

Nr. 1 | 2013

Aktuell kommentar

Pengepolitikk og Finansiell stabilitet

Husholdningenes sparing etter finanskrisen

*Jørgen Gudmundsson og Lisa K. Reiakvam**

Husholdningenes sparing etter finanskrisen

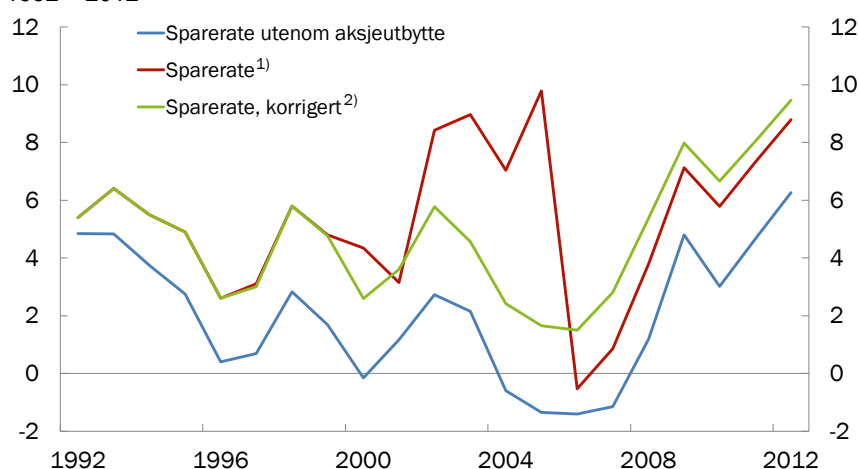
Av Jørgen Gudmundsson og Lisa K. Reiakvam, Norges Bank Pengepolitikk og Finansiell stabilitet

Spareraten har steget etter finanskrisen og er nå historisk høy. I denne kommentaren ser vi nærmere på mulige drivkrefter bak husholdningenes spareadferd etter finanskrisen. Vi forsøker å skille mellom strukturelle og konjunkturelle drivkrefter. Strammere kredittpraksis, økt usikkerhet, samt en høy gjeldsbelastning er noen faktorer som kan ha bidratt til å øke spareraten. I tillegg bidrar trolig pensjonsreformen og demografiske endringer til å holde spareraten oppe en stund fremover.

Innledning

Privat konsum utgjør vel halvparten av etterspørselen fra Fastlands-Norge. Husholdningenes sparing¹ som andel av disponibel inntekt, spareraten, steg under finanskrisen i 2008 og 2009, og er nå historisk høy, se figur 1.

Figur 1. Husholdningenes sparing som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1992 – 2012



1) Spareraten kan ha vært unormalt høy i perioden før 2006 på grunn av særskilte skattemessige tilpasninger i forbindelse med utbyttebeskatningen fra 2006

2) Korrigert for reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning / nedsettelse av egenkapital 2006 - 2012

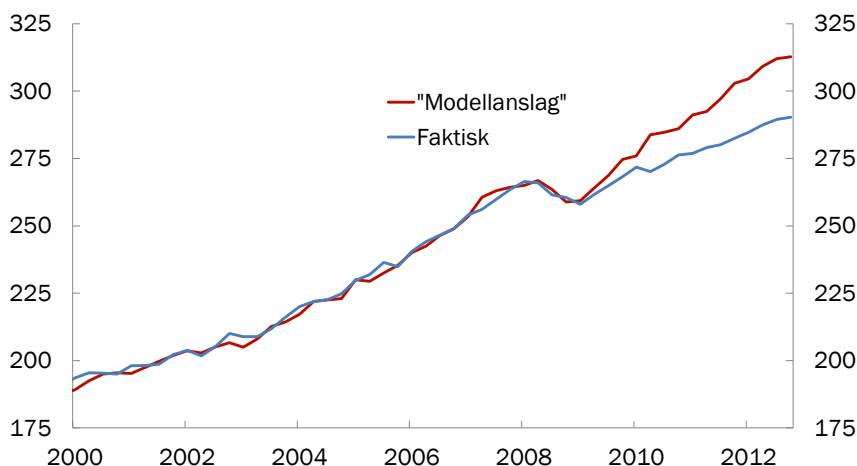
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Prediksjoner av husholdningenes konsum fra en modell med inntekter og formue som drivkrefter² klarer ikke å forklare utviklingen i husholdningenes etterspørsel etter finanskrisen på en god måte. Figur 2 viser anslagene fra modellen og faktisk utvikling i konsum.

