



EUROPA-KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 30.5.2012
SWD(2012) 153 final

ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE

Dybdegående undersøgelse for Danmark

**i henhold til artikel 5 i forordning (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af
makroøkonomiske ubalancer**

DA

DA

INDHOLDSFORTEGNELSE

RESUMÉ OG KONKLUSIONER.....	2
1. INDLEDNING.....	4
2. MAKROØKONOMISK SITUATION OG POTENTIELLE UBALANCER	4
2.1. Makroøkonomisk kontekst.....	4
2.2. Potentielle kilder til ubalancer	5
2.2.1. Udviklingen på boligmarkedet.....	5
2.2.2. Sektorspecifikke balancer	7
2.2.3. Konkurrencedygtighed og eksportresultater	9
2.2.4. Betalingsbalancen	11
3. DYBDEGÅENDE ANALYSE AF UDVALGTE EMNER	12
3.1. Konkurrenceevne og eksportresultater.....	12
3.1.1. Handelspartnere og produktsammensætning	14
3.1.2. Tab af markedsandele og omkostningskonkurrenceevnen	16
3.1.3. Produktivitet.....	18
3.2. Husholdningernes gæld.....	20
3.2.1. Udviklingen i husholdningernes bruttogæld	20
3.2.2. Risici for den finansielle stabilitet.....	25
3.2.3. Risici for den økonomiske stabilitet.....	27
4. POLITISKE UDFORDRINGER	31

RESUMÉ OG KONKLUSIONER

I denne dybdegående undersøgelse kigges der bredt på den danske økonomi for at identificere faktiske eller potentielle ubalancer og de eventuelle makroøkonomiske risici, som de kan medføre. Det bør erkendes, at dansk økonomi har klaret sig særdeles godt i mange henseender med f.eks. relativt høje BNP-niveauer pr. indbygger og en offentlig gæld, der ligger et godt stykke under 60 % af BNP, og i de seneste årtier er der iværksat mange reformer for at øge landets vækstpotentiale. Ikke desto mindre står økonomien over for en række udfordringer. De væsentligste bemærkninger i denne undersøgelse er følgende:

- **Analysen peger i retning af en forværring i Danmarks konkurrenceevne på dets eksportmarkeder for varer.** Danmarks tab af eksportmarkedsandele for varer i hele perioden 2000-2010 var således større end for andre EU-medlemsstater i (vægtet) gennemsnit. Det, der er vigtigst at påpege, er, at dette skyldes en forværring i Danmarks konkurrenceevne. Det skyldes også lavere vækst hos Danmarks handelspartnere end hos EU's handelspartnere. Det sidste tyder på, at den danske eksport vil kunne få fordel af at være bedre repræsenteret på vækststærke nye markeder. På den anden side har produktsammensætningen i den danske eksport delvist opvejet tabet i markedsandele sammenlignet med EU, men ikke sammenlignet med lignende lande som f.eks. Nederlandene og Tyskland.
- **Forværringen af Danmarks konkurrenceevne synes at hænge sammen med en stigning i de relative enhedslønomkostninger, som afspejler både de højere lønstigninger og den svagere produktivitetsvækst i Danmark sammenlignet med udlandet.** Desuden har bevægelserne i den reale effektive valutakurs været ugunstig for den danske konkurrenceevne. Skønt effekten af højere enhedslønomkostninger er blevet dæmpet i nogen grad af den gunstige udvikling i bytteforholdet, er der behov for en tilpasning af enhedslønomkostningerne gennem enten lavere lønstigninger eller højere produktivitetsvækst.
- **Mens lønfastsættelsen traditionelt er blevet varetaget af arbejdsmarkedets parter, vil problemet med langsom produktivitetsvækst kunne løses ved at fokusere på forbedringer i uddannelsessystemet og styrke konkurrencen i forskellige sektorer.** Problemet med langsom produktivitetsvækst har eksisteret i Danmark siden midten af 1990'erne og er blevet undersøgt af forskellige institutioner i Danmark. Den nuværende regering har nedsat en produktivitetskommission, som skal søge at finde frem til problemets kerne og fremsætte forslag til produktivitetsfremmende foranstaltninger.
- **Mens husholdningernes høje bruttogæld til en vis grad er et strukturelt kendetegn ved den danske økonomi, hvor husholdningernes aktiver langt overstiger deres passiver, er der betænkeligheder vedrørende husholdningernes høje gældsniveau, eftersom udviklingen på boligmarkedet synes at have fået gælden til at stige med mere, end hvad der kan forklares med strukturelle faktorer. Dette udgør en større potentiel risiko for den finansielle og økonomiske stabilitet.** De høje bidrag til private pensionsopsparingsordninger, store opsparinger i fast ejendom og et generøs socialt sikkerhedsnet giver borgerne en pålidelig finansiell sikkerhed. De fleste aktiver er dog illikvide og kan kun realiseres med høje omkostninger. Desuden har realkreditlånenes sammensætning ændret sig siden 2003, idet afdragsfrie lån og lån med variabel rente vinder frem i forhold til

fastforrentede lån med afdragsbetaling. For et givent gælds niveau er husholdningerne derfor mere følsomme over for rentestigninger og udsving i ejendomspriserne nu, end de var for ti år siden.

- **Risiciene for den finansielle stabilitet synes at være begrænsede**, når de vurderes på grundlag af de finansielle institutioners lave tab på lån og garantier og den begrænsede stigning i antallet af tvangsauktioner og restancer, efter at krisen brød ud. **For at få et tydeligere billede af situationen er der imidlertid behov for flere oplysninger om fordelingen af typen af aktiver og passiver hos de forskellige husholdninger.** Erhvervs- og Vækstministeriet er i færd med at indsamle sådanne data og gennemføre en undersøgelse, som vil kaste lys over husholdningernes potentielle sårbarhed i tilfælde af forskellige økonomiske kriser. Danmarks Nationalbank er i færd med at udarbejde en tilsvarende undersøgelse vedrørende finansiell stabilitet.
- **Risiciene for den økonomiske stabilitet forekommer mere udtalte, hvilket konsekvenserne af de uforholdsmæssigt store udsving i boligpriserne og den store gæld allerede har vist.** Sidstnævnte har bidraget til store svingninger i det private forbrug, hvilket p.t. begrænser økonomiens genopretningsevne, nu hvor husholdningerne er i færd med at nedgeare. Hvis rentefradragsreglerne ændres i de kommende år, vil det gradvist kunne lægge stærkere pres på husholdningernes gæld. Der bør dog overvejes relevante foranstaltninger for at undgå fremtidige boligbobler og dertil knyttet overdreven gældsætning på mellemlang sigt.

I den forbindelse **konkluderes det i den dybdegående undersøgelse, at Danmark har visse makroøkonomiske ubalancer, som ikke er uforholdsmæssigt store, men som der skal tages fat om.** Der bør især udvises opmærksomhed om den makroøkonomiske udvikling, der især ligger til grund for den eksterne konkurrenceevne og de potentielle risici i forbindelse med husholdningernes gældsætning, for at mindske risikoen for negative virkninger for økonomiens funktionsmåde.

Nogle af de relevante politiske tiltag, der kunne sættes ind med, kunne f.eks. tage sigte på at fjerne konkurrencehindringer og forbedre uddannelsessystemets kvalitet for at løse problemet med den langsomme produktivitetsvækst. For at få en klarere billede af husholdningernes gældssituation med hensyn til risiciene for den finansielle stabilitet, bør fordelingen af de forskellige typer aktiver og passiver i husholdningerne undersøges. Med henblik på at korrigere de procykliske virkninger af og den såkaldte "debt bias" i boligbeskatningen kunne det desuden overvejes at tilpasse ejendomsværdiskatten til de reelle markedsværdier eller, som den næstbedste løsning, at reducere fradragsretten for rentebetalinger yderligere. Dette vil også kunne genoprette neutralitet mellem investeringsalternativer. Hvis loftet over den årlige stigning i den kommunale grundskyld fjernes, vil det desuden være muligt at forhindre fremtidige procykliske virkninger af forsinkede skattestigninger. Sådanne ændringer kan gennemføres gradvist under hensyntagen til det aktuelle behov for at stabilisere boligmarkedet.

1. INDLEDNING

Den 14. februar 2012 forelagde Europa-Kommissionen sin første rapport om varslingsmekanismen (Alert Mechanism Report - AMR), der er udarbejdet i overensstemmelse med artikel 3 i forordning (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer. AMR's rolle er at fungere som et første screeninginstrument, som bidrager til at identificere de medlemsstater, hvor udviklingen kræver en yderligere dybdegående analyse for at fastslå, om der eksisterer eller risikerer at opstå ubalancer. I henhold til artikel 5 i forordning (EF) nr. 1176/2011 bør disse landespecifikke "dybdegående undersøgelser" vurdere arten, oprindelsen og alvoren af de makroøkonomiske udviklingstendenser i den pågældende medlemsstat, som udgør eller kan føre til ubalancer. På grundlag af denne analyse fastslår Kommissionen, om den mener, at der eksisterer en ubalance, og hvilken form for politisk opfølgning, den vil anbefale Rådet.

For Danmarks vedkommende blev det i AMR konstateret, at der er behov for at se nærmere på, om der i Danmark er makroøkonomiske ubalancer af intern og ekstern art. For så vidt angår de eksterne aspekter, er der i AMR fremhævet en hel del overskud på de løbende poster, som imidlertid er indtruffet sideløbende med tab af markedsandele i de seneste årtier. Hvad angår de interne aspekter, er det høje private gælds niveau identificeret som et problem, først og fremmest som følge af husholdningernes stigende gældsætning under det danske boom på boligmarkedet. Selv om priserne er blevet justeret siden 2007, er husholdningernes gæld fortsat meget høj, men dette afspejler også strukturelle faktorer som f.eks. høje bidrag til private pensionsopsparingsordninger.

På den baggrund kigges der i afsnit 2 i denne undersøgelse mere indgående på disse udviklingstendenser, der omfatter både interne og eksterne dimensioner. Derefter ses der i specifikke afsnit på forringelsen af konkurrenceevnen og husholdningernes høje gælds niveau (afsnit 3). I afsnit 4 opsummeres konstateringerne, og der fremlægges overvejelser vedrørende eventuelle politiske tiltag.

2. MAKROØKONOMISK SITUATION OG POTENTIELLE UBALANCER

2.1. Makroøkonomisk kontekst

Den danske økonomi oplevede en periode med næsten uafbrudt vækst fra 1995 til 2008 med gennemsnitlige årlige vækstrater på 2 %. I 2006-2007 blev økonomien overophedet som følge af stadig større investeringer og vækst i det private forbrug i kølvandet på krediteksponering og en stigning i huspriserne 54 % mellem 2003 og 2007. Flaskehalsene på arbejdsmarkedet og de stramme arbejdsmarkedsbetingelser i almindelighed førte til store lønstigninger, samtidig med at produktivitetsvæksten faldt eller endda var negativ. Siden midten af 1990'erne har en langsom produktivitetsvækst og forholdsvis høje lønstigninger, som har resulteret i voksende enhedslønskostninger, bidraget til at forringe konkurrenceevnen, muligvis også i forbindelse med de tab af markedsandele, der er konstateret.

Den danske økonomi var allerede under afmatning, inden finanskrisen startede, samtidig med at der skete en korrektion på boligmarkedet. Følgelig dykkede produktion med næsten 7½ % fra medio 2008 til medio 2009 i takt med sammenbruddet i investeringerne og eksporten. Desuden faldt det private forbrug markant, samtidig med at arbejdsløsheden steg og huspriserne faldt. Mellem 2007 og 2009 faldt huspriserne med ca. 20 % i reale termer, og efter en stabilisering i 2010 med yderligere 6 % i 2011 for ved årets udgang at nå ned på 2004-niveauerne.

Genopretningen af den danske økonomi i 2010 var hovedsagelig drevet af finanspolitiske incitament, eksportvækst og en vending i lagercyklussen. Trods en solid eksport udviste den danske økonomi i 2011 generelt dæmpede resultater med en BNP-vækst på kun 1 %, hvilket især skyldtes konsolideringsbestrebelse i husholdningerne og hos virksomhederne. Statsgældskrisen har imidlertid ført til en kraftig international efterspørgsel efter højt vurderede danske realkredit- og statsobligationer, hvilket har medført lave renter, som for tiden understøtter det stadig skrøbelige boligmarked.

I 2012 og 2013 forventes det reale BNP at vokse med ca. 1-1 ½ %, hvilket er blandt de højeste vækstrater i EU og hovedsagelig er drevet af den indenlandske efterspørgsel, indtil den globale økonomi forventes at blive gradvist stærkere i 2013. Eksportvæksten forventes at blive betydeligt lavere end i 2012 i 2011 på grund af en mindre gunstig ekstern situation. I 2013 forventes eksporten at stige igen som følge af en stigning i verdenshandelen. Det forventes, at kreditvilkårene fortsat vil være stramme, og at de faste bruttoinvesteringer primært bliver drevet af offentlige initiativer i overensstemmelse med regeringens planer om en "kickstart" af økonomien, som understøttes yderligere af store infrastrukturprojekter. Det private forbrug forventes at stige i løbet af 2012, i takt med at bidragene til førtidspensionen tilbagebetales efter Folketingets vedtagelse af pensionsreformen. Det forventes imidlertid, at boligmarkedet og det stagnerende arbejdsmarked fortsat vil begrænse forbruget. Desuden er det sandsynligt, at husholdningerne fortsætter med den nødvendige nedgearing af gældsætningen, og at de i den aktuelle situation med stor økonomisk usikkerhed sparer forholdsvis meget op af sikkerhedshensyn.

