. I slike tilfeller kan eventuelt staten som siste instans gripe inn og tilføre egenkapital til kriserammede banker eller gjennomføre andre tiltak for å avverge en krise (Gerdrup 2004).

Hvilke virkemidler står til rådighet for Norges Bank

Jeg tar her utgangspunkt i Norges Banks etablerte låneordninger og beskriver deretter bankens politikk for å tilføre ekstraordinær likviditet til den enkelte bank eller banksystemet som helhet. Norges Banks låneordninger kan deles inn i to hovedgrupper:

1. Virkemidler:
 - Pengepolitiske virkemidler (F-lån/F-innskudd og valutabytteavtaler)
 - Stående fasiliteter for oppgjør av fordrings- og gjeldsforhold mellom bankene (D-lån/folioinnskudd) via Norges Banks oppgjørssystem (NBO)
2. Lån på spesielle vilkår til en bank (S-lån)

Norges Bank har skilt mellom låneordninger og S-lån siden kredittloven ble innført i 1965. Utformingen av ordningene har imidlertid variert over tid. Siktemålet med Norges Banks likviditetspolitikk er i dag at banksystemet samlet skal ha betydelige folioinnskudd i sentralbanken ved slutten av dagen. Skulle det oppstå et lånebehov, vil Norges Bank tilføre den likviditeten som er nødvendig ved hjelp av F-lån, eller eventuelt valutabytteavtaler. Norske banker har også gjennom dagen tilgang på likviditet via stående fasiliteter i Norges Banks oppgjørssystem (NBO) (intradraglån). Likviditetstilførsel gjøres alltid mot pant i nærmere angitte rentebærende verdipapirer.

I forbindelse med valutakrisen våren 1986 ble alle krav om sikkerhetsstillelse for bankenes automatiske låneadgang i Norges Bank (dagslån) fjernet. Norges bank tilførte da betydelig med likviditet uten sikkerhet for å unngå en kraftig økning i pengemarkedsrentene. Kravet om sikkerhetsstillelse var vanskelig å gjeninnføre de kommende årene fordi lånene var så store. Kravet for D-lån har siden 1995 vært 100 prosent, og det samme for F-lån fra 1999. Kravet om full sikkerhetsstillelse er nødvendig for å unngå at Norges Bank påføres risiko. Samtidig viser erfaringene fra 1986 at spørsmålet om å godkjenne annen type sikkerhet (for eksempel aksjer) eller fravike krav om sikkerhetsstillelse innenfor de generelle låneordningene raskt kan dukke opp i krisesituasjoner.

Norges Bank har kommet med flere uttalelser som viser hvilken rolle de tar på seg ved uro, usikkerhet og likviditetsmessige påkjenninger i finansmarkedene.

Sentralbanksjef Knut Getz Wold uttalte i 1975 at *”Norges bank vil under ingen omstendighet la en norsk forretningsbank innstille betalingene. Den vil også tilføre vedkommende eierbank tilstrekkelig med likviditet for å hindre at en datterbank i utlandet der en norsk forretningsbank er eeneier eller deleier, må innstille sine betalinger. Norges Banks villighet til å yte tilstrekkelige likviditetslån slik at en bank vil kunne fortsette sine betalinger, innebærer ikke at vedkommende bank vil kunne regne med å fortsette sin virksomhet uendret. Årsakene til at en slik ekstraordinær likviditetstilførsel er blitt nødvendig, vil bli tillagt vekt. Norges Bank vil kunne stille bestemte vilkår for sin likviditets støtte, f.eks. når det gjelder bankens ledelse”* (utdrag fra brev til Bankdemokratiseringsutvalget som ble gjengitt i NOU 1976: 52, s. 330).

Liknende uttalelser har flere ganger blitt gitt. I 1991 innvilget Norges Bank i april S-lån til Realkreditt på grunn av likviditetsproblemer, og da flere kredittforetak senere dette året fikk problemer avga Norges Bank en generell likviditetserklæring overfor kredittforetakene.

”De vanskeligheter flere kredittforetak de siste dager har stått overfor på obligasjonsmarkedet, kan ikke begrunnes i deres økonomiske stilling. Deres kapitaldekning er tilfredsstillende og ligger i flere tilfeller klart høyere enn de krav som er fastsatt. En regner derfor med at den situasjonen som er oppstått er av forbigående karakter og at den vil rette seg etter hvert som den generelle tillit til finansmarkedet gjenvinnes. For å bidra til at kreditforetakene kan fortsette sin virksomhet på grunnlag av de ordinære forutsetninger for deres finansiering, vil Norges Bank kunne gi likviditetslån til selskap i situasjoner der slik finansiering svikter av grunner som ikke kan knyttes til det enkelte selskap. Vilkårene for slike lån vil bli avtalt i de enkelte tilfelle (NB generell likviditetserklæring overfor kredittforetakene 26. november 1991).

