

Nr. 5 | 2013

Staff Memo

Finansiell stabilitet, Makrotilsyn

Sammenlikning av gjeldsbelastningen i fire nordiske land

Lisa Kristine Reiakvam og Haakon Solheim

Staff Memos present reports and documentation written by staff members and affiliates of Norges Bank, the central bank of Norway. Views and conclusions expressed in Staff Memos should not be taken to represent the views of Norges Bank.

© 2013 Norges Bank

The text may be quoted or referred to, provided that due acknowledgement is given to source.

Staff Memo inneholder utredninger og dokumentasjon skrevet av Norges Banks ansatte og andre forfattere tilknyttet Norges Bank. Synspunkter og konklusjoner i arbeidene er ikke nødvendigvis representative for Norges Banks.

© 2013 Norges Bank

Det kan siteres fra eller henvises til dette arbeid, gitt at forfatter og Norges Bank oppgis som kilde.

ISSN 1504-2596 (online only)

ISBN 978-82-7553-731-5 (online only)

Sammenlikning av gjeldsbelastningen i fire nordiske land¹

Vi sammenligner husholdningers gjeldsbelastning på tvers av land. Spesielt vektlegger vi forskjellene mellom de nordiske landene. Vi finner at forskjeller i nivået på gjeldsbelastning mellom land er systematiske over tid, men at syklene i gjeldsbelastningen er nært korrelert på tvers av land. Dette er uavhengig av nivået på gjeldsbelastningen. Det er ikke tegn på gjeninnhenting eller stabile likevektsnivåer i gjeldsbelastningen. Utviklingen i boligmarkedet er normalt nært knyttet til gjeldsutviklingen, men forklarer i liten grad forskjeller på tvers av land. Finansielle reformer påvirker også gjeldsveksten, men inntreffer i mange land om lag på samme tid. De mest robuste forklaringsfaktorene for det relative nivået på gjelden synes å være knyttet til husholdningens balanse. Faktorer som størrelsen på finansielle aktiva, det relative nivået på BNP per capita og andre mål på velferd synes alle å være nært korrelert med nivåforskjeller på gjeldsbelastningen når vi sammenlikner på tvers av land. Dette kan tyde på at mye av forskjellen i gjeldsbelastning skyldes skalerings effekter på husholdningens balanse – når husholdningene oppfatter sin fremtid som trygg og godt finansiert, øker de sin gjeldseksposering. Norge kjennetegnes riktignok av at husholdningenes finansielle aktiva er små, men her motsvares høy gjeld i husholdningene av store aktivabeholdninger på offentlig hånd.

¹ Birgitte Hovdan Molden har deltatt på tidligere arbeider som har bygget opp til denne artikkelen. Vi takker Henrik Andersen, Ida Wolden Bache, Thea B. Kloster, Kjersti-Gro Lindqvist og Ingvild Svendsen for innspill i ulike deler av prosessen. Synspunktene som gjengis er imidlertid forfatterens egne og reflekterer ikke nødvendigvis posisjonen til Norges Bank. Alle feil står på forfatterens egen regning.

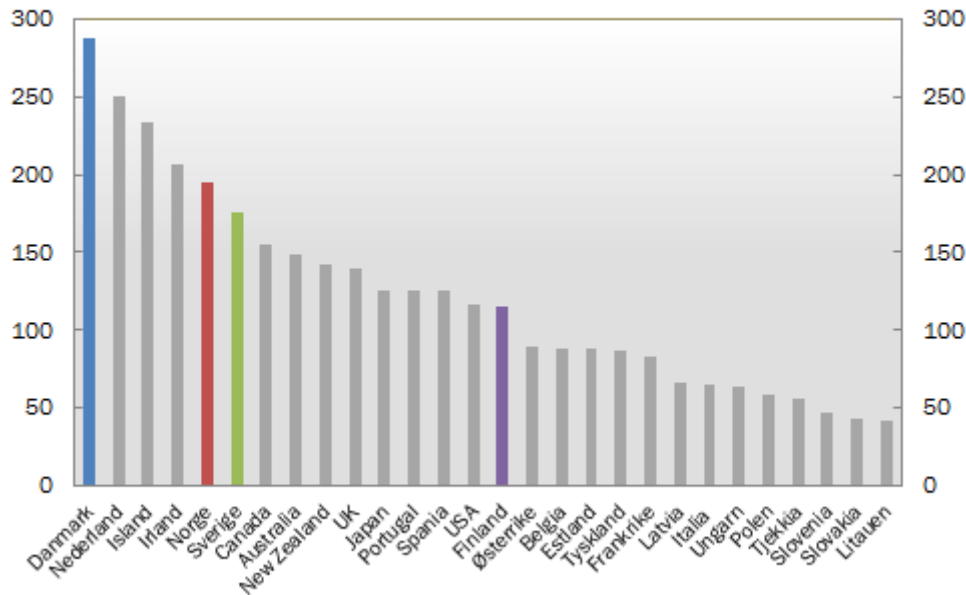
Innhold

Innledning.....	3
1 Tilbud og etterspørsel etter kreditt.....	3
1.1 Livssykelhypotesen og husholdningens balanse	4
1.2 Husholdningens likviditetsbeskrankning og tilbudet av kreditt.....	5
2 Utviklingen i gjeldsbelastningen i de nordiske landene siden 1970.....	5
3 Strukturelle forhold på tilbuds- og etterspørselssiden	7
3.1 Egenskaper ved boligmarkedet	7
3.2 Nedbygging av kredittbegrensninger	9
3.3 Inntektsforventninger og formue.....	11
4 Finansiell innovasjon forklarer vekst – nasjonal formue nivå	16
Litteratur:	18

Innledning

Norske husholdningers gjeld i forhold til disponibel inntekt - gjeldsbelastningen – er høy i internasjonal sammenheng. I 2011 var den kommet opp til et nivå rundt 200 prosent. Kun husholdningene i Danmark, Nederland, Island og Irland hadde høyere gjeldsbelastning. Mens husholdningene i de fleste engelskspråklige land, Japan, og Europa utenom Norden hadde lavere gjeldsbelastning. Se figur 1 nedenfor.

Figur 1. Husholdningenes gjeldsbelastning i Europa, USA, Canada, Australia, New Zealand og Japan. 2011



Kilder: Eurostat (2013), OECD (2013), sentralbanker i Norden (2012), New Zealand (2013) og Australia (2013).

I denne artikkelen forsøker vi å forklare hvorfor norske husholdningers gjeldsbelastning skiller seg fra gjeldsbelastningen i svenske, danske og finske husholdninger. Formålet er å belyse hvorfor gjeldsbelastningen i Norge er så høy som den er. Vi har valgt Norden som sammenligningsgrunnlag fordi de nordiske landene ligner oss på mange måter. Med unntak av Island er det dermed lettere å finne data til sammenligningen. Det er også lettere å få øye på ulikheter som kan forklare forskjeller i husholdningenes gjeldsbelastning.

Vi starter med en kort gjennomgang av teori i kapittel 1. I kapittel 2 beskriver vi nivåforskjeller og den sykliske utviklingen i gjeldsbelastningen i de fire landene. I kapittel 3 drøfter vi hvordan strukturelle forhold kan forklare forskjellene i gjeldsbelastning. Vi ser på tre forhold: Samspillet mellom gjeldsbelastning på den ene siden og vekst i inntekt og boligpriser, endringer i gjeldsbetjeningskostnaden, samt husholdningens aktiva på den andre siden. I kapittel 4 oppsummerer vi funn.

