

# AKTUELL KOMMENTAR

## Gir høy gjeldsvekst i oppgangstider større konsumfall i nedgangstider?

NR. 8 | 2016

FRANK HANSEN OG  
KJERSTI NÆSS  
TORSTENSEN

Synspunktene i denne  
kommentaren representerer  
forfatterens syn og kan  
ikke nødvendigvis tillegges  
Norges Bank



NORGES BANK

# Gir høy gjeldsvekst i oppgangstider større konsumfall i nedgangstider?\*

Frank Hansen og Kjersti Næss Torstensen

Den sterke oppbyggingen av gjeld i forkant av finanskrisen har gitt et fornyet fokus på sammenhengen mellom gjeld og husholdningenes etterspørsel ved tilbakeslag i økonomien.<sup>1</sup> Studier på disaggregerte data finner empirisk støtte for at konsumentterspørselen til husholdninger med høy gjeld responderer sterkere på endringer i inntekt og formue sammenlignet med husholdninger med mindre gjeld.<sup>2</sup> [Glick and Lansing \(2010\)](#) viser tilsvarende at de landene som hadde den største økningen i gjeld før finanskrisen, også opplevde den største økningen i eiendomspriser. De finner også at de samme landene opplevde det største fallet i konsum når boligprisene begynte å falle. I en studie av 14 OECD-land de siste 140 årene finner [Jorda et al. \(2013\)](#) at fallet i BNP gjennom resesjoner er større dersom det har vært en rask oppbygging av gjeld i forkant.

I denne kommentaren analyserer vi i hvilken grad det er et systematisk trekk ved resesjoner at sterk vekst i husholdningenes gjeld i forkant av resesjonen forsterker nedgangen i privat konsum under resesjonen. Vi benytter tilsvarende metode som [Jorda et al. \(2013\)](#) på et panel av 64 resesjoner fra 21 land, i perioden fra 1. kvartal 1970 til 4. kvartal 2014.

Resultatene tyder på at det er en robust sammenheng mellom gjeldsoppbygging i ekspansjonen og konsumfall under resesjonen. Sterk gjeldsvekst i forkant av resesjonen bidrar til et større konsumfall under resesjonen og en svakere konsumutvikling i etterkant av resesjonen. Når man kontrollerer for gjeldsveksten, påvirker ikke sterk vekst i boliginvesteringer og boligpriser relativt til disponibel inntekt i ekspansjonen konsumforløpet i resesjonen. Det støtter Irving Fishers syn om at «... over-investment and over-speculation are often important; but they would have far less serious results were they not conducted with borrowed money».<sup>3</sup> Analysene viser også at virkningen av sterk gjeldsvekst i hovedsak påvirker husholdningenes konsum av varige konsumvarer og boliginvesteringer under resesjonen, mens konsum av ikke-varige konsumvarer i liten grad påvirkes av gjeldsopp-

---

\*Takk til Torbjørn Hægeland, Karsten Gerdrup, Kristine Høegh-Omdal, Tord Krogh, Haakon Solheim og Henrik Borchgrevink for nyttige kommentarer og innspill. Eventuelle gjenstående feil og mangler er utelukkende vårt ansvar.

<sup>1</sup>Gjeld har lenge blitt satt i sammenheng med realøkonomiske tilbakeslag (se for eksempel [Fisher \(1933\)](#) og [King \(1994\)](#))

<sup>2</sup>Se f.eks [Dynan \(2012\)](#) og [Mian et al. \(2013\)](#) for analyser av konsumresponsen til boligprisendringer og [Baker \(2014\)](#) for analyser av inntektsendringer. Se også [Andersen et al. \(2014\)](#), [Bunn and Rostom \(2015\)](#) og [Fagereng and Halvorsen \(2016\)](#).

<sup>3</sup>[Fisher \(1933\)](#)

byggingen.<sup>4</sup>

Et sterkere initielt fall i konsum og boliginvesteringer kan bidra til å forsterke og forlenge nedturen via ringvirkninger på blant annet disponibel inntekt og formuespriser. Økte renteutgifter og inntektsbortfall gjør at en større del av husholdningenes inntekter må brukes til å betjene gjelden, og det blir mindre til øvrig konsum. Siden verdien av boliger utgjør en stor del av husholdningenes formue kan et markert boligprisfall redusere husholdningenes etterspørsel. Redusert formue kan føre til at husholdningene prioriterer nedbetaling fremfor konsum og at de får redusert sine muligheter til å øke belåningen på grunn av lavere verdi på sikkerhetsstillelsen. Vi finner at utviklingen i realboligpriser og realdisponibel inntekt er svakere dersom gjeldsveksten i tiden før resesjonen var sterk, men forskjellen er kun statistisk signifikant for realboligprisene. Det tyder på at det kan være sterke koblinger mellom utviklingen i boligpriser og forbruk gjennom resesjoner som kan bidra til å forsterke og forlenge konsumfallet.

## Data

Analysene tar utgangspunkt i data for 21 OECD-land i perioden fra 1. kvartal 1970 til 4. kvartal 2014.<sup>5</sup> Data for husholdningenes konsum er hentet fra OECD og er tilgjengelig over hele perioden for de fleste land.<sup>6</sup> Husholdningenes konsum fordelt på henholdsvis varige og ikke-varige konsumvarer er tilgjengelig for flertallet av land, men over en kortere tidsperiode.<sup>7</sup>

Tall for BNP og boliginvesteringer er også hentet fra OECD og er tilgjengelig for alle land over store deler av perioden. Data for realboligpriser og realdisponibel inntekt er hentet fra Dallas Fed og er tilgjengelig for 18 av landene i utvalget fra 1975Q1.<sup>8</sup> Data for boligpriser i forhold til disponibel inntekt er supplert med data fra OECD for landene som mangler i databasen til Dallas FED.

Data for husholdningenes samlede gjeld er hentet fra BIS og er tilgjengelig for alle landene i utvalget over store deler av perioden.

## Klassifisering av resesjoner

For å studere forløpet til konsumet gjennom resesjoner må vi definere vendepunktene i konjunktursykkelen for alle landene i utvalget. For Norge bruker vi vendepunktene til referansesykkelen definert av [Aastveit et al. \(2016\)](#). For USA bruker vi vendepunktene definert av National Bureau of Economic Research (NBER). Vi benytter vendepunkter

---

<sup>4</sup> Dette er i tråd med den empiriske litteraturen som viser konsum av varige konsumvarer reagerer sterkere enn ikke-varige konsumvarer på formuesendringer ([Mian et al. \(2013\)](#)) og inntektsendringer ([Baker \(2014\)](#)).