¹ Se egen ramme for definisjon av sparing

² Modellens forklaringsvariable er bankenes utlånsrente, inntekt, boligformue, ledighet og oljepris

Figur 2. Faktisk utvikling i privat konsum og konsumanslag fra en tradisjonell likevektskorrigerende modell¹⁾. Milliarder kroner. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2012



1) Estimert for eperioden 1. kv. 1993 – 4. kv. 2009. Forklaringsfaktorer: Bankenes utlånsrente, inntekt, boligformue, ledighet og oljepris

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

For pengepolitikken og vurderingen av finansiell stabilitet er det viktig å forstå hvorfor spreadferden endrer seg. Hvis endringer i spareraten skyldes strukturelle forhold, som for eksempel befolkningsendringer og skatte- og avgiftsendringer, vil det kunne endre det normale nivået på spareraten hos husholdningene. Hvis det alternativt er konjunkturbetingede forhold, vil det påvirke spareraten mer midlertidig. Kunnskap om det normale nivået på spareraten er viktig for å kunne anslå etterspørselsimpulsen fra husholdningene og effekten av pengepolitikken. For å kunne vurdere faren for finansielle ubalanser i husholdningssektoren som kan forplante seg til det finansielle systemet, er det også viktig å ha en idé om spareraten er høy eller lav i forhold til det normale.

Vi ser nærmere på mulige drivkrefter bak husholdningenes spreadferd etter finanskrisen. Beskrivelsen tar utgangspunkt i det teoretiske rammeverket gitt av livsløpsmodellen og permanentinntektshypotesen. Her fokuserer vi på noen faktorer som trolig har bidratt til oppgangen i spareraten den senere tid.³ Vi forsøker å skille mellom strukturelle drivkrefter, som aldring av befolkningen og endringer i pensjonsregelverket, og konjunkturrelle drivkrefter som redusert tilgang på kreditt og usikkerhet.

³ Se Carrol et al (2012) for en beskrivelse av hvordan man kan gå fram for å kvantifisere relative bidrag.

Nærmere om husholdningenes sparing

I nasjonalregnskapet er husholdningenes sparing definert som disponibel inntekt⁴ fratrukket konsumutgiftene. Ved å ikke forbruke all løpende inntekt kan husholdningene tilegne seg finansielle aktiva, som for eksempel bankinnskudd og aksjer, nedbetale gjeld, eller tilegne seg realaktiva som for eksempel bolig og fritidseiendom. Denne identiteten kalles også husholdningenes økonomiske sirkulasjon:

$$\text{Disponibel inntekt} - \text{konsum} = \text{netto anskaffelse av finansielle eiendeler} - \text{netto låneopptak} + \text{nettoinvesteringer i realkapital}.$$

Summen av de to første leddene, *netto anskaffelse av finansielle eiendeler - netto låneopptak*, er det vi kaller nettofinansinvesteringer. Nettoinvesteringer i realkapital, også kalt nettorealinvesteringer, er i stor grad knyttet til nye boliger og fritidseiendom.

Vi har i hovedsak tre regnskapskilder som kan fortelle oss noe om husholdningenes tilpasning:

- Institusjonelt sektorregnskap, nasjonalregnskap, også kalt inntektsregnskapet
- Finansielt sektorregnskap, også kalt finansregnskapet
- Husholdningsstatistikk, Inntektsstatistikk for husholdninger basert på selvangivelser

I de to sektorregnskapene bruker man forskjellige beregningsmetoder for å komme fram til nettofinansinvesteringene. I inntektsregnskapet regnes nettofinans-investeringer ut residualt, mens i finansregnskapet måles nettofinans-investeringer direkte:

⁴ Korrigert for endringene i husholdningenes netto pensjonsfond

Inntektsregnskap:

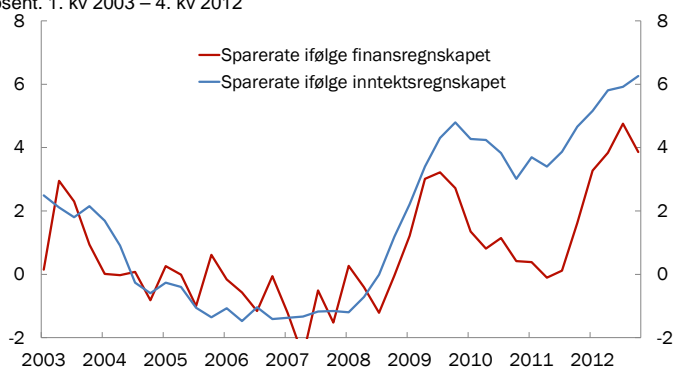
$$\text{Nettofinansinvestering} = \text{Sparing} + \text{netto kapitaloverføringer} - \text{nettoinvesteringer i ikke-finansiell kapital}$$

