

# De økonomiske utsiktene og husholdningenes gjeld

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Berge. Finansieringsselskapenes Forenings årsmøte 27. mai 2005

*Omtalen av de økonomiske utsiktene bygger på vurderingene gitt i Inflasjonsrapport 1/2005 og Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 25. mai. Med forbehold om endringer under fremføringen.*

## De økonomiske utsiktene

Det er god vekst i norsk økonomi, og det er utsikter til at veksten holder seg høy. Lavkonjunkturen ble mild etter at den forrige høykonjunkturen kulminerte i 2002. Den særnorske kostnadsstigningen ble brutt uten så sterke utslag i produksjonen som i nedgangskonjunkturer tidlig på 1980-tallet og rundt 1990. Trolig har det sammenheng med at den lave pristigningen på 1990-tallet og den nåværende pengepolitikken har forankret forventningene om lav og stabil inflasjon hos aktørene i det økonomiske livet.

Prisveksten har vært lav de siste årene. Inflasjonen målt ved KPI-JAE nådde sitt laveste nivå i de første månedene i 2004. Gjennom høsten trakk prisveksten seg opp. Svekkelsen av kronkursen siden begynnelsen av 2003 har bidratt til denne utviklingen. I tillegg stabiliserte prisveksten på norskproduserte varer og tjenester seg, og mot slutten av fjoråret var det en tendens til høyere prisvekst for slike varer og tjenester.

Prisene på importerte konsumvarer falt mer enn ventet i begynnelsen av 2005, mens tendensen til høyere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester har fortsatt. Så langt i 2005 har prisveksten målt ved KPI-JAE ligget rundt  $\frac{3}{4}$  prosent.

Anslagene i Inflasjonsrapport 1/05 som ble publisert 16. mars, er basert på at renten gradvis vil øke. Dette er i tråd med forventningene til aktørene i finans- og valutamarkedene. Valutakursen er forutsatt å følge utviklingen i terminkursen. Det innebærer at kronen holder seg nokså stabil rundt dagens nivå i årene fremover.

Med en utvikling i rente og kronkurs i tråd med referansebanen i Inflasjonsrapport 1/05 vil inflasjonen kunne øke gradvis fra under 1 prosent i dag til opp mot 2 prosent i midten av 2006. Under disse forutsetningene er det utsikter til at inflasjonen stabiliseres rundt  $2\frac{1}{2}$  prosent på tre års sikt. En utvikling i tråd med anslagene innebærer at produksjonsgapet øker til om lag  $1\frac{1}{4}$  prosent i 2006 og avtar gradvis deretter.

Utviklingen etter at inflasjonsrapporten ble lagt fram gir ikke grunnlag for å endre oppfatning av hovedtrekkene i den realøkonomiske utviklingen. Lønnsoppgjøret så langt kan tyde på at lønnsveksten i år blir noe lavere enn Norges Banks anslag. Prisveksten har derimot vært om lag som ventet, og kronkursen har siden siste inflasjonsrapport utviklet seg om lag som lagt til grunn. Utsiktene for inflasjonen har ikke endret seg vesentlig siden inflasjonsrapporten ble lagt fram.

Norges Banks hovedstyre vedtok på rentemøtet 25. mai 2005 å holde foliorenten uendret på 1,75 prosent. Hovedstyret uttalte blant annet:

"De pengepolitiske vurderingene som ble trukket opp i inflasjonsrapporten i mars, tilsa at renten etter hvert øker og da gradvis. Vurderingene tok utgangspunkt i markedsaktørens forventning om at renten økes i sommer. En utvikling der renten øker gradvis - i små og ikke hyppige skritt - ble vurdert å gi en god avveining mellom de ulike hensynene. Utsiktene for inflasjonen og aktiviteten er ikke vesentlig endret siden inflasjonsrapporten. Hovedstyret har som et alternativ vurdert å øke renten allerede ved dette møtet. Hovedstyret fant likevel ikke grunn til nå - med utsikter til fortsatt lav inflasjon en stund fremover - å avvike fra forventningene i penge- og valutamarkedet."