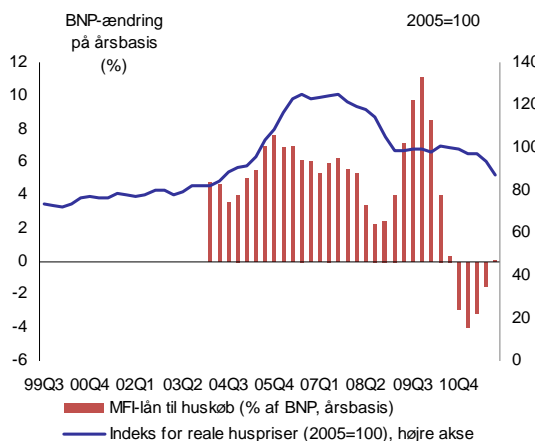
2.2. Potentielle kilder til ubalancer

2.2.1. Udviklingen på boligmarkedet

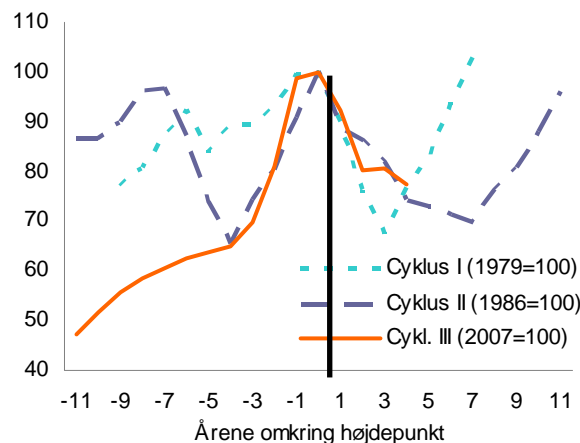
Ligesom mange andre lande har Danmark oplevet en periode med lempelse af kreditvilkårene og faldende strukturel arbejdsløshed fra midten af 1990'erne frem til den økonomiske og finansielle krises udbrud. Det danske boligmarked oplevede en periode med næsten konstante husprisstigninger mellem 1993 og 2007 med en samlet stigning i huspriserne på 183 % over hele perioden. Hvis man kigger på den gennemsnitlige årlige stigning i huspriserne, kan perioden opdeles i to (figur 1). Der var moderat vækst mellem 1993 og 2003 (gennemsnitlig 5,6 %), mens den seneste cyklus tog til mellem 2003 og 2007 (11,4 % i gennemsnit). Indførelsen af afdragsfrie realkreditlån i 2003 og fastfrysningen af ejendomsværdiskatten fra 2002 kan have bidraget til denne udvikling. Følgelig steg de nominelle boligpriser med 54 % fra 2003 til 2007, hvor boblen bristede.

Det omfang og den varighed, som huspriscyklussen havde mellem 2003 og 2007, kan sammenlignes med den tidligere cyklus, som toppede i 1986 (figur 2). Men i modsætning til udviklingen i 1980'erne opstod accelerationen i huspriserne i 2003 efter 10 år med tidligere moderat vækst. Mens en række vurderinger af afbalancerede huspriser peger i retning af, at den moderate stigning i huspriserne mellem 1993 og ca. 2004 kan forklares af udviklingen i rentesatserne, den disponible indkomst, den finansielle velstand og skatter osv., viser modelberegninger, at stigningen i huspriserne mellem 2004 og 2007 var uforholdsmæssig stor og derfor udgjorde en boligboble (se Skaarup og Bødker (2010) og Dam et al. (2011)). Den efterfølgende korrektion var skarp med et fald i de reale huspriser på ca. 20 % fra 2007 til 2009, hvilket er et af de største i EU. Efter en pause i 2010 faldt huspriserne igen med 6 % sidste år på baggrund af mindre kreditstrømme til boligformål og forværrede økonomiske vilkår og betragtes nu for at ligge tæt på deres ligevægtsværdi.

Figur 1: Huspriser og kreditbetalingsevne



Figur 2: Den danske dynamik i de reale huspriser i de seneste cyklusser



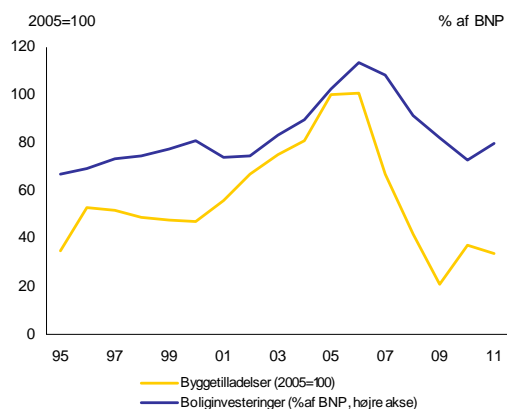
Kilde: ECB, Europa-Kommissionen

Kilde: OECD

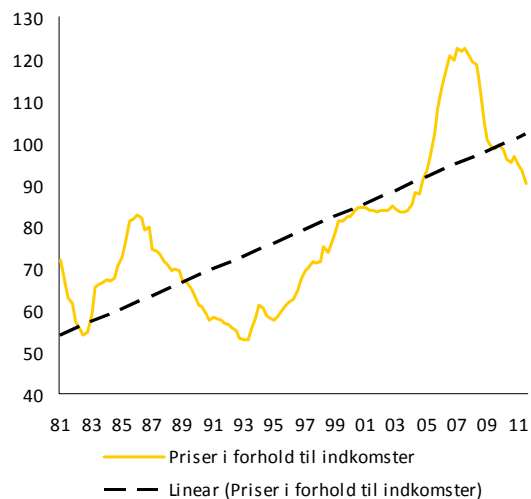
Perioden med høj vækst og hurtigt voksende huspriser medførte en stigning i priserne for ejendomme på markedet i forhold til omkostningerne til nybyggeri og blev derfor ledsaget af store ejendomsinvesteringer fra den private sektors side (figur 3). Følgelig nåede boliginvesteringernes andel af de samlede investeringer op på 29 % i 2007 sammenlignet med 25 % i 2003 og 20 % i 1993. Dette udgjorde en betydelig flytning af produktive ressourcer til bygge- og anlægssektoren. Beskæftigelsen i byggesektoren steg med næsten 20 % mellem 2003 og 2007, mens beskæftigelsen i den private sektor voksede med 8 %. Da huspriserne fra 2007 til 2009 faldt brat, faldt også boliginvesteringernes andel af de samlede investeringer til niveauet før boomet, og i 2010 var beskæftigelsen i bygge- og anlægssektoren tilbage på samme niveau som i 2003.

Fremtidsudsigterne for boligpriserne er usikre. På den ene side ligger boligbyrden målt som boligpris i forhold til indkomst under det langsigtede gennemsnit (figur 4), hvilket peger i retning af en mindskelse af det nedadgående pres på efterspørgslen efter boliger. På den anden side synes den strenge kreditadgang for husholdningerne, et historisk højt antal af boliger til salg og et relativt lavt antal salgstransaktioner at pege i retning af en yderligere nedadgående justering i huspriserne.

Figur 3: Boliginvesteringer



Figur 4: Boligbyrde (Priser i forhold til indkomster, 2005=100)



Kilde: Europa-Kommissionen

Kilde: OECD

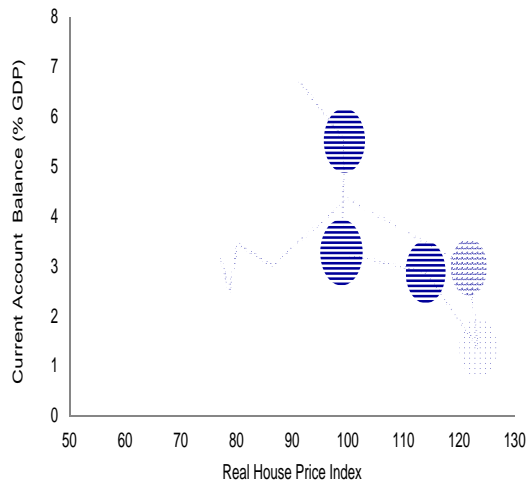
2.2.2. Sektorspecifikke balancer

De eskalerende huspriser samt opsvinget i boliginvesteringerne har bidraget til en samtidig akkumulering af aktiver og passiver i den private sektor (figur 5). Figur 5 viser, hvordan den private sektors gæld voksede på linje med huspriserne fra 2001 til 2007 og forblev høj i 2008 og 2009, da huspriserne blev justeret. Efterhånden som husholdningerne og virksomhederne begyndte at gear ned i kølvandet på krisen, voksede overskuddet på betalingsbalancens løbende poster kraftigt og nåede op på et historisk højt niveau på 6,5 % af BNP i 2011, hvilket afspejler, at det offentlige underskud blev mere end opvejet af besparelser i den private sektor. I alt steg den private sektors bruttogæld med 38 % fra 2001 til 2010, mere for husholdningernes vedkommende (48 %) og mindre for ikke-finansielle selskaber (26 %) (figur 6). Den private sektors gæld i EU steg med 29 % i løbet af samme periode.

I Danmark er den private sektors bruttogældskvot (243 % af BNP i 2010) højere end i nogen af de andre EU-medlemsstater og har siden 2000 overskredet den vejledende grænseværdi i resultattavlen for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer (PMU). Mens de ikke-finansielle selskabers gælds niveau (101 % af BNP i 2010) ikke afviger væsentligt fra EU-gennemsnittet, overskred husholdningernes gæld (142 % af BNP i 2010), som hovedsagelig er knyttet til realkreditlån, EU-niveauet med gennemsnitligt 50 procentpoint af BNP i perioden fra 1995 til 2010. I 2010 var der lettere tegn på et skift i denne tendens (minus 4,3 procentpoint), delvis på grund af stigende opsparing i husholdningerne efter krisen.

Husholdningernes høje bruttogæld er i et vist omfang et strukturelt træk ved den danske økonomi. Med aktiver, der overstiger passiverne betydeligt, er de danske husholdningers nettoformue - i modsætning til deres bruttogæld - nogenlunde den samme som i mange andre EU-medlemsstater. De høje bidrag til obligatoriske pensionsopsparingsordninger, som trækkes direkte i lønnen, store opsparinger i fast ejendom og et generøs socialt sikkerhedsnet giver borgerne en pålidelig finansiel sikkerhed (figur 7). Disse forhold er forklaret mere detaljeret i afsnit 3.2.

Figur 5: Betalingsbalancens løbende poster, reale huspriser og den private sektors gæld

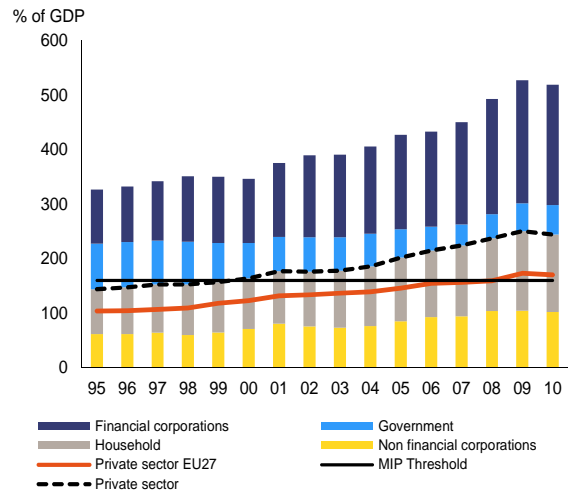


Kilde: Europa-Kommissionen

Notes:

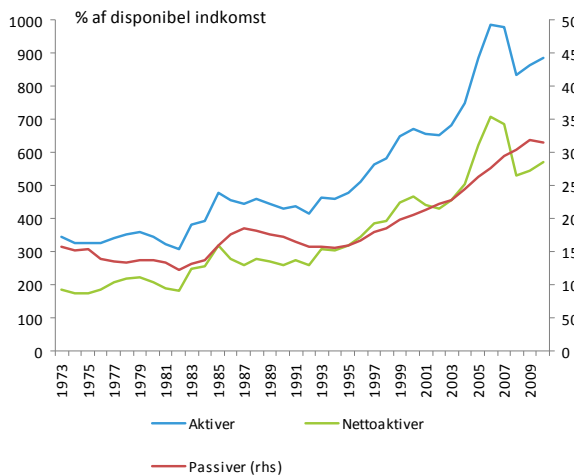
○ earliest (2001) ● latest (2010) Bubble size represents size of private sector debt (in % of GDP)

Figur 6: Sektorspecifik dekomponering af samlet bruttogæld



Kilde: Europa-Kommissionen

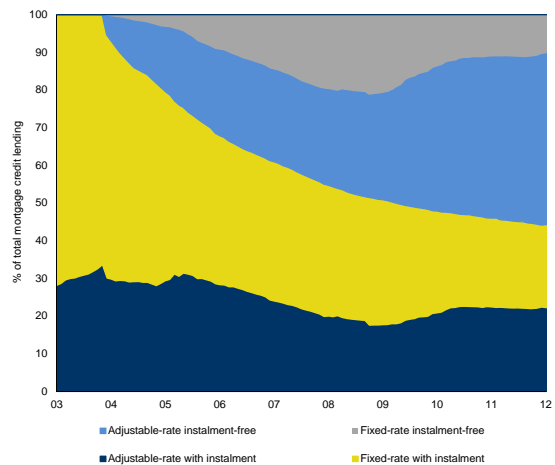
Figur 7: Husholdningernes aktiver og passiver



Kilde: Danmarks Nationalbank

Bem.: Pensionsaktiver er ikke justeret for anslået beskatning ved udbetaling.