Uttalelsen fra Norges Bank kan ha bidratt til å berolige markedene, og det ble ikke behov for å yte lån på spesielle vilkår som oppfølging av erklæringen. Etter bankkrisen har det ikke blitt bevilget S-lån. 17. desember 1999 uttalte Norges Bank seg igjen om sin generelle holdning i brev til Finansdepartementet.

”Norges Bank har et ansvar for å bidra til robuste og effektive finansmarkeder og betalingssystemer, dvs. bidra til finansiell stabilitet. Skulle det oppstå en situasjon der selve det finansielle systemet er truet, vil Norges Bank, i samråd med andre myndigheter, vurdere behovet for, og om nødvendigvis iverksette, tiltak som kan bidra til å befeste tilliten til det finansielle systemet.” (NB brev til Finansdepartementet av 17. desember 1999)

I Norge er myndighetenes arbeid med finansiell stabilitet delt mellom Finansdepartementet, Kredittilsynet og Norges Bank. Finansdepartementet har et overordnet ansvar for at landet har en velfungerende finansnæring. Kredittilsynet står for det direkte tilsynet med aktørene i den finansielle sektor. Norges Bank skal bidra til robuste og effektive finansmarkeder og betalingssystemer, samt overvåke faren for systemproblemer i finansielle sektor og eventuelt yte likviditetsstøtte hvis stabiliteten i det finansielle systemet er truet. Arbeidet med finansiell

stabilitet i Norges Bank er organisert i et eget område for finansiell stabilitet (FST). Områdets oppgaver er i første rekke å overvåke og analysere finansinstitusjoner, finansmarkeder og infrastrukturen for avregning og oppgjør, utøve konsesjonsansvar for interbanksystemene, gjennomføre oppgjøret mellom bankene som deltar i Norges Banks oppgjørssystem (NBO) og sørge for kontantforsyningen (Norges Bank). Kindleberger sier at økonomien trenger et organ som kan ta ansvar for pengepolitikken og sørger for stabilitet i markedet. I Norge ser det ut til at Norges Bank er et slikt organ. Dette støttes også opp fra historiske uttalelser og aktive inngripen i markedene som Norges Bank har utført. Det er derfor stor grunn til å tro at sentralbanken vil gripe inn og gjøre hva de kan for å redusere/stoppe en eventuell kommende finansiell krise i Norge, noe litteraturen på området også gir empirisk dekning for.

Videre hevder Kindleberger at det kan være optimalt å la det være usikkert om hvorvidt en ”långiver i siste instans” vil gripe inn eller ikke. Dette forhindrer usunn og ineffektiv drift og bygger opp selvtilliten i markedet. Det kan virke som dette på en måte er litt brutt av NB men på en annen måte opprettholdt. Det er ganske sikkert at NB vil gi hjelp dersom det ikke er selvforskyldt, dvs. systemsvikt. Men hvis det er interne feil og uforsvarlighet vil man ikke gripe inn. Hendelsen på 90 tallet viser også at bare en uttalelse kan være nok.

5.0 Konklusjoner

Jarle Berge sier i sin innledning til Finansiell Stabilitet 1/2005 at det er en gunstig situasjon nå, men det er gjerne i gode tider grunnlaget for senere problemer legges. Denne gunstige økonomiske situasjonen stimulerer investeringene, og svært lave realrenter gjør lånefinansiering gunstig. Husholdningens gjeldsvekst har lenge vært høy, og både boligpriser og aksjekurser har økt mye de siste årene. Lange perioder med sterk vekst i gjeld, formuespriser og investeringer kan være en kime til senere ustabilitet og problemer i det finansielle systemet. Det er når den optimismen som ligger til grunn for langvarig vekst i disse størrelsene snur til pessimisme, at det finansielle systemet kan komme under press. Og dette er også det som går igjen i Minsky og Kindlebergers teorier. Det er vanskelig, om ikke umulig å fastslå med noen grad av presisjon hvilke verdier på gjeld, formuespriser og investeringer som i en slik sammenheng kan utgjøre en uakseptabel risiko. Både vekst og nivå for disse størrelsene er trolig viktig, men også situasjonen i økonomien for øvrig.

Den utviklingen vi har hatt i gjeldsopptak i husholdningene, er ikke holdbar over tid. Både låntakere og långivere gjør trolig klokt i å ta inn over seg at det gjerne er i slike tider grunnlaget legges for senere problemer og krevende korreksjoner.

