

Finansiell stabilitet og formuespriser

Foredrag av direktør Kristin Gulbrandsen i Norges Bank på Samfunnsøkonomenes Forenings Valutaseminar, Sanderstølen, 26. januar 2006

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger blant annet på Norges Banks rapport Finansiell stabilitet 2/2005 og tidligere foredrag holdt av sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen. Foredraget inneholder ikke vurderinger av den aktuelle rentesettingen.

1. Innledning

Takk for invitasjonen.

Formuesprisene har økt mye i det siste. I Norge er boliger nesten tre ganger så dyre som for 10 år siden. Aksjekursene er nær tredoblet bare siden 2003. Utviklingen har vært nokså lik andre steder i verden.

Lange perioder med sterk vekst i gjeld og formuespriser kan være en kime til senere ustabilitet og problemer i det finansielle systemet. Det har vi erfart både i Norge og andre land. Når optimisme snus til pessimisme, kan det finansielle systemet settes under press. Hvorfor og hvordan dette skjer vil jeg se nærmere på den neste halvtimen.

2. Utsiktene for finansiell stabilitet

Utsiktene for finansiell stabilitet globalt er gode på kort sikt. Veksten i verdensøkonomien i 2004 var den høyeste på over 30 år. Veksten er fortsatt sterk, selv om kraftig økning i oljeprisen og andre råvarepriser har bidratt til en viss avdemping. Samtidig har inflasjonen holdt seg lav og stabil, og rentene er historisk lave. Bedrifter og husholdninger har god evne til å betjene gjelden. Finansinstitusjoner verden over har lave tap og lønnsomheten i finansnæringen er god.

På lengre sikt er utsiktene for finansiell stabilitet mer usikre. Selv om det har vært en viss avmatning det siste året, har boligprisene steget lenge og kraftig i mange land. Husholdningenes gjeld vokser raskt. Ubalanser i verdenshandelen og i kapitalstrømmene mellom land er også blitt større de siste årene.

I Norge har utviklingen vært tilsvarende. De økonomiske utsiktene tilsier fortsatt lave tap og gode resultater i bankene den nærmeste tiden.

Samtidig er bankenes utlånsvekst høy, både til husholdninger og foretak. Utenlandske banker har etablert seg og bidratt til skjerpet konkurranse, både i nærings- og personmarkedet. Den sterke utlånsveksten skjer fra et allerede høyt nivå på gjelden. Figuren viser at gjelden i Fastlands-Norge i forhold til verdiskapingen er vesentlig høyere enn på 1980- og 1990-tallet. Gjeldsbelastningen i husholdningene har ikke vært høyere.

Økte boligpriser har vært den viktigste drivkraften bak husholdningenes gjeldsvekst. Effekten er langvarig. Selv om boligprisveksten skulle avta eller flate ut framover, vil det i lang tid være boliger som selges til en høyere pris enn sist de ble omsatt. Gjelden vil derfor fortsette å øke en tid etter at boligprisene har nådd toppen. De siste årene er det blitt mer vanlig å øke boliglånet i takt med panteverdien, uten at boligen omsettes. Boligformuen er blitt mer likvid. Om denne tendensen forsterkes, vil boligprisvekst raskere slå ut i gjeldsvekst.

Husholdningene har likevel lav rentebelastning fordi rentene er lave, men belastningen vil øke når rentene gradvis bringes tilbake til et mer normalt nivå. Husholdningene har i liten grad sikret seg mot uventet renteoppgang. Under 1 prosent av nye lån og bare om lag 14 prosent av den samlede gjelden i husholdningene har fast rente.

Slik bildet er i dag, er det liten grunn til å vente en vesentlig økning i bankenes tap i nær fremtid. Men den sterke veksten i boligpriser og husholdningers gjeld medfører risiko for en mindre stabil økonomisk utvikling og økte tap på bankenes utlån på lengre sikt.