<sup>5</sup> Landene i utvalget er Australia, Østerrike, Belgia, Canada, Finland, Frankrike, Tyskland, Italia, Japan, Korea, Nederland, Norge, Spania, Sverige, Portugal, Irland, Hellas, Sveits, Danmark, Storbritannia og USA.

<sup>6</sup> Se tabell A.1 for en fullstendig oversikt over datakilde og tilgjengelighet for alle variable og for hvert enkelt land.

<sup>7</sup> Varige goder inkluderer biler, møbler, hvitevarer etc., mens ikke-varige goder omfatter mat, drikkevarer etc. Kategorien ikke-varige goder i denne analysen omfatter også tjenestekonsum.

<sup>8</sup> For nærmere beskrivelse av dataene fra Dallas Fed, se [Mack and Martínez-García \(2011\)](#).

klassifisert av Economic Cycle Research Institute (ECRI) for Australia, Østerrike, Canada, Frankrike, Tyskland, Italia, Japan, Korea, Spania, Sverige, Sveits og Storbritannia.

For de resterende landene identifiserer vi resesjoner ved bruk av en versjon av algoritmen til [Bry and Boschan \(1971\)](#) (se [Harding and Pagan \(2002\)](#)).<sup>9</sup>

Totalt identifiserer vi 110 resesjoner i perioden 1970Q1 - 2014Q4, se tabell A.2. I analysen inkluderer vi kun resesjoner der vi har minimum 16 kvartaler med observasjoner før og etter starten på resesjonen. Sammen med varierende tilgang på data bringer dette antall resesjoner ned til 64 i hovedutvalget.<sup>10</sup>

### Estimering av resesjonsbaner ved hjelp av lokale projeksjoner

I analysen søker vi å avdekke hvorvidt det er en sammenheng mellom gjeldsoppbygging i forkant av resesjoner og den påfølgende utviklingen i privat konsum gjennom resesjonen. For å besvare dette estimerer vi effekten av gjeldsvekst i ekspansjonen på konsumforløpet i resesjoner ved bruk av lokale projeksjonsmetoder (se [Jorda \(2005\)](#) og [Jorda et al. \(2013\)](#)). Metoden estimerer effekten på konsumet i hver periode, slik at det i estimeringen ikke pålegges noen sammenheng mellom gjeldsoppbygging og konsumutviklingen på ulike horisonter.

La  $\Delta_h y_{i,t(p)} = y_{i,t(p)+h} - y_{i,t(p)}$  være den prosentvise endringen i konsum fra starten på resesjon  $p$  til periode  $t(p) + h$ , hvor  $h = 1, 2, \dots, 16$  er antall kvartaler fra starten på resesjonen for land  $i$ . Videre, la  $d_{i,t(p)}$  være et mål på gjeldsoppbyggingen i forkant av resesjonen. Den lokale projeksjonen av konsum gjennom resesjoner finner vi ved å estimere følgende likning for hver horisont  $h = 1, 2, \dots, 16$ :

$$\Delta_h y_{i,t(p)} = \sum_{i=1}^I \alpha_{i,h} D_{i,t(p)} + \gamma_h + \delta_h d_{i,t(p)} + \sigma_h x_{i,t(p)} + \epsilon_{i,t(p)+h} \quad (1)$$

hvor  $x_{i,t(p)}$  er et sett av kontrollvariable,  $D_{i,t(p)}$  er landspesifikke effekter og  $\epsilon_{i,t(p)}$  er et stokastisk feilledd. I likning (1) angir  $\{\delta_h\}$  hvordan, og i hvilken grad, oppbyggingen av gjeld i forkant av resesjonen påvirker konsumet  $h$  perioder fra konjunkturtoppen.

Vi benytter den gjennomsnittlige veksten i husholdningenes gjeld relativt til BNP de siste 5 årene før starten på resesjonen som et mål på husholdningenes gjeldsoppbygging. I tillegg til landspesifikke effekter kontrollerer vi også for den gjennomsnittlige veksten i boligpriser i forhold til disponibel inntekt, realboliginvesteringer og reelt BNP de siste 5 årene før starten på resesjonen.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup>Metoden identifiserer vendepunkter i konjunktursyklusen, og deler utvalget inn i faser av ekspansjoner (fra et lokalt bunnpunkt til et lokalt toppunkt) og kontraksjoner (fra et lokalt toppunkt til et lokalt bunnpunkt). En kontraksjon defineres som en resesjon dersom BNP faller i minst 2 kvartaler på rad. Vi pålegger at hele konjunktursyklusen (ekspansjon pluss kontraksjon) må være på minst 5 kvartaler.

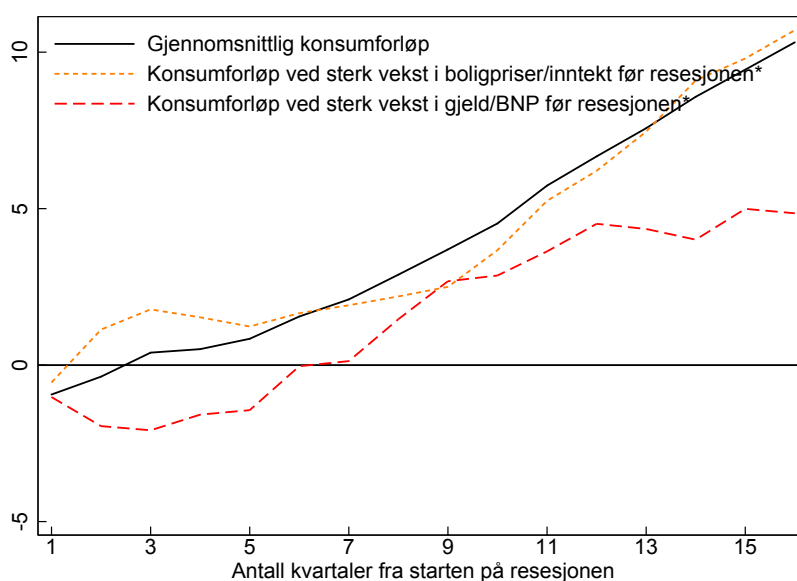
<sup>10</sup>Resesjonene som er inkludert i hovedutvalget er markert med fet skrift i tabell A.2.

<sup>11</sup>Beregning av gjennomsnittlig vekst for en kortere periode i forkant av resesjonen påvirker ikke resultatene i analysen kvalitativt.

## Gjeldsvekst og konsumfall under resesjoner

Analysene viser at fallet i samlet konsum er dypere og gjeninnhenting er svakere dersom husholdningene har bygget opp mye gjeld i forkant av resesjonen, se figur 1.<sup>12</sup> Den sorte linjen viser den estimerte gjennomsnittlige utviklingen i aggregert konsum fra 1 til 16 kvartaler etter starten på resesjonen. Den gule linjen viser den estimerte utviklingen i konsumet dersom boligpriser relativt til inntekt var ett standardavvik høyere enn gjennomsnittet i ekspansjonen, og den røde linjen viser den estimerte konsumutviklingen dersom veksten i gjeld relativt til BNP var ett standardavvik høyere enn gjennomsnittet.