Det er flere usikkerhetsmomenter som kan gi en annen utvikling enn det anslagene i inflasjonsrapporten peker mot.

Økte ubalanser i utenriksøkonomien i viktige land i tillegg til høye oljepriser og volatile oljemarkeder bidrar til usikkerheten om utviklingen i internasjonal økonomi.

## **Husholdningenes gjeld**

Et usikkerhetsmoment ved de økonomiske utsiktene i Norge, som er blitt fremhevet av mange, er det høye nivået på og den sterke veksten i husholdningenes gjeld. Jeg vil i resten av dette foredraget se på mulige årsaker til den sterke veksten. Jeg vil også si noe om hvilke konsekvenser gjeldsoppbyggingen kan tenkes å få for de økonomiske utsiktene generelt og for finansiell stabilitet spesielt.

### **I. Årsaker til husholdningenes gjeldsvekst**

Gjelden vokser langt raskere i husholdningene enn i foretakene. Veksten i husholdningenes gjeld har gjennomgående vært høy de siste fem år. Rentesenkningen etter desember 2002 synes å ha forsterket gjeldsveksten noe. Den høye veksten ser ut til å fortsette i 2005. Gjeldsveksten har også vært klart høyere enn inntektsveksten slik at gjelden i forhold til inntekt, ofte omtalt som gjeldsbelastningen, har økt markert.

#### *Husholdningenes gjeld og boligmarkedet*

Analyser utført i Norges Bank<sup>1</sup> viser at høye boligpriser kan forklare det meste av husholdningenes gjeldsvekst. Salg av nye boliger har også bidratt positivt. Bidraget fra renteendring var høyt i 2003 og 2004, men har avtatt i det siste. Lavere arbeidsledighet i 2004 og økt boligomsetning har trukket gjeldsveksten opp. Husholdningenes gjeld avhenger også av antall studenter og elever i alderen 20-24 år som andel av totalbefolkningen. Det gjenspeiler etterspørselen etter studielån og at personer med høyere utdanning normalt har høyere boliglån enn de som ikke har studert (alle andre forhold like). Vår analyse viser at økte boligpriser påvirker gjelden med et betydelig tidsetterslep. Hovedforklaringen er at endringen i belåningsgraden til en bolig er nært knyttet til omsetningen av boligen, og at det til enhver tid bare er en liten del av boligmassen som blir omsatt. Selv om boligprisene

stabiliserer seg etter en kraftig oppgang, vil det i lang tid være boliger som omsettes til et høyere prisnivå enn sist de ble omsatt.

Andre faktorer kan også bidra til høyt nivå på husholdningenes gjeld. Sammenlignet med andre land eier mange av husholdningene i Norge egen bolig. Faktorer som sentralisering, flere enslige, færre personer i hver husholdning, tilbud av låneprodukter og lignende kan også ha virket inn.

Boligprisene bestemmes av tilbud og etterspørsel i boligmarkedet.<sup>2</sup> Tilbudet av boliger er imidlertid stabilt på helt kort sikt, fordi det tar tid å bygge nye boliger og fordi nybyggingen uansett vil være lav i forhold til den eksisterende boligmassen. Prisene på bruktboliger vil derfor på kort sikt i hovedsak bli bestemt av etterspørselen.

Etterspørselen etter eierboliger avhenger først og fremst av rentenivået, husholdningenes inntekter og deres vurdering av framtidig inntektsutvikling. Lavere rente gir lavere lånekostnader knyttet til bolig og dermed større boliggetterspørsel. Det presser boligprisene opp.

Utviklingen i arbeidsmarkedet er viktig for boligprisene, fordi det påvirker husholdningenes inntekter. Økt arbeidsledighet gir forventninger om lavere lønnsvekst og økt usikkerhet om framtidig inntektsutvikling. Dermed faller etterspørselen etter eierboliger. I tillegg kan bankene bli mer tilbakeholdne med å gi lån når ledigheten øker.

