

# Husholdningenes sparing og de økonomiske utsiktene

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Berge i Oslo 3. oktober 2005

*Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 21. september, Inflasjonsrapport 2/05 og på tidligere foredrag.*

## Innledning

Aller først må jeg benytte anledningen til å takke for invitasjonen.

De fleste av dere som sitter i denne salen i dag, er daglig i kontakt med publikum og gir råd i spare- og investeringsbeslutninger. Noen av disse valgene kan få stor betydning for den enkelte husholdnings økonomi. I tillegg er den samlede utviklingen i økonomien et resultat av alle disse enkeltpersonenes valg. Det er uansett viktig at de enkelte beslutningene bygger på et best mulig informasjonsgrunnlag.

## Sparemotiv og spareformer

En beslutning vi som privatpersoner tar, er hvor stor del av den løpende inntekten vi ikke skal forbruke umiddelbart. Med andre ord - hvor mye skal vi spare. Vi kan spare direkte i realkapital som boliger eller i form av investeringer i finansielle aktiva. De husholdningene som sparer i bank og andre finansaktiva stiller midler til rådighet for andre. Via bankvesenet blir noen husholdningers sparemidler omgjort til lån for andre husholdninger som for eksempel ønsker å lånefinansiere boligkjøp. Ser vi husholdningssektoren under ett, sparte den om lag fem prosent av sin disponible inntekt i 2004.<sup>1</sup> Sparingen har ligget på dette nivået de siste årene. Dette er midler som blir kanalisert til næringslivet i Norge eller utlandet og finansierer investeringer der.

Bak en beslutning om å spare kan det ligge ulike motiver. For mange vil det være et ønske om å spre mulighetene for forbruk jevnt utover livet. Ønsket om å etterlate seg arv kan også være et motiv.

For de fleste vil inntektene gjennom livet være ujevnt fordelt. Størstedelen av inntektene kommer i den perioden vi er yrkesaktive. Etter at yrkeskarrieren er over, vil vi ha lite å leve av hvis ikke vi ikke har lagt til side midler underveis eller er sikret på annet vis. Går vi hundre år tilbake i historien, var det å få mange barn en vanlig måte å "spare" til alderdommen på. Var barneflokken stor nok, økte sannsynligheten for at noen av barna ville vokse opp og kunne ta seg av foreldrene når de ble gamle. Tok man godt vare på og kanskje økte familiens eiendom, sørget man også for kommende generasjoner.

Demografi er viktig også i dag, men betydningen av at det er et rimelig forholdstall mellom de som arbeider og de gamle er noe tilslørt for den enkelte gjennom måten vi nå søker å

sikre en økonomisk trygg alderdom. Det er nok ingen tilfeldighet at uttrykket for å avslutte yrkeskarrieren i Norge er "å gå av med pensjon". Det tilsvarende uttrykket på engelsk, "retire", kan oversettes med å trekke seg tilbake, og gir ingen assosiasjoner til økonomiske ytelser.

I Norge mottar alle en pensjon fra Folketrygden etter fylte 67 år. Hvor stort beløp hver enkelt av oss vil motta avhenger både av hvor stor inntekt vi har hatt i løpet av yrkeskarrieren, men også av hvordan landets økonomi vokser. Slik den er organisert i dag, står Folketrygden overfor en betydelig utfordring i fremtiden når en stadig større andel av befolkningen vil være eldre enn 67 år. Mange arbeidstakere får en ekstra pensjonsutbetaling i form av tjenestepensjon. Dette vil snart gjelde nær alle arbeidstakere.

De siste årene har private pensjonsforsikringer blitt mer utbredt i Norge. I 2004 var det 13 prosent flere individuelle avtaler om pensjonsforsikring enn i 1997. I samme tidsrom fikk private kollektive pensjonsordninger 22 prosent flere medlemmer. Vi kan ikke utelukke at diskusjonene rundt det offentlige pensjonssystemet har gjort enkelte usikre på hvor mye Folketrygden vil gi dem. Andre kan på sin side nettopp gjennom de samme diskusjonene ha blitt oppmerksomme på den faktiske størrelsen på de utbetalingene som venter dem som pensjonister. Med et økende inntektsnivå vil også mange ønske å legge mer til side for bruk senere i livet. I tillegg forventer dagens yrkesaktive å leve lenger enn tidligere generasjoner, men også å være mer aktive og i bedre form enn dem. Mange vil derfor ønske å ha mer økonomiske midler tilgjengelig som pensjonister enn det øvrige pensjonsordninger gir.