Figur 1: *Estimert effekt av sterkere gjeldsoppbygging og høyere boligpriser på konsumutviklingen i resesjoner.*<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup>Figuren viser utviklingen fra starten på resesjonen i prosent, estimert med lokale projeksjoner. Vi kontrollerer i tillegg for landspesifikke effekter og gjennomsnittlig vekst i realboliginvesteringer og reelt BNP de siste 5 årene før starten på resesjonen.

\*Sterk vekst er definert som vekst over 1 standardavvik høyere enn gjennomsnittet. Veksten er beregnet som gjennomsnittlig vekst siste 5 år før resesjonen.

Mens konsumet i et gjennomsnittlig forløp er på samme nivå som ved inngangen til resesjonen etter om lag 3 kvartaler, tilsier analysen at det tar om lag 6 kvartaler dersom gjeldsveksten var ett standardavvik høyere enn gjennomsnittet. Effekten av gjeldsvekst på konsumet under resesjoner er statistisk signifikant på horisont 3-6 kvartaler og 14-16 kvartaler, se tabell A.3. Resultatene støtter opp under andre empiriske resultater på sammenhengen mellom gjeld og konsumrespons fra finanskrisen, og indikerer at sterk gjeldsoppbygging har hatt makroøkonomiske konsekvenser også i andre nedgangskon-

<sup>12</sup>Den estimerte effekten av boligpriser og gjeld på utviklingen i konsumforløp under resesjoner er om lag den samme dersom vi benytter algoritmen til [Bry and Boschan \(1971\)](#) for alle land og dersom vi utelater observasjoner fra finanskrisen. Men signifikansnivået er noe redusert ved bruk av annen resesjonsdatering, og verken boligprisvekst eller gjeldsvekst er signifikant dersom vi utelater observasjoner finanskrisen.

junkturer.<sup>13</sup>

Kontrollert for utviklingen i husholdningenes gjeld i forkant av resesjonen, har utviklingen i boligpriser i forhold til inntekt, boliginvesteringer og den generelle makroøkonomiske utviklingen i forkant av resesjonen lite å si for utviklingen i husholdningenes samlede konsum gjennom resesjonen, se tabell A.3

### **Konsum av varige og ikke-varige konsumvarer og boliginvesteringer**

Husholdningenes etterspørsel består av kjøp av varige og ikke-varige konsumvarer samt boliginvesteringer. I dette avsnittet analyserer vi i hvilken grad effekten av sterk gjeldsoppbygging påvirker de tre etterspørselskomponentene ulikt. I gjennomsnitt har konsumet av varige konsumvarer utgjort rundt 9 prosent av det samlede konsumet i landene i perioden vi har data for, og andelen har økt over tid for mange land.<sup>14</sup> Boliginvesteringene har utgjort rundt 7 prosent av BNP i gjennomsnitt for landene over tid, og har vært mer stabil over tid.<sup>15</sup> Datautvalget i denne analysen dekker 17 land og 42 resesjoner.<sup>16</sup>

I tråd med internasjonal empiri finner vi at konsumet av varige konsumvarer utvikler seg markert svakere enn ikke-varige goder under resesjoner, se figur 2 (a) og (b).<sup>17</sup> Analysen tyder også på at konsumet av varige konsumvarer er mer sensitivt til gjeldsoppbyggingen i forkant av resesjonen enn konsumet av ikke-varige konsumvarer.<sup>18</sup> Effekten av gjeldsopptak på konsum av varige konsumvarer er statistisk signifikant etter om lag 1 år (se tabell A.7).

Sterk vekst i husholdningenes gjeld i årene før resesjonen medfører et større og mer langvarig fall i boliginvesteringene, se figur 2 (c). Forskjellen er statistisk signifikant etter om lag 2 kvartaler (se tabell A.7). Samlet sett tyder resultatene på at husholdningenes etterspørsel etter varige konsumvarer og boliginvesteringer er mer konjunktursensitive enn ikke-varige goder, og at de responderer mer på husholdningenes gjeldsoppbygging i forkant av resesjonen.

---

<sup>13</sup>Se f.eks. [Mian et al. \(2013\)](#), [Dyanan \(2012\)](#) og [Glick and Lansing \(2010\)](#)

<sup>14</sup>Andelen varig konsumvarer har økt fra rundt 7 prosent på midten av 1990-tallet til om lag 10 prosent ved utgangen av 2014 i landene i utvalget. I enkelte land har andelen falt markert i etterkant av finanskrisen (særlig i Spania, Italia og Hellas).