5.1 Boligmarkedet og kredittvekst

Det finnes trekk ved utviklingen på boligmarkedet som kan varsle fare for dem som tror at markedet vil stige i lang tid fremover. Charles P. Kindleberger beskriver en lang rekke bobler på ulike markeder og argumenterer for at de fleste følger et forløp opprinnelig beskrevet av Minsky. Et typisk kjennetegn ved bobler er at investeringslysten øker i takt med tidligere observert prisoppgang. I en enkel prediksjonsmodell trekker man en linjalstrek og spår fremtiden i forlengelsen – optimismen stiger så lenge prisene stiger. Kredittinstitusjonene gir næring til oppgangen ved i økende grad å se på den positive trenden og samtidig undervurdere mulighetene for prisfall. Dette gjør at kredittveksten i seg selv gir mulighet for økte priser. Som teoriene i oppgaven diskuterer er det typisk for mange historiske bobler at tunge aktører i markedet begynner å tvile på fortsatt prisvekst (årsakene kan være mange), og trekker seg ut av markedet. Kort tid etter reserverer kredittinstitusjonene seg, og tilgangen på ny kapital avtar. Priseraset er i gang. Dette forløpet er felles for bobler i andre markeder, som for eksempel aksjemarkedet. Når

det gjelder boligmarkedet er det verdt å merke seg at markedet til en viss grad ikke har storinvestorer, og panikksalg i et fallende marked er usannsynlig siden de fleste aktørene bor og vil fortsette å bo i egen bolig. I stedet er det slik at i et fallende marked, vil mange tape egenkapital og i verste fall få negativ formue. Dette gjør det vanskelig å flytte siden tapet da må realiseres og full finansiering av ny bolig på toppen av gammel boliggjeld kan være vanskelig.

I Minskys modell er tilgangen til kreditt viktig. Først finansierer tilgangen prisoppgangen, videre øker den fallhøyden ved kredittinnskrenkninger. Det er derfor store muligheter for at sannsynligheten for en prisboble øker etter hvert som transaksjonene på markedet krever mer og mer kreditt. Kredittveksten har lagt på rundt ti prosent på årsbasis de siste årene, og ferske tall viser en økning på 13 prosent de siste tolv månedene. I samme periode har inflasjonen vært lav og produktivitetsøkningen moderat i forhold til hva økningen i kreditt burde tilsi. Når kreditten øker mer enn konsummuligheter, forventer vi at pris per konsument øker. Med andre ord forventer vi økt inflasjon. Når vi likevel ikke ser høy inflasjon i Norge, kan det ha sammenheng med at den kjøpekraften som er igjen etter at varer er kjøpt, blir brukt på boliger. Overskudd i innvilget kreditt kan altså være et grunnlag for økte priser på aksjer, boliger eller andre verdiobjekter.

Boligprisene har økt med 40 prosent de siste fem årene, og det er hovedgrunnen til den kraftige gjeldsveksten. Selv om boligprisveksten nå ventes å flate ut, kommer gjelden til å fortsette å øke i flere år fremover. Grunne er at verdiøkningen på en gitt bolig først kommer til syne i gjeldsstatistikken i det øyeblikket den selges. ”En oppgang på ti prosent i boligprisene gir en gjeldsvekst på ti prosent på lang sikt”, påpeker Sentralbanksjef Svein Gjedrem i et intervju. (Adresseavisen, desember 2005) Det ser dermed ut til at kredittgapet kan fortsette å utvikle seg i positiv retning og det kan dermed bli en utfordring for Norges Bank fremover hvordan man skal sette renten, og hvor klart og tydelig informasjonene til låntakerne blir gitt. Kredittvekstens start rundt 1992-1993 sammenfaller med starten på boligprisøkningen, men dette sier ikke noe om årsaken i seg selv. Kjøp forutsetter tilgang på kreditt, så et ønske om kjøp kan skape en kredittøkning. Motsatt kan det også være tilfelle at tilgang på kreditt har motivert kjøp. Ser vi på dagens boligmarked er det mange som tror på en fortsatt prisstigning i årene som kommer.

Empirien antyder at folk flest tror sjansene for at boligprisene fortsetter å stige øker med lengden av oppgangsperioden (Røed Larsen & Sommervoll 2003).

Dersom dette er riktig, kan det i seg selv – fordi det er et tegn på en boble – være et forvarsel om et brått og kanskje kraftig prisfall.

5.2 Aksjemarkedet

Oslo Børs virker ikke dyr i dag fordi kursoppgangen skyldes økt inntjening.

En kraftig stigning på aksjemarkedet trenger ikke være noe faresignal dersom det ligger faktorer til grunn som støtter opp om prisstigningen. Det er flere elementer de siste årene som tilsier at oppgangen på børs i Norge ikke bærer preg av en boble. P/E analysen som er gjort under ”overtrading” fasen til Minsky viser at P/E tallet ikke er spesielt høyt historisk sett når det gjelder aksjemarkedet, med unntak av tallet for sektoren ”Oil Service”, og her kan det være en fare for at forventningen om profitt er overestimert. Høye råvarepriser generelt og olje spesielt kan føre til internettprising i leteselskaper. Slike selskaper er vanskelige å verdsette, og potensialet for en massiv overvurdering er dermed til stede.²⁵ Olje- og energirelaterte aksjer i alminnelighet kan også bli gjenstand for massiv investorinteresse og føre til unormale forventninger om profitt. Oppsummert finner vi allikevel flere faktorer som støtter opp under den kraftige kursoppgangen vi har hatt på børs de siste årene.