Et annet motiv for å spare er for å ha noe i bakhånd i tilfelle uforutsette ting skjer. I Norge har det vært tradisjon for å ha noen ekstra daler på kistebunnen. Også på dette området er vi nå i større grad dekket av offentlige ordninger som arbeidsledighetstrygd og uføretrygd. Samtidig blir private ordninger mer utbredt.

La oss nå gå over til å se på hvordan husholdningene sparer. Sparingen skjer enten i form av realinvesteringer, hovedsakelig i egen bolig, eller i form av finansielle plasseringer. Denne figuren viser hvordan husholdningene fordeler sin samlede formue. Det er stor usikkerhet knyttet til verdien av boligformuen. Etter våre anslag var husholdningens samlede boligformue på rundt 2000 milliarder kroner ved utgangen av 2004. Boligformuen utgjorde litt over halvparten av husholdningenes samlede brutto formue på dette tidspunktet. Går vi tilbake til midten av 90-tallet, er bildet om lag det samme.

Ser vi nærmere på husholdningens finansielle formue, er denne fordelt på ulike formuesobjekter. Forsikringskrav utgjorde den viktigste delen ved utgangen av 2004. Gjennom innbetalinger til ulike forsikringsordninger, i all hovedsak livs- og pensjonsforsikringer, har husholdningene opparbeidet seg krav på fremtidige utbetalinger fra forsikringselskapene. Disse kravene sto for mer enn en tredjedel av husholdningenes finansielle formue ved utgangen av 2004. De formuesobjektene som kanskje oftest trekkes frem, verdipapirer og bankinnskudd, utgjorde mindre enn en fjerdedel av samlet formue.

Husholdningenes brutto finansformue må sees i sammenheng med den gjelden husholdningene som gruppe har opparbeidet seg. Også når vi tar hensyn til denne, sitter husholdningene samlet igjen med en positiv netto finansformue.

Som andel av disponibel inntekt økte husholdningenes netto finansformue fra slutten av 1980-tallet og fram til midt på 1990-tallet. Sett i forhold til disponibel inntekt ble gjelden redusert, mens formuen økte. Fra slutten av 1990-tallet har husholdningenes gjeld og formue økt i takt. Nettoformuen har ligget nokså stabilt rundt 50 prosent av disponibel inntekt. Økningen i husholdningenes gjeld må ses i sammenheng med den høye boligprisveksten.

## **Fra olje til finansformue**

Husholdningenes sparing er en del av landets samlede sparing. Som nasjon kan vi spare ved å investere i realkapital innenlands eller ved å foreta finansielle plasseringer utenlands. Innenlandske realinvesteringer kaster av seg i form av større produksjonskapasitet i fremtiden. Ved å bygge opp fordringer på utlandet kan vi i årene som kommer betale for mer import.

De siste årene har det vært en sterk økning i Norges sparing slik vi konvensjonelt måler den i nasjonalregnskapet. Som andel av brutto nasjonalproduktet har Norges sparing etter årtusenskiftet vært nær dobbelt så stor som snittet på 1980- og 90-tallet.

Bak disse tallene ligger oppbygningen av Statens petroleumsfond. Oljeressursene er i utgangspunktet en del av vår nasjonalformue, men regnes ikke som det i nasjonalregnskapet. Når vi henter opp olje fra havbunnen og selger den, omgjør vi bare naturformue til finansformue. Så lenge denne finansformuen fortsetter å vokse, vil det i regnskapet fremstå som sparing på det offentliges hånd, mens det altså egentlig er en formuesomplassering. Slik sett sparer vi ikke så mye mer enn før. Likevel - når husholdningene ser at staten, som har påtatt seg store pensjonsforpliktelser, setter penger til side, vil noen av dem kunne oppfatte det som at deres egne pensjoner trygges. Dette kan ha betydning for deres private sparebeslutninger.

Verdien av petroleumsfondet, målt som prosent av BNP, vil vokse i årene fremover. På den annen side står Norge, i likhet med mange andre land, overfor store statsfinansielle utfordringer. Forventet forsørgingsbyrde overfor eldre, forholdet mellom antall personer over 67 år og antall personer i alderen 20 til 66 år, vil øke kraftig i årene som kommer. Folketrygdens utgifter til alders- og uførepensjon, basert på dagens trygderegler, vokser. Avkastningen av Petroleumsfondet kan bare dekke opp en mindre del av de økte pensjonsutgiftene. I figuren er det vist hvordan utgiftene til pensjoner og realavkastningen av petroleumsfondet vil utvikle seg frem mot 2060. Beregningene er gjort i Finansdepartementet og basert på en langsiktig oljepris på 180 2004-kroner (rundt 27 dollar). Med en langsiktig oljepris på 230 2005-kroner (rundt 35 dollar), vil det fortsatt være et udekket finansieringsbehov på 6 prosent av BNP i 2060. Oljeprisen for fremtidig levering om 6-7 år er nå høyere enn dette. Dersom prisen holder seg like høy i fremtiden, vil finansieringsbehovet bli noe lavere. Å basere seg på dette vil imidlertid være en svært risikabel strategi.