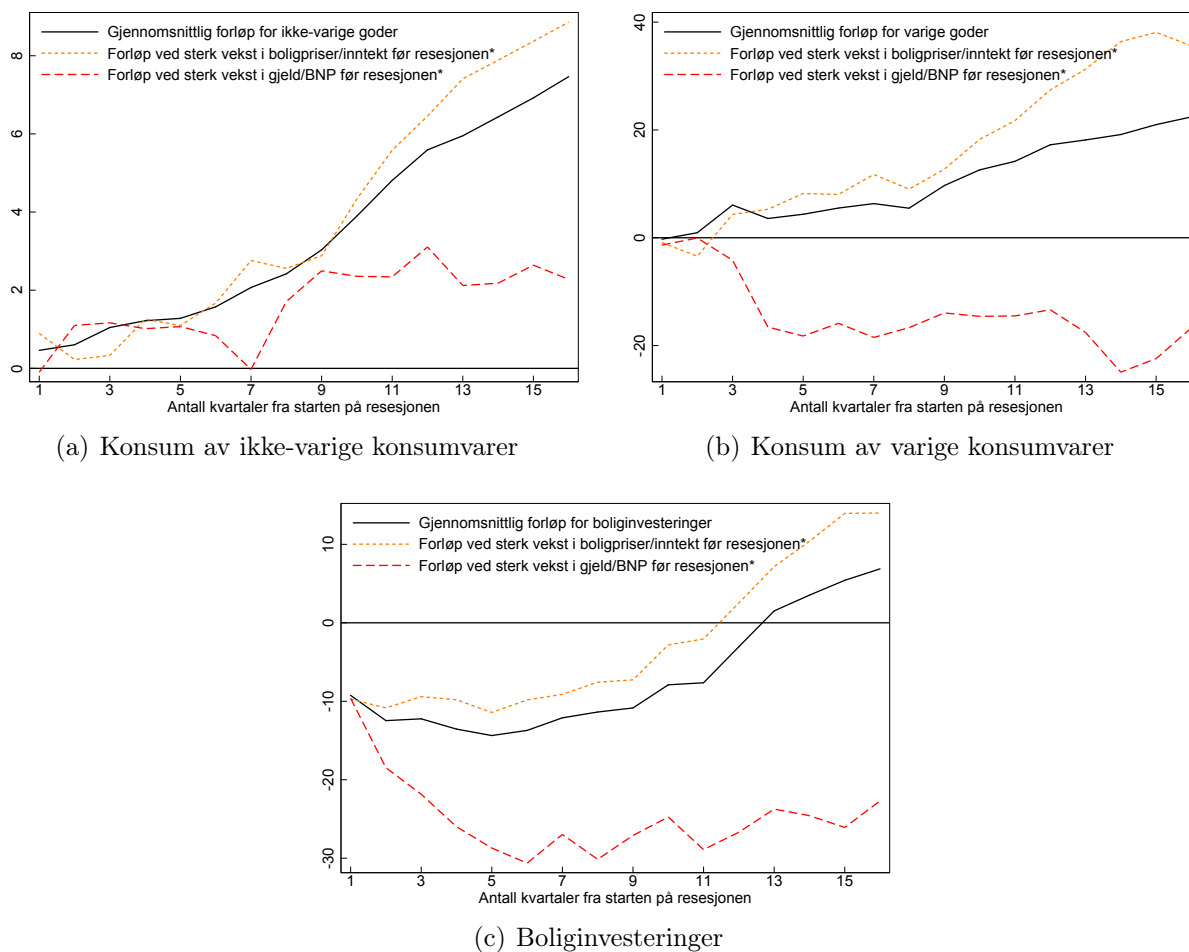
<sup>15</sup>Andelen har økt fra rundt 5 prosent på midten av 1990-tallet til i overkant av 6 prosent ved utgangen av 2014.

<sup>16</sup>For boliginvesteringene benytter vi hele utvalget, men resultatene er kvalitativt de samme dersom vi benytter det samme utvalget av land og resesjoner.

<sup>17</sup>Se f.eks. [Crossley et al. \(2013\)](#).

<sup>18</sup>Se [Baker \(2014\)](#) for et eksempel på tilsvarende funn i mikrodata.

Figur 2: *Estimert effekt av sterkere gjeldsoppbygging og høyere boligpriser på konsum og boliginvesteringer i resesjoner.*<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup>Figuren viser utviklingen fra starten på resesjonen i prosent, estimert med lokale projeksjoner. Vi kontrollerer i tillegg for landspesifikke effekter og gjennomsnittlig vekst i realboliginvesteringer og reelt BNP de siste 5 årene før starten på resesjonen.

\*Sterk vekst er definert som vekst over 1 standardavvik høyere enn gjennomsnittet. Veksten er beregnet som gjennomsnittlig vekst siste 5 år før resesjonen.

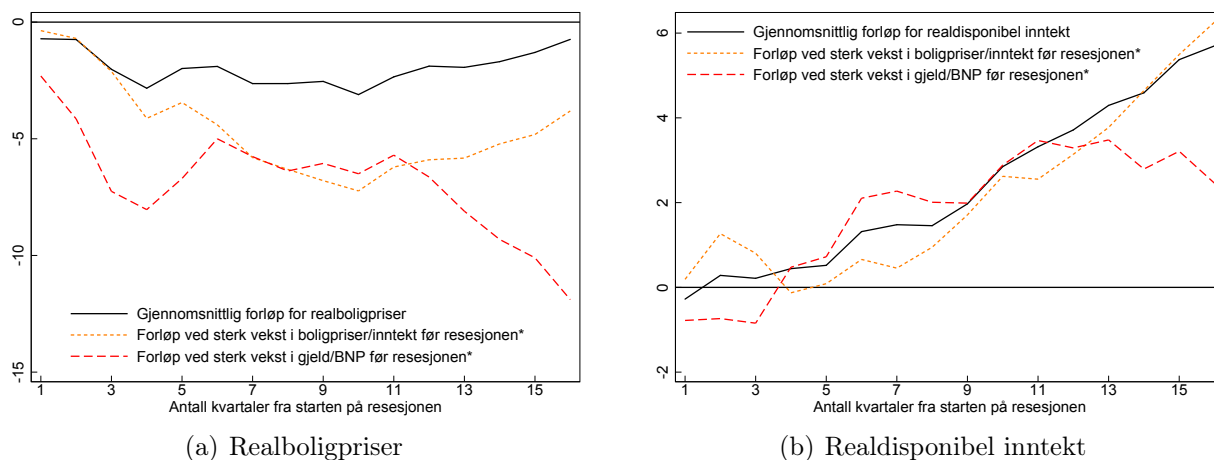
## Kanaler fra gjeld og boligpriser til konsum

Analysene over tyder på at husholdningenes etterspørsel faller mer og gjeninnhenting er svakere dersom gjeldsveksten i konjunkturoppgangen var sterk. Empiriske funn fra disaggregerte data tilsier at den initielle konsumresponsen til et negativt sjokk er sterkere når gjelden er høyere.<sup>19</sup> Ringvirkninger på formuespriser og husholdningenes disponible inntekter kan videre bidra til å forlenge og forsterke fallet i husholdningenes etterspørsel. I dette avsnittet ønsker vi å analysere i hvilken grad utviklingen i inntekt og boligpriser i resesjoner er påvirket av gjeldsoppbyggingen i ekspansjonen.<sup>20</sup> Eventuelle forskjeller i hvordan gjeldsoppbygging påvirker boligpriser og inntekt kan gi en pekepinn på hvilken av disse faktorene som er viktige for konsumutviklingen under resesjoner.

<sup>19</sup>Se f.eks. [Dyan \(2012\)](#), [Mian et al. \(2013\)](#) og [Baker \(2014\)](#).

<sup>20</sup>Vi estimerer likning 1 med hhv realdisponibel inntekt og realboligpriser som venstresidevariabel.

Figur 3: *Estimert effekt av sterkere gjeldsoppbygging og høyere boligpriser på realboligpriser og realdisponibel inntekt.*<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup>Figuren viser utviklingen fra starten på resesjonen i prosent, estimert med lokale projeksjoner. Vi kontrollerer i tillegg for landspesifikke effekter og gjennomsnittlig vekst i realboliginvesteringer og reelt BNP de siste 5 årene før starten på resesjonen.

\*Sterk vekst er definert som vekst over 1 standardavvik høyere enn gjennomsnittet. Veksten er beregnet som gjennomsnittlig vekst siste 5 år før resesjonen.