Finansregnskap:

$$\text{Nettofinansinvestering} = \text{netto anskaffelse av finansielle eiendeler} - \text{netto låneopptak}$$

Siden disse tallene framkommer ved bruk av ulike datakilder⁵, vil de generelt kunne avvike fra hverandre, se for eksempel Statistisk sentralbyrå (2013, s. 76). Avvikene varierer og varer normalt sett noen år, inntil endelig statistikk foreligger. Da vil regnskapene avstemmes mot hverandre. Beregnet sparerate i finansregnskapet steg også etter finanskrisen og er nå på et historisk høyt nivå. Det tyder derfor ikke på vesentlig forskjeller i utviklingen i husholdningenes tilpasning i perioden etter finanskrisen, se figur A.

Figur A. Sparing beregnet fra inntektsregnskapet og finansregnskapet.¹⁾ Summert siste 4 kvartaler. Som andel av disponibel inntekt. Justert for aksjeutbytte. Prosent. 1. kv 2003 – 4. kv 2012



¹⁾ I beregningen av sparingen fra finansregnskapet er differansen i nettofinansinvesteringene fra de to regnskapene lagt til konsumet. Inntekten er holdt uendret.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁵ Statistisk sentralbyrå publiserer tall for husholdningenes nettofinansinvesteringer slik det framkommer i både inntektsregnskapet og finansregnskapet

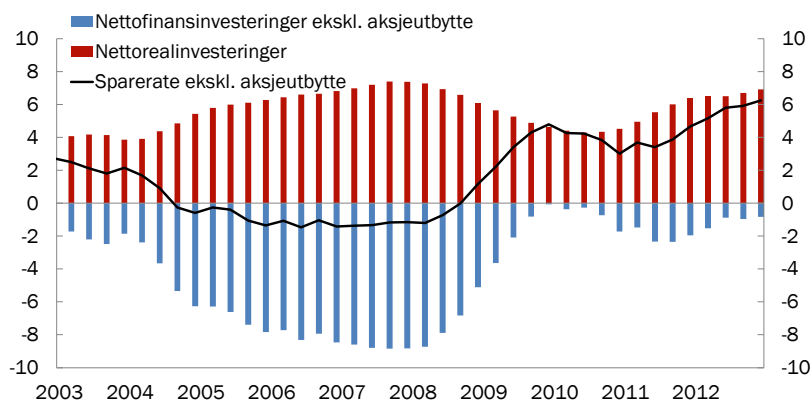
I årene 2004 til 2008 ble høye nettorealinvesteringer motsvart av enda større negative nettofinansinvesteringer. Det ga negativ sparerate. Fra og med 2009 har nettorealinvesteringene økt, uten å bli motsvart av tilsvarende negative nettofinansinvesteringer, se figur B.

Finansregnskapet er en god kilde til å se nærmere på husholdningenes adferd gjennom deres finansielle transaksjoner. Sparingen i form av bankinnskudd var relativt høy i de første årene etter finanskrisen, samt i 2012, se figur C. Endringer i utbyttebeskatningen gjorde at andre fordringer steg mye fram til 2006. De negative bidragene fra gjeldsoptak avtok rett etter

finanskrisen, men har økt siden 2010. Nettofinansinvesteringene er nå omtrent null.

For å forklare utviklingen i spreadferden i husholdningene best mulig, er det i mange tilfeller behov også for mikrodata. Inntektsstatistikken for husholdningene er basert på selvangivelsen, og gir mye og detaljert informasjon. Slike data foreligger imidlertid med et betydelig tidsetterslep. Aggregerte tall for hele sektoren gir derfor foreløpig det mest fullstendige og oppdaterte bildet over husholdningenes tilpasning etter finanskrisen.

Figur B. Sparing¹⁾ og investeringer.²⁾ Summert siste 4 kvartaler. Som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1. kv 2003 – 4. kv 2012

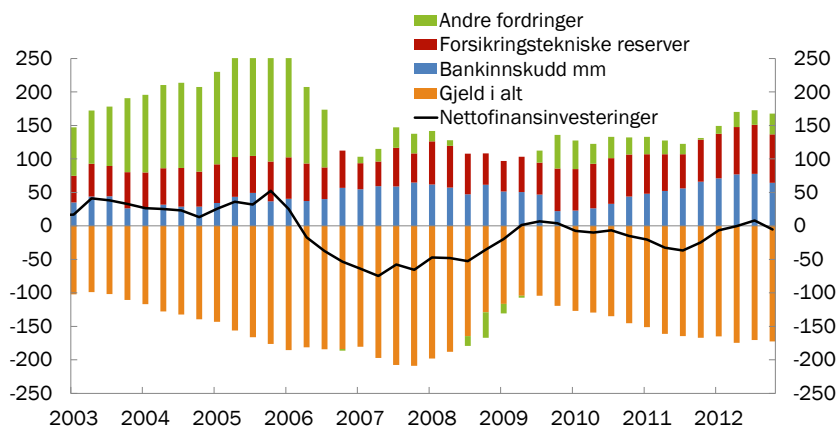


1) På grunn av særskilte skattemessige tilpasninger i forbindelse med endringer i utbyttebeskatningen fra 2006 er spareraten regnet eksklusive aksjeutbytte