Vi må også være forberedt på at utsiktene for norsk økonomi kan endre seg. Uventede forstyrrelser ute og hjemme vil påvirke utsiktene for inflasjon, produksjon og renter - og dermed også for den finansielle stabiliteten.

3. Drivkrefter bak veksten i formuesprisene

Kombinasjonen vi nå ser av høy vekst, lav inflasjon og lave realrenter er uvanlig. Tidligere perioder med langvarig høy vekst har ofte ført til flaskehalser i produksjonen og pris- og lønnspress som myndighetene har motvirket med økte realrenter. Utviklingen de siste årene har sammenheng med omfattende liberalisering og globalisering.

De folkerike landene i øst er trukket sterkere med i det internasjonale varebyttet. Arbeidskraft overflyttes fra landbruk til virksomhet med høyere produktivitet. Med en enorm tilgang på arbeidskraft kan dette foregå uten særlig press på lønningene. Det globale tilbudet av arbeidsintensive industrivarer øker og den relative prisen på disse varene faller. I Norge har prisene på klær og skotøy falt med 30 prosent siden 1998, hovedsakelig som følge av billig import fra Kina. Den vestlige verden har dermed kunnet øke forbruket mer enn produksjonen, og globaliseringen har gitt økt levestandard både i de nye produksjonslandene og i vår del av verden.

Den kraftige produksjonsveksten i Kina, India og andre raskt voksende økonomier har dessuten ført til sterk økning i etterspørselen etter olje og andre råvarer. Oljeimporten til Kina er syvdoblet på ti år, og landet har nå om lag 8 prosent av verdens samlede oljeforbruk. Prisen på olje og andre råvarer har derfor økt mer enn andre priser.

På grunn av vår oljeeksport og åpne økonomi har utviklingen vært særlig gunstig for oss. Bytteforholdet overfor utlandet er kraftig forbedret.

I den industrialiserte verden har utflytting av produksjonsvirksomhet til land med billig arbeidskraft og tilgang på billige importvarer gitt svært lav prisvekst. Samtidig er pengepolitikken i mange land rettet mot et tallfestet mål på inflasjonen. Nedgangen i

importert inflasjon har forårsaket en mer ekspansiv pengepolitikk enn hensynet til kapasitetsutnyttningen alene skulle tilsa. Det har gitt uvanlig lave realrenter.

Langsiktige realrenter har falt også av andre grunner. Sparingen er høy i mange land. Land som var rammet av finanskrisen på slutten av 1990-tallet har økt sparingen for å bygge opp finansielle buffere. Oljeproduiserende land har spart mye av inntektene som fulgte av den høyere oljeprisen, og midlene er plassert i internasjonale kapitalmarkeder. Det gjelder også Norge som gjennom oljefondet har investert 1300 milliarder kroner i de internasjonale kapitalmarkedene. Flere asiatiske land har knyttet verdien av sin valuta til amerikanske dollar. Høy sparing i disse landene har ført til store og økende handelsoverskudd. Sentralbankene i disse landene har intervenert kraftig i valutamarkedet for å unngå appresiering. De økte valutareservene er i stor grad plassert i amerikanske statspapirer. Dette har trukket opp prisene på disse papirene og bidratt til lave langsiktige renter. Dette er elementer i det den nye amerikanske sentralbanksjefen, Ben Bernanke, kaller "The Global Savings Glut"⁴. I tillegg har trolig pensjonssparingen økt som følge av demografiske endringer og fordi fondsbaserte pensjonssystemer er blitt mer vanlig. Økt sparing bidrar til lavere realrenter.

Lave investeringer bidrar også til lave realrenter. De siste årene har investeringene i foretak i den vestlige verden vært nokså lave sammenlignet med inntektsveksten.

Et mer spesielt forhold som kan ha presset ned obligasjonsrentene, er at pensjonsfond og livselskaper plasserer mer av sine aktiva i langsiktige obligasjoner for å tilpasse risikoen på aktivasiiden bedre til deres langsiktige pensjonsforpliktelser.