Utviklingen i realdisponibel inntekt i resesjonen er i liten grad påvirket av gjeldsveksten i forkant, mens fallet i boligpriser er sterkere i resesjoner som etterfølger ekspansjoner med høy gjeldsvekst, se figur 3. Effekten av husholdningenes gjeldsoppbygging på utviklingen i realboligpriser er statistisk signifikant det første året etter starten på resesjonen.

Rigiditeter i reallønninger, økt sparing og dermed økte renteinntekter, og forskjell i renteutvikling i resesjoner kan være mulige faktorer som forklarer hvorfor utviklingen i realdisponibel inntekt ikke utvikler seg annerledes i resesjoner der konsumet faller mer markert.<sup>21</sup>

Resultatene tyder på at selv om boligprisutviklingen i forkant av resesjonen i seg selv betyr lite for konsumet under resesjonen, kan det være sterke koblinger mellom utviklingen i boligpriser og forbruk gjennom resesjoner som kan bidra til å forsterke nedgangen.

## Oppsummering

I denne kommentaren har vi sett nærmere på sammenhengen mellom husholdningenes gjeldsopptak og utviklingen i samlet konsum gjennom resesjoner for en gruppe på 21 OECD-land de siste fire tiår.

Resultatene tyder på at konsumet faller mer og gjeninnhenting er svakere i resesjoner som etterfølger ekspansjoner med sterk gjeldsvekst. Fallet i aggregert konsum ser ut til å være drevet av redusert forbruk av varige konsumvarer. Også boliginvesteringene faller markert mer dersom gjeldsveksten før resesjonen var høy.

Analysene indikerer at utviklingen i boligmarkedet i ekspansjonen i seg selv ikke påvirker

<sup>21</sup>Mulige virkninger på fremtidig forventet inntekt og usikkerhet om fremtidig inntekt er ikke analysert, men er potensielt viktige faktorer for husholdningenes etterspørsel.



konsumforløpet i resesjonen. Resultatene viser likevel at boligprisene faller markert sterkere i resesjoner som etterfølger en ekspansjon med høyt gjeldsopptak. Det kan være en viktig forklaringsfaktor for hvorfor husholdningenes etterspørsel reduseres, ettersom boligformuen utgjør en stor andel av husholdningenes totale formue. Det tyder på at det er viktig å forstå samspillet mellom boligmarkedet og husholdningenes konsum for å forklare hvorfor økt gjeldsvekst i forkant av resesjonen forsterker og forlenger konsumfallet.

## Referanser

- Aastveit, K. A., A. S. Jore, and F. Ravazzolo (2016). Identification and real-time forecasting of Norwegian business cycles. *International Journal of Forecasting* 32(2), 283 – 292.
- Andersen, A., C. Duus, and T. Jensen (2014, 3). Household debt and consumption during the financial crisis: Evidence from Danish micro data. Working papers (online): No. 89, vol. 2014, Danmarks Nationalbank.
- Baker, S. R. (2014). Debt and the consumption response to household income shocks. Mimeo.
- Bry, G. and C. Boschan (1971). *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*. National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bunn, P. and M. Rostom (2015). Household debt and spending in the United Kingdom. Staff Working Paper no. 554, Bank of England.
- Crossley, T. F., H. Low, and C. O’Dea (2013). Household consumption through recent recessions\*. *Fiscal Studies* 34(2), 203–229.
- Dynan, K. (2012). Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption. *Brookings Papers on Economic Activity* 44(1 (Spring), 299–362.
- Fagereng, A. and E. Halvorsen (2016). Debt and household consumption responses. Staff Memo 1, Norges Bank.
- Fisher, I. (1933). The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica* 1(4), 337–357.
- Glick, R. and K. J. Lansing (2010). Global household leverage, house prices and consumption. Economic Letter 01/2010, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Harding, D. and A. Pagan (2002, March). Dissecting the cycle: a methodological investigation. *Journal of Monetary Economics* 49(2), 365–381.
- Jorda, O. (2005). Estimation and inference of impulse responses by local projections. *American Economic Review* 95(1), 161–182.
- Jorda, O., M. Schularick, and A. M. Taylor (2013). When credit bites back. *Journal of Money, Credit and Banking* 45(s2), 3–28.
- King, M. (1994). Debt deflation: Theory and evidence. *European Economic Review* 38(3-4), 419–445.
- Mack, A. and E. Martínez-García (2011). A cross-country quarterly database of real house prices: a methodological note. Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper 99, Federal Reserve Bank of Dallas.
- Mian, A., K. Rao, and A. Sufi (2013). Household balance sheets, consumption, and the economic slump\*. *The Quarterly Journal of Economics* 128(4), 1687–1726.

## Appendiks A: Tabeller

Tabell A.1: Datakilder og første observasjon.

Land	Privat konsum		Varig konsum		Ikke-varig konsum		Bolinvesteringer		Boligpriser/inntekt		Realboligpriser		Realdisponibel inntekt		BNP		Gjeld	
	Start	Kilde	Start	Kilde	Start	Kilde	Start	Kilde	Start	Kilde	Start	Kilde	Start	Kilde	Start	Kilde	Start	Kilde
AUS	1970K1	OECD	-	-	-	-	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1977K4	BIS
AUT	1970K1	OECD	1996K1	OECD	1996K1	OECD	1970K1	OECD	2000K1	OECD	2000K1	OECD	-	-	1970K1	OECD	1995K4	BIS
BEL	1970K1	OECD	-	-	-	-	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1980K4	BIS
CAN	1970K1	OECD	1981K1	OECD	1981K1	OECD	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1970K1	BIS
CHE	1970K1	OECD	-	-	-	-	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1999K4	BIS
DEU	1991K1	OECD	1991K1	OECD	1991K1	OECD	1991K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1991K1	OECD	1970K4	BIS
DNK	1970K1	OECD	1995K1	OECD	1995K1	OECD	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1994K4	BIS
ESP	1970K1	OECD	1995K1	OECD	1995K1	OECD	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1980K4	BIS
FIN	1970K1	OECD	1990K1	OECD	1990K1	OECD	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1970K4	BIS
FRA	1970K1	OECD	1980K1	OECD	1980K1	OECD	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1977K4	BIS
GBR	1970K1	OECD	1995K1	OECD	1995K1	OECD	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1970K1	BIS
GRC	1995K1	OECD	1995K1	OECD	1995K1	OECD	1995K1	OECD	1997K1	OECD	1997K1	OECD	-	-	1995K1	OECD	1994K4	BIS
IRL	1990K1	OECD	-	OECD	-	-	1990K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1990K1	OECD	2002K1	BIS
ITA	1970K1	OECD	1996K1	OECD	1996K1	OECD	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1970K1	BIS
JPN	1970K1	OECD	1994K1	OECD	1994K1	OECD	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1970K1	BIS
KOR	1970K1	OECD	2000K1	OECD	2000K1	OECD	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1970K1	BIS
NLD	1970K1	OECD	1996K1	OECD	1996K1	OECD	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1990K4	BIS
NOR	1978K1	SSB	1978K1	SSB	1978K1	SSB	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1978K1	SSB	1975K1	SSB, NB
PRT	1970K1	OECD	1995K1	OECD	1995K1	OECD	1970K1	OECD	1995K1	OECD	1988K1	OECD	-	-	1970K1	OECD	1979K4	BIS
SWE	1970K1	OECD	1993K1	OECD	1993K1	OECD	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1980K4	BIS
USA	1970K1	OECD	1999K1	OECD	1999K1	OECD	1970K1	OECD	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1975K1	D-FED	1970K1	OECD	1970K1	BIS