## De økonomiske utsiktene

Hvor stor avkastning vi får på vår sparing, både som nasjon og som enkeltpersoner, avhenger av hvor godt midlene er plassert, men også av den økonomiske utviklingen. For våre pensjoner er det viktig at verdiskapningen er stor fremover.

For meg vil det være naturlig å se på hvordan pengepolitikken kan bidra til høy verdiskapning.

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot lav og stabil inflasjon. Det er det viktigste bidraget pengepolitikken kan gi til en god økonomisk utvikling på lang sikt. Lav og stabil inflasjon gir økonomien et nominelt ankerfeste. Dette bidrar til forutsigbarhet for aktører som tar beslutninger om sparing og investeringer i dag, men hvor resultatet avhenger av hvordan økonomien utvikler seg fremover. I tillegg vil vi søke å hindre unødig store fluktasjoner i produksjon og sysselsetting på kort og mellomlang sikt.

På lang sikt bestemmes produksjonen i en økonomi av tilgangen på arbeidskraft, kapital og teknologi.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Vi må derfor se fremover når vi setter renten. La meg derfor si noe om vår vurdering av utsiktene for de neste tre årene, med utgangspunkt i analysene fra vår siste inflasjonsrapport, Inflasjonsrapport 2/05.

Norsk økonomi er i en oppgangskonjunktur og vokser nå sterkt. Inflasjonen er fortsatt lav, men har tatt seg opp siden i fjor. Risikoen for fall i prisnivået og at inflasjonsforventningene skal avta vesentlig er redusert. Samtidig synes risikoen liten for at inflasjonen raskt skulle bli for høy.

Reduksjonen i renten gjennom 2003 og inn i 2004 har gitt lave realrenter. Realrenten har nå en tid vært vesentlig lavere enn normalt. Den lave renten bidrar til et høyt aktivitetsnivå i økonomien.

Den økonomiske oppgangen er bredt basert. I begynnelsen av oppgangen bidro særlig privat forbruk, tradisjonell eksport og oljeinvesteringene til at aktiviteten tok seg opp. Etter hvert har også veksten i realinvesteringene i Fastlands-Norge økt betydelig.

Lettelsene i pengepolitikken og lav prisstigning har gitt sterk økning i husholdningenes disponible realinntekter. Det private konsumet og boliginvesteringene har økt mye. Boligprisene har fortsatt å stige. Gjeldsveksten holder seg høy.

Den økonomiske oppgangen har fortsatt i inneværende år. Høye oljeinvesteringer, oppgangen internasjonalt og høyere råvarepriser har gitt økt produksjon og inntjening i industrien. Konjunkturbarometeret peker i retning av fortsatt gode utsikter for norsk industri. I tjenesteytende næringer og i bygge- og anleggsbransjen venter vi at fortsatt lav rente og høy vekst i etterspørselen fra husholdningene vil bidra til at aktiviteten øker ytterligere den nærmeste tiden. Slik vi vurderer det, er kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi nå nær et normalnivå. I industrien er kapasitetsutnyttelsen nær det historiske

gjennomsnittet. Norges Banks regionale nettverk rapporterer at om lag 40 prosent av bedriftene vil ha noen eller betydelige vanskeligheter med å øke produksjonen.

Situasjonen på arbeidsmarkedet tyder på at det ikke har oppstått vesentlige presstendenser i norsk økonomi sett under ett, selv om veksten har vært høy nokså lenge. Økningen i antall sysselsatte personer har så langt vært nokså beskjeden sett i forhold til produksjonsveksten. Det kan blant annet skyldes forsinkede effekter av at sykefraværet falt kraftig gjennom 2004. I mange bedrifter ble den store økningen i tilgjengelige timeverk trolig ikke fullt utnyttet umiddelbart. Mye av produksjonsveksten hittil i år kan ha fremkommet ved bedre utnyttelse av den eksisterende arbeidsstokken i bedriftene. I tillegg ser bruken av utenlandsk arbeidskraft ut til å ha økt den siste tiden.