Flere år med spareoverskudd og ekspansiv pengepolitikk har ført til rikelig tilgang på likviditet. Avkastningen på finansielle plasseringer er presset ned og i jakten på avkastning har viljen til å ta risiko økt. Investorer krever lite ekstra for å påta seg mer risiko.

Formuespriser blir i enkle teoretiske modeller betraktet som nåverdien av de tjenester eller kontantstrømmer formuesobjektet vil gi i fremtiden. I følge modellene vil formuesprisene øke når det forventes større kontantstrøm i fremtiden og når diskonteringsrenten blir lavere. Et fall i risikofri realrente fra 5 til 3 prosent vil øke nåverdien med 50 prosent under rimelige antagelser om veksten i kontantstrømmen og risikopremien. Denne enkle beregningen illustrerer hvordan lavere realrenter, redusert risikopremie og forventninger om vekst i framtidig avkastning kan ha drevet formuesprisene opp.

Når realrentene igjen stiger til mer normale nivåer, vil formuesprisene kunne falle. Men skulle det store og vedvarende fallet i langsiktige realrenter avspeile et nytt og lavere normalnivå for realrenten, kan likevektsprisen bli liggende på et varig høyere nivå.

Denne figuren indikerer at lavere realrenter kan være en viktig forklaring på økningen i formuesprisene de siste årene. I så fall har vi funnet en fundamental faktor som kan forklare en god del av prisøkningen. Dette er imidlertid en enkel og generell betraktning. Mange andre forhold enn renten spiller inn.

4. Nærmere om boligmarkedet

Realprisen på bolig har økt jevnt og trutt de siste årene og er kommet opp på et høyt nivå. Deflatert med inntekt er boligprisen fortsatt lavere enn i 1987. Om vi deflaterer med husleieindeksen eller med byggekostnadene, er boligprisene høyere enn ved forrige toppunkt. Ved vurderingen av disse indikatorene må man ta hensyn til at tomtepriser ikke er inkludert i byggekostnadene og at husleiene delvis er regulert. Begge forhold bidrar til at indikatorverdiene er høyere enn hva de ellers ville vært.

Realprisindikatorerne er ufullstendige. De forteller at boligprisene er høye i forhold til viktige størrelser som inntekt, husleie og byggekostnader, men fanger ikke opp prisøkninger som følger av utviklingen i andre fundamentale faktorer.

En boligprislikning som er utviklet i Norges Bank, indikerer at lavere rente, nedgang i arbeidsledigheten og god vekst i husholdningenes inntekter har vært de viktigste drivkreftene bak veksten i boligprisene de siste årene². Dersom boligprisene er overvurderte, ville en vente at modellen undervurderer prisveksten. Når en betrakter figuren, kan det se slik ut. Vi har undersøkt dette nærmere ved å reestimere boligprislikningen på data for tidligere perioder for så å bruke de reestimerte likningene til å simulere boligprisutviklingen de siste fem årene. Det faktiske boligprisnivået i fjor høst var mellom 7 og 10 prosent høyere enn det disse simuleringene viser.

Et slikt avvik kan skyldes overvurderte boligpriser, men kan også skyldes endringer i fundamentale forklaringsfaktorer som ikke inngår i modellen. For eksempel vil modellen ikke fange opp en mulig effekt på boligprisene av den markerte økningen i aksjeutbytter siden 2002.

Boligprisene kan også ha blitt trukket opp av forventninger om fortsatt lav inflasjon og lave renter. Det reduserer likviditetsbelastning i lånets startfase og gjør det mulig å betjene lån som er både tre og fire ganger størrelsen på husholdningens inntekt. Et regneeksempel kan illustrere poenget: Om inflasjonen er tosifret og lånerenten 15 prosent, må en husholdning som låner 4 ganger inntekten, betale 60 prosent av inntekten i rente det første året - noe de færreste ville klare. Er derimot inflasjonen lav og lånerenta 5 prosent, skal de med samme lånet bare betale 20 prosent av inntekten. Særlig blant yngre mennesker som har sikre jobber og som kan regne med forholdsvis rask inntektsvekst, kan forventninger om fortsatt lave nominelle renter ha bidratt til friskere satsing i boligmarkedet.