*Merknader:* OECD = Organisation for Economic Co-operation and Development, D-FED = Dallas FED, BIS = Bank for International Settlements, SSB = Statistisk sentralbyrå, NB = Norges Bank.

Tabell A.2: Identifiserte startpunkt for resesjoner i perioden 1970K1-2014K4.

Land	Kilde	Antall inkludert	Startpunkt for resesjoner
AUS	ECRI	2	1974K3, <b>1982K2</b> , <b>1990K2</b>
AUT	ECRI	2	1974K3, 1980K1, 1992K2, 1995K2, <b>2001K1</b> , <b>2008K1</b>
BEL	BB	2	1974K1, 1980K2, <b>1992K1</b> , <b>2007K4</b> , 2011K3
CAN	ECRI	3	<b>1981K2</b> , <b>1990K1</b> , <b>2008K1</b>
CHE	ECRI	2	1974K2, 1981K3, 1990K1, 1994K4, <b>2001K1</b> , <b>2008K2</b>
DEU	ECRI	2	1973K3, 1980K1, 1991K1, <b>2001K1</b> , <b>2008K2</b>
DNK	BB	3	1973K2, 1979K2, 1987K1, 1992K1, <b>1997K2</b> , <b>2006K2</b> , <b>2007K4</b> , 2011K2
ESP	ECRI	2	1980K1, <b>1991K4</b> , <b>2008K1</b>
FIN	BB	4	1975K1, <b>1976K4</b> , <b>1980K3</b> , <b>1990K1</b> , <b>2007K4</b> , 2012K1
FRA	ECRI	5	1974K3, <b>1979K3</b> , <b>1982K2</b> , <b>1992K1</b> , <b>2002K3</b> , <b>2008K1</b> , 2011K2
GBR	ECRI	3	1974K3, <b>1979K2</b> , <b>1990K2</b> , <b>2008K2</b> , 2010K3
GRC	BB	2	<b>2004K3</b> , <b>2007K2</b>
IRL	BB	1	<b>2007K4</b> , 2011K4
ITA	ECRI	3	1970K3, 1974K2, <b>1980K2</b> , <b>1992K1</b> , <b>2007K3</b> , 2011K2
JPN	ECRI	5	1973K4, <b>1992K2</b> , <b>1997K1</b> , <b>2000K3</b> , <b>2008K1</b> , <b>2010K3</b> , 2012K2, 2014K1
KOR	ECRI	4	<b>1979K1</b> , <b>1997K3</b> , <b>2002K4</b> , <b>2008K3</b>
NLD	BB	3	1973K1, 1974K3, 1976K3, 1979K4, 1982K1, <b>2003K1</b> , <b>2008K2</b> , <b>2011K1</b>
NOR	Aastveit et al. (2016)	6	<b>1980K1</b> , <b>1981K1</b> , <b>1987K2</b> , <b>2001K1</b> , <b>2002K3</b> , <b>2008K2</b>
PRT	BB	3	1974K1, 1982K4, 1992K1, <b>2002K1</b> , <b>2008K1</b> , <b>2010K3</b>
SWE	ECRI	2	1970K4, 1975K3, 1980K1, <b>1990K2</b> , <b>2008K2</b>
USA	NBER	5	1973K4, <b>1980K1</b> , <b>1981K3</b> , <b>1990K3</b> , <b>2001K1</b> , <b>2007K4</b>

*Merknader:* Fet skrift markerer resesjoner som er inkludert i utvalget. ECRI = Economic Cycle Research Institute, NBER = National Bureau of Economic Research, BB = Bry-Boschan algoritmen (Bry and Boschan (1971)).

Tabell A.3: Lokal projeksjon for samlet privat konsum gjennom resesjoner

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
Konstant	-1.8** (0.9)	-0.1 (1.8)	1.5 (2.2)	2.0 (2.0)	2.4 (2.1)	2.4 (2.3)	3.0 (2.4)	3.4 (2.6)	3.0 (2.9)	4.3 (3.1)	5.9* (3.4)	6.4* (3.6)	6.9* (3.9)	8.0* (4.1)	7.8* (4.3)	8.9* (4.5)
Gjennomsnittlig vekst i boligpriser/dispos. inntekt	0.3 (0.2)	1.0** (0.5)	0.9* (0.5)	0.7 (0.5)	0.3 (0.5)	0.1 (0.6)	-0.1 (0.6)	-0.5 (0.7)	-0.8 (0.7)	-0.6 (0.8)	-0.3 (0.9)	-0.3 (0.9)	-0.1 (1.0)	0.4 (1.1)	0.2 (1.1)	0.3 (1.1)
Gjennomsnittlig vekst i kreditt/BNP	-0.0 (0.0)	-0.1 (0.1)	-0.1* (0.1)	-0.1* (0.1)	-0.1* (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.2 (0.1)	-0.2* (0.1)	-0.2* (0.1)	-0.3** (0.1)
Gjennomsnittlig vekst i boliginvesteringer	-0.5* (0.2)	-0.0 (0.5)	0.4 (0.6)	0.0 (0.5)	0.0 (0.6)	0.2 (0.6)	0.1 (0.6)	0.2 (0.7)	0.1 (0.8)	0.0 (0.8)	0.2 (0.9)	0.3 (1.0)	0.1 (1.0)	-0.2 (1.1)	-0.2 (1.1)	-0.1 (1.2)
Gjennomsnittlig BNP-vekst	1.3 (0.8)	0.2 (1.7)	-0.5 (2.0)	-0.9 (1.9)	-0.7 (2.0)	-0.2 (2.1)	0.1 (2.2)	0.2 (2.4)	1.8 (2.6)	1.5 (2.8)	1.0 (3.1)	1.5 (3.4)	2.8 (3.6)	3.4 (3.8)	4.7 (4.0)	5.0 (4.1)
Landspesifikke faste effekter	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Observasjoner	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64

*Merknader:* Kluster-robuste standardfeil i parentes. Stjerner angir signifikansnivå: \* = 10%, \*\* = 5% and \*\*\* = 1%.