1. Oljeprisen har steget fra rundt 25 til 60 dollar pr. fat
2. Norges Bank har kuttet renten fra 7% til 2%
3. Oslo Børs var kraftig ”oversolgt” i 2003 etter kursfallet i 2001/2002
4. Norsk økonomi har gått fra lav- til høykonjunktur
5. Utlendinger har økt sin eierandel på Oslo Børs
6. Den norske kronen har svekket seg
7. Rekordrater i offshore-næringen
8. Råvareprisene er rekordhøye
9. Utenlandske børser har steget

²⁵ Overestimering av verdi. Rykter om fortjeneste som sprer seg raskt over internett.

5.3 Sluttkommentar

Ifølge Kindlebergers teori kan en kritisk fase vare svært lenge og utfallet er mer åpent sammenlignet med Minskys modell, der utfallet er gitt. Det er ikke sikkert at økonomien går inn i en krise i det hele tatt. Man kan argumentere for at det finnes tegn som tilsier at den norske økonomien nå befinner seg i en kritisk fase, selv om jeg tror faren for en kommende finansiell krise er begrenset.

Norge har en svært sterk sentralbank som aktivt jobber mot finansiell stabilitet og dette innebærer at det finansielle systemet er robust overfor forstyrrelser i økonomien. På bakgrunn av analysen tror jeg at Norges Bank har den kompetanse og erfaring som trengs for å se faresignalene i norsk økonomi, og jeg konkluderer derfor med at sårbarheten på kort sikt er liten.

Til slutt vil jeg allikevel komme med et godt råd til amatører som prøver seg på børsen: Når du ser unge menn som knapt trenger barberhøvel bestille ti Gul enke om gangen på Theatercaféen, når du ser direktører fra data og olje eller fisk komme til golfklubben i privat helikopter og når du hører om villaer på vestkanten som går for en million eller to over verditakst - da bør du selge aksjene.

6.0 Referanseliste

- Benedictow, A. (2005): *Norsk økonomi gjennom 20 år*, SSB Samf.speilet nr. 4, 2005
- Berge, J. (2005): *Foredrag*, Norges Bank Kapp 23. november 2005
- Borio, C. & Lowe P. (2002): *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Papers nr.114
- Finansdepartementet (2000): *Makroøkonomisk stabilitet*, NOU 2000: 21
- Finansdepartementet (2005): *Nasjonalbudsjettet 2005*, St.mld. nr. 1/05
- Gerdrup, K.R. (2004): *Norges Banks rolle ved likviditetskriser i finansiell sektor*, Penger og Kreditt 4/04
- Gjedrem, S. (2005): *Foredrag*, Norges Bank Trondheim 10. oktober 2005
- Gjedrem, S. (2002): *Årstalen*, Norges Banks representantskapsmøte 14. februar 2002
- Gjedrem, S. (2003): *Årstalen*, Norges Banks representantskapsmøte 20. februar 2002
- Gjedrem, S. (2004): *Årstalen*, Norges Banks representantskapsmøte 19. februar 2002
- Gjedrem, S. (2005): *Årstalen*, Norges Banks representantskapsmøte 17. februar 2002
- Grytten, O.H. (2005): *"Krakk og Kriser" forelesningsnotater*, NHH Høst 2005
- Hanisch, T.J. et.al. (1999): *Norsk økonomisk politikk i det 20. århundre*, Kr.sand høyskoleforlaget
- Hanisch og Sjøilen (2001): *Refleksjoner ved fastkurspolitikken slutt*, Økonomisk Forum 5/01
- Hodrick, R. J., and Prescott, E. C. (1980): *Post-war U.S. business cycles: An empirical investigation*, Discussion paper 451, Carnegie-Mellon University
- Hodrick, R. J., and Prescott, E. C. (1997): *Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation*, Journal of Money, Credit and Banking 29
- Holden, S. (2004): *"IS-LM og AS-AD" forelesning*, UIO Høst 2004
- Ibbotson, R. G. (2001): *Price-earnings ratios*, Palgraves Dictionary of Finance
- Kim, H. (2004): *Hodrick-Prescott Filter*, Ohio State University
- Kindleberger, C. (1996): *Manias, Panics, and Crashes, A history of Financial Crises*, Wiley & Sons
- Knivsflå (2005): *"Regnskapsanalyse og verdsettelse" forelesning*, NHH Vår 2005
- Knutsen, S. (1998): *Forskning på økonomiske kriser*, BI Forum 2/98
- Kredittilsynet (1994): *Rundskriv*, 51/1994
- Kredittilsynet (2004): *Kundeundersøkelsen*, TNS Gallup
- Kredittilsynet (2005): *Tilstanden i finansmarkedet 2004*, Rapport: Mars 2005