2) Investeringenes relative bidrag til spareraten

Kilde: Statistisk sentralbyrå (Institusjonelt sektorregnskap)

Figur C. Nettofinansinvesteringer, fordelt på fordringer og gjeld. Transaksjoner summert 4 siste kvartaler. Milliarder kroner. 1. kv. 2003 – 4 kv. 2012



Kilde: Statistisk sentralbyrå (Finansielt sektorregnskap)

Livsløps- og permanentinntektshypotesen

Moderne konsumteori bygger i stor grad på livsløps- og permanentinntektshypotesen som ble introdusert på 1950-tallet (se Modigliani og Brumberg (1954) og Friedman (1957)). Hypotesene legger til grunn at husholdningene ønsker å ha et relativt stabilt konsum gjennom livet. Innenfor denne modellrammen blir konsumvalg tatt på bakgrunn av permanentinntekten. Permanentinntekten er nåverdien av husholdningenes livstidsressurser som både inkluderer formue og framtidig inntekt, fordelt likt over alle år. Ved å spare eller låne kan de frigjøre konsum fra løpende inntekt, som ikke er stabil, men varierer over livsløpet.

For en enkelt husholdning bestemmes det ønskede nivået på sparing og gjeldsopptak på et gitt tidspunkt først og fremst av de forventede livstidsressursene, herunder forventninger til inntekt og overføringer fra det offentlige, samt formuespriser. I tillegg har husholdningenes vilje til å utsette konsum, det vil si deres tålmodighet og risikoaversjon betydning. Renten, som representerer prisen på kreditt og avkastningen på formuen, påvirker det ønskede nivået. Tilbudet av kreditt spiller også en rolle for faktisk gjeldsopptak. For husholdningene samlet sett påvirkes det ønskede nivået på sparing og gjeldsopptak trolig av alderssammensetningen i befolkningen, det vil si andelen som er i lånefase og andelen som er i sparefase av livsløpet.

Strukturelle forhold som bidrar til økt sparing

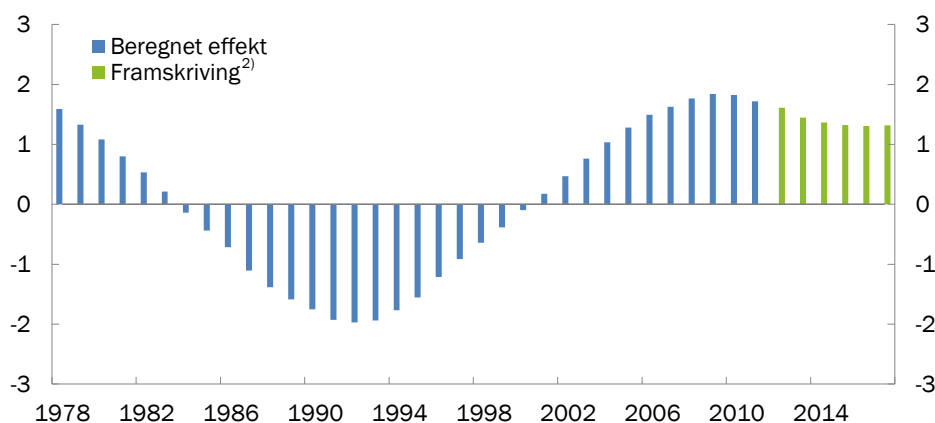
I dette avsnittet beskriver vi to strukturelle drivkrefter som kan ha bidratt til økt sparerate de siste årene: Økt andel middelaldrende i befolkningen og endringer i det norske pensjonssystemet.

Flere middelaldrende bidrar til økt sparing

Livsløpshypotesen predikerer at yngre husholdninger låner i påvente av framtidig inntektsvekst, middelaldrende med relativt høy inntekt sparer til pensjon, og pensjonister finansierer konsum med oppsparte midler. Endret alderssammensetning i befolkningen kan dermed påvirke samlet sparing og gjeldsopptak. Siden begynnelsen av 1990-tallet har andelen middelaldrende personer (personer i alderen 50-66 år) økt, og andelen er nå veldig høy.