Figur 8: Realkredit - sammensætning (% af det samlede beløb)



Kilde: Danmarks Statistik

Selv om den finansielle krise, stigningen i arbejdsløsheden og den kraftige korrektion af boligboblen har haft indvirkning på velstand og disponibel indkomst, er husholdningernes finansielle nettoaktiver stadig komfortable. Imidlertid har realkreditlånenes sammensætning ændret sig siden 2003, idet afdragsfrie lån og lån med variabel rente vinder frem i forhold til fastforrentede lån med afdragsbetaling (figur 8). For et givent gælds niveau er husholdningerne derfor mere følsomme over for rentestigninger og udsving i ejendomspriserne nu, end de var for ti år siden.

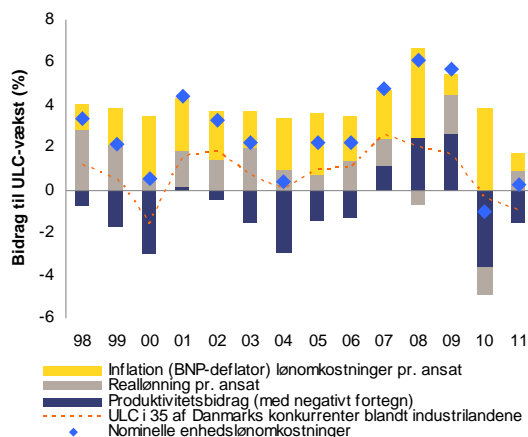
2.2.3. *Konkurrencedygtighed og eksportresultater*

Da byggesektoren ekspanderede i Danmark, oversteg væksten i de danske reale enhedslønomkostninger næsten konsekvent væksten i landets handelspartnere (figur 9). Siden 2000 er enhedslønomkostningerne steget med 30 % sammenholdt med en stigning hos Danmarks konkurrenter på 11 %, hvilket afspejler både relativt højere lønstigninger og en svagere produktivitetvækst i Danmark. Desuden bidrog den stigende eurokurs og den dermed forbundne danske kronekurs til reale effektive valutakursudsving, der påvirkede den danske konkurrenceevne negativt (figur 10). Stigningstakten i enhedslønomkostningerne fra 2006 til 2008 skal ses på baggrund af en overophedning af økonomien, især i 2006-2007. Flaskehalse på arbejdsmarkedet og en vanskelig situation på arbejdsmarkedet generelt førte til store lønstigninger i de efterfølgende år, hvorimod produktivitetvækstraten samtidig var aftagende eller endog negativ.

Efter krisen blev tabet af omkostningskonkurrenceevne kun til dels korrigeret, og det vil tage nogen tid med relativt lave lønstigninger eller en højere produktivitetvækst i Danmark end i udlandet for fuldt ud at afhjælpe det seneste årtis forværring af konkurrenceevnen. Den seneste korrektion fulgte af en devaluering af kronen og en forholdsvis stærk produktivitetvækst. Sidstnævnte afspejler en konjunkturtilpasning snarere end en strukturel forandring. Da der er en tidsforskydning mellem det tidspunkt, hvor produktionen forøges, og virksomheder begynder at ansætte nye arbejdstagere, har arbejdsproduktiviteten en tendens til at vokse hurtigt i en periode, efter at konjunktoren er vendt. Sådanne perioder med konjunkturopsving i produktiviteten har især fundet sted i industri- og servicesektoren, hvorimod produktiviteten i bygge- og anlægssektoren har været aftagende siden århundredskiftet.

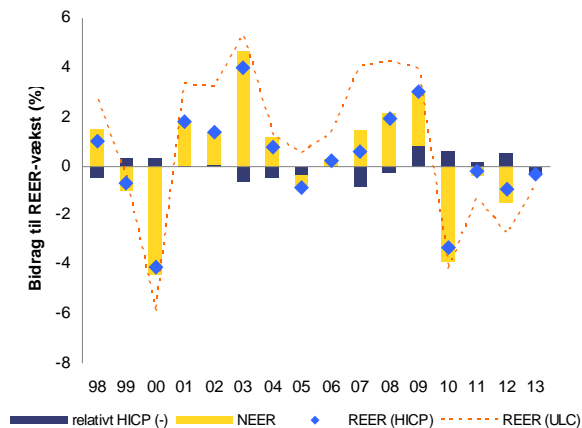
Samtidig med at Danmarks omkostningskonkurrenceevne blev forringet, mistede landet eksportmarkedsandele. Tabet af eksportmarkedsandele med hensyn til varer og tjenesteydelser i perioden 1995 til 2010 var på 19,2 % (figur 11). Dette afspejler imidlertid en modsat rettet udvikling i eksportmarkedsandelen for varer henholdsvis tjenesteydelser. I perioden udgjorde det akkumulerede tab af eksportmarkedsandele for varer 42 %, hvorimod Danmarks eksportmarkedsandele for tjenesteydelser er forbedret med 42 %. Da Danmarks vareeksport udgør ca. 60 % af den samlede eksport og tidligere var endnu større, kunne den stigende eksport af tjenesteydelser ikke udligne faldet tilstrækkeligt til at undgå et tab i de samlede eksportmarkedsandele i perioden 1995 til 2010.

Figur 9: De nominelle enhedsløn-omkostninger og komponenter heraf i forhold til IC35



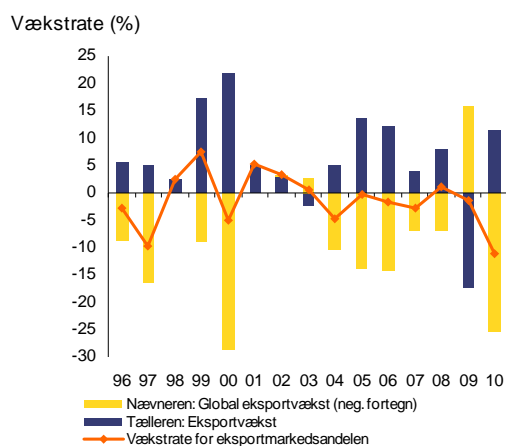
Kilde: Europa-Kommissionen

Figur 10: Nominel og real effektiv valutakurs (HICP- og ULC-baseret) i forhold til IC35



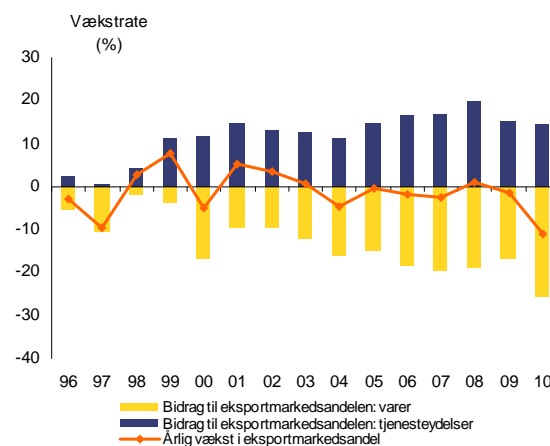
Kilde: Europa-Kommissionen

Figur 11: Eksportmarkedsandelene (EMS) for varer og tjenesteydelser (i løbende priser)



Kilde: Europa-Kommissionen

Figur 12: Bidrag til ændringen i eksportmarkedsandelene (i løbende priser)



Kilde: Europa-Kommissionen

Selv om udviklingstendensen for Danmarks eksportmarkedsandele for varer var aftagende i perioden 1995-2010, præges udviklingen af et cyklisk mønster, som følger konjunkturbestemte udsving. Eksempelvis tabte Danmark i 2010 næsten 15 % af sine eksportmarkedsandele for varer efter at have vundet 3,5 % i 2009. På grund af den forholdsvis store andel af mindre konjunkturfølsomme varer i den danske vareeksport, f.eks. landbrugsprodukter og lægemidler, har Danmark en tendens til relativt store tab af eksportmarkedsandele for varer under konkunturopsving, men disse bliver mindre udtalte eller vendes endog til gevinster i perioder med økonomisk afmatning. Udviklingen i eksportmarkedsandelene for tjenesteydelser udviser

den næsten modsatrettede tendens, hvilket afspejler søtransportens store andel af den danske eksport af tjenesteydelser (figur 12).

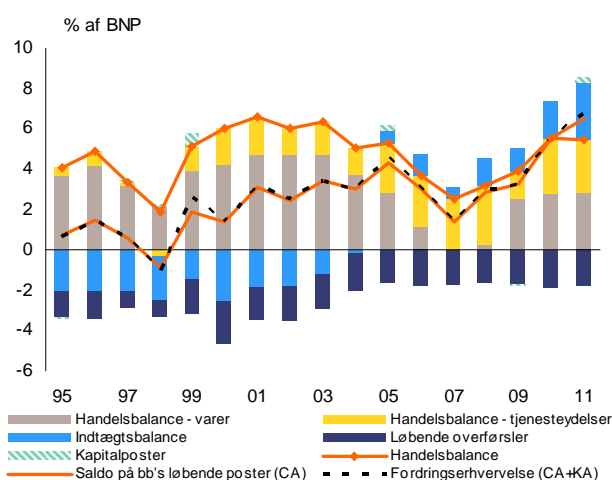
2.2.4. Betalingsbalancen

I perioden fra 1995 til 2011 var der et vedvarende stort overskud på den danske betalingsbalances løbende poster – mest på grund af de solide resultater med hensyn til eksporten af varer og tjenesteydelser – og i den senere del af perioden overskud på indtægtsbalancen (figur 13). Indtægtsbalancen steg markant fra 2005, hvor den blev positiv, hvilket afspejler en betydelig stigning i formueindkomsten i tråd med forbedringen i den internationale nettoinvesteringsposition. Som følge af de vedvarende overskud på betalingsbalancens løbende poster blev den internationale nettoinvesteringsposition positiv for første gang i 2005 (figur 14).

Siden den internationale nettoinvesteringsposition blev positiv, har Danmark øget sine aktiver mere end passiverne bl.a. ved at øge den direkte investeringsaktivitet og andre investeringer i lagerbeholdninger. Passiverne på den anden side bestod fortsat i vidt omfang af låntagning eksempelvis i form af obligationer. Danmarks sammensætning af aktiver og passiver er derved blevet ændret. Aktiverne var generelt mere risikobehæftede end passiverne og tilvejebragte en højere (forventet) forrentning, hvilket bidrog til stigningen i formueindkomsten.

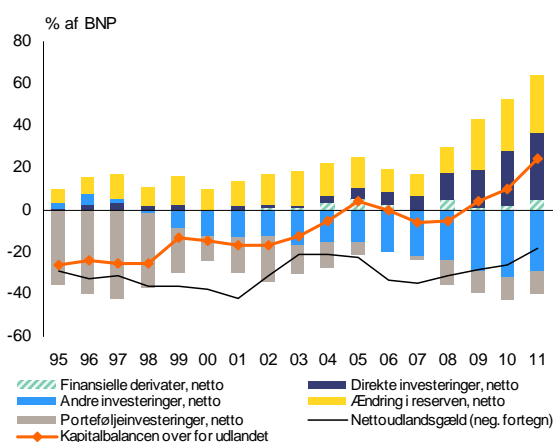
Som nævnt afspejlede stigningen i overskuddet på betalingsbalancens løbende poster fra 2007 dels større opsparinger i den private sektor, hvilket mere end opvejede forværringen i den offentlige saldo (figur 15). Finansielle selskaber forbedrede deres allerede robuste nettolångivning, og i de ikke-finansielle selskaber blev en forholdsvis lille nettolångivning vendt til en nettolåntagning i krisens eftervirkninger. Tilsvarende konsolideredes husholdningerne markant, hvilket resulterede i et fald i deres nettoudlån fra 4,8 % i 2007 til 0,5 % i 2010.

Figur 13: Opdeling af betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)



Kilde: Europa-Kommissionen

Figur 14: IIP nettos komponenter (% af BNP)

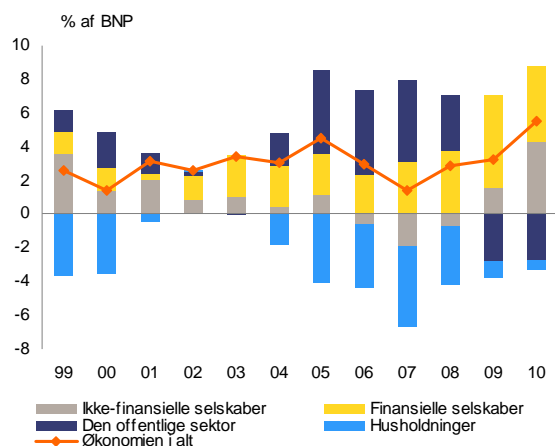


Kilde: Europa-Kommissionen

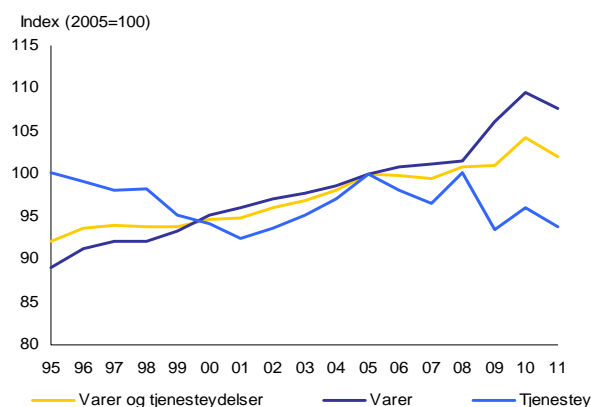
Stigningen på betalingsbalancens løbende poster siden 2007 afspejler dermed en øget opsparring i den private sektor og ikke en stærk konkurrenceevne. Som tidligere nævnt forværredes den konkurrencemæssige stilling målt på relative enhedsarbejdsomkostninger i løbet af det seneste årti. Sideløbende med denne udvikling bidrog en gunstig handelsdynamik,

navnlig med hensyn til vareeksporten, imidlertid til den positive handelsbalance. Dette lader antyde, at Danmark trods tabet af omkostningskonkurrenceevne kunne opnå forholdsvis høje priser for sine eksportvarer (figur 16). Som følge heraf blev Danmarks tab af eksportmarkedsandele for varer i løbende priser (29 %) fra 1997-2010 mindre udtalt end udtrykt i faste priser (35 %).