- Kredittilsynet (2006): *Pressemelding*, Nr. 1/2006
- Lofquist, E.A. (2005): "Konsernstrategi" forelesningsnotater, NHH Vår 2005
- Miles, D. (2004): *The UK Mortgage Market: Taking a Longer-Term View*, London: HM Treasury.
- Minsky, H. P (1975): *John Maynard Keynes*, Columbia University Press
- NOU (2002): *Boligmarkedene og boligpolitikken*, Norges offentlige utredninger 2002:2
- Norges Bank (2002): *Penger og kreditt, 1/02*, Norges Bank, mars 2002
- Norges Bank (2005): *Penger og kreditt, 2/05*, Norges Bank, juni 2005
- Norges Bank (2004): *Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet*, Skriftserie nr 34/2004.
- Norges Bank (2004): *Inflasjonsrapport 1/2004*, Norges Bank, 4. mars 2004
- Norges Bank (2004): *Inflasjonsrapport 2/2004*, Norges Bank, 1. juli 2004
- Norges Bank (2004): *Inflasjonsrapport 3/2004*, Norges Bank, 3. november 2004
- Norges Bank (2005): *Inflasjonsrapport 1/2005*, Norges Bank, 16. mars 2005
- Norges Bank (2005): *Inflasjonsrapport 2/2005*, Norges Bank, 30. juni 2005
- Norges Bank (2005): *Inflasjonsrapport 3/2005*, Norges Bank, 2. november 2005
- Norges Bank (2005): *Finansiell Stabilitet 1/2005*, Norges Bank, 31. mai 2005
- Norges Bank (2005): *Finansiell Stabilitet 2/2005*, Norges Bank, 6. desember 2005
- Norges Bank (2005): *Pressemelding*, Oslo 2. november 2005
- OECD (2005): *OECD Economic Outlook 78*, OECD
- Papadimitriou, D.B. og Wray, L.R. (1997): *The Economic Contributions of Hyman Minsky: Varieties of Capitalism and Institutional*, The Jerome Levy Economics Institute Working paper 217
- Prikazsky, V. & Aavitsland, P. (2005): *Tables, graphs, and diagrams" presentation*, EPIET
- Riiser, M. D. (2005): *Boligpriser, aksjekurser, investeringer og kreditt – hva sier de om bankkriser? En historisk analyse på norske data*, Penger og Kreditt 2/05
- Røed Larsen, E. (2005): *Boligprisens Utvikling*, Økonomiske Analyser 5/2005
- Røed Larsen, E. og Sommervoll, D.E. (2003): *Til himmels eller utfor stupet?*, SSB Notat 2003/64
- Sachs, Jeffrey (1995): *Do We Need an International Lender of Last Resort?*, Frank D Graham Lecture, Princeton University, 20 April.
- Sandal, K. (2001): *Internasjonale finanskriser – kan og bør det finnes en internasjonal "lender of last resort"?*, Penger og kreditt 1/01

- Shiller, R. J. (1990): *Speculative Prices and Popular Models*, Journal of Economic Perspectives
- Stein, J. C. (1995): *Prices and trading volume in the housing market: A model with downpayment effects*, The Quarterly Journal of Economics, May 1995
- SSB (2001): *Økonomiske analyser*, 1/2001
- SSB (2002): *Økonomiske analyser*, 1/2002
- SSB (2003): *Økonomiske analyser*, 1/2003
- SSB (2004): *Økonomiske analyser*, 1/2004
- SSB (2005): *Økonomiske analyser*, 5/2005
- Yakhin, Y. (2003): *The Hodrick-Prescott Filter*, UCLA

Internet

- Business cycle theory cepa.newschool.edu
- Dagbladet www.db.no
- Dagens Næringsliv www.dn.no
- DinSide www.dinside.no
- Hegnar www.hegnar.no
- Holbergfondene www.holbergfondene.no
- HP filter add-in (excell) www.web-reg.de
- Norges Bank www.norges-bank.no
- Norges eiendomsmeglerforbund www.nef.no
- Oslo børs www.oslobors.no
- Statistisk sentralbyrå www.ssb.no

7.0 APPENDIKS A - Ordforklaringer

Aksjeindekser

En aksjeindeks angir den gjennomsnittlige avkastningen for de aksjer som inngår i indeksen. Noen aksjeindekser utarbeides av aksjebørser, andre av konsulentselskaper, aviser eller investeringsbanker. Det kan være flere ulike indekser i hvert land, og det finnes også internasjonale indekser. Noen av dem gir avkastningen fordelt på ulike bransjer. Det er betydelige forskjeller mellom aksjeindekser, både når det gjelder hvor stor del av et lands aksjemarked som er dekket, og med hensyn på beregningsmetoder. Aksjeindekser brukes ofte for å sammenligne avkastningen aksjeforvaltere oppnår.. Det er arbeidskrevende å konstruere og vedlikeholde internasjonale aksjeindekser, og det er få miljøer som har etablert internasjonale indekser som tilfredstiller nødvendige krav om dokumentasjon, forutsigbarhet og åpenhet.