Dersom forventningene om framtidig boligprisvekst øker, blir det relativt mer gunstig å kjøpe bolig nå framfor senere. Det gir økt boliggetterspørsel og -pris i dag. Prisforventningene avhenger både av den observerte utviklingen i rente, inntekter og boligpriser og av husholdningenes vurdering av framtidig rente og inntektsutvikling.

Boligetterspørselen avhenger også av flyttemønsteret og demografiske forhold som samlivsmønster, befolkningens størrelse og antall personer i etableringsfasen. Nettoflyttingen til sentrale strøk har vært positiv de siste årene. Det har påvirket de regionale boligprisene i ulik retning.

Norges Bank har nylig estimert en relasjon for boligprisene. Den inneholder effekter av boligmassen, arbeidsledighetsraten, bankenes utlånsrente etter skatt, de samlede lønnsinntektene i økonomien og en indikator for husholdningenes forventninger til egen og landets økonomi. I arbeidet med relasjonen fant vi ikke holdepunkter for at flytting eller demografiske forhold har sterke direkte effekter på boligprisene. Demografiske endringer vil imidlertid kunne påvirke prisene indirekte ved å påvirke de samlede lønnsinntektene i økonomien.

Den estimerte relasjonen gir en god forklaring på boligprisutviklingen de siste årene. Høye lønnsinntekter har drevet boligprisene opp. Bidraget fra renteendringer har også vært høyt de to siste årene, men har avtatt noe i det siste. I modellen har renteendringer en sterk effekt på kort sikt.

Boligprisene i Norge har økt betydelig siden 1995. Også i mange andre land har boligprisene steget raskt. Det Internasjonale Valutafondet har uttrykt bekymring for at boligprisene kan være overvurdert i enkelte land.

Det har vært tegn til en mer avdempet vekst i boligprisene i Norge i det siste. Den sesongjusterte, månedlige veksten har vært lav siden november 2004, men den gikk noe opp igjen i april. På den annen side har tiden det tar å selge en bolig falt ytterligere, samtidig som antall omsatte boliger holder seg høyt.

Igangsettingen av nye boliger tok seg betydelig opp i 2004 som følge av høye boligpriser, lave renter og gode økonomiske utsikter. Særlig i Oslo har nybyggingen vært høy. Økt tilbud av boliger vil isolert sett redusere presset i boligmarkedet og bidra til lavere boligpriser.

I siste Inflasjonsrapport anslås boligprisveksten å avta mot 2008. Hovedforklaringen ligger i økte renter, men økt nybygging bidrar også noe. Redusert arbeidsledighet trekker i motsatt retning.

Veksten i husholdningenes gjeld antas å avta som følge av lavere boligprisvekst. Likevel er veksten i husholdningenes gjeld høyere enn veksten i disponibel inntekt fram til 2008. Dette fører til at gjeldsbelastningen, dvs. gjeld i forhold til disponibel inntekt, stiger til et nivå som er klart høyere enn det vi hadde på slutten av 1980-tallet.

Gjeldsbelastningen er relativt høy i norske husholdninger sammenlignet med andre land. Strukturelle forhold som omfanget av eierskap til egen bolig og forskjeller i skattesystemene er viktige forklaringsfaktorer til forskjellene i gjeldsbelastning.

Overgangen fra valutakursmål til inflasjonsmål har trolig gjort det mindre sannsynlig at husholdningene utsettes for et "dobbeltsjokk" i form av økt arbeidsledighet og økt rente, slik de ble under bankkrisen. Omleggingen av pengepolitikken og en mer stabil makroøkonomisk utvikling kan også ha ført til at husholdningene velger å tilpasse seg en høyere gjeldsbelastning enn før.