Figur 15: Fordringserhvervelse, netto pr. sektor (% af BNP)



Figur 16: Bytteforholdet for varer og tjenesteydelser



Kilde: Europa-Kommissionen

Kilde: Europa-Kommissionen

3. DYBDEGÅENDE ANALYSE AF UDVALGTE EMNER

3.1. Konkurrenceevne og eksportresultater

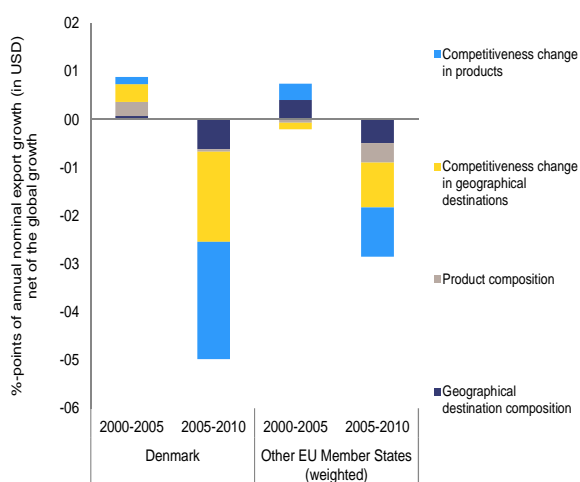
Ifølge ovenstående horisontale analyse tabte Danmark markedsandele i vareeksporten i de seneste årtier samtidig med, at landets konkurrencemæssige stilling målt på enhedsarbejdsomkostningerne forværredes. Dette lader antyde, at der kunne være en forbindelse mellem de to fænomener.

Sammenhængen mellem konkurrenceevne og markedsandele lader sig dog vanskeligt adskille. For det første påvirkes udviklingen i eksportmarkedsandelene (som nævnt tidligere på grund af sammensætningen heraf) af den økonomiske konjunktur, som muligvis slører sammenhængen mellem konkurrenceevne og markedsandele. For det andet udviser markedsandelenes strukturelle komponent en nedadgående tendens, efterhånden som vækstøkonomierne bliver stadig mere nærværende i den globale handel. Danmark må f.eks. registrere tab af markedsandele, selv når den globale eksport kun øges for lande, som Danmark har aldrig eksporteret til, eller for varer, som Danmark aldrig har fremstillet, dvs. selv om Danmark fastholder sine andele på sine oprindelige markeder. Dette skyldes definitionen af markedsandele, der måles som landets eksportandel af den samlede globale eksport.

For bedre at vurdere Danmarks eksportresultater og afdække de drivende kræfter bør der derfor skelnes mellem 1) udviklingen i markedsandele som følge af vækst i landets eksisterende produktmarkeder eller blandt dets handelspartnere i forhold til væksten på resten af det globale eksportmarked og 2) *reale* tab i markedsandele, dvs. tab som følge af manglende konkurrenceevne på bestemte markeder, hvor landet er allerede er repræsenteret i forhold til andre lande.

Ud fra figur 17 kan tabene i Danmarks markedsandele mellem 2000 og 2010 i forhold til andre EU-medlemsstater i et vist omfang tilskrives 1) en mindre gunstig sammensætning af bestemmelsessteder for den danske eksport, men synes i højere grad at måtte tilskrives 2) reelle tab i markedsandele, dvs. tab, der ikke udelukkende skyldes de ugunstige konjunkturførhold eller strukturelle tab som følge af vækstøkonomiernes indtrængen i den globale handel. Det fremgår bl.a. ved at sammenligne nedgangen i den danske eksport med den gennemsnitlige nedgang hos andre EU-medlemsstater fra 2005 til 2010, at Danmark tabte relativt større eksportandele i bestemmelsesstederne ("ændring af konkurrenceevne i bestemmelsesstedet") og især på produktmarkederne ("ændring af konkurrenceevne for produkter"), som landet normalt eksporterede til, end det er tilfældet for andre EU-medlemsstater.

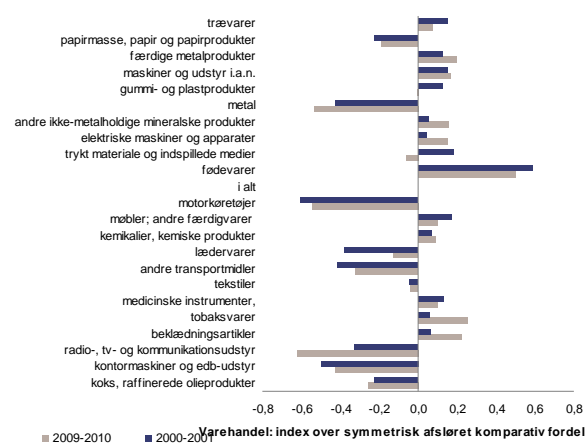
Figur 17: Vækst i den nominelle eksport i forhold til væksten i den globale eksport (shift share-analyse)



Kilde: Europa-Kommissionens beregninger baseret på COMTRADE

Anm.: Opdeling af den samlede (globale) nominelle eksportvækst (den globale handels nettovækst) i fire komponenter: i) vækst som følge af markedsvæksten i bestemmelseslandene, ii) vækst som følge af væksten i produktmarkederne, iii) eksportvækst til bestemmelseslandenes markeder ud over deres vækst og iv) eksportvæksten i produktmarkederne ud over deres vækst. Det fremgår af opdelingen, om et land oprindeligt (i begyndelsen af en periode) var specialiseret i bestemmelsessteder og/eller sektorer med dynamisk eller træg efterspørgsel, samt om et land har øget eller tabt andele på disse geografiske markeder eller produktmarkeder.

Figur 18: Afslørede komparative fordele (RCA) for produktkategorier



Kilde: Europa-Kommissionens beregninger baseret på COMTRADE

Anm.: Indexet over symmetriske afslørede komparative fordele er en indikator for et lands specialisering i eksport af varer set i forhold til resten af verden. Indikatorens interval går fra -1 til +1; værdier højere end 0 er ensbetydende med, at landet er specialiseret i det pågældende produkt.

I næste afsnit undersøges den danske eksports udvikling med hensyn til bestemmelsessteder og produktsammensætning, og i det efterfølgende afsnit undersøges forbindelsen mellem de reale tab af markedsandele og forværringen i enhedsarbejdsomkostningerne. Endelig gennemgås potentielle drivkræfter for en dansk produktivitetsvækst, der er udpeget som et vigtigt middel til at genskabe konkurrenceevnen.

3.1.1. Handelspartnere og produktsammensætning

I perioden 2000-2010 synes sammensætningen af geografiske destinationer for dansk eksport at have været ugunstig for Danmark sammenlignet med EU-gennemsnittet. I modsætning til EU-gennemsnittet bidrog sammensætningen af geografiske destinationer for den danske eksport næsten ikke til vækst i den danske eksportmarkedsandel i perioden 2000-2005, mens Danmarks tab i eksportmarkedsandelen på grund af svagere efterspørgsel blandt de vigtigste handelspartnere i perioden 2005 til 2010 var sammenlignelig med EU-gennemsnittet. Generelt tyder dette på, at dansk eksport ville drage fordel af at være bedre repræsenteret på højvækstmarkederne. Faktisk blev i 2010 kun 5 % af den danske eksport absorberet af højvækstlandene Brasilien, Rusland, Indien og Kina ("BRIK-landene"), sammenlignet med f.eks. 11 % for Tysklands vedkommende (tabel 1).

Tabel 1: Andelen af den samlede industrieksport pr. eksportdestination

	Andel i 2010 eller *2008 (tilsvarende tal for DE i parentes) (%)	Ændring i andelen fra 2000 til 2010
EU27	74.7 (63.2)	-7.7
Tyskland	18.8	-3.1
Sverige	14.4 (2.2)	0.4
UK	9.0 (6.7)	-2.4
Norge	7.4 (0.8)	0.8
Frankrig	5.0 (10.1)	-0.5
Nederlandene	4.9 (6.7)	0.6
Finland	3.1 (0.9)	0.1
USA	6.8 (7.6)	0.1
Indien*	0.5 (1.0)	-
Rusland	2.0 (3.0)	1.0
Kina*	2.2 (6.2)	1.2
Brasilien	0.6 (1.2)	0.1

Kilde: Europa-Kommissionen

Sammensætningen af handelspartnere hænger imidlertid sammen med landets produktsammensætning. F.eks. producerer Danmark relativt få varer i form af transportmidler og metaller, som er stærkt efterspurgt i vækstøkonomierne, især dem med særlig høj vækst. Selv om danske eksportvirksomheder er indirekte repræsenteret på disse markeder, f.eks. som underleverandører til den tyske bilindustri, består en uforholdsmæssig stor andel af danske eksportvarer faktisk af fødevarer (figur 18). Ikke desto mindre var landets samlede produktsammensætning reelt til fordel for Danmarks eksportmarkedsandel i nominelle termer i perioden 2000-2010, set i forhold til andre EU-medlemsstater. Faktisk bidrog Danmarks produktsammensætning betydeligt til væksten i landets nominelle eksportmarkedsandel i perioden 2000-2005 i modsætning til produktsammensætningen i andre EU-lande (figur 17).

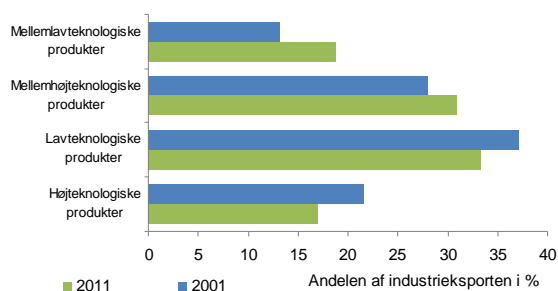
En OECD-undersøgelse af landenes eksportresultater i perioden 1995-2007 tegner et lignende billede (se Beltramello et al. (2012)). Undersøgelsen viser dog, at det positive bidrag fra Danmarks produktsammensætning er mindre end i lande som f.eks. Nederlandene og Tyskland. Når man skelner mellem eksportmarkedsandelen af færdige forbrugsvarer og mellemprodukter, bidrog produktsammensætningen af færdige forbrugsvarer endda negativt til de danske eksportmarkedsandele, mens den bidrog positivt til de to andre landes eksportmarkedsandele. Så selv om produktsammensætningen synes at have været en smule mere gunstig set i forhold til det vægtede gennemsnit for andre EU-medlemsstater, er dette ikke tilfældet i forhold til de to mere sammenlignelige lande. Ikke desto mindre tyder tallene på, at det er lykkedes danske virksomheder at specialisere sig i produkter på en måde, som delvis har modvirket tabet af markedsandele som følge af den forholdsvis ugunstige sammensætning af eksportdestinationer.

Desuden er der i OECD's undersøgelse tegn på, at danske eksportvirksomheder meget aktivt forsøgte at om dirigere produkter på de eksisterende markeder, måske for fortsat at kunne opkræve forholdsvis høje priser for dem. En opdeling af landenes bidrag til vækst i eksporten fra 1995 til 2007 på intensive og ekstensive margener (dvs. stigningen i værdien af allerede eksisterende bilaterale handelsstrømme over for nettoresultatet af til- og afgang af eksportør-importør-produktkombinationer) viser, at mens den intensive margen var den vigtigste drivkraft bag væksten i eksporten for Danmark og de fleste andre udviklede lande i perioden, var Danmarks (og Nederlandenes) ekstensive margen nettoresultatet af et langt højere antal til- og afgang end i andre lande. Undersøgelsen viser navnlig, at det større antal til- og afgang skyldtes, at virksomhederne forsøgte sig med nye kombinationer af eksisterende eksportprodukter på eksisterende markeder og - om end i mindre udstrækning - af nye eksportprodukter på eksisterende markeder. I modsætning til lande som Tyskland og Finland og til en vis grad også Nederlandene og Sverige bidrog indførelsen af eksisterende produkter på nye markeder næsten ikke til den ekstensive margen i perioden.

Nye kombinationer af eksport af eksisterende produkter til eksisterende markeder og specialisering i eksport af nye produkter til eksisterende markeder kan have bidraget til den gunstige udvikling i Danmarks bytteforhold, især for varer, i løbet af de sidste årtier. En relativt stor andel af de danske produkter er de dyrere mellemhøjteknologiske og højteknologiske produkter, hvilket afspejles af de store andele af *maskiner og udstyr* samt *kemikalier og kemofibre*, herunder lægemidler, i eksporten af varer (figur 19 og 20). Andelen af lavteknologiske produkter er dog fortsat den største på grund af den store andel af fødevarer. Ikke desto mindre er andelen af fødevarer faldet i det seneste årti, og i stedet har *råolie og naturgas, metalvarer og koks, raffinerede olieprodukter og nukleart brændsel* samt f.eks. *pelsskind* taget over¹.

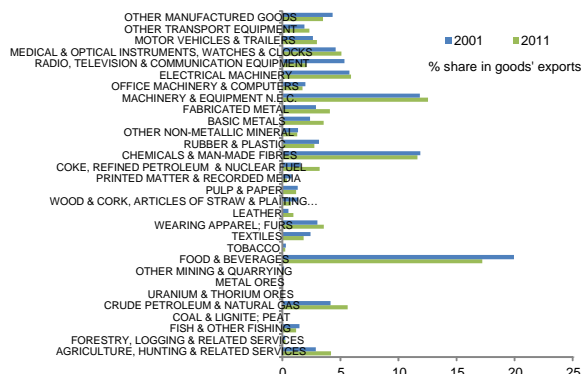
¹ Stigningen i andelen af landbrugsprodukter i figur 20 er først sket siden 2008 og skal nok ses på baggrund af den økonomiske og finansielle krise, der har øget den relative efterspørgsel efter varer med kort levetid.