1 Tilbud og etterspørsel etter kreditt

Gjeld er et middel til å fremskynde konsum. Etterspørselen etter gjeld forklares som regel med utgangspunkt i livssykel- og permanentinntektshypotesen, der husholdningene ønsker å spre hele sin livstidsinntekt slik at konsumet blir mest mulig jevnt over hele livsløpet. Innenfor dette rammeverket bestemmes etterspørselen av en hel rekke faktorer som forventet inntektsstrøm, formue, prisen på

gjeld – renta – og preferansene for konsum i dag kontra i morgen – tidspreferanseraten. Faktisk gjeld bestemmes imidlertid også av tilbudet, herunder hvordan finansnæringen er tilrettelagt.

1.1 Livssykelhypotesen og husholdningens balanse

Livssykel- og permanentinntekthypotesen postulerer at individer og husholdninger ønsker å jevne ut konsumet gjennom livsløpet. Man sparer opp midler i perioder hvor inntekten er høy, og tærer på sparing eller tar opp gjeld i perioder hvor inntekten er lav. Konsumvalget tas på bakgrunn av permanentinntekten, det vil si den årlige nåverdien av husholdningens livstidsressurser som både inkluderer formue og framtidig inntekt. Det er bred enighet om at hypotesene gir et godt utgangspunkt for å forstå husholdningens tilpasning. I praksis er imidlertid tilpasningen mer kompleks.

For det første står husholdningene ikke fritt til å gjøre valg om sparing og konsumglatting. Mye av sparingen foregår ved at myndighetene organiserer et skattefinansiert offentlig velferdsystem og obligatorisk pensjonssparing. Overføringer, velferds- og pensjonsordninger er en del av husholdningenes forventede livstidsressurser, selv om de ikke inngår direkte i husholdningenes regnskaper. I en internasjonal sammenlikning av husholdningenes gjeldsbelastning, kan slike forhold spille en viktig rolle.

For det andre er det ikke slik at en husholdning enten sparer eller låner. De fleste har en sammensatt portefølje av ulike typer sparekapital og lån. Det meste av husholdningens gjeld er knyttet til investeringer i eiendom eller bil. Slike lån finansierer løpende tjenester, men motsvares samtidig av formuesobjekter som husholdningene eier. Studielån er en investering som gir avkastning i form av høyere lønn gjennom resten av yrkeslivet.

Husholdningenes avveininger over livsløpet kan fremstilles i en livsløpsbalanse, se tabell 1 nedenfor. Aktivasiden består av finansiell formue, forventet inntekt og realaktiva. Passivasiden består av gjeldsfinansiert og fremtidig forventet konsum, samt egenkapital. Egenkapitalen er differansen mellom aktivasiden og samlet livsløpskonsum. Positiv egenkapital ved enden av livsløpet kan videreføres som arv. Selv husholdninger uten arvemotiv kan ønske å ha en positiv buffer, ikke minst fordi det er stor usikkerhet om livslengde.

Tabell 1 Husholdningens livsløpsbalanse

<i>Aktiva</i>		<i>Passiva</i>	
Finansielle aktiva	Innskudd/kontanter	Gjeld (inkl. gjeldsrenter)	Tidligere konsum og investeringer som ikke er betalt
	Fond/aksjer		Framtidig konsum
	Forsikringskrav	Egenkapital	
	Andre eiendeler		
Livsløpsinntekt	Forventet fremtidig inntekt		
	Pensjonskrav		
	Velferdsordninger		
Realaktiva	Bil		
	Bolig		

Livsløpsbalansen illustrerer at livssykelhypotesen kan gi ulike prediksjoner for husholdningenes gjeld, avhengig av hvordan samfunnet har organisert aktivasiden. Både ansvarsfordelingen mellom husholdningene og offentlig sektor, og organiseringen av boligmarkedet har betydning.

Etterspørselen etter lån på et gitt tidspunkt bestemmes altså både av enkeltindividers forventede inntekt og formue, preferanser for nåtidig og fremtidig konsum og den institusjonelle innretningen av et samfunn. Sammensetningen av enkeltindivider bestemmer den samlede etterspørselen i hele husholdningssektoren. Fordi husholdninger endrer tilpasning over livsløpet vil demografiske endringer dermed påvirke samlet gjeld, selv om en gitt husholdningstype ikke endrer sin låneadferd. Økt andel unge vil for eksempel øke samlet gjeld.

1.2 Husholdningens likviditetsbeskranking og tilbudet av kreditt

Livsløpshypotesen sier noe om etterspørselen etter gjeld. I praksis begrenses muligheten til å ta opp gjeld på flere måter. De viktigste beskrankningene er:

- Evnen til å dekke den løpende kostnaden ved å ha gjeld – her inngår både rentebetaling og krav om avdrag
- Tilgangen på lån – som både avhenger av regulering og av kredittilbyders (bankenes) prosesser og produktspekter.

Tabell 2 nedenfor oppsummerer viktige variable som påvirker husholdningens lånebeslutning. Et sentralt poeng knyttet til utviklingen i gjeldsbelastning, er at flere av disse elementene har endret seg vesentlig over de siste 20-30 årene. Gjennomgående har den nominelle prisen på et lån – målt som summen av den nominelle renten pluss krav om avdrag – gått betraktelig ned. Samtidig har bankenes prosesser rundt innvilgning av lån blitt gjort mye enklere. Et konkret eksempel er innføringen av rammelån som i Norge kom midt på 2000-tallet. Det gjorde det enklere for husholdningene å opprette en fleksibel kredittlinje med lav rente, fordi kredittlinjen hadde pant i bolig.

Tabell 2 Faktorer som påvirker husholdningens lånekostnad og tilgang på kreditt

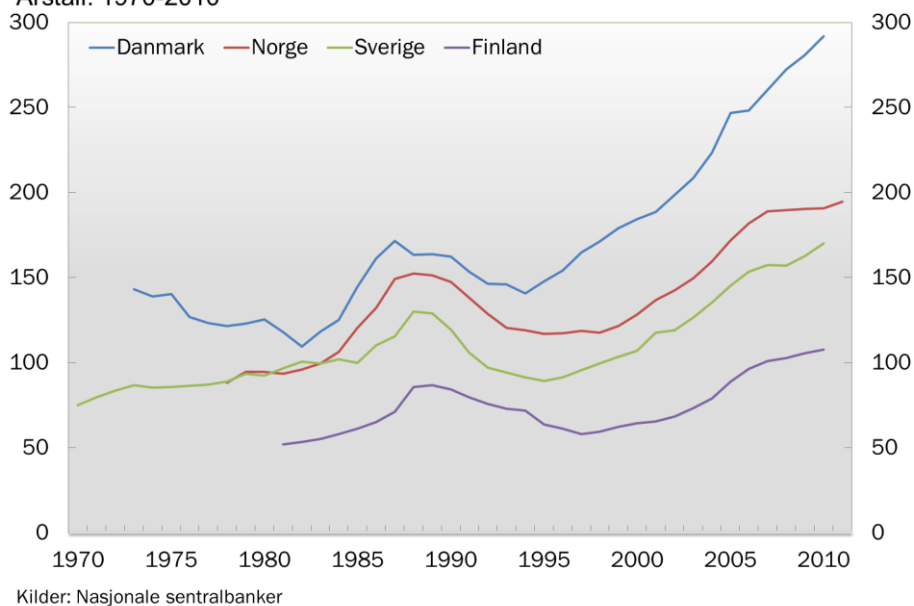
Faktor	Variable	Viktige endringer
Prisen på lån	Nominell rente	Normalrenten antas å ha trendet nedover siste 20 år
	Pris- og lønnsvekst	Prisveksten på konsumvarer har avtatt markert siden begynnelsen av 1990-tallet
	Skattefradrag	I de nordiske landene er det rentefradrag. Men størrelsen ble endret i skattereformer i årene rundt 1990.
Størrelsen på avdrag	Serie vs. annuitetslån	Overgang fra serielån til annuitetslån
	Nedbetalingstid	Har gradvis blitt lenger
	Avdragsfrihet	Tillates i stigende grad fra slutten av 1990-tallet
Tilgang på lån	Kredittrasjoner	Offentlig kredittrasjoner reduseres/fjernes på 1980-tallet

2 Utviklingen i gjeldsbelastningen i de nordiske landene siden 1970

Hvis vi skal forklare hvorfor gjeldsbelastningen i Norge skiller seg fra gjeldsbelastning i Sverige, Danmark og Finland er det nødvendig å forstå på hvilken måte Norge eventuelt skiller seg ut. Det er nærmere beskrevet og analysert i figur 2 og 3.