Erlandsen og Nymoen (2008) har estimert hvordan endret alderssammensetning i befolkningen påvirker privat konsum og sparing. Den beregnede effekten på spareraten av økt andel middelaldrende personer i Norge er vist i figur 3. Siden år 2000 kan den høye andelen middelaldrende isolert sett ha bidratt til å trekke opp spareraten med inntil 2 prosentpoeng. Til tross for et positivt *bidrag* fra alderssammensetningen i befolkningen var likevel nivåene på spareraten før finanskrisen svært lave. Statistisk sentralbyrås befolkningsfremskrivninger innebærer at andelen middelaldrende vil avta noe fremover. Bidraget fra alderssammensetningen til spareraten vil dermed avta, men fortsatt være positivt fremover.

Figur 3. Beregnet isolert effekt på spareraten av endringen i andelen middelaldrende personer¹⁾ i Norge. Prosentenheter. 1978-2017



1) Andelen middelaldrende er definert ved antall 50 - 66 åringer / (antall 20 - 49 åringer + antall 67 år og over)

2) Framskrevet med SSBs middelvekstalternativ (MMMM)

Kilde: Erlandsen og Nymoen (2008)

Elementer i pensjonsreformen bidrar til økt sparing

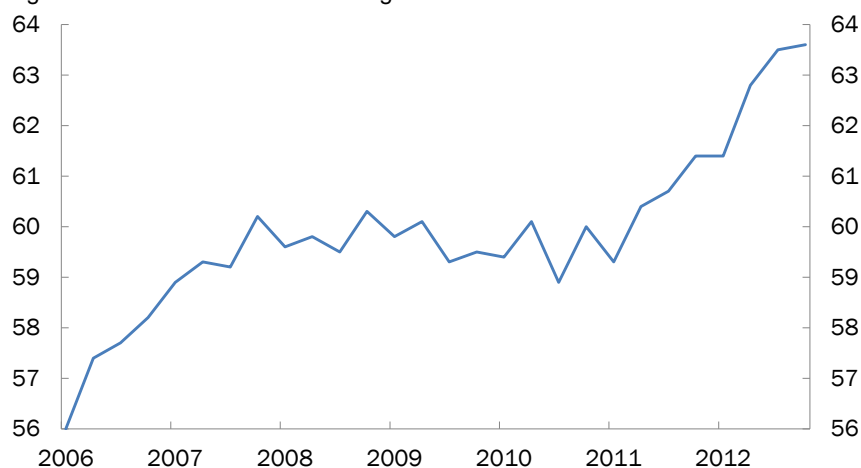
Permanentinntektshypotesen indikerer at konsumvalgene tas på bakgrunn av permanentinntekten, mens variasjoner i den løpende inntekten har liten effekt på konsumet. Dersom den løpende inntekten er høyere enn den permanente, innebærer hypotesene at differansen spares. Dersom den løpende inntekten er lavere enn den permanente, vil husholdningene kompensere ved å låne differansen.

Flere viktige endringer av det norske pensjonssystemet trådte i kraft 1. januar 2011. Det ble åpnet for fleksibelt uttak av alderspensjon mellom 62 og 75 år, mens alderspensjon tidligere var forbeholdt de som hadde fylt 67 år. Samtidig ble de forventede pensjonsutbetalingene gjort nøytrale, noe som i praksis innebærer at de årlige utbetalingene blir større jo lenger man venter med å ta ut pensjon. For store grupper ble det også gitt adgang til både å være yrkesaktiv og ta ut full pensjon.

For de som velger å fortsette som yrkesaktiv og samtidig ta ut full pensjon vil pensjonsutbetalingene komme i tillegg til lønnsinntekten. Det betyr at de vil ha en midlertidig høy inntekt fram til de faktisk slutter å arbeide. Det er grunn til å tro at mange av de som velger en slik løsning sparer en stor del av den ekstra inntekten.

Fra 2010 til 2012 økte antall alderspensjonister med nesten 100 000 til vel 760 000 personer. Den sterke veksten i antall alderspensjonister har ikke ført til en nedgang i arbeidstilbudet i de aktuelle aldersgruppene. Faktisk har det vært en økning i yrkesfrekvensen for de mellom 60 og 64 år, se figur 4. Det tyder på at mange har benyttet anledningen man nå har til å ta ut pensjon og samtidig fortsette å arbeide. Hvis eksempelvis 50 000 personer arbeider i tillegg til å motta alderspensjon og den gjennomsnittlige pensjonsinntekten etter skatt er rundt 200 000 kroner, betyr det en samlet ekstraintekt på 10 milliarder kroner i 2012. Hvis alt dette spares, bidrar det isolert sett til å øke husholdningenes sparerate med om lag ¾ prosentpoeng.