F-lån

Bankenes lån i Norges Bank til fast rente og løpetid.

F-innskudd

Bankenes innskudd i Norges Bank til fast rente og løpetid.

FRA-rente

Forward Rate Agreement. Fremtidig renteavtale. Avtale mellom to parter om å fastlåse rentesatsen på et fremtidig innlån eller utlån for en gitt periode.

Indeks

En veiet sum av økonomiske/finansielle størrelser. Indekser benyttes til å si noe om utviklingen over tid. Konsumprisindekser og aksjeindekser er eksempler på hyppig benyttede indekser.

IMF

International Monetary Fund, Det internasjonale valutafondet - etablert i 1945 med formål å fremme valutapolitisk samarbeid og gi lån til land med betalingsbalanseproblemer.

Dette inkluderer i dag også arbeid for å sikre internasjonal finansiell stabilitet. IMF har 184 medlemsland.

K1

K1 står for ”Innenlandsk kreditt i norske kroner”, dvs. ”Indikatoren for publikums innenlandske bruttogjeld i norske kroner”. Kilder med i ”Innenlandsk kronekreditt” (K1) er utlån i norske kroner til publikum fra banker, statlige låneinstitutter, finansieringsselskaper, livs- og skadeforsikringsselskaper, kredittforetak, private og kommunale pensjonskasser og -fond, Statens Pensjonskasse og Norges Bank. I tillegg inngår publikums obligasjons- og sertifikatgjeld tatt opp i det innenlandske markedet. Publikums gjeld i form av innenlandske markedslån med og uten garanti inngår fram til og med utgangen av desember 1999. Utlånene fra Statens Pensjonskasse og Norges Bank inngår sammen med markedslån i ”Andre kilder”.

K2

K2 betegner ”Innenlandsk kreditt i alt”, dvs. ”Indikatoren for publikums innenlandske bruttogjeld i norske kroner og utenlandsk valuta”. I tillegg til K1 består ”Innenlandsk kreditt” (K2) av publikums lån i utenlandsk valuta fra norske finansielle foretak. Publikum er definert som kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger.

M0

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

M1

Pengeholdende sektors (publikum og andre finansielle foretak enn banker og statlige låneinstitutter) beholdning av norske sedler og mynter samt sektorens innestående på transaksjonskonti i Norges Bank og forretnings- og sparebanker (i norske kroner og utenlandsk valuta). Bankinnskudd på transaksjonskonti omfatter innskudd (i kroner eller valuta) som umiddelbart kan konverteres til sedler og mynt eller som det kan foretas betalinger direkte fra uten at det påløper andre kostnader enn vanlige transaksjons- og etableringsgebyrer. M1 betegnes som det smale pengemengdebegrepet. Se også pengemengden.

M2

Pengeholdende sektors (publikum og andre finansielle foretak enn banker og statlige låneinstitutter) beholdning av norske sedler og mynter, ubundne bankinnskudd og banksertifikater. M2 betegnes som det brede pengemengdebegrepet. Se også pengemengden.

NBO

Norges Banks oppgjørssystem. Alle banker med konto i Norges Bank har i utgangspunktet tilgang til NBO. NBO håndterer blant annet oppgjør av bruttotransaksjoner og nettoavregninger over bankenes konti i Norges Bank.

Pengemengden

Pengeholdende sektors beholdning av sedler og mynt, bankinnskudd og andre finansielle instrumenter som inngår i ulike pengemengdebegreper (se også M0, M1 og M2).

Pengeholdende sektor består av publikum (kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger) samt andre finansielle foretak enn banker og statlige låneinstitutter. (Merk at det gjelder andre definisjoner for basispengemengden).

Pengepolitikk

Myndighetens styring av renter og likviditet i markedet for norske kroner. Det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken er renten på bankenes innskudd i Norges Bank (foliorenten).

Valutaswapmarkedet

Et marked der to aktører i dag foretar et bytte mellom to valutaer med avtale om å reversere byttehandelen på et fremtidig tidspunkt til et bestemt kursforhold mellom de to valutaer (valutabytteavtale).

Volatilitet

Et statistisk mål for svingningene i en tidsserie.