Inflasjonen avtok markert fra sommeren 2003 og fortsatte å falle i begynnelsen av 2004. Etter dette har konsumprisveksten tatt seg opp, men sakte. I august var konsumprisveksten, justert for avgifter og uten energivarer, 1,3 prosent regnet fra samme måned i fjor.

Prisene på importerte konsumvarer har fortsatt å falle. Prisfallet kan ha sammenheng med høy produktivitetsvekst i produksjonen av enkelte varer og store investeringer i økt produksjonskapasitet, særlig i Kina.

Prisene på norskproduserte varer og tjenester økte med 2,1 prosent fra august i fjor til samme måned i år.

De avtalte tariff tilleggene i årets lønnsoppgjør, sammen med anslag for lønnsglidning og overheng, ser ut til å kunne gi en årslønnsvekst i år på rundt 3½ prosent. Lav lønnsvekst vil bidra til å dempe prisveksten på norskproduserte varer og tjenester.

Veksten hos våre handelspartnere ventes å bli noe lavere i år enn i fjor. I årene fremover venter vi at veksten blir nokså stabil. Usikkerhetsmomenter som kan bidra til en svakere utvikling er den høye oljeprisen og muligheten for svekkelse av boligmarkedene i flere land.

Svært høy vekst i etterspørselen etter olje har medvirket til rekordhøye oljepriser. I første halvår beveget prisen på nordsjøoljen Brent Blend seg stort sett mellom 45 og 55 dollar per fat. I løpet av sommeren har oljeprisen økt ytterligere og har kommet over 60 dollar per fat i august og september. Prisene på olje for fremtidig levering har også økt.

Liten ledig produksjonskapasitet i OPEC-landene samt utsikter til at produksjonen fra land utenfor OPEC kan bli lavere, har trolig påvirket oljeprisen. Samtidig er det utsikter til fortsatt sterk etterspørselsvekst i viktige oljeimporterende land som Kina og en del andre fremvoksende økonomier.

Stigende eller vedvarende høy oljepris kan etter hvert dempe veksten hos våre viktigste handelspartnere. Avmatningen kan komme gradvis og behøver ikke være veldig markert, men det er nå en økende bekymring for at høy oljepris kan slå sterkere ut i inflasjon og inflasjonsforventninger. Tilstramninger i pengepolitikken som en følge av dette kan i neste omgang utløse et sterkere tilbakeslag.

Høy oljepris virker annerledes i Norge enn i oljeimporterende land. Når oljeprisen øker, bedres vårt bytteforhold overfor utlandet. Sett fra andre land fortøner dette seg som en skatt som pålegges dem utenfra.

Den vedvarende høye oljeprisen og forventninger om fortsatt høy oljepris har bidratt til at investeringene i oljesektoren kan komme opp på et rekordhøyt nivå inneværende år. Investeringstillingen for oljesektoren peker mot svært høy vekst.

Analysene i Inflasjonsrapport 2/05 er basert på en referansebane der styringsrenten fram til 2007 følger terminrentene i markedet, men deretter øker noe raskere. Kronekursen antas å følge terminvalutakursen, som er om lag uendret de nærmeste tre årene.

Privat konsum utgjør noe under 60 prosent av den totale etterspørselen i Fastlands-Norge, og er en viktig kanal pengepolitikken virker gjennom.

Lave realrenter, god vekst i disponibel realinntekt og fortsatt sterk vekst i boligprisene vil gi høy vekst i privat konsum også i år. Fremover vil økt sysselsetting og noe høyere lønnsvekst fortsette å bidra til vekst i husholdningenes etterspørsel. Husholdningenes gjeld har imidlertid steget sterkt. En gradvis normalisering av rentene vil redusere veksten i husholdningenes disponible inntekter. Det trekker i retning av lavere vekst i konsumet. Vi legger til grunn at husholdningene velger å jevne ut konsumet noe, slik at spareraten vil fortsette å falle selv om renten øker.

Boliginvesteringene økte sterkt i fjor. Veksten i boligbyggingen ser ut til å bli høy også i år, selv om veksttaket anslås å avta noe gjennom året. Den lave renten kan ha bidratt til en fremskynding av en del boligprosjekter. En gradvis normalisering av renten tilsier avtakende vekst i boliginvesteringene. Utviklingen i det underliggende boligbehovet kan også tilsi at boligbyggingen vil stabiliseres og etter hvert falle noe.

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. Med de forutsetningene vi har lagt til grunn, er det utsikter til at gjelden vil fortsette å vokse sterkere enn disponibel inntekt gjennom hele prognoseperioden.