Økningen i boligprisene og i husholdningenes gjeld må også vurderes i lys av den demografiske utviklingen. Antall husholdninger har økt betydelig de siste tiårene, både på grunn av befolkningsvekst og fordi det er blitt færre personer i hver husholdning. Dette har gitt behov for flere boliger og presset opp boligprisene. Andelen husholdninger som tar opp gjeld har også økt, noe som trolig har sammenheng med mer velutviklede kredittmarkeder.

Et spesielt trekk er at boligprisveksten de siste årene har vært sterkere og mer langvarig enn i tidligere vekstperioder og oppgangen har funnet sted i mange land samtidig. I noen grad ser det også ut til at den er mindre avhengig av konjunktorene enn i tidligere perioder med oppgang. Internasjonale organisasjoner som IMF og OECD har analysert boligprisveksten.

IMF benytter en empirisk modell for boligprisen, og finner at boligprisutviklingen i Storbritannia, Australia, Irland og Spania fra 1997 til 2003 har vært sterkere enn det som kan forklares med fundamentale forhold³.

OECD har sett på utviklingen i forholdet mellom boligpriser og husleie⁴. De finner at dette forholdstallet har økt raskere enn forholdet mellom boligpriser og inntekt og nådd historiske toppnivåer i svært mange land. Størst har økningen vært i Spania og Irland hvor prisforholdet nå ligger mer enn 100 prosent over et beregnet likevektsnivå. OECD har definert likevekt i boligmarkedet når det er like gunstig å eie som å leie. Brukerprisen for å eie avhenger av lånerente etter skatt, kapitalslit, eiendomsskatt og forventede kapitalgevinster. I følge OECD lå forholdstallet om lag 18 prosent over sitt likevektsnivå i Norge i 2004. Disse beregningene er svært følsomme overfor hvilken rente og forventet kapitalgevinst som brukes. I beregningen for Norge er det for eksempel brukt en lånerente før skatt på 4,7 prosent i 2004. Prisforholdet ville imidlertid vært lik sin beregnede likevektsverdi dersom man hadde brukt en lånerente før skatt på 3,5 prosent.

Å konkludere om boligprisene er overvurderte eller ikke er krevende. Alle analyser er beheftet med usikkerhet. De analysene som foreligger gir ikke entydige svar. Analysene kan likevel tyde på at boligprisene i Norge nå er noe høye i forhold til hva fundamentale forhold skulle tilsi.

Men utviklingen fremover vil først og fremst avhenge av den videre utvikling i blant annet inntekter, boligbygging, renter og arbeidsledighet. Hovedsakelig som følge av en normalisering av rentene viser våre prognoser basert på boligprislikningen over at boligprisene vil flate ut framover. Som figuren viser er det stor usikkerhet knyttet til en slik framskrivning.

5. Sammenhengen mellom formuespriser og finansiell stabilitet

Formuesprisene svinger. Dette påvirker folks økonomi og kan få makroøkonomiske konsekvenser. Økte formuespriser fører gjerne til økt konsum og økte investeringer. Godt over halvparten av bankenes utlån er sikret med pant i fast eiendom. Økte eiendomspriser gir bedre sikkerhet for lån i bankene og utlånene øker derfor ofte i perioder med stigende bolig- og eiendomspriser. Vedvarende sterk vekst i boligpriser og gjeld gir økt risiko for en mindre stabil økonomisk utvikling og økte tap på bankenes utlån på lengre sikt. Derfor er det mange som følger utviklingen i formuesprisene med interesse. I Norges Bank er vi selvsagt også opptatt av både eiendomspriser og prisene på verdipapirer i arbeidet med pengepolitikken og finansiell stabilitet.