Tabell A.4: Lokal projeksjon for ikke-varig konsum gjennom resesjoner

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
Konstant	1.9*** (0.6)	1.2 (0.9)	2.7*** (0.9)	3.5** (1.6)	3.7* (2.0)	4.6* (2.2)	5.0* (2.5)	5.1* (2.8)	5.7* (2.9)	7.1** (3.3)	9.3** (3.4)	9.6** (3.4)	10.0** (3.5)	10.7** (3.9)	10.3** (4.0)	11.8*** (4.1)
Gjennomsnittlig vekst i boligpriser/disp. inntekt	0.3 (0.2)	-0.3 (0.2)	-0.5** (0.2)	0.0 (0.5)	-0.1 (0.6)	0.1 (0.8)	0.5 (1.1)	0.1 (1.1)	-0.1 (1.1)	0.3 (1.3)	0.6 (1.5)	0.6 (1.6)	1.1 (1.9)	1.1 (2.1)	1.1 (2.3)	1.0 (2.5)
Gjennomsnittlig vekst i kreditt/BNP	-0.5 (0.4)	0.5 (0.5)	0.1 (0.5)	-0.2 (1.0)	-0.2 (1.2)	-0.7 (1.4)	-2.0 (2.0)	-0.7 (2.0)	-0.5 (2.3)	-1.5 (2.5)	-2.3 (2.8)	-2.3 (2.9)	-3.6 (3.5)	-4.0 (3.9)	-4.0 (4.1)	-4.9 (4.3)
Gjennomsnittlig BNP-vekst	-1.9** (0.8)	-1.2 (1.0)	-2.5** (1.0)	-3.6*** (1.3)	-3.7** (1.7)	-4.6** (2.0)	-3.8 (2.6)	-4.3* (2.4)	-4.4* (2.4)	-4.5 (2.9)	-5.9* (3.1)	-5.3 (3.6)	-4.3 (4.1)	-4.2 (4.4)	-2.7 (4.9)	-3.5 (4.9)
Gjennomsnittlig vekst i boliginvesteringer	0.1 (0.2)	0.2 (0.2)	0.6** (0.2)	0.7* (0.3)	0.8* (0.4)	1.2** (0.5)	1.2* (0.6)	1.4** (0.6)	1.5** (0.7)	1.4* (0.8)	1.6* (0.9)	1.6 (1.0)	1.2 (1.2)	1.0 (1.3)	0.9 (1.4)	1.0 (1.5)
Landspesifikke faste effekter	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Observasjoner	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42

*Merknader:* Kluster-robuste standardfeil i parentes. Stjerner angir signifikansnivå: \* = 10%, \*\* = 5% and \*\*\* = 1%.

Tabell A.5: Lokal projeksjon for varig konsum gjennom resesjoner

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
Konstant	10.4** (4.9)	13.2** (6.3)	30.1*** (8.7)	34.4*** (7.2)	34.0*** (7.9)	31.5*** (11.1)	31.5** (13.5)	30.2** (13.7)	37.9** (15.0)	37.5** (15.4)	42.4** (16.7)	48.4*** (15.3)	49.3*** (17.0)	55.7*** (17.4)	55.5*** (18.1)	56.6*** (18.5)
Gjennomsnittlig vekst i boligpriser/disp. inntekt	-0.5 (1.4)	-3.2 (1.9)	-1.3 (2.6)	1.2 (2.6)	2.8 (2.8)	1.8 (3.7)	4.0 (5.4)	2.6 (5.3)	2.2 (5.5)	4.1 (5.9)	5.5 (6.3)	7.5 (6.9)	9.6 (8.8)	12.6 (8.9)	12.5 (9.7)	9.7 (9.6)
Gjennomsnittlig vekst i kreditt/BNP	-1.0 (3.0)	-0.9 (3.8)	-9.7 (5.7)	-19.0*** (6.0)	-21.3*** (6.0)	-20.2** (8.7)	-23.5* (12.3)	-20.9* (12.1)	-22.3* (12.5)	-25.7* (13.4)	-27.1* (14.3)	-28.9* (15.2)	-33.7* (19.1)	-41.7** (19.7)	-41.0* (21.2)	-37.0* (20.6)
Gjennomsnittlig BNP-vekst	-14.6*** (4.6)	-16.7** (7.0)	-29.4*** (8.0)	-34.4*** (7.2)	-31.8*** (8.2)	-27.6** (11.3)	-23.7 (15.0)	-24.5 (15.3)	-29.4 (17.2)	-22.2 (18.0)	-26.2 (19.9)	-30.3 (19.8)	-27.1 (23.7)	-29.5 (24.4)	-28.0 (27.0)	-28.9 (26.9)
Gjennomsnittlig vekst i boliginvesteringer	0.3 (1.3)	2.4 (1.9)	5.2** (2.1)	7.1*** (2.4)	7.4** (2.9)	8.5** (3.7)	6.5 (4.6)	6.7 (4.5)	8.8* (4.7)	7.5 (5.1)	6.7 (5.4)	7.1 (5.6)	6.2 (7.0)	5.1 (7.0)	6.7 (7.5)	6.4 (7.8)
Landspesifikke faste effekter	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Observasjoner	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42

*Merknader:* Kluster-robuste standardfeil i parentes. Stjerner angir signifikansnivå: \* = 10%, \*\* = 5% and \*\*\* = 1%.