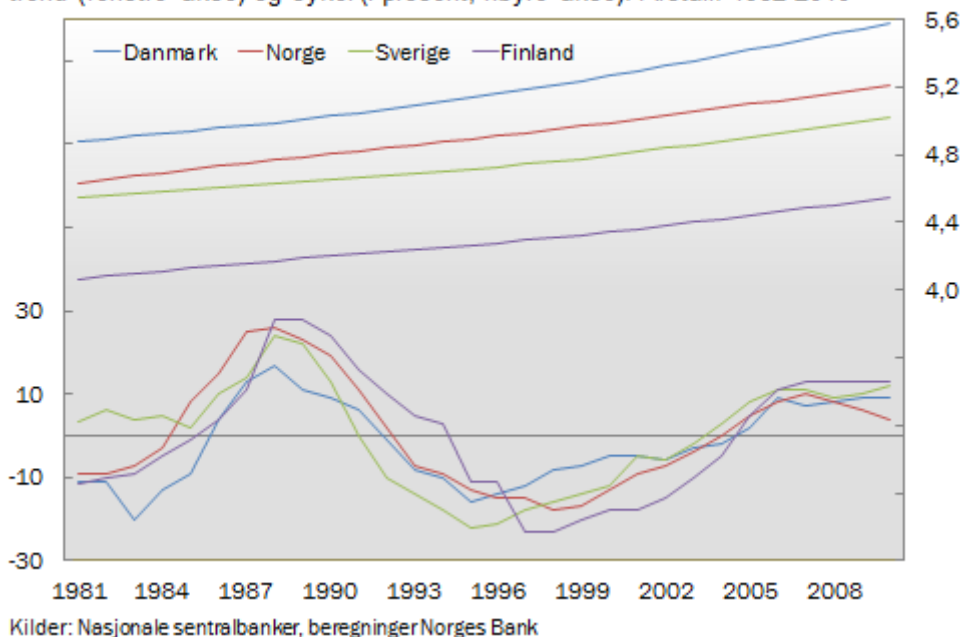
Figur 2 viser utviklingen i gjeldsbelastningen i Norge, Sverige, Danmark og Finland siden 1970-tallet og fram til 2010. Rangeringen av landene med hensyn på gjeldsbelastningen har vært den samme siden begynnelsen av 1980-tallet. Danmark har hatt høyest gjeldsbelastning gjennom hele perioden, Finland lavest.

Figur 2. Husholdningenes gjeldsbelastning i fire nordiske land. Prosent. Årstall. 1970-2010



Figur 3 viser gjeldsbelastningen dekomponert i trend og sykel.²

Figur 3. Husholdningenes gjeldsbelastning i fire nordiske land. Dekomponert i trend (venstre akse) og sykel (i prosent, høyre akse). Årstall. 1982-2010



Dekomponeringen gir noen slående resultater: Nivåforskjellene mellom de fire landene – i form av de langsiktige trendlinjene, er tilsynelatende ganske stabile over tid. Den eneste tendensen er at gjeldsbelastningen i Danmark, som var høyest allerede til å begynne med, har vokst mer enn gjeldsbelastningen i de andre landene. Den sykliske utviklingen er tett korrelert over hele perioden. Den svakeste korrelasjonen er mellom Danmark og Finland på 0,64, den sterkeste mellom Norge og

² Vi bruker et Hodderick-Prescott filter til å gjøre denne dekomponeringen, men for å få fram de langsiktige effektene velger vi et svært stift filter, med lambda=5000 på årsdata på log-form.

Finland på 0,89. Finland, landet med lavest gjeldsbelastning, har størst variasjon i gjeldssyklene over perioden, mens Danmark som har høyest nivå på gjelden, har lavest variasjon.

Vi forventer at mange økonomiske størrelser, som inntekter og priser på tvers av land, skal vise tegn på konvergens over tid. Det synes ikke å være tilfelle for gjeldsbelastningen. Vi ser ingen tegn til innhenting eller stabile likevektsnivåer på tvers av de fire nordiske landene. Vi ser heller ikke tegn til at volatiliteten i gjeldssyklene øker i takt med gjeldsbelastningen.

Disse empiriske funnene innebærer at variable som skal forklare nivåforskjeller mellom land, må være av strukturell og varig karakter, mens variable hvor det er stor grad av samvariasjon mellom land i større grad vil forklare sykliske elementer i gjeldsveksten. I det følgende ser vi nærmere på hvilke strukturelle forhold som kan forklare variasjonen i gjeldsbelastning mellom landene.

3 Strukturelle forhold på tilbuds- og etterspørselssiden

Det er utfordringer knyttet til en empirisk analyse av internasjonale forskjeller, ikke minst fordi det ofte er vanskelig å finne helt sammenliknbare data på tvers av land. Vi har imidlertid brukt tilgjengelige data for å analysere om de nordiske variasjonene i gjeldsbelastningen kan forklares av forhold i boligmarkedet, av husholdningens øvrige private og kollektive formue, eller av forhold i kredittmarkedet.

3.1 Egenskaper ved boligmarkedet

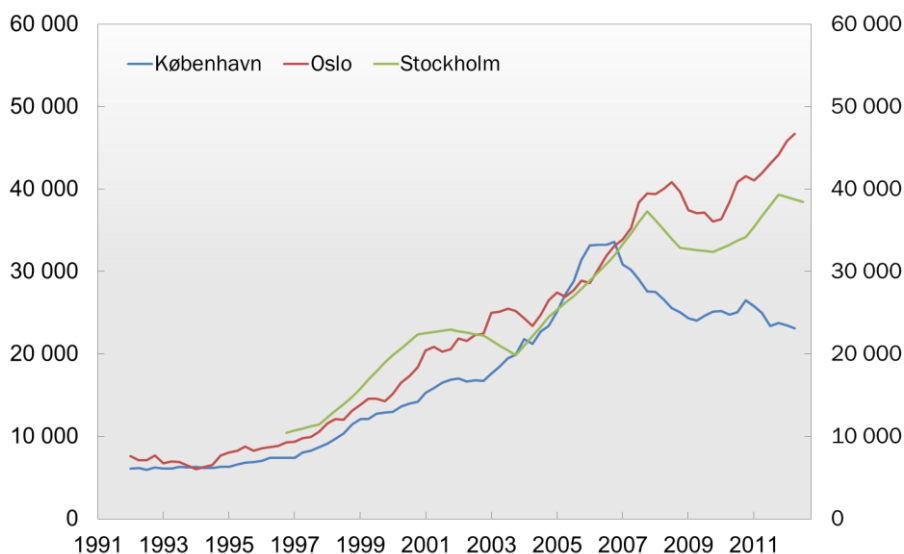
En stor andel av husholdningenes gjeld er boliggjeld. Flere studier slår fast at det er en gjensidig sammenheng mellom boligpriser og gjeld, se for eksempel Norges Bank (2012). Flere av de forholdene som påvirker boligprisene vil derfor også påvirke gjeldsbelastningen. Vi har fokusert på to sider av boligmarkedet – boligformue, herunder eierandel, og boligbeskatning.