Figur 4. Yrkesfrekvens 60 – 64 åringer. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2012



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Konjunkturrelle forhold som bidrar til økt sparing

I dette avsnittet beskriver vi to konjunkturrelle drivkrefter som kan ha bidratt til økt sparerate de siste årene: redusert tilgang på kreditt og økt usikkerhet.

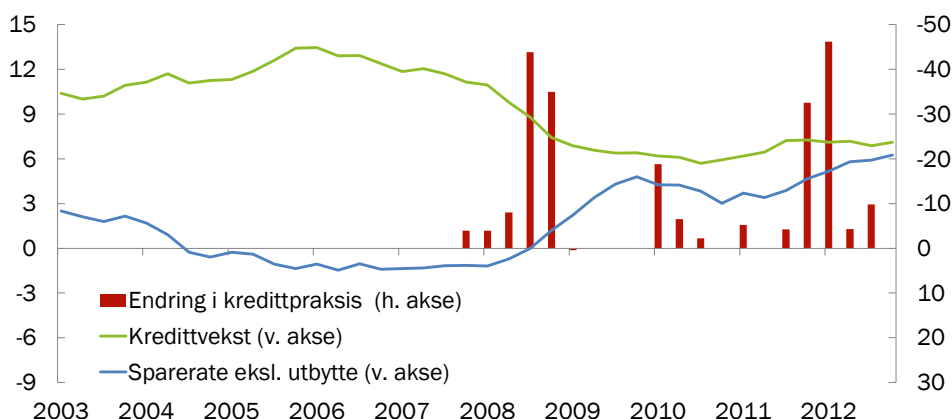
Redusert tilgang på kreditt bidrar til økt sparing

Dersom husholdningene ønsker å jevne ut konsumet utover livsløpet, må de ha tilgang til kreditt. De fleste husholdninger står overfor en viss grad av kredittrestriksjoner, og dette kan begrense mulighetene for å jevne ut konsumet ved hjelp av kredittmarkedet.

Siden 2007 har bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse⁶ rapportert om kredittpraksis. Det er særlig to perioder der bankene har meldt om kraftig innstramming i kredittpraksisen. Den første perioden var siste halvdel av 2008, den andre fra høsten 2011 til vinteren 2012, se figur 5. Kredittveksten falt kun i den første innstrammingsperioden. Fallet i kredittveksten i 2008 kan skyldes at både tilbudet av og etterspørselen etter kreditt falt. Det var usikkerhet knyttet til de makroøkonomiske utsiktene, og bankenes risikovilje kan ha endret seg samtidig som deres finansieringssituasjon var vanskelig. I 2011/2012 begrunnet bankene innstrammingen med Finanstilsynets nye retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis. Etterspørselen etter kreditt var da økende. Denne utviklingen kan også forklare hvorfor sparingen tiltok i begge innstrammingsperiodene. Som vist i figur 2, ble husholdningenes finansielle sparing først drevet av avtakende gjeldsvekst og etter hvert erstattet med økende bankinnskudd – som kan ha sammenheng med Finanstilsynets retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis. Vi har imidlertid ikke informasjon om hvilke grupper som har økt sine bankinnskudd.

⁶ Norges Bank har siden 2007 publisert en utlånsundersøkelse som belyser endringer i etterspørselen etter og tilbudet av kreditt, samt endringer i bankens lånebetingelser.

Figur 5. Sparerate, kredittvekst¹⁾ og endring i kredittpraksis. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2012

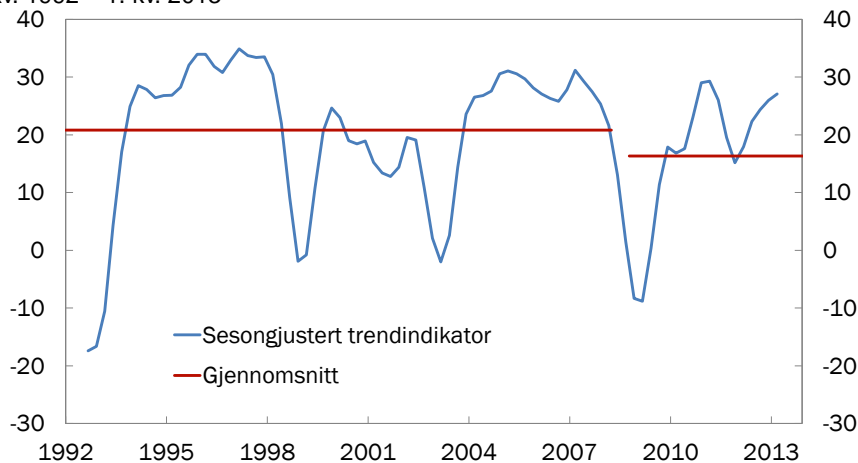


1) K2 for husholdninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Usikkerhet bidrar til økt sparing