Tabell A.6: Lokal projeksjon for boliginvesteringer gjennom resesjoner

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
Konstant	-1.8** (0.9)	-0.1 (1.8)	1.5 (2.2)	2.0 (2.0)	2.4 (2.1)	2.4 (2.3)	3.0 (2.4)	3.4 (2.6)	3.0 (2.9)	4.3 (3.1)	5.9* (3.4)	6.4* (3.6)	6.9* (3.9)	8.0* (4.1)	7.8* (4.3)	8.9* (4.5)
Gjennomsnittlig vekst i boligpriser/dispos. inntekt	0.3 (0.2)	1.0** (0.5)	0.9* (0.5)	0.7 (0.5)	0.3 (0.5)	0.1 (0.6)	-0.1 (0.6)	-0.5 (0.7)	-0.8 (0.7)	-0.6 (0.8)	-0.3 (0.9)	-0.3 (0.9)	-0.1 (1.0)	0.4 (1.1)	0.2 (1.1)	0.3 (1.1)
Gjennomsnittlig vekst i kreditt/BNP	-0.0 (0.0)	-0.1 (0.1)	-0.1* (0.1)	-0.1* (0.1)	-0.1* (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.2 (0.1)	-0.2* (0.1)	-0.2* (0.1)	-0.3** (0.1)
Gjennomsnittlig vekst i boliginvesteringer	-0.5* (0.2)	-0.0 (0.5)	0.4 (0.6)	0.0 (0.5)	0.0 (0.6)	0.2 (0.6)	0.1 (0.6)	0.2 (0.7)	0.1 (0.8)	0.0 (0.8)	0.2 (0.9)	0.3 (1.0)	0.1 (1.0)	-0.2 (1.1)	-0.2 (1.1)	-0.1 (1.2)
Gjennomsnittlig BNP-vekst	1.3 (0.8)	0.2 (1.7)	-0.5 (2.0)	-0.9 (1.9)	-0.7 (2.0)	-0.2 (2.1)	0.1 (2.2)	0.2 (2.4)	1.8 (2.6)	1.5 (2.8)	1.0 (3.1)	1.5 (3.4)	2.8 (3.6)	3.4 (3.8)	4.7 (4.0)	5.0 (4.1)
Landspesifikke faste effekter	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Observasjoner	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64

*Merknader:* Kluster-robuste standardfeil i parentes. Stjerner angir signifikansnivå: \* = 10%, \*\* = 5% and \*\*\* = 1%.

Tabell A.7: Lokal projeksjon for realboligpriser gjennom resesjoner

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
Konstant	-0.2 (1.4)	0.8 (2.7)	-0.6 (4.1)	-0.9 (5.0)	-0.2 (5.9)	0.5 (6.7)	0.5 (7.3)	0.6 (8.3)	1.3 (9.2)	1.6 (10.4)	2.8 (11.4)	5.8 (12.3)	6.8 (13.1)	8.9 (13.8)	9.5 (14.3)	10.2 (14.7)
Gjennomsnittlig vekst i boligpriser/disp. inntekt	0.2 (0.4)	0.0 (0.8)	-0.1 (1.1)	-0.9 (1.4)	-1.0 (1.6)	-1.7 (1.9)	-2.2 (2.0)	-2.6 (2.3)	-3.0 (2.5)	-2.9 (2.9)	-2.7 (3.2)	-2.8 (3.4)	-2.7 (3.6)	-2.5 (3.8)	-2.5 (4.0)	-2.1 (4.1)
Gjennomsnittlig vekst i kreditt/BNP	-0.1* (0.0)	-0.2* (0.1)	-0.3** (0.1)	-0.3 (0.2)	-0.3 (0.2)	-0.2 (0.2)	-0.2 (0.3)	-0.2 (0.3)	-0.2 (0.3)	-0.2 (0.4)	-0.2 (0.4)	-0.3 (0.4)	-0.3 (0.4)	-0.4 (0.5)	-0.5 (0.5)	-0.6 (0.5)
Gjennomsnittlig vekst i boliginvesteringer	0.3 (0.4)	0.8 (0.8)	0.5 (1.2)	0.2 (1.5)	0.6 (1.7)	1.2 (2.0)	1.6 (2.1)	2.1 (2.4)	2.6 (2.7)	2.3 (3.1)	2.4 (3.3)	2.7 (3.6)	3.0 (3.8)	3.2 (4.0)	3.2 (4.2)	3.4 (4.3)
Gjennomsnittlig BNP-vekst	-0.1 (1.3)	-0.7 (2.5)	0.9 (3.8)	0.8 (4.7)	0.5 (5.5)	-1.3 (6.3)	-2.3 (6.8)	-2.3 (7.7)	-3.4 (8.5)	-4.3 (9.7)	-5.0 (10.6)	-7.6 (11.4)	-8.3 (12.1)	-10.0 (12.8)	-9.6 (13.3)	-8.7 (13.7)
Landspesifikke faste effekter	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Observasjoner	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57

*Merknader:* Kluster-robuste standardfeil i parentes. Stjerner angir signifikansnivå: \* = 10%, \*\* = 5% and \*\*\* = 1%.

Tabell A.8: Lokal projeksjon for realdisponibel inntekt gjennom resesjoner

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
Konstant	0.0 (0.6)	0.4 (1.2)	0.6 (1.3)	1.9 (2.1)	1.6 (2.6)	3.7 (2.8)	4.6 (3.0)	3.1 (2.8)	3.8 (2.9)	5.2 (3.2)	5.5* (3.2)	4.9 (3.3)	5.3 (3.4)	5.2 (3.3)	5.6* (3.2)	6.2* (3.4)
Gjennomsnittlig vekst i boligpriser/disp. inntekt	0.3* (0.2)	0.7 (0.5)	0.4 (0.5)	-0.4 (0.6)	-0.3 (0.8)	-0.5 (0.9)	-0.7 (0.8)	-0.4 (0.8)	-0.2 (0.8)	-0.2 (0.9)	-0.5 (0.9)	-0.4 (1.0)	-0.4 (1.1)	0.0 (1.1)	0.1 (1.1)	0.4 (1.3)
Gjennomsnittlig vekst i kreditt/BNP	-0.0 (0.0)	-0.1 (0.0)	-0.1 (0.0)	0.0 (0.1)	0.0 (0.1)	0.0 (0.1)	0.0 (0.1)	0.0 (0.1)	0.0 (0.1)	0.0 (0.1)	0.0 (0.1)	-0.0 (0.1)	-0.0 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.1 (0.1)	-0.2 (0.1)
Gjennomsnittlig vekst i boliginvesteringer	-0.3 (0.2)	-0.2 (0.4)	-0.2 (0.4)	-0.3 (0.6)	-0.6 (0.8)	-0.3 (0.8)	-0.3 (0.8)	-0.7 (0.8)	-0.9 (0.8)	-0.7 (0.9)	-0.5 (0.9)	-0.7 (0.9)	-0.6 (1.0)	-0.8 (1.0)	-0.8 (1.0)	-0.8 (1.1)
Gjennomsnittlig BNP-vekst	0.0 (0.6)	0.3 (1.1)	0.0 (1.4)	-1.4 (2.4)	-0.8 (3.0)	-2.9 (3.3)	-3.8 (3.4)	-1.7 (3.2)	-1.4 (3.1)	-2.3 (3.5)	-2.1 (3.5)	-0.5 (3.4)	-0.1 (3.5)	0.9 (3.4)	1.5 (3.3)	1.6 (3.6)
Landspesifikke faste effekter	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Observasjoner	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57

*Merknader:* Kluster-robuste standardfeil i parentes. Stjerner angir signifikansnivå: \* = 10%, \*\* = 5% and \*\*\* = 1%.