8.0 APPENDIKS B – Boligpriser og P/E tall

Boligpriser

Serie 1	
Beregnet boligpris kr/kvm	
1979	1717,94
1980	1816,67
1981	1994,39
1982	3100,18
1983	3119,93
1984	3060,69
1985	3554,35
1986	4107,25
1987	4660,15
1988	4818,12
1989	4541,67
1990	4186,24
1991	3949,28
1992	3732,07
1993	3771,56
1994	4265,22
1995	4600,91
1996	5015,59
1997	5607,98
1998	6200,37
1999	6852,00
2000	7745,00
2001	8141,00
2002	8678,65
2003	8844,79
2004	9743,21
2005	10641,63

Serie 2	
Boligprisindeks	
1992K 1	100,00
1992K 2	100,86
1992K 3	101,28
1992K 4	98,29
1993K 1	94,65
1993K 2	99,79
1993K 3	103,43
1993K 4	106,42
1994K 1	109,85
1994K 2	113,06
1994K 3	117,56
1994K 4	117,13
1995K 1	117,56
1995K 2	122,48
1995K 3	124,41
1995K 4	125,91
1996K 1	127,41
1996K 2	133,40
1996K 3	135,76
1996K 4	139,19
1997K 1	141,11
1997K 2	151,18
1997K 3	152,46
1997K 4	154,18
1998K 1	161,03
1998K 2	170,88
1998K 3	169,16
1998K 4	164,67
1999K 1	171,31
1999K 2	184,80
1999K 3	188,65
1999K 4	195,29
2000K 1	207,07
2000K 2	220,77
2000K 3	214,35
2000K 4	214,35
2001K 1	222,06
2001K 2	231,91
2001K 3	231,91
2001K 4	230,84
2002K 1	238,54
2002K 2	247,32
2002K 3	238,76
2002K 4	237,26
2003K 1	242,83
2003K 2	244,54
2003K 3	244,11
2003K 4	246,90
2004K 1	265,31
2004K 2	269,38
2004K 3	270,02
2004K 4	272,81
2005K 1	286,30
2005K 2	294,22
2005K 3	291,65
2005K 4	294,22

Serie 3	
Realboligpriser	
1946	440,00
1947	454,80
1948	451,70
1949	478,40
1950	465,20
1951	387,70
1952	369,30
1953	397,50
1954	336,50
1955	430,90
1956	423,10
1957	415,30
1958	421,80
1959	396,70
1960	424,30
1961	422,80
1962	426,80
1963	448,60
1964	446,30
1965	474,80
1966	483,20
1967	484,20
1968	492,70
1969	512,80
1970	524,60
1971	519,50
1972	546,00
1973	532,60
1974	505,50
1975	504,60
1976	477,70
1977	525,50
1978	542,10
1979	554,40
1980	546,10
1981	624,90
1982	686,20
1983	667,90
1984	680,60
1985	690,20
1986	836,70
1987	947,00
1988	884,20
1989	730,10
1990	673,70
1991	600,40
1992	538,60
1993	559,90
1994	630,30
1995	662,60
1996	723,60
1997	766,90
1998	857,90
1999	948,30
2000	1058,90
2001	1106,70
2002	1165,40
2003	1157,80
2004	1294,00
2005	1394,60

P/E-tall for aksjer

Dato	P/E-historisk	P/E-fremoverskuende	Dato	P/E-historisk	P/E-fremoverskuende	
jan.97	11,5		14,70	jun.01	11,9	11,12
feb.97	11,6		15,74	jul.01	11,6	11,33
mar.97	11,6		15,87	aug.01	11,1	10,61
apr.97	11,6		15,05	sep.01	9,4	9,65
mai.97	12,2		15,10	okt.01	9,4	11,11
jun.97	12,7		16,02	nov.01	10	12,25
jul.97	13,4		16,76	des.01	10,6	13,04
aug.97	13,4		17,03	jan.02	10,6	13,02
sep.97	14		18,70	feb.02	10,4	13,27
okt.97	14		17,52	mar.02	15,9	14,54
nov.97	13,3		16,07	apr.02	12,3	13,47
des.97	13,7		15,68	mai.02	12,2	12,73
jan.98	13,2		14,32	jun.02	10,3	11,62
feb.98	13,6		15,48	jul.02	9,3	10,88
mar.98	15,1		16,98	aug.02	9	10,68
apr.98	16,7		16,83	sep.02	7,6	9,12
mai.98	15,7		16,81	okt.02	7,9	9,80
jun.98	15,6		16,26	nov.02	8,8	10,66
jul.98	15,4		15,08	des.02	8,6	10,23
aug.98	11,8		11,11	jan.03	8,2	9,61
sep.98	10,6		10,53	feb.03	7,8	9,33
okt.98	11,9		13,23	mar.03	8,2	9,18
nov.98	11,5		13,26	apr.03	9	10,18
des.98	11,4		13,66	mai.03	9,3	10,73
jan.99	12,6		14,91	jun.03	10,1	12,01
feb.99	11,8		14,67	jul.03	10,8	12,54
mar.99	13		16,70	aug.03	11,1	12,32
apr.99	16,5		18,21	sep.03	10,5	11,18
mai.99	16,5		21,81	okt.03	11,7	11,94
jun.99	16,5		22,09	nov.03	11,9	11,47
jul.99	17,3		24,00	des.03	12,6	12,15
aug.99	18		25,92	jan.04	12,6	12,55
sep.99	17,8		21,67	feb.04	13,7	12,96
okt.99	17,7		19,52	mar.04	14	12,29
nov.99	18,6		18,63	apr.04	14,1	11,63
des.99	20,4		18,99	mai.04	13,7	11,05
jan.00	19,8		17,41	jun.04	14,6	11,55
feb.00	19		16,65	jul.04	14,6	11,29
mar.00	18,5		15,82	aug.04	14,8	10,84
apr.00	18,9		16,23	sep.04	16	11,20
mai.00	19,3		16,39	okt.04	15,7	10,64
jun.00	19,7		15,90	nov.04	17,1	11,24
jul.00	20,1		17,69	des.04	17	11,43
aug.00	22,2		18,83	jan.05	17,6	11,82
sep.00	21,7		16,86	feb.05	19,5	12,53
okt.00	20,2		16,10	mar.05	16,4	11,79
nov.00	18,1		13,87	apr.05	12,8	10,54
des.00	18,3		16,17	mai.05	13,2	10,59
jan.01	23,3		15,95	jun.05	14,5	11,39
feb.01	23,6		16,31	jul.05	15,1	11,51
mar.01	21,7		11,51	aug.05	16,2	11,97
apr.01	15,1		12,15	sep.05	16,1	11,89
mai.01	15,4		12,40	okt.05	14,8	10,60