## **II. Husholdningenes formue**

Husholdningenes brutto finansformue har økt mer enn gjelden de siste årene (målt i kroner). Denne finansielle bufferen reduserer noe av bekymringen knyttet til gjeldsveksten.

Gjeld i prosent av brutto finansformue er lavere i dag enn på slutten av 1980-tallet. Forsikringskrav utgjør en vesentlig del av husholdningenes formue. De er imidlertid lite likvide og kan ikke brukes dersom betalingsproblemer oppstår. Men gjeld i prosent av likvid finansformue, dvs. finansformue fratrukket forsikringskrav, er også lavere nå enn på slutten av 1980-tallet.

Den sterke formuesveksten er et uttrykk for at gjeldsveksten vi har sett de siste årene, ikke har ført til redusert sparing. Det står i klar kontrast til situasjonen på 1980-tallet. Også da var gjeldsveksten høy. Men den gang finansierte gjeldsveksten konsum og ikke investeringer, og samlet sparing falt kraftig.

I tillegg til finansformue har husholdningene også boligformue. Det knyttes stor usikkerhet til anslagene for boligformue. Et forsiktig anslag tyder på at husholdningenes boligformue er 11 prosent høyere enn finansformuen og over 40 prosent høyere enn gjelden.

### *Samlet formue er skjevt fordelt*

Et bekymringsfullt trekk ved utviklingen er at gjeld og formue er skjevt fordelt mellom ulike grupper av husholdninger. Sammenlignet med 1980-tallet, har gjeldsbelastningen økt i husholdninger med lav og middels inntekt (desil 1-6). Husholdninger med høyere inntekter (desil 7-9) har den høyeste gjeldsbelastningen. Gjeldsbelastningen for de med høyest inntekt (desil 10) har falt markert etter bankkrisen. Én av årsakene er endringer i skattesystemet på slutten av 1980-tallet, som førte til reduksjon i skattefradrag for renteutgifter, særlig for høyinntektsgrupper og endringer i skattesystemet i 1992.

Gjelden er også skjevt fordelt etter alder. De siste årene har gjeldsbelastningen i de yngre gruppene økt betydelig. For de mellom 25 og 34 nærmer gjeldsbelastningen seg nivået fra bankkrisen. Veksten må ses i sammenheng med at de er i etableringsfasen og at boligprisene har økt. Den høye gjeldsbelastningen gjør disse gruppene utsatt for en renteøkning.

### **III. Forbrukskreditt**

Bankers og finansieringsforetaks utsatthet i forhold til lån til husholdningene avhenger blant annet av om lånene er sikret. Gode sikkerheter gir buffere mot tap og er derfor fordelaktig for robustheten i det finansielle systemet.

Mesteparten av husholdningenes lån består av lån med pant i bolig. Andelen boliglån har økt siden 1996, mens andelen andre nedbetalingslån, som kan være både usikret eller sikret med pant i for eksempel bil eller båt, har avtatt. Øvrige lån består av byggelån, kasse, drifts- og brukskreditter, leiefinansiering og factoring. Deres andel er omtrent uendret. Norges Banks statistikk gir ikke grunnlag for å anslå det samlede omfanget av usikrede lån. Av totalt 1021 milliarder kroner i lån til lønnsstakere, pensjonister, trygdede og studenter ved utgangen av 2004 er 208 milliarder kroner lån uten pant i bolig.

Fra og med tredje kvartal 2004 har veksten i lån med pant i bolig avtatt, mens veksten i andre lån har økt. Veksten i lån med pant i bolig er likevel fortsatt høyere.

Lån fra finansieringsselskaper til husholdninger har økt det siste tiåret fra tre til fire prosent av husholdningenes lån. Lån fra finansieringsselskaper til husholdninger utgjør nå i alt 47 milliarder kroner.