Bankene har lave tap og gode resultater i oppgangstider, og de kan dekke etterspørselen etter lån uten å svekke kapitaldekningen vesentlig. Det er lett å skaffe finansiering i penge- og kapitalmarkedene. Innhenting av egenkapital går også normalt lettere i oppgangstider. Under slike forhold vil risikoen ved utlån lett undervurderes og ikke prises inn i marginene. Finansnæringen kan ta del i den generelle optimismen og kjempe om markedsandeler. Bankene kan på den måten bidra til å øke sårbarheten i det finansielle systemet. Det var dette som skjedde før bankkrisen som begynte på slutten av 1980-tallet. Det mest risikable lånet er trolig det som gis på toppen av konjunktursykelen. Da har husholdninger og

bedrifter ofte en forholdsvis høy gjeldsbelastning, og lån gis mot panteverdier som i ettertid viser seg ikke å være opprettholdbare.

I en oppgangsperiode kan flokkadferd både hos låntagere og långivere og overdreven tiltro til egne vurderinger bidra til å trekke opp formuesprisene. Prisene kan bli overvurdert. Manglende muligheter til short-salg i mange aktivamarkeder kan forhindre at pessimistene får påvirke prisutviklingen.

Overdreven optimisme kan raskt snus til pessimisme når investeringer slår feil og negative nyheter oppstår og får bre seg. Det kan føre til at formuespriser og investeringer faller. Men verdien av gjelden endrer seg ikke. Når husholdninger og bedrifter konsoliderer sin finansielle stilling, får vi lavere samlet etterspørsel og økt sparing.

Etter hvert vil tapene i bankene øke både fordi låntakernes gjeldsbetjeningsevne er svekket og fordi verdien av bankenes pant har falt. Bankene kan oppfatte økte tap som et tegn på at risikoen har økt - også for nye prosjekter. Faren er da at risiko overvurderes. Hvis bankenes kapitalbuffer ikke er store nok når tapene øker, kan det oppstå en krise.

Det er gjort flere empiriske undersøkelser av sammenhengen mellom formuespriser og finansielle kriser. I Norges Bank har vi analysert indikatorer for finansielle gap eller ubalanser og funnet at gapene økte i forkant av tidligere bankkriser⁵. Indikatorene måler avviket fra den trendmessige utviklingen i reelle boligpriser, kreditt til publikum og realinvesteringer. De to sistnevnte er i prosent av BNP.

Det er benyttet boligprisdata helt tilbake til begynnelsen av 1800-tallet. Perioden dekker seks bankkriser. De er markert i grått i figuren. Boligprisgapet er høyest fra ett til seks år før en finansiell krise oppstod. Gapet har i de fleste tilfellene vært på vei ned tidlig i en krise og vært negativt og nådd bunnen nær slutten av krisene.

Gapindikatorene for investeringer og kreditt har også økt forut for tidligere bankkriser. Alle indikatorene følger et felles mønster, med en økning forut for bankkriser og et påfølgende fall.

Økonomer ved den Internasjonale Oppgjørsbanken (BIS) finner lignende resultater i en internasjonal studie⁶. Basert på data for et stort antall land fra perioden 1960 til 1999 finner de at kredittgapet er best til å predikere bankkriser. Når faktisk kreditt som andel av BNP er mer enn 4 prosentpoeng over sin trendverdi varsler dette, med ett års horisont, nesten 80 prosent av bankkrisene i den aktuelle perioden. Studien viser videre at varslingsegenskapene blir bedre om man kombinerer forskjellige gap.

Det er således både teoretisk og empirisk belegg for å hevde at det er en sammenheng mellom formuespriser og finansiell stabilitet, selv om sammenhengen verken er sterk eller stabil. I vurderingen av utsiktene for finansiell stabilitet er det viktig å trekke med seg lærdommer fra tidligere finansielle kriser i Norge og andre land. Spesielt vanskelig er det å slå fast hvilket nivå og veksttakt i formuesprisen som ikke er opprettholdbar på sikt og som kan utgjøre en trussel mot en fortsatt stabil utvikling.