P/E-tall for bolig – (boligpris/husleie)

	Beregnet boligpris kr/kvm	Beregnet husleie kr/kvm	P/E ratio (kjøpe/bo)
1979	1717,94	162,59	10,57
1980	1816,67	173,76	10,46
1981	1994,39	192,97	10,34
1982	3100,18	217,09	14,28
1983	3119,93	236,74	13,18
1984	3060,69	254,16	12,04
1985	3554,35	266,67	13,33
1986	4107,25	279,62	14,69
1987	4660,15	296,15	15,74
1988	4818,12	319,38	15,09
1989	4541,67	343,95	13,20
1990	4186,24	366,28	11,43
1991	3949,28	384,15	10,28
1992	3732,07	398,44	9,37
1993	3771,56	410,06	9,20
1994	4265,22	412,74	10,33
1995	4600,91	418,54	10,99
1996	5015,59	426,14	11,77
1997	5607,98	436,41	12,85
1998	6200,37	446,68	13,88
1999	6852,00	459,19	14,92
2000	7745,00	477,06	16,23
2001	8141,00	495,82	16,42
2002	8678,65	517,71	16,76
2003	8844,79	542,32	16,31
2004	9743,21	553,12	17,62
2005	10641,63	564,37	18,86

9.0 APPENDIKS C – Kort om Minsky og Kindleberger

Hyman Minsky (1919-1996)

Hyman Minsky ble født i Chicago 23. September 1919. Minsky var en ledende forsker innen monetær teori og finansielle institusjoner. Han tok en bachelor grad i matematikk ved University of Chicago i 1941, en mastergrad i offentlig administrasjon i 1947 og en doktorgrad i økonomi med spesialisering i finans i 1954, begge fra Harvard.

Han var medlem av Washington University's Department of Economics i 25 år før han gav seg i 1990. Han var også medlem i styret til "Mark Twain Bancshares" og "The Jerome Levy Economic Institute of Bard College". Minsky underviste blant annet ved University of California, Brown, Harvard, og Carnegie Institute of Technology.

Minskys banebrytende og viktigste arbeid om den gjentatte ustabiliteten i det finansielle systemet i en kapitalistisk økonomi fungerte som opphav til "Wall Street paradigmet". Han var forfatter av fire bøker og mer enn 100 artikler.

Hyman Minsky døde i 1996.



Charles P. Kindleberger (1910-2002)

Charles P. Kindleberger ble født i New York City 12. oktober 1910. Kindleberger var ekspert på internasjonal pengepolitikk, og var den ledende arkitekten bak Marshall planen. Han ble uteksaminert ved University of Pennsylvania i 1932, og mottok en Ph.D i økonomi. fra Columbia University i 1937.

Under andre verdenskrig var Kindleberger major i den amerikanske hæren og ledet en gruppe som styrte militære forsyninger. Etter krigen var han leder for en komité som gjorde kostnadsberegninger for Marshall Planen, og han var rådgiver for tysk gjenoppbygning. Senere ble han tilsluttet MIT's avdeling for økonomi i 1948. Kindleberger pensjonerte seg i 1976 etter 33 år ved MIT, men fortsatte som foreleser. Kindleberger arbeidet også som økonom for Federal Reserve Bank of New York, banken for internasjonale oppgjør i Sveits, og for the Board of Governors of the Federal Reserve System.

Kindleberger var en produktiv forfatter og skrev hele 30 bøker. Hans mest kjente arbeider inkluderer "The World in Depression, 1929-1939"; "Manias, Panics and Crashes"; og "A Financial History of Western Europe."

Charles P. Kindleberger døde i 2002.

