

Gjestekommentar i Dagens Næringsliv, 24. august 2007

Av Hilde C. Bjørnland  
Institutt for samfunnsøkonomi, Handelshøyskolen BI

## **Fallende formuespriser**

*Når vi om en tid skal se tilbake på dette konjunkturforløpet, tror jeg høsten vil fremstå som vendepunktet i denne høykonjunkturen. I boligmarkedet synes vendepunktet allerede å ha funnet sted.*

Veksten i norsk økonomi er fortsatt høy. SSB kunne torsdag rapportere om at Bruttonasjonalproduktet (BNP) for Fastlands Norge økte med 1,3 prosent fra første til annet kvartal i år. Det er med andre ord fortsatt fullt trykk i norsk økonomi. Utover sommeren har imidlertid nyhetsbildet blitt mer variert. Norske boligpriser falt i juli, og man skal flere år tilbake for å finne markedet mer fullt av boliger til salgs. Aksjeprisen har den siste måneden falt kraftig tilbake både globalt og i Norge, og usikkerheten rundt omfanget av de usikre amerikanske boliglånene skaper fortsatt uro på børsene. Selv om nordmenn trøstehandlet seg til ny varehandelsrekord i et regnvått juli, er utsiktene fremover mer usikre, særlig dersom vi skal tro på at bolig- og finansmarkedene kan være ledende indikatorer.

Men hvis veksten i økonomien fortsatt er høy, hvorfor bekymre seg for fallende aksje eller boligpriser? Er det noen klar sammenheng mellom utviklingen i formuesprisene og utviklingen i realøkonomien?

### **Forutsett ni av fem siste**

Det er omdiskutert (selv i denne avisen) om aksjeprisene kan være en god ledende indikator for økonomisk vekst. Nobelprisvinner i økonomi, Paul Samuelson, sa i 1966 at "aksjemarkedet har forutsett ni av de fem siste resesjonene". Aksjemarkedet overreagerer altså på enkelte nyheter, og ikke alle børsfall leder til resesjon. Men mange ganger fanger aksjemarkedet ny informasjon av relevans for makroøkonomiske forhold. På grunn av tregheter i markedet, vil disse nyhetene gjenspeiles mye senere i realøkonomiske størrelser som BNP. Forskning utført av professorene Paul Beaudry og Franck Portier publisert i American Economic Review i fjor, viser nettopp dette: Produktivitetsgevinster fanges opp i aksjemarkedet lenge før man ser det i realøkonomisk vekst.

At sentralbanker også følger med på svingningene i aksjemarkedet, er tydelig ut fra siste tids inn gripen. Spørsmålet nå er om likviditetstilførselen følges opp av rentekutt i USA. Markedet priser dette inn. Kanskje er ikke det så dumt. I en studie av sentralbanken i USA, finner jeg, sammen med førsteamanuensis Kai Leitemo, at endringer i aksjeprisen kan gi informasjon om kommende rentebeslutninger. Et ti prosent aksjeprisfall (slik som nå) vil gi en reduksjon i styringsrenten på opp mot 0,7 prosentpoeng. Det var riktignok under den forrige sentralbanksjef, Greenspan. Kanskje slår Bernanke seg til ro med noe mindre.

### **Boligprisene viktige**

Selv om det er aksjeprisen som oftest fremheves som mest interessant som ledende indikator, er det endringer i boligprisene som vil ha størst påvirkning på realøkonomien. Bolig utgjør langt den største andelen av formuen til husholdningene i Norge. Økte boligpriser vil derfor ha en stor

effekt på formue og tilgang på kreditt, som i sin tur stimulerer til økt konsum. Høye boligpriser kan også stimulere sysselsettingen direkte, i hvertfall i følge forskning til Professor David Blanchflower, som er medlem av Bank of Englands Monetary policy committee. I analyser for Storbritannia finner han at økte boligpriser har gitt mange finansiell frihet til å starte egen virksomhet, da høye boligpriser har muliggjort økt belåning. Farene er imidlertid at man risikerer mye mer dersom det blir dårlige tider, noe man nå bekymrer seg for i Storbritannia.

### **Boble som brast?**

Men økte boligpriser kan og få en selvforsterkende (boble) effekt, når det er høye forventninger om fremtidige prisøkninger som presser prisene i været. Til slutt sprekker boblen og prisene synker. Med en vekst i boligprisene på over 200 prosent de siste 10 årene, er det mye som tyder på at det har bygget seg opp en boligprisboble i norsk økonomi. En stor del av veksten kan forklares utfra økonomiske nøkkeltall. Men det er grunn til å tro at høye forventninger om fremtidige prisøkninger har drevet prisene opp til nivåer som ikke lar seg opprettholdes over tid. I mange land som er sammenlignbare med Norge, har veksten i boligprisene avtatt markant, og i enkelte tilfeller også falt.

De fleste eiendomsmeglere holder imidlertid fast ved at markedet er drevet av fundamentale faktorer. De hevder at det er pressens fokusering på negativ informasjon om boligmarked som kan skyve boligprisene nedover. Men hvis boligmarkedet holdes oppe av fundamentale faktorer, da spiller det vel ingen rolle hva man skriver? Er boligmarkedet derimot overpriset, da bør boligkjøpere og selgere få vite om det. Konsekvensene av at en nedadgående prisboble treffes av en oppadgående rente kan være svært alvorlige for mange boligselgere. Det er hvis den situasjonen inntreffer vi kan spørre oss om konjunktorene nå vender.

Jeg tror sannsynligheten for det har økt den siste tiden.