Figur 19: Andelen af høj- og lavteknologiske varer i industrieksporten



Kilde: Europa-Kommissionen

Figur 20: S sammensætningen af eksportvarer



Kilde: Europa-Kommissionen

Hvis Danmark har formået at ændre sin eksportsammensætning til mindre prisfølsomme varer eller mindre prisfølsomme destinationsmarkeder, kan det have været i stand til at sælge varerne til højere priser, hvilket har givet mulighed for forholdsvis høje enhedslønomkostninger. Faktisk viser undersøgelser, at danske virksomheder har specialiseret sig i såkaldte "up-market-produkter" (dvs. produkter, der kan sælges til særligt høje priser), hvis andel af den samlede eksport steg i perioden 1995-2005². Således kan Danmarks fokus på up-market-produkter til en vis grad retfærdiggøre de relativt høje enhedslønomkostninger og priser, idet sidstnævnte har mindsket landets tab af markedsandele i nominelle værdier.

På mellemlangt til langt sigt kan andelen af mellem- og høj kvalitetsprodukter endda modvirke en del af det strukturelle træk på markedsandelene, også efterhånden som fortsat vækst i f.eks. BRIC-landene i sidste ende vil føre til større efterspørgsel efter denne type produkter. Andelen af høj- og mellemkvalitetsprodukter er dog i øjeblikket alt for lille til at kompensere for tabene i markedsandele som følge af tab af konkurrenceevne (jf. figur 17). Derfor bør det også overvejes, hvordan Danmark kan forbedre sin konkurrenceevne på sine vigtigste eksportmarkeder.

3.1.2. Tab af markedsandele og omkostningskonkurrenceevnen

Ser man nærmere på Danmarks tab af eksportmarkedsandele på de eksisterende eksportmarkeder, dvs. tab af markedsandele som følge af en ændring i konkurrenceevnen på produktmarkeder eller geografiske destinationsmarkeder, viser det sig, at Danmarks tab af markedsandele målt i mængder (varer og tjenesteydelser) har været forholdsvis stort i sammenligning med tabet i andre skandinaviske lande samt Tyskland og Nederlandene. Samtidig har stigningen i enhedslønomkostningerne i Danmark været mere udtalt end i disse lande. Stigningen i enhedslønomkostningerne kan derfor have haft en negativ indvirkning på eksportvæksten i Danmark, der dog til en vis grad er blevet kompenseret af højere priser, da tabet i markedsandele målt i værdi er mindre end tabet målt i mængde (se Det Økonomiske Råd (2009)).

² Referencer: Pedersen og Riishøj (2008), Økonomi- og Erhvervsministeriet (2007) og Økonomi- og Erhvervsministeriet (2009).

For bedre at udrede forholdet mellem konkurrenceevne mht. enhedslønomkostninger og eksportresultater er det nyttigt at se på industrisektoren, som tegner sig for næsten halvdelen af den samlede danske eksport. Da arbejdskraftintensiteten i industrien er højere end i andre sektorer, spiller lønkonkurrenceevnen en større rolle for eksportresultatet, når det gælder industrivarer end f.eks. for landbrugsprodukter, energi- og søtransporttydelser. Ikke overraskende er billedet i industrisektoren det samme som for den samlede eksport. I perioden 1995-2009 steg de danske lønninger i industrisektoren med 15 % mere end de tilsvarende lønninger i udlandet. I samme periode forringedes de danske virksomheders eksportresultater sammenlignet med lande som Tyskland, Sverige, Frankrig og Nederlandene, både målt i relative eksportmængder og i eksportmarkedsandele (se. Kristensen et al. (2010)).

Følgelig faldt Danmarks markedsandel inden for industriprodukter i perioden 1995-2009 med 25 % målt i volumen. Målt i værdi var faldet betydeligt mindre (13 %), hvilket tyder på, at de danske eksportpriser steg hurtigere end de tilsvarende priser hos Danmarks konkurrenter³. Ligesom for den samlede eksport synes der således at være en negativ sammenhæng mellem markedsandelene målt i mængde og lønkonkurrenceevnen, hvilket tyder på, at de højere enhedslønomkostninger kan have tvunget danske eksportvirksomheder til at hæve priserne på bekostning af salgsmængderne.

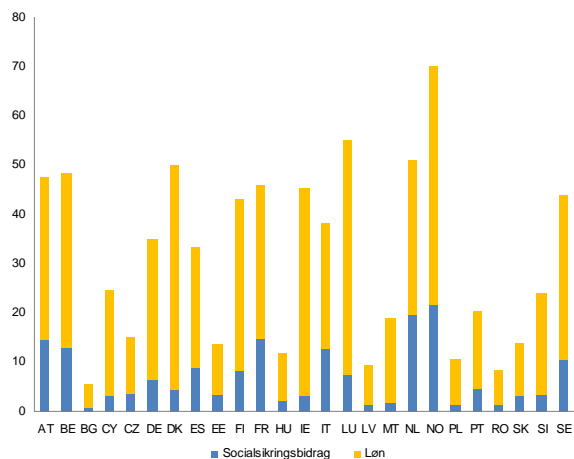
Som påpeget i det foregående punkt kan stigende eksportpriser og mindre eksportmængder sammen med stigende lønninger tyde på, at danske virksomheder på grund af lønomkostningspresset flytter til markeder med højere priser for at bevare deres fortjenstmargen. Hvis væksten på disse eksportmarkeder ligger under gennemsnittet, kan dette også forklare det større fald i eksportandele, der er konstateret i forhold til faldet i andre EU-medlemsstater som følge af sammensætningen af geografiske destinationer. Hvis derimod stigningen i priserne på bekostning af salgsmængden betyder, at virksomhederne beskærer deres profitmargen, bliver det nødvendigt at justere enhedslønomkostningerne på mellemlang sigt, enten via lavere lønstigninger eller via højere produktivitetsvækst.

Samlet tyder de ovenfor drøftede forhold på, at Danmarks forringede resultater på de nuværende vigtigste eksportmarkeder berettiger til en justering af enhedslønomkostningerne, enten via lavere lønstigninger eller højere produktivitetsvækst eller begge dele. En yderligere ændring i Danmarks eksportvaresammensætning kan også være ønskelig og kunne måske også nås ved at justere enhedslønomkostningerne og skabe en stærkere sammenhæng mellem produktivitet og aflønning af de ansatte i lønfastsættelsesprocessen.

Selv om aflønningen af arbejdstagerne også omfatter andre elementer end løn (f.eks. socialsikringsydelse), er socialsikringsbidragene ikke så høje i Danmark som f.eks. i de andre skandinaviske lande og Nederlandene, og ændringer i socialsikringsbidragenes størrelse påvirkede ikke stigningen i lønniveauet meget mellem 1999 og 2010 (figur 21 og 22). Således bestemmes en stor del af aflønningen af arbejdstagerne og dermed enhedslønomkostningerne af lønfastsættelsesprocessen og er ikke genstand for f.eks. politiske beslutninger.

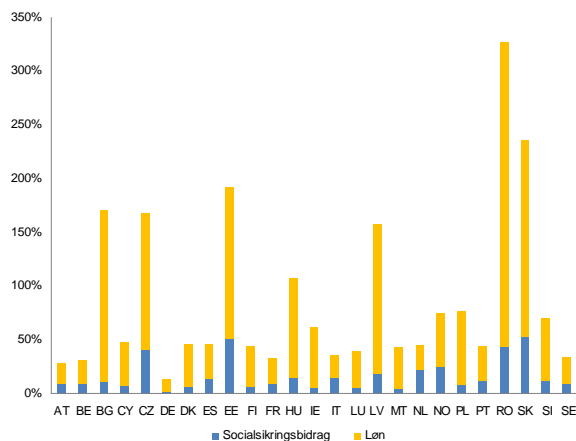
³ Ifølge Kristensen et al. (2010) er beregningen af industrieksportvarer i volumen mere usikker end i værdi, fordi det er vanskeligt at anslå prisdeflatorens størrelse.

Figur 21: Aflønning pr. ansat (2010, x 1 000 EUR)



Kilde: Europa-Kommissionen

Figur 22: Ændring i aflønningen pr. ansat mellem 1999 og 2010 (%)



Kilde: Europa-Kommissionen

Der er imidlertid forskellige politiske instrumenter, der kan anvendes for at gøre noget ved den langsomme produktivitetsvækst, som har kendetegnet den danske økonomi siden 1995. Selv om det hidtil ikke har været muligt at pege på nogen enkeltstående faktor som forklaring på denne afmatning, er uddannelsessystemets svage resultater set i forhold til omkostningerne såvel som ringe konkurrence i visse sektorer blandt de mulige årsager (se næste afsnit), hvilket Europa-Kommissionen også påpegede i 2011. Løsningen på problemet med langsom produktivitetsvækst bør også ses på baggrund af Danmarks behov for at øge sit vækstpotentiale for at kunne opretholde den høje levestandard - herunder den omfattende adgang til velfærdstjenester.

3.1.3. Produktivitet

Væksten i arbejdskraftproduktiviteten begyndte at bremse op i de mest udviklede økonomier i midten af 1990'erne. Afmatningen var imidlertid særlig udtalt i Danmark trods sammenlignelige resultater på områder, der traditionelt anses for at være vigtige for produktiviteten, som f.eks. kapitalakkumulering, F&U-investeringer, uddannelse og arbejdsmarkedsfleksibilitet. Produktivitetsergebnaterne har været særlig svage inden for byggesektoren, detailhandelen og servicesektoren.

Selv om det har vist sig at være vanskeligt at fastslå, hvilke faktorer der ligger bag den faldende tendens i produktivitetsvæksten i Danmark, og at opstille klare politiske konklusioner, peger forskningsresultater i retning af en række faktorer. Først og fremmest er der hindringer for konkurrencen i Danmark, navnlig i bygge- og anlægssektoren og detailsektoren, og der er omfattende empirisk dokumentation for, at konkurrence påvirker produktiviteten positivt (se McKinsey and Company (2010)). Bygge- og anlægssektoren er kendetegnet ved et fragmenteret marked med mange små virksomheder, hvilket begrænser stordriftsfordelene, og samtidig gør nationale standarder markedet mindre attraktivt for udenlandske virksomheder. Detailhandelen er præget af, at der er begrænset konkurrence fra udenlandske virksomheder, og at der kun er få store supermarkeder, hvilket delvis skyldes strenge planlægningslove.

Uddannelsessystemets resultater står ikke mål med omkostningerne, og også med hensyn til F&U-udgifter ligger Danmark højt i forhold til gennemsnittet for euroområdet, mens omsætningen af F&U-indsatsen i innovationer, der kan markedsføres, ikke fungerer godt nok. Ligeledes er produktivetsgevinsten af Danmarks F&U-udgifter lav i forhold til andre lande (se K. McMorrow (2011)). Der kan derfor være grund til at undersøge, om fordelingen af F&U-ressourcerne er fornuftig, og samtidig kunne danske virksomheder måske udnytte den viden, der er opnået i udlandet, bedre.

I den forbindelse kan åbenhed over for udlandet og udenlandske direkte investeringer bidrage til udviklingen. Udenlandsk ejede virksomheder i Danmark er mere produktive end danske virksomheder, og virksomheder, som eksporterer tjenesteydelser er mere produktive end ikke-eksporterende virksomheder i servicesektoren⁴. Mens de danske direkte investeringer i udlandet vokser, har Danmark imidlertid har registreret en flad tendens i udenlandske direkte investeringer i Danmark siden 2007. Det er for tidligt at sige, om dette blot skyldes den økonomiske og finansielle krise, eller om Danmark har mere påtrængende problemer med at tiltrække udenlandske direkte investeringer.

Endvidere synes der at være en u hensigtsmæssig fordeling af ressourcer mellem virksomhederne inden for de enkelte sektorer. Det Økonomiske Råd (2010) har undersøgt en række mulige årsager til den forholdsvis svagere TFP-vækst i Danmark sammenlignet med udlandet, og u hensigtsmæssig fordeling af ressourcer mellem virksomhederne inden for de enkelte sektorer ser ud til at være den vigtigste årsag. Således er omfordelingen af arbejdstagere fra virksomheder med lav produktivitet til (ofte større) virksomheder med højere produktivitet utilstrækkelig, og de førstnævnte virksomheders andel i beskæftigelsen er meget høj. På den anden side kan omfordelings satsen mellem sektorer ikke være årsag til den svagere TFP-vækst i Danmark sammenlignet med udlandet, da denne sats er høj på det danske arbejdsmarked.

Den danske flexicurity-model hæmmer således ikke produktivetsvæksten, da den snarere øger omfordelingen af arbejdskraften mellem sektorer og virksomheder og dermed rummer potentiale for at øge produktivetsvæksten (jf. Bassanini et al. (2008)). Faktisk er jobomsætningen i Danmark meget høj, og en stor del af arbejdstagerne bliver kun i samme job i 1-3 år. Den omstændighed, at høj arbejdskraftfleksibilitet mindsker incitamentet til at investere i menneskelig kapital, eftersom arbejdsgiverne risikerer, at deres ansatte forlader virksomheden, kompenseres der for ved høje offentlige udgifter til aktive arbejdsmarkedspolitikker og livslang læring. Desuden giver de kollektive overenskomster arbejdstagerne gode muligheder for efteruddannelse.