Usikkerhetsmotivert sparing øker når husholdningene blir mer usikre på inntektsutviklingen. Perioden etter finanskrisen har vært preget av usikkerhet. Lehman Brothers' konkurs i september 2008 utløste en krise med svikt i tillit til bankenes evne til å bære tap. Krisen ble etter hvert erstattet med usikkerhet om statsfinansene i Europa. Tillitsindikatorer for de norske husholdningene har vært på lavere nivåer i perioden etter finanskrisen, sammenlignet med 15 års perioden før, se figur 6. Det kan reflektere at usikkerheten ute for en periode smittet over til norske husholdninger. Tillitsindikatorer for norske husholdninger antas nå å være nær sine normale nivåer.

Figur 6. TNS Gallups trendindikator for husholdningene. Sesongjusterte nettotall. 3. kv. 1992 – 1. kv. 2013

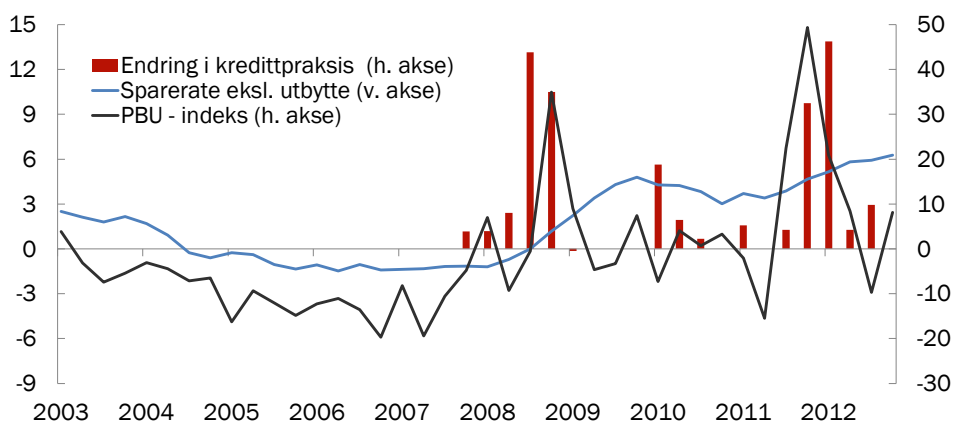


Kilde: TNS Gallup

Gudmundsson og Natvik (2012) har estimert den empiriske sammenhengen mellom usikkerhet og konsum hos norske husholdninger. Analysen baserer seg på en usikkerhetsindeks konstruert på norske avisers mediedekning av økonomisk usikkerhet (pressebasert usikkerhet - PBU), se figur 7. PBU-indeksen er konstruert ved å telle antall unike norske avisartikler som inneholder både nøkkelordene «økonomi» og «usikkerhet» hvert kvartal. For å korrigere for at antall tidsskrifter har økt gjennom perioden, er indeksen trendjustert.⁷ Vi ser av figur 7 at PBU-indeksen indikerer to perioder med økt usikkerhet etter 2008. PBU-indeksen økte midlertidig med 35 indeksenheter høsten 2008 og deretter med 65 indeksenheter høsten 2011, for så å falle tilbake igjen. Analysen tilsier at en økning i PBU-indeksen på 10 indeksenheter (ett standardavvik) fører til at konsumet faller med over 0,5 prosent fra kvartal til kvartal, med størst utslag etter fire kvartaler. Spareraten fortsetter å øke etter at PBU-indeksen har nådd sitt toppunkt. Det kan bety at dagens sparing fortsatt bærer preg av vurderinger husholdningene gjorde når usikkerheten toppet seg høsten 2011.

I forrige avsnitt så vi en sammenheng mellom endringer i kredittpraksis og sparingrate. Den parallelle utviklingen i PBU-indeksen og endringene i kredittpraksisen kan tyde på at innstramningene i kredittpraksis kan ha forsterket økningen i husholdningenes sparing i en situasjon med økt usikkerhet, se figur 7.