Kredittilsynet gjennomfører hvert kvartal en undersøkelse av et utvalg selskaper som hovedsakelig driver med forbruksfinansiering. Forbrukslån er her definert som både kortbaserte utlån og andre forbrukslån uten sikkerhet. Undersøkelsen viser at det har vært høy utlånsvekst i flere av selskapene i utvalget. Veksten har imidlertid avtatt. Sammenlignet med samlede lån til husholdninger er mislighold på forbrukskreditt i undersøkelsen høy, men nokså stabil. Tapene er lave. Lønnsomheten i selskapene har økt kraftig de siste årene, her illustrert ved nettorente i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Dette tyder på at selskapene tar hensyn til den høye risikoen i prisingen av forbrukskreditt. Samtidig er det

overraskende at ikke flere nye aktører har kommet inn på markedet når lønnsomheten er så god.

En del forbrukslån gis trolig som lån med pant i bolig. Denne muligheten er stengt for husholdninger som ikke eier egen bolig. Disse vil nødvendigvis ta opp forbrukslån dersom de har behov for kreditt. Ifølge Statistisk sentralbyrås selvangivelsesstatistikk for 2003 har gjeldsveksten for personer som ikke eier egen bolig, vært relativt høy, men noe lavere enn for de som eier egen bolig. Gjennomsnittlig gjeldsnivå for personer som ikke eier egen bolig, er imidlertid betydelig lavere enn for de som eier egen bolig.

Økt tilbud av usikrede lån har økt forbruksmulighetene for husholdninger som ellers ikke ville hatt tilgang til kredittmarkedet. I en periode der tilbudet av låneprodukter øker, er det viktig at låntakerne ser nøye på samlede kostnader og øvrige lånebetingelser.

For långiverne betyr fravær av sikkerheter at det er desto viktigere å vurdere kundens kredittverdighet, særlig ved nye kundeforhold. Det kan være problematisk å få informasjon om kundenes totale gjeld dersom de har usikrede lån hos flere långivere. Det er derfor viktig at både låntaker og långiver tar en grundig vurdering av den framtidige gjeldsbetjeningsevnen.

#### **IV. Konsekvenser av utviklingen i husholdningenes gjeld**

Historien viser at perioder med sterk økning i formuespriser, investeringer og kreditt kan bli etterfulgt av problemer i finansiell sektor. Perioder med kraftig økning i formuespriser er ofte preget av stor optimisme. Sterk framtidstro bidrar til høye investeringer, som ofte er lånefinansiert. Høye aksjekurser kan videre gjøre det lettere å få tilgang på kapital for å finansiere investeringer. Samtidig gir høyere formuespriser rom for å ta opp mer lån med sikkerhet. Når negative nyheter oppstår og får bre seg, investeringene ikke svarer til forventningene og stemningen snur, faller formuesprisene. Bankenes sikkerheter reduseres. Låntakere får problemer med å betjene gjelden. Etterspørselen og inntektsutviklingen svekkes og tapene i bankene øker.

Den sterke veksten i boligpriser og gjeld til husholdningene har økt interessen for samspillet mellom pengepolitikken og stabiliteten i det finansielle systemet. Finansiell stabilitet og prisstabilitet er gjensidig forsterkende. Finansiell stabilitet legger til rette for stabil kreditttilgang og kapitalflyt, og den støtter oppunder transmisjonsmekanismene for pengepolitikken. Prisstabilitet styrker finansiell stabilitet. Lav og stabil inflasjon bidrar til at endringer i relative priser kommer tydelig fram for husholdningene og bedriftene. Det gjør det enklere for aktørene i det økonomiske livet å fatte riktige beslutninger, og fører til mer stabile priser i finansmarkedene og eiendomsmarkedene enn ellers.

Utviklingen i kreditt og formuespriser har betydning for inflasjonen. I fastsettelsen av renten tar vi hensyn til det samtidig som vi også er oppmerksomme på potensielle risikoer for stabiliteten i det finansielle systemet.

Lav rente gjør det nå enkelt å betjene gjelden. Husholdningenes rentebelastning, dvs. renteutgifter etter skatt i forhold til summen av renteutgifter og disponibel inntekt, er lav til

tross for den sterke gjeldsveksten. Men rentebelastningen vil øke når renten kommer opp til et mer normalt nivå.