Skattesystemet er muligvis også med til at hæmme væksten i produktivitet, idet det reducerer afkastet af produktivetsfremmende investeringer (se Arnold et al. (2011)). I Danmark sætter marginalskatten på høje indkomster ind på et indkomstniveau, der kun ligger lidt over gennemsnittet, hvilket isoleret set også gør Danmark mindre attraktivt for højt kvalificerede arbejdstagere fra udlandet.

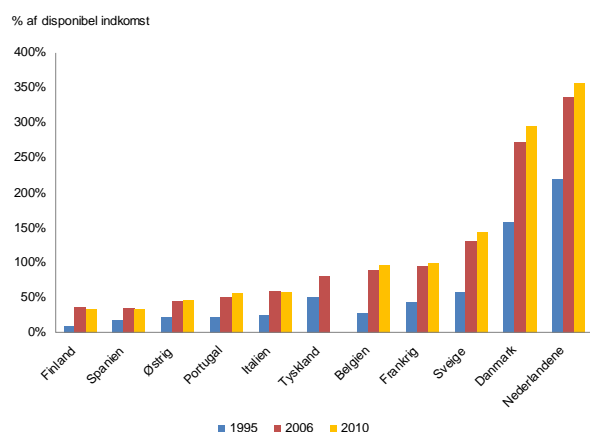
⁴ Referencer: se Økonomi- og Erhvervsministeriet (2011) og Skaksen (2011).

3.2. Husholdningernes gæld

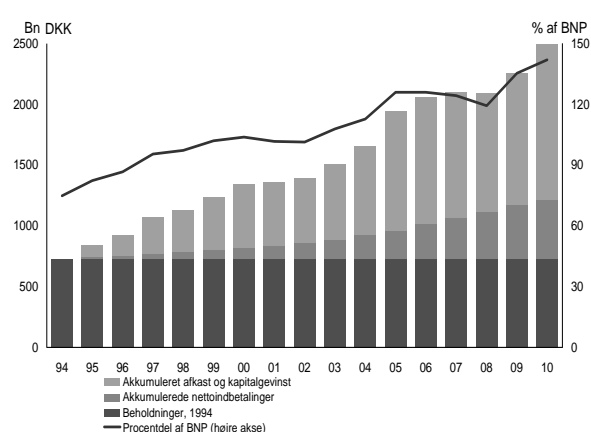
3.2.1. Udviklingen i husholdningernes bruttogæld

Husholdningernes høje gældsniveau er i et vist omfang et strukturelt træk ved den danske økonomi. Høje obligatoriske bidrag til private pensionsopsparingsordninger (figur 23) svarende til 11% af bruttolønnen for en gennemsnitlig arbejdstager indebærer, at husholdningerne også har en relativt stor finansiel formue. Der blev i slutningen af 1980'erne indført obligatoriske pensionsopsparingsordninger i en række kollektive overenskomster, og pensionsindbetalingerne voksede voldsomt fra begyndelsen af 1990'erne, efterhånden som pensionsordningerne bredte sig til forskellige erhvervsgrupper (figur 24).

Figur 23: Privat pensionsformue



Figur 24: Pensionsbeholdning og afkast



Kilde: Danmarks Nationalbank

Kilde: Danmarks Nationalbank

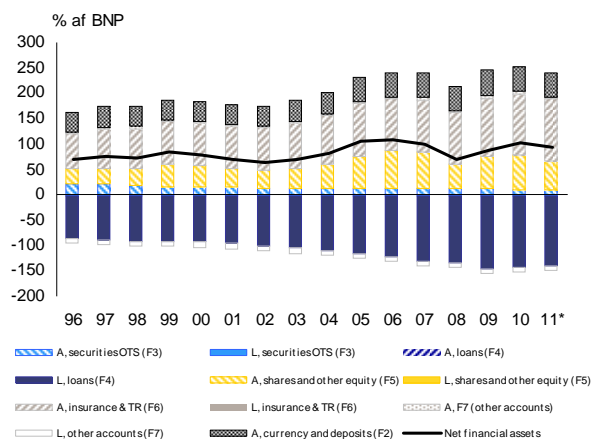
Eftersom de ansatte ikke direkte kan bestemme pensionsbidragenes størrelse, kan husholdningerne benytte lånoptagelse som et kompenserende middel til selv at fastsætte størrelsen af deres samlede opsparing⁵. Som følge heraf har den større pensionsformue ført til en stigning i såvel husholdningernes pensionsformue som deres bruttogæld, mens deres finansielle nettoformue stort set har været konstant fra midten af 1990'erne til 2011 (figur 25).

Endvidere bliver boliginvesteringer fremmet af, at der er et omfattende socialt sikkerhedsnet, der giver borgerne en god finansiel stødpude, og et veludviklet marked for boligfinansiering, bl.a. et veletableret realkreditsystem, som giver husholdningerne let adgang til at finansiere boligkøb ved at optage lån (figur 26 og boks 1). Efterhånden som de gældsrelaterede omkostninger er faldet og lånemulighederne steget, har der siden midten af 1990'erne været en samtidig stigning i husholdningernes boligformue og bruttogæld, ikke blot i Danmark, men også i andre lande (figur 27 og 28). Som følge heraf ligger de danske husholdningernes nettoformue - i modsætning til deres bruttoformue - på samme niveau som i mange andre EU-medlemsstater.

⁵

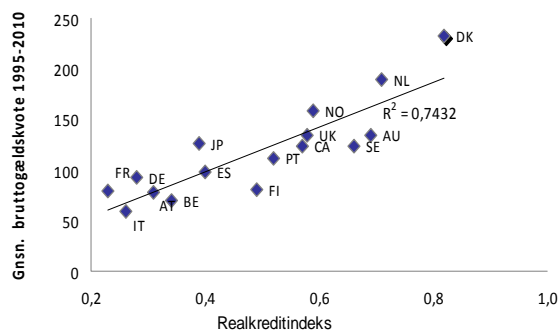
Det er vanskeligt at skønne, i hvilket omfang husholdningernes pensionsopsparing opvejes af lavere opsparing af anden art. Ifølge Isaksen et al. (2011) vil en stigning i pensionsformuen medføre en stigning i bruttogælden på 30-40 %. Ifølge Det Økonomiske Råd (2008) falder anden opsparing kun med 20-30 % af en stigning i pensionsopsparingen.

Figur 25: Husholdningernes finansielle nettoformue



Kilde: Europa-Kommissionen

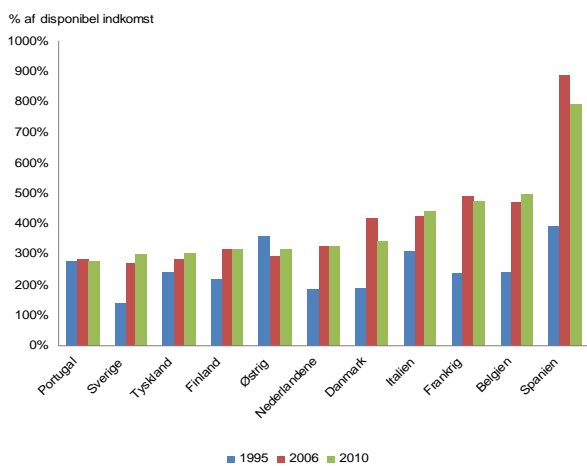
Figur 26: Korrelation mellem graden af finansiel udvikling og bruttogældskvoten



Kilde: Danmarks Nationalbank

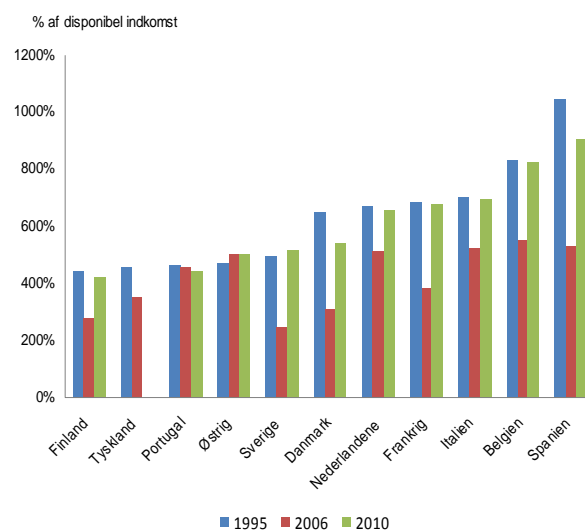
Anm.: Data om USA ikke medregnet. Hvis USA medregnes bliver R^2 0,4891.

Figur 27: Bruttoboligformue 1996, 2006 og 2010



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Figur 28: Husholdningernes nettoformue 1996, 2006 og 2010



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Boks 1: Det danske realkreditsystem

Den traditionelle danske model til finansiering af realkredit ved udstedelse af obligationer har

fungeret i over 200 år. Det danske obligationsmarked er verdens største i forhold til BNP og det næststørste i Europa i absolutte tal (næst efter Spanien). Realkreditobligationernes samlede pålydende havde i 2010 en størrelse på fire gange den offentlige danske bruttogæld.

Hovedprincipperne i den traditionelle realkreditmodel

- Tidligere har det kun været realkreditinstitutter, der kunne give lån mod sikkerhed i fast ejendom på stramme lovbestemte vilkår, f.eks. en maksimal belåningsprocent på 80 for boliger, som ejeren selv bebor. Realkreditinstitutterne finansierer deres lån ved at udstede obligationer og er ikke afhængige af indlån eller interbankmidler.
- Realkreditinstitutterne udsteder dagligt obligationer til finansiering af deres udlån. De udstedte obligationer svarer til de lånevilkår, som låntagerne har underskrevet hos realkreditinstituttet. Dermed modsvarer betalinger på obligationerne til betalinger på lånene. Dette princip med matchende finansiering beskytter realkreditinstituttet mod de fleste finansielle risici, bl.a. renterisikoen, men derimod ikke kreditrisikoen. Samtidig giver dette princip gennemsigtighed for så vidt angår låneomkostninger og priser. Låntagerne betaler et gennemsigtigt særskilt gebyr til realkreditinstituttet (til dækning af omkostninger og forventede tab).
- Realkreditinstitutterne er ved lov forpligtet til at overholde et balanceprincip, hvilket betyder, at deres eneste finansielle risiko er kreditrisikoen. Tidligere udgjorde balanceprincippet et ufravigeligt princip bag matchende finansiering. Der er efterhånden slækket lidt på balanceprincippet, således at realkreditinstitutterne i meget begrænset omfang kan operere med ikke-sikrede ubalancer, men realkreditinstitutterne har kun i ganske få tilfælde benyttet sig heraf.
- Låntagerne kan foretage ekstraordinære indbetalinger uden strafgebyr. Indfrielse før tiden kan finde sted under pari til den udestående obligations markedskurs. Låntagerne kan indfri deres obligationer til pari, når renteniveauet er lavt, og samtidig optage et nyt realkreditlån til en lavere rente.
- Et effektivt system i tilfælde af låntagers manglende betaling af renter eller afdrag begrænser risikoen for langvarigt juridisk tovtrækkeri. Domstolene når hurtigt til en afgørelse og tvangsauktion finder normalt sted inden for seks måneder. Kreditinstitutternes forholdsvis forsigtige udlånspolitik og låntagernes personlige hæftelse er også med til at begrænse institutternes kreditrisiko.

Innovation og den seneste udvikling

Den danske model blev radikalt ændret den 1. juli 2007, da reglerne om dækkede obligationer blev gennemført for at opfylde kravene i kapitalkravsdirektivet. Der blev indført nye obligationstyper (de såkaldte "særligt dækkede obligationer" – SDO) ud over de traditionelle realkreditobligationer (RO), og de kan også udstedes af forretningsbanker. Desuden bortfaldt kravet til lånenes løbetid (30 år, dog 10 år for afdragsfrie lån) for de nye obligationstyper. Den nye lovgivning har også fjernet det tidligere krav om matchende midler, men alle realkreditinstitutterne har hidtil valgt at bibeholde dette princip på frivillig basis for alle dækkede obligationer, herunder særligt dækkede obligationer, der udstedes af realkreditinstitutter.

Da kun de nye dækkede obligationstyper (SDO) overholder EU-lovgivningen om dækkede

obligationer, er de underlagt mere lempelige kapitalkravsregler. Mellem januar 2008 og januar 2011 steg deres andel af de samlede udstedte dækkede obligationer fra 14 % til 62 %, medens andelen af traditionelle obligationer faldt fra 86 % til 38 %⁶.

Kapitalkravsdirektivet stillede desuden som betingelse, at grænsen for belåning på 80 % (dvs. forholdet mellem restgælden og ejendomsværdien) overholdes i hele lånets løbetid. Med dette for øje er realkreditinstitutterne for øjeblikket i færd med at træffe foranstaltninger til at sikre, at der stilles yderligere sikkerhed i tilfælde af et fald i boligpriserne. Eksempelvis indfører Danmarks største realkreditinstitut, Nykredit, i 2012 et såkaldt tolagssystem, hvor belåningsgrænsen sættes til 60 % for afdragsfrie lån og/eller rentetilpasningslån. De resterende 20% tilvejebringes med fast forrentede lån, som afdrages.