3.1.1 Boligformue og gjeldsbelastning

Vi argumenterte i teorikapittelet for at det er en sammenheng mellom formue og gjeld. Boligformuen er husholdningenes viktigste fysiske eiendel, og i gjennomsnittshusholdningen er verdien av boligen ofte langt høyere enn størrelsen på de finansielle aktiva. En mulig forklaring på forskjeller i gjeldsbelastning kan være knyttet til at boligformuen er forskjellig mellom land.

Husholdningens boligformue er en funksjon av den gjennomsnittlige prisen per kvadratmeter, gjennomsnittlig antall kvadratmeter per boenhet og gjennomsnittlig andel selveiere. Figur 4 nedenfor viser et estimat på utviklingen i gjennomsnittlig kvadratmeterpris i Oslo, Stockholm og København fra 2009 til 2012.

Figur 4. Pris pr kvadratmeter for leiligheter i tre nordiske hovedsteder. NOK. Kvartalstall. 1. kv 1991 – 3. kv. 2012



Kilde: Aftenposten (2012)

Prisutviklingen har vært nært korrelert i lange perioder og prisforskjellene er begrenset. Om noe er prisene i København anslått å være noe lavere enn i Oslo og Stockholm, til tross for at inntektsnivået i Danmark er minst like høyt som i Sverige. Danmark opplevde imidlertid en kraftigere boligprisvekst midt på 2000-tallet enn Norge og Sverige, og et kraftigere boligprisfall etter finanskrisen. Gjennomsnittlig kvadratmeterpris i København var det samme som i Oslo i 2007, men er i 2012 bare halvparten. Den nære korrelasjonen i boligprisutvikling fram til slutten av 2000-tallet kan bidra til å forklare sammenfallende kredittsykler i de skandinaviske landene, men relative boligpriser gir ingen god forklaring på at gjeldsbelastningen i 2012 er nesten dobbelt så høy i Danmark som i Sverige.

Siden en stor andel av gjelden i husholdningene er knyttet til pant i bolig, er det rimelig at jo større andel av husholdningene som eier sin egen bolig, desto større blir gjeldsbelastningen totalt. Imidlertid er selveierandelen i Norden høyere i Norge (77 prosent) og Finland (64 prosent) enn i Danmark (57 prosent) og Sverige (54 prosent), se Lujanen (2004). Mangel på sammenheng mellom selveierandel og gjeldsbelastning blir også tydelig i et større internasjonalt perspektiv. For eksempel har Tyskland en selveierandel på 39 prosent, mens Italia har en selveierandel på 69 prosent, se ECB (2003). Begge land kjennetegnes av lav gjeldsbelastning i husholdningene.

3.1.2 Boligbeskatningen

Utformingen av skatteregimet påvirker både konsum og investeringsbeslutninger. Fordi bolig er så viktig i en husholdnings økonomi, betyr beskatningen av bolig også mye for husholdningens tilpasning. Gjennomgående er imidlertid bolig forholdsvis mildt beskattet i forhold til andre aktiva. Det gjelder for de fleste land det er naturlig for Norge å sammenlikne seg med.

Tabell 3 nedenfor viser at det på et overordnet plan er mange likheter i boligbeskatningen på tvers av de nordiske landene - selv om den ikke synliggjør alle detaljene i skattesystemene. Den viser beskatning av eierskap, salg og erverv av bolig, samt utbredelsen av skattefradrag på finansiering av boliglån i 2008. I likhet med Norge har også de andre nordiske landene lav eller ingen skatt på boliginvesteringer, skattefradrag på renter og ingen skatt på fordel av å bo i egen bolig.

Tabell 3 Egenskaper ved boligbeskatningen i Norden. 2012.

	DANMARK	NORGE	SVERIGE	FINLAND
Skatt på fordel av å bo i egen bolig	Avskaffet 2000	Avskaffet 2004	Avskaffet 1991, gjelder fortsatt borettsandler	Avskaffet 1993
Skattefradrag på renter	33 % siden 2002	28 % siden 1992	30 % <100' og 21 % >100' siden 1991	29 %, økt fra 25 % i 1993
Skatt på kapitalgevinster				
Skatt på gevinst av boligsalg	Ikke hvis selgeren har bodd i boligen deler av eiertiden	Ikke når selgeren har bebodd boligen ett av de siste to år	Ikke dersom gevinsten reinvesteres i bolig	Ikke når selgeren har bebodd boligen siste to år
Ulik behandling av finans- og bolig	Ja	Ja	Ja	Ja
Arve- og gaveskatt				
Skatt på egen bolig	Foreldre-barn sats: 15 %, ulike innslagspunkt	To satser og innslagspunkt, flere endringer siste 20 år	Avskaffet 2005	Flere ulike skatteklasser, satser og innslagspunkt
Ulik behandling av finans- og bolig	Nei	Nei	Nei	Nei
Formuesskatt	Avskaffet 1997	To satser og innslagspunkt, flere endringer siste 20 år	Avskaffet 2007	Avskaffet 2006
Eiendomsskatt	Innført 2000, 1 % /3 %, nominelt tak	Kommunal, frivillig. Satser: 2 ‰ til 7 ‰	Kommunal, 1300-7000 SEK, høyere for enkelte eiendommer	Kommunal. Satser mellom 22 og 5 ‰
Omsetningsavgift	1400 DKK + 0,6 %	2,5 %	1,5/2,5 %	4 %

Kilde: Nasjonale skattemyndigheter (se litteraturliste)

Beregninger Norges Bank har gjort viser at gunstig boligbeskatning i Norge bidrar til å gjøre brukerprisen for egen bolig lavere enn i Sverige og Danmark³. Den lave likningsverdien på bolig synes å være en viktig forklaringsfaktor. De samme beregningene viser imidlertid at boligbeskatningen er minst gunstig i Danmark. Den forklarer dermed ikke den høye danske gjeldsbelastningen.

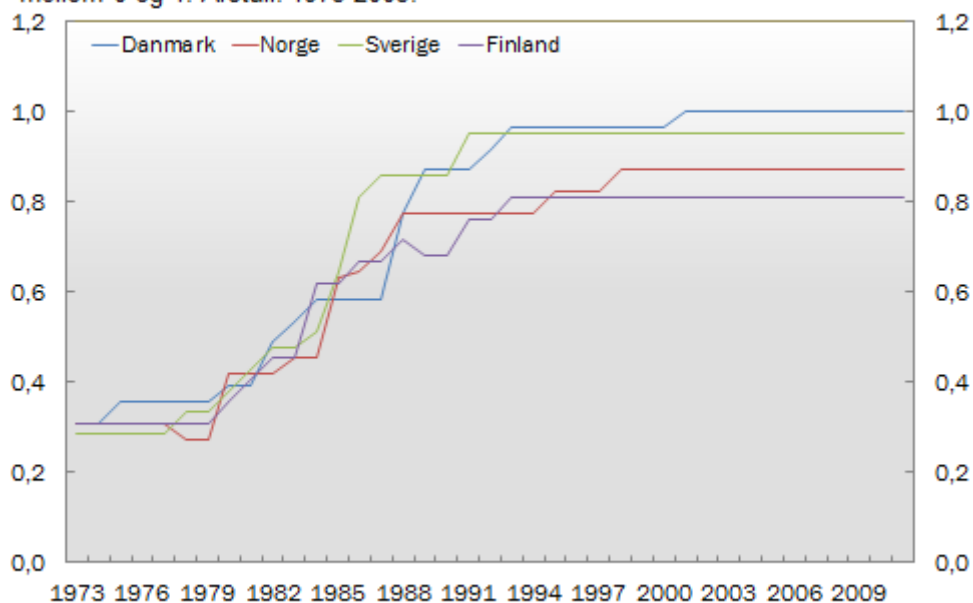
Heller ikke når man ser på skattefradrag på gjeldsrenter er det store forskjeller i Norden. Andrews og Sánchez (2011) har beregnet en indikator for størrelsen på denne skatteken. Skatteken vurderes som marginalt høyere i Danmark og Norge enn i Sverige og Finland, men forskjellen mellom de fire landene er svært små i en internasjonal sammenheng. For eksempel er indikatoren satt til 1,2 for Danmark, 1,0 for Finland og 0,1 for Italia.