Bare fjorten prosent av lån til husholdningene er med fast rente. Det er lavt i forhold til andre land, og det gjør husholdningene utsatt for en renteøkning som er sterkere enn nå forventet.

Sammenlignet med tap på lån til foretak, var tapene på lån til husholdninger lave under bankkrisen på slutten av 1980-tallet. Til tross for høy realrente og inntektssvikt klarte husholdningene i stor grad å betjene sin gjeld. De høye renteutgiftene og inntektssvikten førte imidlertid til at husholdningene reduserte sitt konsum. I neste omgang førte dette til lavere omsetning i foretakene og svekket lønnsomhet og gjeldsbetjeningsevne. På denne måten bidro husholdningene til at bankenes tap på lån til foretak økte. Jo høyere gjeldsbelastningen i husholdningene er, jo sterkere vil en slik smitteeffekt fra husholdninger til foretak kunne bli.

Virkningene av en svak økonomisk utvikling og/eller renteendring på den finansielle stabiliteten vil avhenge både av utgangssituasjonen i husholdninger og foretak og av bankenes motstandsevne. En analyse presentert i rapporten Finansiell stabilitet 1/2004 viste at med en kraftig renteøkning og påfølgende boligprisfall vil tapene i bankene kunne øke til 2.5 prosent av brutto utlån. Dette er om lag halvparten av hva tapene var på begynnelsen av 1990-tallet. Den moderate tapsutviklingen skyldes i hovedsak at foretakenes økonomi nå er klart bedre.

Bankenes evne til å tåle tap på utlån avhenger av deres resultater og kapitaldekning. I samme rapport vurderte vi de syv største bankkonsernernes evne til å tåle tap ved å måle hvor store tapene må være over en treårsperiode før den ansvarlige kapitalen kommer under minstekravet på åtte prosent. Vi tok utgangspunkt i 2003-regnskapet og forutsatte at bankene ikke henter inn ny egen- eller tilleggs kapital, at balansestørrelsen og sammensetningen ikke endres, og at bankene ikke deler ut utbytte. I det første eksemplet forutsatte vi at bankene har samme resultat som i 2003 i hvert av de tre påfølgende årene. I det andre eksemplet la vi til grunn et resultat før tap lik null i disse tre årene.

Med resultat før tap som i 2003 vil det mest solide av de syv største bankkonsernene tåle et gjennomsnittlig tap per år over tre år på 3,1 prosent av brutto utlån før den ansvarlige kapitalen kommer under minstekravet på åtte prosent. Dersom resultatet før tap er null i de tre årene, vil dette konsernet tåle et gjennomsnittlig tap på 1,4 prosent av brutto utlån. Den minst solide banken av de syv vil tåle et gjennomsnittlig tap per år over tre år på henholdsvis 1,7 og 0,8 prosent med de to resultatforutsetningene.

## **Avslutning**

På kort sikt synes utsiktene for finansiell stabilitet gode. På lang sikt utgjør den høye og voksende gjelden i husholdningene et usikkerhetsmoment. Riktignok har husholdningenes finansformue også økt, men gjeld og formue er skjevt fordelt mellom ulike grupper husholdninger. Lav rente og stabil makroøkonomisk utvikling tilsier at utsiktene i

husholdningene er gode på kort sikt. På lengre sikt representerer den økte gjeldsbelastningen i husholdningene en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon.

### **Fotnoter**

<sup>1</sup> Dag Henning Jacobsen og Bjørn E. Naug (2004): "Hva påvirker gjeldsveksten i husholdningene?", Penger og kreditt, nr. 2, Norges Bank

<sup>2</sup> Omtalen er basert på Dag Henning Jacobsen og Bjørn E. Naug (2004): "Hva driver boligprisene?", Penger og kreditt, nr. 4, Norges Bank