Vigtigste tal og udfordringer

- Værdien af de udestående realkreditobligationer (SDO og RO) beløb sig til gennemsnitlig 2,6 billioner DKK (344 mia. EUR, 150 % af BNP) i 2010. Af dem var 90 % udstedt i danske kroner og 10 % i EUR. Op mod 89 % af obligationerne var på danske hænder. Dette kan sammenlignes med den offentlige bruttogæld, som i 2010 var på gennemsnitligt 753 mia. DKK (101 mia. EUR, 43% af BNP).
- Op til en fjerdedel af realkreditobligationerne indehaves af pensionsfonde og livsforsikringselskaber, medens danske forretningsbanker, realkreditinstitutter og investeringsfonde ejer halvdelen af realkreditobligationerne. Livsforsikringselskaber og tværsektorielle pensionsfonde, som tilsammen tegnede sig for ca. 70 % af pensionsopsparingerne i 2009, havde 30 % af deres aktiver i realkreditobligationer. Ca. en femtedel af forretningsbankernes samlede aktiver var investeret i MFI-obligationer (hvoraf størsteparten formodes at være realkreditobligationer).
- De nye kapitalkrav i henhold til Basel III, som i øjeblikket er under forhandling, kan blive et problem. Især kan planerne om, at kun offentlig gæld betragtes som aktiver med ekstrem stor likviditet og sikkerhed, få alvorlige følger for den danske MFI-sektor, når størrelsen af markedet for realkreditobligationer, den begrænsede mængde statsobligationer og behovet for at overgå til "sikrere" aktiver tages i betragtning. Samtidig kan det tænkes at få låneomkostningerne til at stige.
- Rentetilpasningslån blev indført i 1996 med tilpasning af renten på én gang årligt eller hvert tredje, hvert femte eller hvert tiende år. Sådanne lån blev hurtigt meget populære. Der findes også lån med variabel rente, hvor renten ændres flere gange om året (typisk hver 3. eller 6. måned), men de har en forholdsvis lille markedsandel.
- Alle låntyper er siden 2003 også blevet udbudt som "afdragsfrie". Ved udgangen af 2010 var 54 % af alle udestående realkreditlån afdragsfrie, og 85 % af disse lån var lån med variabel rente.

De danske husholdningers store opsparing i pensioner og fast ejendom bør også ses i lyset af skattesystemets struktur. Som i de fleste tilsvarende lande giver et skattesystem, hvor udbytte af opsparing, der er indbetalt til pensionsfonde, beskattes lavere end anden kapitalindkomst, et incitament til opsparing i pensionsordninger i stedet for andre former for finansiel formue.

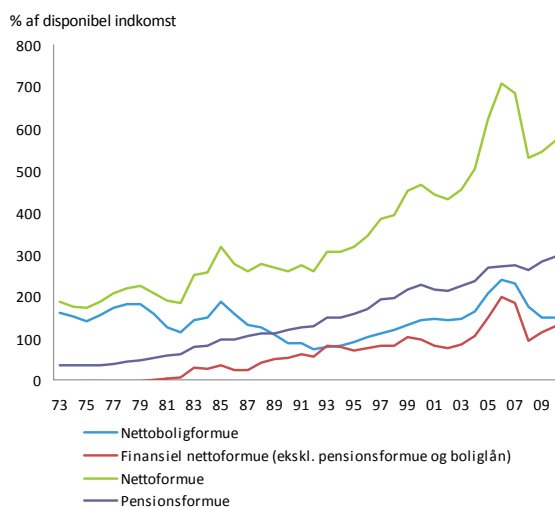
⁶ Realkreditobligationer (RO), der er udstedt inden den 1. januar 2008, er ligeledes omfattet af de mere lempelige kapitalkrav.

Endvidere kan en effektiv ejendomsværdiskat med en sats, der som følge af skatteværdien af fratrukne renteudgifter ligger under det neutrale niveau, have tilskyndet til den akkumulering af privat gæld, som er knyttet til boligformuen. Ifølge 2009-skattereformen bliver rentefradragsretten gradvis sat ned, men den effektive ejendomsværdiskat vil fortsat ligge under det neutrale niveau. Disse aspekter af skattesystemet har formentlig også bidraget til den samtidige stigning i husholdningernes formue og gæld i begyndelsen af 1990'erne.

Der er bekymring over husholdningernes gæld, da gældens omfang er steget betydeligt i takt med huspriserne i perioden 2003-2007. Indførelsen af nye finansielle produkter (afdragsfrie lån i 2003) og skattebegunstigelser (fastfrysning af ejendomsværdiskatten i 2002) er nogle af de faktorer, der kan have sat gang i boligboblen (se Dam et al. (2011)).

Som led i skattestoppet blev der desuden i 2003 indført et loft over den årlige stigning i den kommunale grundskyld. Da grundpriserne er steget mere end de årlige prislofter siden 2003, blev der akkumuleret et efterslæb i grundskyldsstigningerne, indtil huspriserne nåede deres maksimum i 2007, og derefter har den årligt stigende grundskyld været ledsaget af prisfald. Derfor har grundskylden som følge af skattestoppet virket procyklisk ligesom ejendomsværdiskatten.

Figur 29: Husholdningernes nettoformue, nettoboligformue, pensionsformue og anden finansiel nettoformue



Kilde: Danmarks Nationalbank og Europa-Kommissionens beregninger

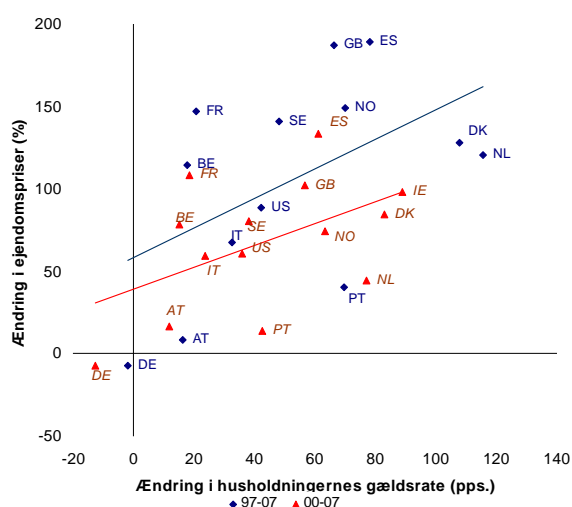
Anm.: Pensionsformuen er ikke justeret for skønnet beskatning på udbetalingstidspunktet.

Da boligboblen bristede, faldt husholdningernes nettoformue markant (figur 29), mens husholdningernes nettoaktiver fortsat ligger pænt højt, også set i historisk perspektiv, takket være betydelige indlån, beholdninger af værdipapirer og høj opsparing i såvel pensionsfonde som fast ejendom. Imidlertid er fast ejendom og pensionsopsparinger meget lidt likvide, og situationen på ejendomsmarkedet er stadig ustabil.

Derfor synes boligboblen at have bevirket, at husholdningernes gældsætning er blevet større end, hvad strukturelle faktorer kan forklare. Isaksen et al. (2011) påvies i et internationalt landestudie, at stigningen i husholdningernes gæld fra 1995 til 2010 i vid udstrækning kan forklares ved sådanne faktorer som højere pensionsopsparinger, større nettoformue i den offentlige sektor og lavere strukturel arbejdsløshed. I både Danmark og Nederlandene skete der en større ændring i husholdningernes gæld fra 1995 til 2010 end, hvad der kan forklares ved den til undersøgelsen formulerede model og dermed de nævnte strukturelle faktorer.

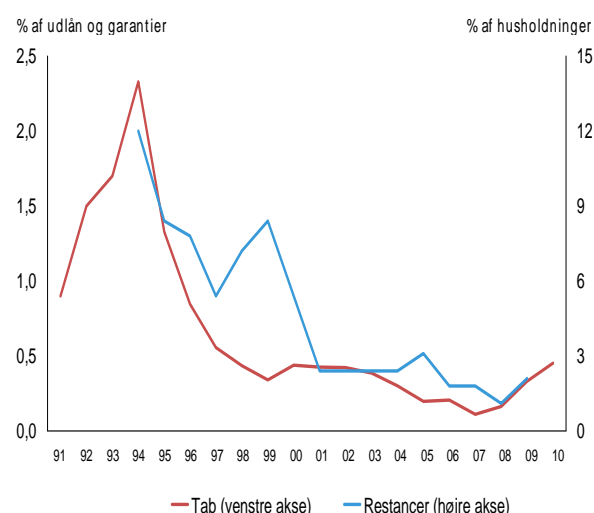
For Danmarks vedkommende er dette formentlig en afspejling af, at et internationalt landestudie ikke i tilstrækkelig grad kan tage højde for det komplicerede danske realkreditsystem og skattesystem, men en del af den voldsomme stigning i gældsætningen synes dog knyttet til udviklingen på boligmarkedet (figur 30). Viser det sig at være tilfældet, udgør husholdningernes gælds niveau efter en pristilpasning en ubalance, som er forbundet med øget økonomisk risiko, især via potentielle virkninger for den offentlige sektor (potentiale for flere misligholdte lån) og det private forbrug (fx at det er nødvendigt at reducere balanceoppustningen, fordi aktivernes værdi falder eller omkostningerne til servicering af gælden stiger).

Figur 30: Korrelation mellem ejendomspriser og udviklingen i husholdningernes gæld 1997-2007



Kilde: Europa-Kommissionen

Figur 31: Danske pengeinstitutters tab på udlån og garantier og andelen af husholdninger i restance



Kilde: Danmarks Nationalbank

3.2.2. Risici for den finansielle stabilitet

Hvad angår den finansielle stabilitet, er konsekvenserne af forøgelsen af husholdningernes gæld indtil videre under kontrol. I løbet af de seneste 15 år, hvor husholdningernes bruttogældskvote er fordoblet, har den finansielle sektor i Danmark kun lidt beskedne tab på lån til husholdningerne sammenlignet med krisen i begyndelsen af 90'erne. På trods af stigningen i arbejdsløsheden og den markante korrektion af boligpriserne i kølvandet på den nylige finansielle krise har de danske finansinstitutters tab på lån og garantier ikke oversteget 0,5 % (fig. 31). Andelen af det samlede antal husholdninger, som oplyste, at boligrelaterede omkostninger udgør en finansiell byrde, blev desuden kun øget lidt mellem 2007 og 2009. Andelen af husholdninger, der oplyste, at de var bagud med afdragene på deres boliglån eller

med deres husleje, har ligeledes ligget på under 3 % og var den laveste blandt hovedparten af EU-medlemsstaterne i 2009 (fig. 32). Antallet af tvangsauktioner steg følgelig, men forblev på et moderat niveau set i et historisk perspektiv (fig. 33).

Det kan fremføres, at konsekvenserne af den større andel af boligflexlån hos husholdningerne blev afhjulpet af faldet i renten på danske realkreditobligationer, da statsgældskrisen førte til stor international efterspørgsel efter disse højtnoterede obligationer og efter danske statsobligationer. Den øgede andel af flexlån gør imidlertid husholdningerne mere sårbare over for rentestigninger end tidligere, og det er derfor relevant at undersøge, hvor sårbare husholdningerne er over for forskellige voldsomme påvirkninger af økonomien. Ifølge Danmarks Nationalbank (2010) er kun 3,2 % af husholdningernes samlede gæld koncentreret blandt finansielt sårbare husholdninger (navnlig unge med lave indkomster, der bor i lejebolig). Selv i en alvorlig situation, dvs. med en forøgelse af arbejdsløsheden på 5 procentpoint og en rentestigning på 4 procentpoint, ville den akkumulerede gæld i sårbare husholdninger ikke overstige 7 % af den samlede gæld.

Fig. 32: Restancer (boliglån eller husleje) 2009

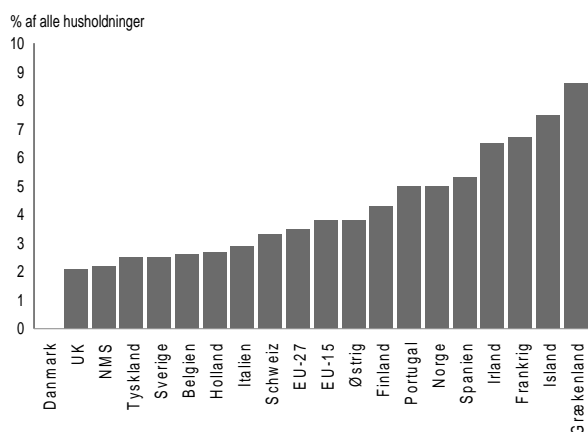


Fig. 33: Tvangsauktioner



Kilde: Danmarks Nationalbank

Kilde: Europa-Kommissionen

Foreløbige resultater af en undersøgelse gennemført af Danmarks største realkreditinstitut, Nykredit, vedrørende dets kunders situation viser desuden, at for kun 1,7 % af alle kunder og 2,5 % af kunderne med boligflexlån overstiger forholdet mellem lånets størrelse og ejendomsværdien (LTV) 100 %. Hvad angår deres finansielle stilling, har låntagere med flexlån gennemsnitligt og på tværs af aldersgrupper og regioner højere indkomster end låntagere med fastforrentede lån, og der er ikke større forskel på indkomstniveauerne for låntagere med afdragsfrie lån og låntagere med afdragslån. Eventuel frygt angående f. eks. førstegangskøbere, der har været tvunget til at tage flexlån⁷ for at komme ud på boligmarkedet, synes derfor ikke at være understøttet af oplysningerne.

Husholdningernes gælds niveau synes på den baggrund på indeværende tidspunkt ikke at udgøre en alvorlig trussel for den finansielle stabilitet i økonomien. For at få et klarere billede af situationen er der imidlertid behov for mere detaljerede mikrodata om fordelingen af aktiver og passiver mellem husholdningerne, herunder om låntyperne. Erhvervs- og

⁷ Resultaterne er baseret på indkomstoplysninger fra 2009 og låntagernes adfærd i begyndelsen af 2011.

Vækstministeriet er i øjeblikket i gang med at gennemføre en sådan undersøgelse, og den er endnu ikke afsluttet. Denne undersøgelse vil kunne belyse husholdningernes mulige sårbarhed i tilfælde af forskellige voldsomme påvirkninger af økonomien. Danmarks Nationalbank er ved at gennemføre en tilsvarende undersøgelse med hensyn til den finansielle stabilitet.