3.2 Nedbygging av kredittbegrensninger

Nedbygging av kredittbegrensninger og finansiell innovasjon kan øke antall husholdninger som kvalifiserer for lån eller redusere kostnadene ved å betjene lån. De siste tiårene har det skjedd en liberalisering av og innovasjoner i kredittmarkedene som har lettet tilgangen til kreditt for lavinntektsgrupper og førstegangskjøpere av bolig i en rekke OECD-land. IMF har utarbeidet en samleindikator for graden av liberalisering i finansmarkedene. Indikatoren viser at alle de nordiske landene har gjennomgått en liberalisering de siste 40 årene. Denne liberaliseringen skjer i stor grad samtidig i alle fire land, se figur 5 nedenfor.

³ Brukerprisen er beregnet på grunnlag av opplysninger om skatt (på bruk av egen bolig, rentefradrag, skatt på kapitalgevinst, formuesskatt, eiendomsskatt) og en del andre faktorer (nytteverdien av å bo i egen bolig, likningsverdi som andel av markedsverdi, verdiforringelse på grunn av alder + vedlikeholdskostnader og inflasjonsrate).

Figur 5. Financial Reform Index for fire nordiske land. Skala normalisert mellom 0 og 1. Årstall. 1973-2005.



Kilde: Abiad m.fl. (2008)

Selv om IMF-indeksen rangerer Danmark som mest liberal de siste 20 årene, kan det vanskelig forklare hvorfor gjeldsbelastningen i Danmark har vært høyest i Norden helt siden begynnelsen av 1970-tallet.

Indeksen fanger heller ikke opp endringene i kredittmarkedet som har skjedd de siste 20 årene. Den finansielle innovasjonen som har skjedd og de nye låneproduktene som har kommet de siste årene har gjort det lettere for flere å ta opp større lån. De nye produktene omfatter avdragsfrie lån, lengre nedbetalingstid og rammelån, se Tabell 4 nedenfor.

Tabell 4 Nye boliglånsprodukter i ulike land.

Land	Nye boliglånsprodukter de senere årene
Danmark	<ul style="list-style-type: none"> • "Rentejusterte" lån; renten settes ved regelmessige intervaller ved salg av obligasjoner. • Lån med rentetak. • "BoligXloans" – der renten justeres hvert halvår med tidagers gjennomsnittlig CIBOR. • Avdragsfrie lån.
Norge	<ul style="list-style-type: none"> • Rammelån. • Avdragsfrihet.
Finland	<ul style="list-style-type: none"> • Lengre nedbetalingstid. • Introdusert statsgaranti for boliglån.
Sverige	<ul style="list-style-type: none"> • Utstrakt bruk av avdragsfrihet

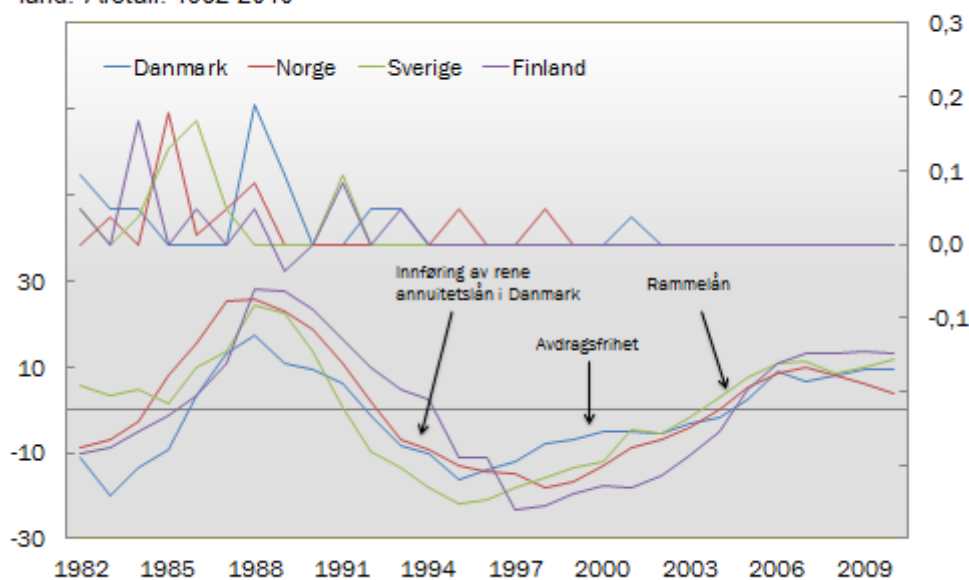
Kilde: Girouard m.fl. (2006:2)

I Norden har Danmark og Sverige gått foran med tilbud om avdragsfrie lån. Innføringen av slike ordninger er likevel også nært korrelert mellom de fire landene. Det har økt husholdningenes mulighet til å frigjøre boligkapital, gitt mer valgfrihet og lavere lånekostnader. Det har bidratt til høyere gjeldsvekst. Men endringene forklarer ikke forskjellene i gjeldsbelastningen i Norden.

Liberalisering og innovasjoner forklarer altså ikke forskjeller i gjeldsbelastningen i nordiske husholdninger. Disse endringene bidrar derimot til å forklare hvorfor kredittsyklene har vært felles for de nordiske landene. Figur 6 nedenfor antyder at det er en nær sammenheng mellom

liberalisering og sykler i kredittmarkedet, og det forsterkes når vi tar hensyn til de finansielle innovasjonene. Figuren viser endringer i IMF-indeksen og kredittsyklene, som synliggjør liberaliseringsprosessen som fant sted i forkant av oppgangen på 1980-tallet. Tendensen er ikke like klar for syklen som begynner midt på 1990-tallet. Men så fanger heller ikke indeksen opp innovasjonene (som er lagt inn i tekstbøbler).

Figur 6. Endring i Financial Reform Index (høyre akse) og syklen i husholdningenes gjeldsbelastning (i prosent) (venstre akse), i fire nordiske land. Årstall. 1982-2010



Kilder: Abiad m.fl. (2008) og nasjonale sentralbanker, beregninger Norges Bank

En annen faktor som påvirker tilgangen til lån, er regulering av belåningsgrad. Strenge LTV-krav kan begrense samlet gjeldsoptak dersom kravet er bindende. Tabell 5 nedenfor viser en oversikt over typisk nedbetalingstid for boliglån og hvor mye det maksimalt er mulig å låne ved et boligkjøp. Også her er det ganske marginale forskjeller mellom de fire landene. I tillegg er det ikke sikkert kravene er bindende. I perioder med høy boligprisvekst vil de som allerede er inne i boligmarkedet raskt akkumulere nok egenkapital til å kjøpe seg oppover. Da blir slike LTV-krav kun bindende for førstegangsetablererne.

Tabell 5: LTV-krav og typisk belåningsgrad

Land	Regulering av LTV. Maks-grense	Typisk belåningsgrad
Danmark	80 %	80 %
Norge	85 %	70 %
Sverige	85 %	80 %
Finland	Anbefalt 90 %	75 %

Kilde: Andrews m.fl. (2011) og Igang & Kang (2011)

3.3 Inntektsforventninger og formue

Høy skatt for å finansiere velferdsordninger eller høy tvungen pensjonssparing, forskyver forventet inntekt fremover i tid. Husholdningene kan motvirke forskyvningen ved å ta opp gjeld i dag, og basere konsumet på forventet fremtidig inntekt. Gode ordninger ved inntektsbortfall grunnet

sykdom og arbeidsledighet begrenser også behovet for privat sparing. Hvordan husholdningene tilpasser seg påvirkes også av troverdigheten i pensjons- og velferdsordningene. Lav tillitt til myndighetene reduserer forventede overføringer og øker behovet for å bygge en finansiell buffer mot usikkerhet. Dette er i tråd med hypotesen om Ricardiansk ekvivalens: Husholdningene forstår at et offentlig gjeldsoptak i dag må betales med økt skatt i fremtiden, og de justerer sine inntektsforventninger og gjeldsoptak i takt med dette.