6. Bør myndighetene motvirke overvurderte formuespriser?

Den sterke veksten i formuespriser og gjeld i mange land har ført til en diskusjon om hvorvidt myndighetene bør motvirke denne utviklingen og hvilke virkemidler som i så fall er hensiktsmessige.

Finanspolitikken kan være ett virkemiddel. Reduksjon i rentefradraget og skjerpet formuesskatt vil kunne dempe veksten i formuespriser og gjeld. Men både institusjonelle og politiske forhold kan gjøre det vanskelig å bruke slike virkemidler aktivt.

Overvåking og regulering av det finansielle systemet er viktige virkemidler for å unngå finansielle kriser. Et godt tilsyn med finansinstitusjoner og verdipapirmarkeder kan i seg selv bidra til å redusere faren for at det bygger seg opp ubalanser. En effektiv og hensiktsmessig regulering av det finansielle systemet vil styrke soliditeten i finansinstitusjonene og dermed gjøre dem mindre sårbare for økonomiske forstyrrelser.

Et kraftigere tiltak ville være å gjennomføre motsykliske endringer i reguleringen av finansinstitusjonene. Et eksempel kan være en tilstramning i kapitalkravet ved utlån til husholdninger eller foretak i perioder med sterk gjeldsvekst. Det synes imidlertid å være begrenset tro på et slikt tiltak. For det første er det vanskelig å vite nøyaktig på hvilket tidspunkt det er riktig å endre reguleringen for å oppnå ønsket effekt på aktørenes tilpasninger. For det andre kan stadige endringer i reguleringen av finansinstitusjoner skape ustabile rammevilkår og føre til omgåelser. For det tredje ville en endring i reguleringen i Norge bare ramme norske banker og ikke utenlandske banker som opererer i det norske markedet. Det ville undergrave virkningene av endringene og skape ulike konkurransevilkår.

Spørsmålet om pengepolitikken skal brukes aktivt til å hindre sterk vekst i formuespriser og gjeld er også omdiskutert⁷. Noen mener at sentralbanker skal reagere etter et *føre var prinsipp* - det vil si ved å stramme inn pengepolitikken for å dempe fremveksten av ubalanser i det finansielle systemet.

Andre mener at det verken er mulig eller ønskelig å motvirke finansielle ubalanser med en aktiv pengepolitikk. Det er etter dette synet ikke mulig å fastslå presist hvilke verdier på gjeld, formuespriser og investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for det finansielle systemet. Både vekst og nivå for disse størrelsene er trolig viktig, men også situasjonen i økonomien for øvrig. Dessuten er det svært vanskelig å bestemme tidspunktet for virkemiddelbruken siden pengepolitikken ofte virker over tid. I tillegg kan den renteendringen som er nødvendig for å minske de finansielle ubalansene være så stor at den vil føre til en nedgangskonjunktur. Noen mener også at en slik aktiv politikk kan skape såkalt moralsk hasard. Investorer kan komme til å ta mindre hensyn til risikoen hvis de forventer at sentralbanken vil gripe inn hvis det oppstår situasjoner med finansielle ubalanser. Resultatet kan bli at aktørene i økonomien tar mer risiko enn ønskelig. De mener derfor at pengepolitikken bare skal brukes til å dempe konsekvensene av en finansiell krise.

Tilhengerne av *føre var prinsippet* erkjenner disse problemene, men ser på kostnadene ved ikke å reagere på forhånd som for store til å bli oversett. I en artikkel som ble presentert på

en ECB konferanse om dette temaet⁸ ble det pekt på tre betingelser som bør være oppfylt for at det skal være ønskelig å reagere etter føre var prinsippet:

- Sannsynligheten for at ubalansene forsvinner av seg selv bør være liten
- Effektivitetstapet knyttet til ubalansen bør være høyt
- Effekten av pengepolitikken på ubalansen bør være betydelig