Høy kredittvekst har ført til at husholdningenes gjeldsbelastning, målt som lånegjeld i prosent av likvid disponibel inntekt, har økt det siste året. Gjeldsbelastningen målt på denne måten er nå rekordhøy. Som følge av unormalt lave renter er rentebelastningen 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. Dersom det oppstår forventninger om vedvarende lav rente, er det risiko for at gjelden kan øke mer enn lagt til grunn. Da vil også netto renteutgifter og gjeldsbelastningen bli høyere enn lagt til grunn. Husholdningene vil i tillegg være utsatt dersom uventede forstyrrelser gir høyere rente enn det vi ser for oss.

Kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi ventes å øke i år og neste år og komme over sitt normale nivå. Det er utsikter til at inflasjonen etter hvert vil ta seg opp og ligge nær 2½ prosent på tre års sikt. Siden inflasjonsrapporten ble lagt frem, har prisene på norskproduserte konsumvarer steget litt mindre enn ventet. Samtidig har oljeprisen vært noe høyere enn lagt til grunn. Energiprisene bidrar til å trekke konsumprisveksten opp.

Ny informasjon siden inflasjonsrapporten ble lagt fram gir ikke grunnlag for å endre vurderingene av den realøkonomiske utviklingen. Veksten hos handelspartnerne synes samlet å være om lag som ventet i siste inflasjonsrapport, men risikoen for en svakere utvikling har økt ifølge IMF og OECD. Den høye oljeprisen kan gi noe høyere prisvekst ute enn hva vi tidligere har anslått.

Hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet på 2,5 prosent og forankre inflasjonsforventningene taler for en fortsatt lav rente.

På den annen side er det forventninger om at den høye veksten i produksjonen vedvarer. Hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjonen kan isolert sett trekke i retning av høyere rente. Inflasjonen tar seg gradvis opp. Høy kapasitetsutnyttning kan skape fortsatt sterk vekst i eiendomspriser og husholdningenes låneopptak. En slik utvikling kan være en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lengre sikt.

Hovedstyrets vurdering i Inflasjonsrapport 2/05 var at renten gradvis - i små og ikke hyppige skritt - kan bringes opp mot et mer normalt nivå dersom den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått i rapporten. Det ble vurdert å gi en rimelig avveining mellom hensynet til å stabilisere inflasjonen på målet og hensynet til å stabilisere veksten i produksjon og sysselsetting.

Hovedstyret vurderte det slik at foliorenten bør ligge i intervallet 1¾ - 2¾ prosent i perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 2. november.

Etter rentemøtet den 21. september uttalte hovedstyret at utviklingen i produksjon, etterspørsel og underliggende inflasjon hadde vært i samsvar med siste inflasjonsrapport. Hovedstyret sa videre at den pengepolitiske strategien og avveiningene tilsier at renten gradvis skal økes fremover. En mulighet var å øke renten allerede ved det møtet, men Hovedstyret fant det riktig å holde renten uendret.

## **Avslutning**

Hvor mye og hvordan husholdningene sparer, og hvordan utsiktene for verdiskapningen er, har vært sentrale temaer i dette foredraget. Jeg har også pekt på at det pensjonssystemet vi har i dag står overfor en utfordring når en stadig større andel av befolkningen etter hvert vil være utenfor yrkesaktiv alder. Økt sparing i dag kan være en måte å møte denne utfordringen på, men det er ikke i seg selv tilstrekkelig. På lang sikt er det hvordan vi forvalter vår nasjonalformue som har mest å si.

Selv om Petroleumsformuen er stor, er det de menneskelige ressursene som utgjør mesteparten av vår nasjonalformue. Selv en liten økning i "avkastningen" på den menneskelige kapitalen vil kunne gi store gevinster. Avkastningen på denne kapitalen

avhenger blant annet av pensjonsordningene og praktiseringen av trygdereglene. Disse bør være utformet slik at de gir insentiver og muligheter til å arbeide. Lover og regler på arbeidsmarkedet må også fremme produksjon og sysselsetting.

I mai behandlet Stortinget Pensjonskommisjonens forslag til "Modernisert folketrygd". Det ble oppnådd enighet om noen hovedlinjer, men den konkrete utformingen gjenstår. Lykkes vi i å dempe veksten i pensjonsutgiftene gjennom modernisert folketrygd og andre reformer, vil det være et viktig bidrag til å løse de statsfinansielle utfordringene vi står overfor.

### **Fotnoter**

<sup>1</sup> Dette tallet er korrigert for anslåtte ekstraordinære aksjeutbytter fra og med 2000.