3.3.1 Sparing og pensjon

I Norden er det meste av pensjonssparingen tvungen. Men utformingen av pensjonssystemet varierer mellom landene. Det kan ha betydning for husholdningenes gjeldstilpasning.

Slik som mange andre land har Danmark, Norge, Sverige og Finland et tredelt pensjonssystem med offentlig pensjon, tjenestepensjon og noe privat pensjonssparing.

- Den offentlige pensjonen er regulert gjennom ulike systemer og avtaler, der det er vanlig å dele pensjonen i grunnbeløp med forskjellige tillegg. Enkelte tillegg skal sikre at pensjonen reflekterer lønn i yrkesaktiv alder, andre skal sikre de med lav eller ingen lønnsinntekt pensjon. Utbetalingene finansieres hovedsakelig med løpende skatteinntekter.
- Tjenestepensjonene er hovedsakelig fondsbasert. Utbetalingene bestemmes dermed av de samlede innbetalingene og fondsforvaltningen, i tillegg til pensjonsavtalene.

Det som særlig skiller de nordiske landene fra hverandre er *hvor stor betydning* den offentlige, skattefinansierte pensjonen har, sammenlignet med de fondsbaserte private. Se Tabell 6 nedenfor.

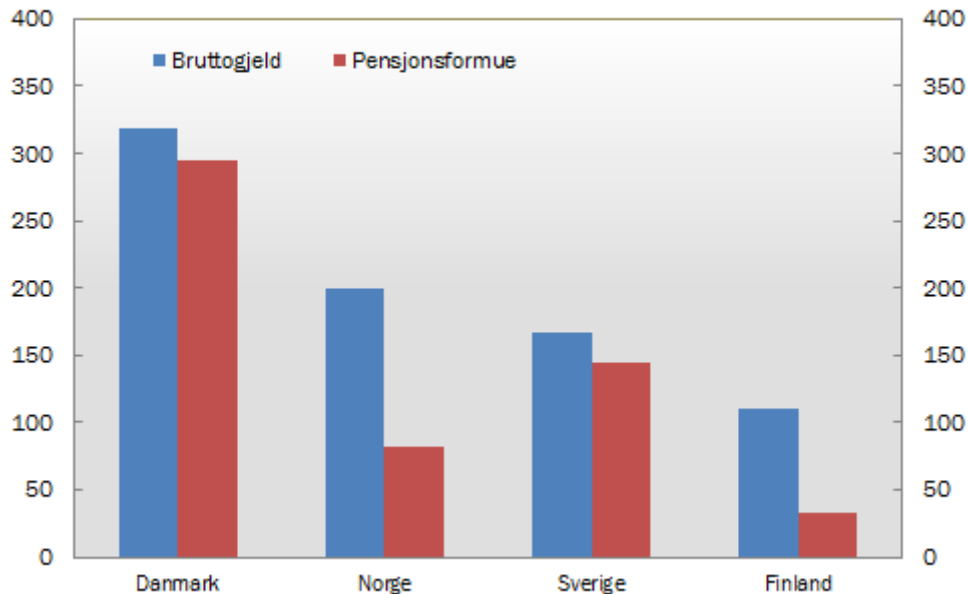
Tabell 6 Hovedtrekk ved pensjonssystemene i Danmark, Norge, Sverige og Finland.

	DANMARK	NORGE	SVERIGE	FINLAND
Løpende skattefinansiering, ikke tilordnet husholdningene	Folkepensjon	Folketrygdens alderspensjon	Garanti- og inntektpensjon	Folkepensjon
	Gjelder alle. Har en fast og en inntektsbestemt del + et supplement til de dårligst stilte	Gjelder alle. Har en fast og en inntektsbestemt del	Garantipensjon for de med lav eller ingen inntekt. Avkortes mot annen offentlig pensjon. Inntektpensjonen er avhengig av innbetalinger	Skal sikre minimumsinntekt for alle. Avkortes mot annen pensjon
Fondsbaserte ordninger tilordnet husholdningene	ATP, SP og avtalebaserte ordninger	Tjenestepensjon	Premiepensjon	Arbeidspensjon
	ATP - Arbeidsmarkedets Tillægspensjon og SP - Særlig Pensjonssparing er obligatorisk for lønns-mottakere, ledige og selvstendige. AMP - Arbeidsmarkedspensjon dekker 90 % av arbeidsstyrken.	Obligatorisk for arbeidstakere fra 2006 (OTP)	Premiepensjon, obligatorisk for alle	Obligatorisk for alle arbeidstakere. I tillegg kommer frivillig tjenestepensjon med lav dekningsgrad.
Satser	ATP og SP: 1 % av bruttolønn. AMP: 9-17 % av bruttolønn.	Minst 2 % av lønn.	2,5 % av pensjons-givende inntekter.	Aldersavhengig: 1,5-5,3 %

Kilde: Pensjonsoversikter (se litteraturliste)

Siden fondsbaserte ordninger bokføres som forsikringstekniske reserver, mens pensjonsrettigheter knyttet til avtaler og innbetalt skatt ikke er synlige, er danske husholdningene bokført med en betydelig pensjonsformue. Se figur 7 nedenfor.

Figur 7. Husholdningenes bruttogjeld og pensjonsformue. Prosent av disponibel inntekt. 2010



Kilde: Isaksen m.fl. (2011)

Isaksen m.fl. (2011) trekker fram de store pensjonsformuene i Danmark og Nederland som en viktig faktor for å forklare hvorfor nettopp disse to landene er blant de med høyest gjeldsandel i verden. Det er imidlertid usikkert om det er slik at forventet utbetalt pensjon faktisk er høyere i disse landene, eller om effekten skyldes at man har synliggjort pensjonsformuene for den enkelte.

Forventningene til utbetalinger fra offentlige pensjoner er basert på tillit til offentlige finanser (særlig de som er finansiert av løpende skatteinntekter) og systemene som regulerer pensjonsutbetalingene. Som nevnt har alle land etablerte systemer. Mye står derfor på de offentlige finansene. Jo sterkere finansene, jo mer troverdige er pensjonsordningene. En markert svekkelse i offentlige finanser vil øke husholdningens sparebehov. Tilsvarende vil sterke offentlige finanser gjøre behovet for privat sparing mindre. Alle de nordiske landene kjennetegnes av svært sterke offentlige finanser i et internasjonalt perspektiv. Det kan argumenteres med at forventningene til utbetalinger fra tjenstepensjoner delvis også er tillitsbaserte. God fondsforvaltning er et tillitskriterium, spesielt for de innskuddsbaserte ordningene.

Det kan derfor være rimelig å anta at de fleste innbyggere i Danmark, Norge, Sverige og Finland forventer å ha en sikker minimumsinntekt hele livet. Denne antagelsen forsterkes av eksistensen av andre offentlige velferdsordninger. De fleste nordiske arbeidstakere er dekket av offentlige forsikringsordninger, som uføretrygd og ledighetstrygd.

Selv om det ikke kan utelukkes at pensjonssystemet i Danmark sikrer danskene en bedre pensjon enn svenskene, nordmenn og finner kan forvente fra sine nasjonale systemer, er det mye som taler for at pensjonsforventningene ikke varierer like mye som de private pensjonsformuene. Ulik innretning av

pensjonssystemene og ulikt nivå på husholdningenes pensjonsformue gir derfor ingen fullgod forklaring på forskjeller i gjeldsbelastning mellom de nordiske landene.