Internasjonal praksis i sentralbanker tyder likevel på at det er en økende forståelse for at det bør tas hensyn til veksten i formuespriser og gjeld ved utformingen av pengepolitikken. Bernanke har tidligere tatt til orde for å legge vekt på formuespriser i pengepolitikken, i den grad de virker inn på inflasjonen.⁹ Hans kollega i ECB, Jean-Claude Trichet, uttalte i en tale i juni 2005 at å tillate kortsiktige avvik fra prisstabilitet på grunn av finansielle ubalanser i noen tilfeller kan være en optimal pengepolitikk, dersom dette bedre sikrer prisstabilitet i det lange løp.¹⁰

I årsrapporten for 2005¹¹ hevder BIS at uro for høy vekst i boligpriser og gjeld har vært en av årsakene til at renten ble satt opp både i Storbritannia og i Australia i 2005. Dette er land som har hatt sterk vekst i boligpriser og i husholdningenes gjeld. På samme grunnlag har den svenske sentralbanken latt være å sette ned styringsrenten så mye som inflasjonsutviklingen isolert sett skulle tilsi.

I Norge har vi fleksibel inflasjonsstyring. Vi har valgt å inkludere vurderinger av finansiell stabilitet i beslutningene om renten. Det har først og fremst sammenheng med at utviklingen i finansielle balanser påvirker inflasjon og produksjon over tid. Gjennom arbeidet med finansiell stabilitet samler Norges Bank inn informasjon om soliditeten i det finansielle systemet og den finansielle stillingen til husholdninger og foretak. Denne informasjonen er nyttig for de pengepolitiske beslutningene. I tillegg vil det å integrere hensynet til finansiell stabilitet i pengepolitikken sikre at vi har tilstrekkelig oppmerksomhet rundt risikoen i det finansielle systemet

Avslutning

La meg oppsummere: Lave realrenter, økt risikovilje og stor framtidstro er viktige drivkrefter bak den sterke veksten i formuespriser og gjeld i mange land de siste årene. I Norge ser boligprisene ut til å ha steget noe mer enn disse fundamentale forholdene alene skulle tilsi. Gjeldsveksten i husholdningene kan ikke opprettholdes over lengre tid. Fortsatt kraftig vekst i eiendomspriser og gjeldsoppbygging kan innebære en risiko for den økonomiske stabiliteten. Norges Bank legger derfor også vekt på utsiktene for finansiell stabilitet i rentesettingen.

Takk for at dere ville høre på.

Fotnoter

¹Bernanke, B (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", tale i Virginia Association of Economics, 10 mars, Richmond, Virginia

² Jacobsen, D. H og B. E. Naug (2004), "Hva driver boligprisene?", *Penger og Kreditt* 4/2004

³ IMF (2004): "The global house price boom". *World Economic Outlook* September 2004, kapittel 2, World Economic and Financial Surveys, Washington

⁴ OECD (2005), "Recent house price developments: The role of fundamentals", *Economic Outlook* No. 78, ch.3, Paris

⁵ Riiser, M. (2005), "Boligpriser, aksjekurser, investeringer og kreditt - hva sier de om bankkriser? En historisk analyse på norske data", *Penger og Kreditt* 2/2005

⁶ Borio, Claudio og Philip Lowe (2002): "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Working Papers* No. 114.

⁷ For en nærmere drøfting, se Haugland, K. og B. Vikøren (2006), "Finansiell stabilitet og pengepolitikk - i teori og praksis", *Penger og Kreditt* 1/2006

⁸ Gruen, D, M Plumb and A Stone (2003), "How should monetary policy respond to asset-price bubbles?", Paper presentert på ECB Workshop on Asset Prices and Monetary Policy, 11-12 desember 2003

⁹ Bernanke, B. (2002), "Asset price "bubbles" and monetary policy", tale i New York Chapter of the National Association of Business Economics, 15 oktober, New York

¹⁰ Trichet, J-C (2005), "Asset price bubbles and monetary policy", Tale holdt ved Mas forelesing, 8 juni 2005, Singapore

¹¹ BIS (2005), 75th Annual Report, 27 June, Basel