Figur 7. Sparerate, PBU-indeks og endring i kredittpraksis¹⁾. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2012

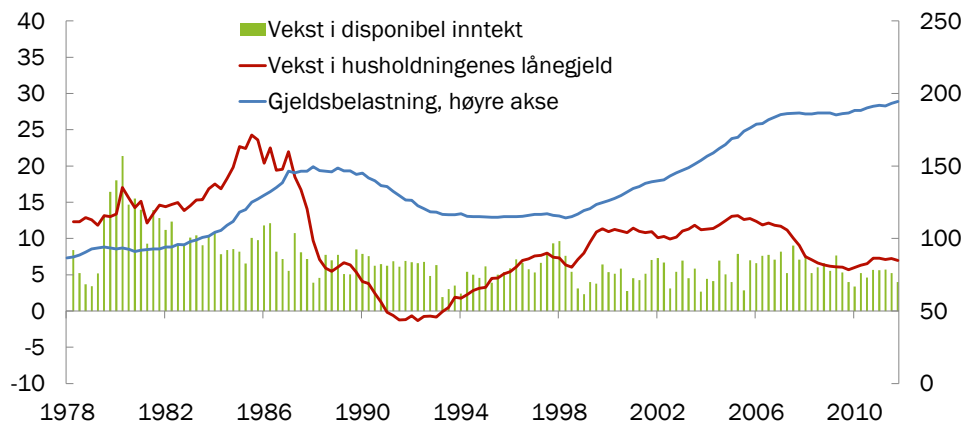


1) Endring i kredittpraksis er negativ, slik som i figur 5
Kilde: Norges Bank

Gjeldsbelastningen i husholdningene er nå historisk høy, og er et resultat av at gjelden har økt mer enn disponibel inntekt nesten hvert år siden slutten av 1990-tallet, se figur 8. Den høye gjeldsbelastningen kan ha bidratt til at den usikkerhetsmotiverte sparingen tiltar ytterligere. Dersom husholdninger med høy gjeldsbelastning i tillegg vurderer perioder med lav rente som et kortvarig og forbigående fenomen, og belager seg på høyere renter etter hvert, vil den midlertidige veksten i disponibel inntekt ha forholdsvis liten påvirkning på husholdningens etterspørsel, se Liane (2013).

⁷ En indeksenhet tilsvarer en unik nyhetsartikkel. For en nærmere omtale, se Gudmundsson og Natvik (2012): "That Uncertain Feeling - How consumption responds to economic uncertainty in Norway". Norges Banks staff memo 23/2012

Figur 8. Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾. Prosent. 4.kv 1978 – 3. kv. 2012



1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital for 2006 – 2012
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Konklusjon

Flere faktorer har trolig bidratt til den økte spareraten blant husholdningene de senere år. Strammere kredittpraksis, usikkerhet om hvordan først finanskrisen og deretter uroen i euroområdet vil påvirke norske husholdningers økonomi, samt en høy gjeldsbelastning er noen faktorer som kan ha bidratt til å øke spareraten midlertidig.

Videre kan demografiske endringer tilsi at sparetilbøyeligheten i befolkningen har økt. Samtidig har yrkesfrekvensen i aldersgruppen 60-64 år økt betydelig de to siste årene. Pensjonsreformen har trolig ført til at flere har valgt å stå lenger i arbeid. Enkelte kan i tillegg ha valgt å kombinere arbeid med tidlig uttak av alderspensjon. Tilgang til midlertidig høyere inntekt kan ha økt sparingen for denne gruppen. Dette er forhold som kan bidra til å holde spareraten på et høyere nivå også en stund fremover.

Litteratur

Carroll, C., Slacalek, J. og Sommer, M. 2012. Dissecting Saving Dynamics: Measuring Credit, Wealth and Precautionary Effects. Johns Hopkins University (January). www.econ2.jhu.edu/people/ccarroll/papers/cssUSSaving.pdf.

Erlandsen, S. og Nymoen, R. (2008): Consumption and population age structure. *Journal of Population Economics*. ISSN 0933-1433. 21(3), 505- 520 . doi: [10.1007/s00148-006-0088-5](https://doi.org/10.1007/s00148-006-0088-5)

Friedman, M. (1954): A Theory of the Consumption Function. Princeton, NJ: Princeton University Press

Gudmundsson, J. og Natvik, G. J. (2012): That Uncertain Feeling - How consumption responds to economic uncertainty in Norway. Norges Banks staff memo 23/2012: www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/staff-memo/2012/23/

Liane, G. (2013). Why do Norwegians increase their savings when the interest rate is cut? Staff Memo (kommer). Norges Bank.

Modigliani, F. og Brumberg, R. (1954): Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data. *Post-Keynesian Economics*, 388-436. New Brunswick, NJ: Rutgers University Press

Norges Banks utlånsundersøkelse: www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/norges-banks-utlansundersokelse

Statistisk sentralbyrå (2013) *Økonomisk utsyn over året 2012*. Økonomiske analyser 1/2013: www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/1-2013