3.3.2 Kan formue og velferd forklare forskjeller i gjeldsnivå?

Så langt har vi i hovedsak sett på de nordiske landene. I dette siste avsnittet av analysen vil vi vurdere om formue og velstand kan bidra til å forklare det høye gjeldsnivået vi ser i Norden, når vi sammenlikner landene med et større utvalg europeiske land. Vi fokuserer på fire variable: husholdningenes formue og den forsikringstekniske andelen av dette – et tall som i hovedsak reflekterer privat pensjonssparing – som andel av BNP, BNP per capita og et mer generelt mål på velstand, målt ved «Legatums prosperity index», utviklet av Legatum Institute⁴. Tabell 7 viser gjeldsbelastningen og disse fire størrelsene for de fire nordiske landene vi har sett på.

Tabell 7 Gjeld, formue og velstand. 2007, 2011, 2012

	Gjeld av disp. inntekt	Privat formue av BNP (07)	Forsikringsteknisk av BNP (07)	BNP per capita relativt til EU-27	Legatums indeks rangering (12)
Danmark	267	237	102	125	2
Norge	181	105	38	186	1
Sverige	149	175	68	127	3
Finland	104	122	23	114	7

Kilde: Eurostat (2009), Eurostat (2013), Legatum Institute (2012)

Danmark har høyest gjeld, og også markert høyest formue i husholdningene som andel av BNP av de fire landene. Danskenes bokførte forsikringstekniske formue som andel av BNP er nesten tre ganger så høy som i Norge, og fem ganger så høy som i Finland. Norge markerer seg imidlertid med det høyeste BNP per capita og den beste rangeringen på Legatums indeks. Norge har også den høyeste offentlige formuen av de fire landene.

Legatum Institute er en av flere institusjoner som forsøker å lage mer finmaskede rangeringer av nasjonal velferd. Slike indekser er normalt tett korrelert med BNP per capita. Korrelasjonen mellom samleindeksens rangering og rangeringen av BNP per capita for de 21 landene som inngår i materialet bak i Tabell 8 og Tabell 9, er for eksempel 0,89. Men indeksen måler nasjonal formue langs åtte dimensjoner, som kan ha interesse:

- Økonomi; herunder sparing og økonomisk velferd
- Entreprenørskap og muligheter; herunder regulatoriske hindringer for nyskaping
- Styresett - "governance"; herunder stabilitet, grad av korrupsjon og det kvaliteten på det juridiske systemet
- Utdannelse; herunder kvalitet og utdanningsgrad
- Helse; herunder nivået på det nasjonale helsevesenet, livslengde m.m.
- Sikkerhet; herunder mål på kriminalitet og risiko for krig
- Personlig frihet; herunder ytringsfrihet og mulighet for personlig utvikling
- Sosial kapital; herunder grad av tillitt i samfunnet

Landene rangeres langs hver av disse åtte faktorene. Tabell 8 viser korrelasjonen mellom husholdningens gjeldsbelastning og de åtte underindikatorerne for Norge og 20 EU-land. Entreprenørskap, styresett, sosial kapital (tillitt) og sikkerhet er de fire indikatorene som er mest korrelert med

⁴ Se <http://www.prosperity.com/> for mer informasjon.

gjeldsbelastningen. Disse er viktigere enn for eksempel god økonomi og høyt utdanningsnivå. Resultatene understreker betydningen av trygghet og forutsigbarhet for husholdningens tilpasning. I land med forutsigbarhet er det større vilje til å investere og mer vilje til å ta langsiktig beslutninger. Det bidrar til å øke gjeldsbelastningen. Resultatene indikerer at høy gjeldsgrad ikke er en tilfeldighet, men et resultat av det økonomiske og sosiale utviklingsnivået i et land.

Tabell 8 Husholdningens gjeld og Legatums indeks

	Helse	Økonomi	Personlig frihet	Sikkerhet	Sosial kapital	Styre	Utdanning	Entreprenørskap	Totalt
Korrelasjon	-0,50*	-0,50*	-0,56**	-0,58**	-0,62**	-0,68**	-0,45*	-0,72**	-0,73**

Kilde: Legatum Institute (2012), * - signifikant på 5 %, ** - signifikant på 1 %

Tabell 9 viser resultatene fra fem enkle regresjoner for å forklare nivået på gjeldsbelastningen.⁵ Nivået på BNP er signifikant forklaringsfaktor, og regresjonen forklarer 26 pst. av variasjonen i gjeldsbelastningen på tvers av de 26 landene. Husholdningens formue som andel av BNP gir en lavere forklaringsgrad enn BNP. Bruker vi isteden den forsikringstekniske formue, øker vi forklaringsgraden kraftig, til over 0,6. Dette er i tråd med resultatene til Isaksen et al. (2011). Legatums indeks gir noe dårligere forklaringskraft enn den forsikringstekniske andelen av husholdningenes formue, men er bedre enn BNP per capita. Det spiller liten rolle om vi bruker samleindeksen eller underindeksen for entreprenørskap. Resultatene skal ikke overfortolkes, men peker i retning av at gjeldsbelastning er nært relatert til et positivt investeringsklima og tillitt til myndighetene. Høy gjeldsbelastning i husholdningene kan være en risikofaktor, men det kan også være nært korrelert med indikatorer for en sunn økonomi.

Tabell 9 Regresjon – forklarer velstandsnivå gjeldsbelastningen?

Forklaringsfaktor:	BNP	Privat formue	Forsikringsteknisk formue	Legatum index (1)	Legatum Index (2)
Konstant	-21.7	39,3	59.5**	186,1**	190.4**
BNP	1.31**				
Privat formue		0,48**			
Pensjonsformue			1.28**		
Legatums indeks (totalt)				-3,4**	
Legatums indeks (entreprenørskap)					-3.4**
R2	0,42	0,26	0,62	0,53	0,52
SE-reg.	50,66	58,27	41,97	45,62	45,98
Ant. observasjoner	21	19	19	21	21

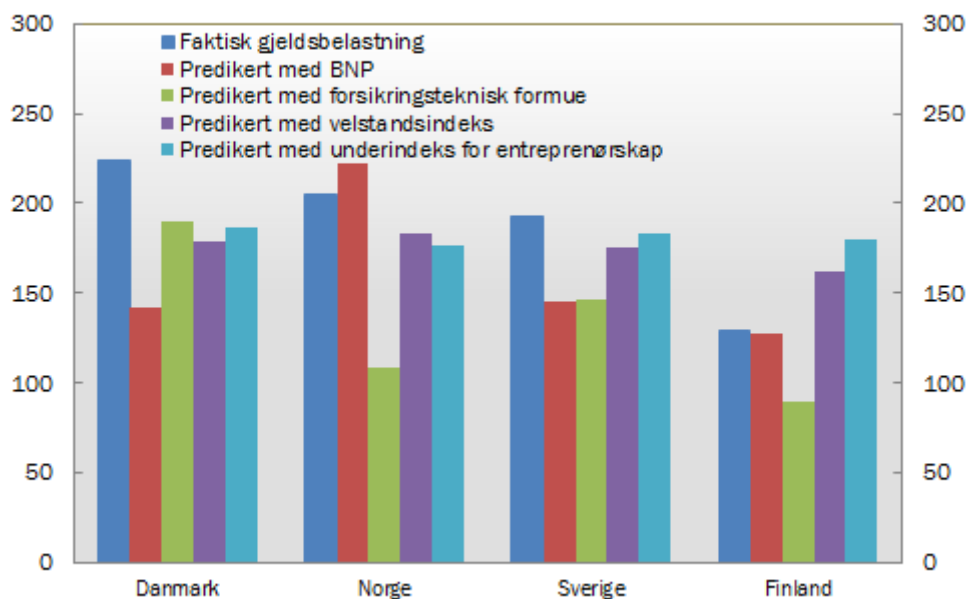
Kilde: Norges Bank, * - signifikant på 5 %, ** - signifikant på 1 %

Figur 8 nedenfor viser hvordan prediksjonene fra fire av estimeringene samsvarer med det faktiske gjeldsnivået i de fire nordiske landene. BNP per capita predikerer den høyeste gjeldsandel for Norge og lavest i Finland, mens den forsikringstekniske formuen predikerer høy gjeld i Danmark, og lav gjeld i Norge og Finland. Dette poenget blir forsterket av at forsikringsteknisk formue reflekterer den private pensjonsformuen, som er høy i Danmark. For Norges teller vi her ikke med det offentlige «Pensjonsfond-utland», som ikke formelt er knyttet til utbetaling av pensjoner, men som kan oppfattes som en forsikring av det norske pensjonssystemet. Legatums indeks predikerer ganske likt

⁵ Fordi det er høy grad av korrelasjon mellom de fem forklaringsfaktorene, har vi estimert dette som envariabelestimeringer.

gjeldsnivå på tvers av de nordiske landene, hvilket skulle understreke betydning av høy tillitt og fremsynt økonomisk politikk som grunn til at man i disse landene «tør» å ta opp høy gjeld.

Figur 8. Husholdningens gjeldsbelastning i fire nordiske land. Faktisk og fire prediksjoner. Prosent. 2011



Kilder: Eurostat (2013), beregninger Norges Bank.

4 Finansiell innovasjon forklarer vekst – nasjonal formue nivå

I denne aktuelle kommentaren har vi forsøkt å forklare hvorfor norske husholdningers gjeldsbelastning skiller seg fra gjeldsbelastningen i svenske, danske og finske husholdninger. Analysen har tatt utgangspunkt i at de nasjonale forskjellene i *nivået* på gjeldsbelastningen har vært forholdsvis stabilt de siste 30 årene, og at *veksten* i gjeldsbelastningen har vært nært korrelert.

Med utgangspunkt i husholdningenes livsløpsbalanse og omfanget av kredittbeskrankninger har vi undersøkt om forhold ved boligmarkedet, kredittmarkedet, pensjonssystemene og nasjonal velferd kan forklare forskjellene i gjeldsbelastning. De fleste hypotesene har vi måttet avvise:

- Selv om boligprisveksten er nært korrelert med gjeldsveksten er det vanskelig å se at karakteristika ved boligmarkedet er tilstrekkelig for å forklare forskjeller i nivå mellom land.
- Tilbudet av kreditt til husholdningene har endret seg vesentlig de siste 20 årene, men mange av endringene har skjedd parallelt på tvers av land. Endringene synes å være en viktig drivkraft bak gjeldsveksten de siste årene, men forklarer ikke forskjeller på nivå.

Det er imidlertid indikasjoner på at forskjeller i formue og nasjonal velferd kan forklare nivåforskjeller mellom land. Det er indikasjoner på at husholdningene har en høyere gjeldsbelastning i land med et godt utbygget velferdsystem. Systemet inkluderer imidlertid mer enn bare ren inntekt, også tillit til systemet har betydning.

Gjeldsbelastningen i Norge har lenge vært høyt i internasjonal sammenheng, og har de siste ti årene vokst markert. Vår analyse peker i retning av at den høye gjeldsbelastningen i Norge er knyttet til

gode økonomiske rammebetingelser for husholdningene, i kombinasjon med forutsigbarhet, ikke minst i den økonomiske politikken. Hvis denne politikken opprettholdes, er det grunn til å tro at gjeldsbelastningen i Norge vil forbli høy i internasjonal sammenheng også i årene som kommer. Det betyr imidlertid ikke at husholdningens gjeld ikke er noe som bør følges nøye.

Høy gjeld bidrar til å øke sårbarheten i husholdningene. Høy gjeld gjør husholdningene mer følsomme for renteendringer. Store endringer i aktivasiden, for eksempel gjennom fall i boligpriser eller nedjustering av fremtidige inntektsforventninger, vil få større effekt jo høyere gjeldsnivået er. Særlig varsomme må man være i perioder hvor gjeldsnivået endrer seg raskt.

Erfaringene fra 1980-tallet viste at raske skift i gjeldsbelastningen gir ubalanser det tar mange år å korrigere. Vår nære historie viser at kredittsyklene har vært viktige faktorer i den økonomiske utviklingen både i Norge og i våre naboland. Den store nordiske resesjonen tidlig på 1990-tallet fulgte etter kredittboomen på 1980-tallet. De nordiske landene skulle således være et godt eksempel på risikofaktorene knyttet til høy gjeld.

Litteratur:

Abiad, A., Detragiache, E., og Tressel, T. (2008) "A New Database of Financial Reforms" , IMF Working Paper WP/08/266, December 2008 <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=22485.0>

Aftenposten (2012) *Oslo er dyrest i Skandinavia*. 6. november 2012

Andrews, D., A. Caldera Sánchez and Å. Johansson (2011), "Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries", OECD Economics Department Working Papers, No. 836, OECD Publishing.

<http://dx.doi.org/10.1787/5kgk8t2k9vf3-en>

Andrews, D. and A. Caldera Sánchez (2011), "Drivers of Homeownership Rates in Selected OECD Countries", OECD Economics Department Working Papers, No. 849, OECD Publishing.

<http://dx.doi.org/10.1787/5kgg9mcwc7jf-en>

ECB (2003) Structural Factors in the EU Housing Markets

<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euhousingmarketsen.pdf>

Eurostat (2009), Financial assets and liabilities of households in the European Union, Statistics in Focus, 32/2009

Eurostat (2013):

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00104&plugin=1>

Girouard, N. et al. (2006:2), "Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals", OECD Economics Department Working Papers, No. 475, OECD Publishing.

<http://dx.doi.org/10.1787/864035447847>

Igang, D. and Kang, H. (2011) "Do Loan-to-Value and Debt-to-Income Limits Work? Evidence from Korea", International Monetary Fund WP/11/297.

Isaksen, J. Kramp, P. L. Sørensen, L. F. og Sørensen, S.V. (2011) *Husholdningernes balancer og gæld – et internationalt landestudie*. Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2011, Del 2

Legatum Institute (2013): www.prosperity.com

Lujanen, M. (2004) *Housing and Housing Policy in the Nordic Countries*. Nordisk Ministerråd 2004:7

Nasjonale skattemyndigheter:

- www.skm.dk
- www.skat.dk
- www.regjeringen.no
- www.skatteetaten.no
- www.regeringen.se
- www.skatteverket.se
- www.vm.fi
- www.nordisketax.net

Norges Bank (2012) *Finansiell Stabilitet nr 1-2012 mai*, Ramme nr 5.

Pensjonsoversikter:

- <http://develop.fafo.no/pensjonsforum/pensjonsforum/article/418.html>
- www.bridge.uni-koeln.de/16136.html
- www.oecd.org/finance/privatepensions
- <http://nordsoc.is/>

OECD (2013): http://www.oecd-ilibrary.org/economics/household-wealth-and-indebtedness_2074384x-table18

Reserve bank of New Zealand (2013): www.rbnz.govt.nz/keygraphs/fig5.html

Reserve Bank of Australia (2013): (B21 Household Finances - Selected Ratios)
www.rba.gov.au/statistics/tables/xls/b21hist.xls

Sentralbanker i Norden:

- Danmarks Nationalbank ved Paul Lassenius Kramp
- Sveriges Riksbank ved Jakob Winstrand
- Suomen Pankki ved Hanna Putkuri
- Sedlabanki Islands ved Örn Hauksson