En anden udfordring vedrørende den større andel af flexlån er den øgede risiko for, at negative markedstendenser på tidspunktet for refinansiering af flexlån vil kunne få uønskede konsekvenser for boligejere og realkreditinstitutter, eftersom de fleste refinansieringsauktioner på nuværende tidspunkt finder sted i december. For at imødegå den situation har realkreditinstitutterne truffet visse foranstaltninger for at sprede auktioner til refinansiering af flexlån ud over året, således at refinansieringsrisikoen begrænses. Refinansieringsauktionerne skulle som følge heraf være spredt ud over året senest i 2017. Der er også nedsat en arbejdsgruppe bestående af finanssektoren, Danmarks Nationalbank, Finanstilsynet og Erhvervs- og Vækstministeriet, der skal vurdere behovet for at sprede refinansieringsauktionerne ud over året.

EU's kapitalkravsdirektiv, der blev gennemført i dansk ret i juli 2007, udgør endelig en potentiel udfordring for de danske realkreditinstitutter, idet det kræver et forhold på 80 % mellem lånets størrelse og ejendomsværdien (LTV) i hele løbetiden for særligt dækkede obligationer (SDO'er). Denne nye type obligationer, som blev indført i 2007 som supplement til de traditionelle realkreditobligationer (RO'er), udgør nu mere end 60 % af alle dækkede obligationer (se tekstboks 1). Under de nuværende vilkår med lav inflation og kun meget moderate boligprisstigninger er det automatiske tryk i nedadgående retning på LTV-forholdet, som kunne konstateres før krisen, ikke længere så stærkt, og det er derfor relevant at undersøge kreditinstitutternes behov for yderligere sikkerhed i tilfælde af begivenheder med negativ indvirkning på huspriserne.

Realkreditinstitutterne er i øjeblikket selv ved at gennemføre foranstaltninger, der skal give supplerende sikkerhed. F. eks. indførte Nykredit således i 2012 en såkaldt tolagsbelåning, hvor LTV-forholdet for afdragsfrie lån og/eller flexlån er begrænset til 60 %. De resterende 20 % skal dækkes gennem fastforrentede lån med afdrag. Sådanne foranstaltninger vil på effektiv vis begrænse andelen af afdragsfrie lån og flexlån. Der er endvidere nedsat en arbejdsgruppe bestående af berørte handelsorganisationer, Danmarks Nationalbank, Finanstilsynet og Erhvervs- og Vækstministeriet, som skal undersøge konsekvenserne af kravene om yderligere sikkerhed.

3.2.3. Risici for den økonomiske stabilitet.

Mens konsekvenserne af husholdningernes gæld for den finansielle stabilitet i den danske økonomi indtil videre har været begrænsede, lader det til, at boligboblen, det efterfølgende sammenbrud på boligmarkedet og den samtidige forøgelse af gælden har sat sig spor i økonomien, hvad angår økonomisk stabilitet, og dermed dens evne til at komme tilbage på rette spor efter krisen, specielt fordi husholdningerne og virksomhederne er i færd med at reducere deres gæld.

Historisk set hænger forbrugernes tillid nøje sammen med stigningerne i boligpriserne. Boligprisernes stigning mellem 2003 og 2007 gik derfor hånd i hånd med en forøgelse af forbrugernes tillid. Stigningen i boligpriserne ud over de strukturelle niveauer var følgelig nært forbundet med den efterfølgende overophedning af den danske økonomi, hvis BNP-vækst i vidt omfang fik næring fra privatforbruget. Kort efter at stigningen i boligpriserne

begyndt at tage af hen imod udgangen af 2005, begyndte forbrugertillidsindikatoren at gå nedad, og den blev negativ, da boligpriserne begyndte at falde (fig. 34).

De eskalerende økonomiske og finansielle kriser og den efterfølgende genopretning har været karakteriseret ved en historisk set stor vækst i den private opsparing, hvilket afspejler en stor konsolideringsindsats hos husholdninger og ikke-finansielle virksomheder samt i den finansielle sektor (fig. 35). Som et resultat af deres konsolideringsindsats formåede husholdningerne for første gang siden begyndelsen af 90'erne at reducere deres gældskvotestørrelse med 3 procentpoint fra det historisk set høje niveau på 314 % af den disponible indkomst i 2009 til 311 % af den disponible indkomst i 2010 og 2011 (fig. 36). I begyndelsen af 2011 var der for første gang siden 90'erne også sket en reduktion af husholdningernes nominelle gældsbyrde (fig. 37). Denne udvikling blev imidlertid efterfulgt af moderate forøgelse af den nominelle gæld i de resterende kvartaler af 2011.

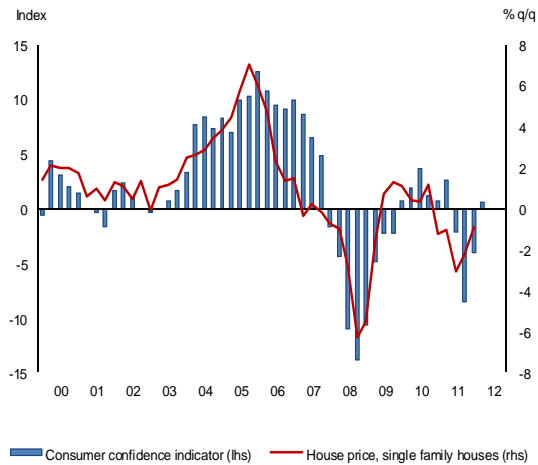
På trods af boligpriskorrekturene i de seneste år er husholdningernes nettoformue stadig pæn og stor, hvis den ses i et historisk perspektiv. Selv om husholdningernes nettoformue i vid udstrækning er afgørende for deres forbrugsmuligheder, er ejendoms- og pensionsformuer meget illikvide aktiver, som kun kan realiseres med store omkostninger. Husholdningernes øjeblikkelige tilbøjelighed til at spare og reducere deres gæld afspejler sandsynligvis et ønske om at beskytte sig mod fremtidige rentestigninger – også fordi en større del af boliglånene er flexlån.

Eftersom opsparingen i den private sektor er større end det generelle statsunderskud, er overskuddet på de løbende poster blevet meget stort, hvilket bidrager til opbygningen af Danmarks nettobeholdning af udenlandske aktiver og fører til en stigning i renteindtægterne og andre indtægter fra udlandet. Konsolideringsindsatsen i den private sektor er således positiv for økonomien, da den forbedrer det fremtidige forbrugs- og investeringspotentiale. I den nuværende situation er resultatet af denne konsolideringsindsats imidlertid, at investeringerne og privatforbruget holdes nede, hvilket lægger en dæmper på genopretningen af økonomien.

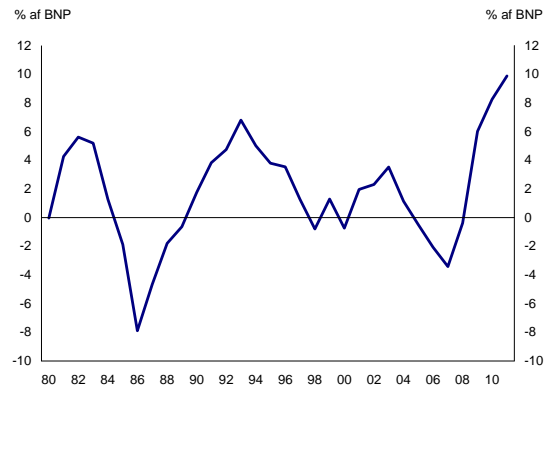
Da privatforbruget er gået meget tilbage efter udbruddet af krisen, halter Danmark således stadig et pænt stykke bagefter med hensyn til at nå tilbage til BNP-niveauerne fra før krisen - f. eks. i forhold til et andet nordisk land som Finland (fig. 38). Samtidigt var der før krisen i Danmark en meget større forøgelse af husholdningernes gæld end i Finland. Den langsomme genopretning af den danske økonomi skal selvfølgelig ses i lyset af, at økonomien allerede var overophedet før den økonomiske og finansielle krise indtraf og krævede en vis justering. Sådanne store udsving i privatforbruget kan være mindre ønskelige for forbrugerne i det omfang, de foretrækker en mere jævn udvikling i privatforbruget.

Fig. 34: Forbrugertillid og boligpriser

Fig. 35: Privat finansiell opsparingsrate (difference mellem indtægter og udgifter til forbrug og investering)

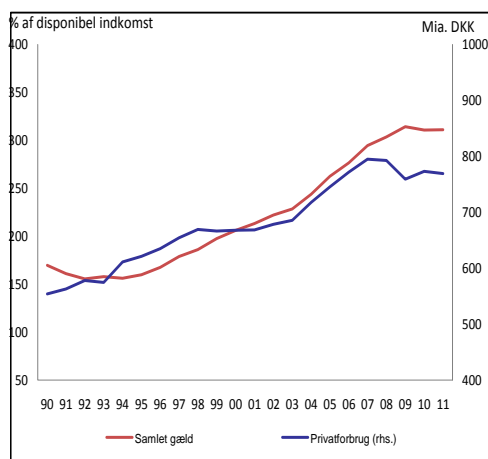


Kilde: Danmarks Statistik



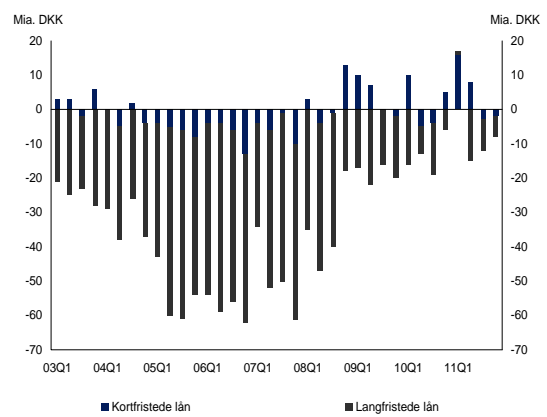
Kilde: Danmarks Statistik

Fig. 36: Husholdningernes gæld og privatforbrug



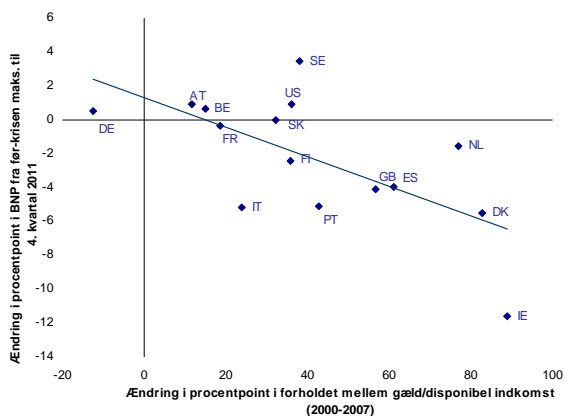
Kilde: Danmarks Statistik

Fig. 37: Husholdningernes nettolångivning



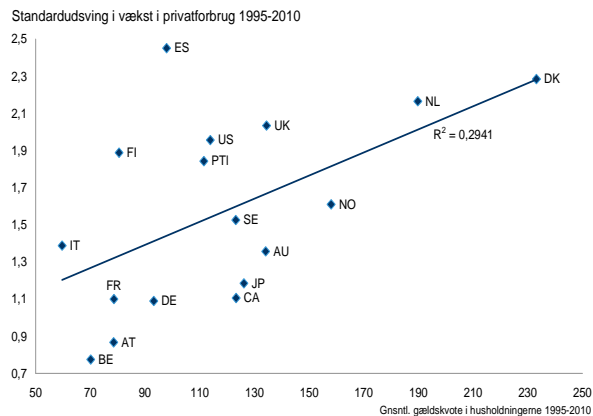
Kilde: Danmarks Nationalbank

Fig. 38: Økonomisk genopretning og ændring i husholdningernes gæld forud for krisen



Kilde: Europa-Kommissionen

Fig. 39: Husholdningernes gældskvote og udsving i privatforbruget



Kilde: Danmarks Nationalbank

I perioden 1995-2010 blev der i Danmark registreret nogle af de største udsving i privatforbruget sammenlignet med en række lande. Ifølge Isaksen et al. (2011) hænger dette sammen med husholdningernes høje bruttogælds niveau (fig. 39). De finder, at selv hvor der kontrolleres for strukturelle forskelle, generelle økonomiske udsving og udsving i nettoaktiver, så fører højere bruttogæld i husholdningerne til større udsving i privatforbruget. Det skyldes sandsynligvis, at effekten af forskellige alvorlige påvirkninger af økonomien er større, desto større gælden er i de enkelte husholdninger, og desto flere husholdninger, der er med en stor gæld. Rentestigningerne reducerer f.eks. den disponible indkomst, navnlig for husholdninger med kortfristet gæld, og medfører, at værdien for obligationer og boliger falder, hvorved formuen reduceres for husholdninger med aktiver, og det fører igen til lavere privatforbrug.

Gode muligheder for at stifte gæld kan imidlertid også bane vejen for gunstige investeringer, der kan bidrage til vækst. Det er imidlertid en vanskelig opgave at fastsætte en tærskel for husholdningernes gælds niveau i de enkelte lande, som sikrer balance mellem den positive effekt af gældsstiftelsen og den negative effekt med hensyn til større udsving i privatforbruget - samtidigt med, at der tages hensyn til sammensætningen af nettoaktiver. Udviklingen i de danske husholdningers bruttogæld og boligprisudviklingen før krisen førte imidlertid til et bruttogælds niveau, der ikke synes bæredygtigt efter boligpriskorrektionen, eftersom husholdningerne nedbringer deres gæld.

På grund af den tætte indbyrdes sammenhæng mellem huspriser og gæld afspejler det højere gælds niveau en stigning i boligpriserne, som ligger over det strukturelle niveau (som nu er blevet korrigeret), snarere end en mere permanent forøgelse af forbruget eller investeringsmulighederne. Resultatet har været større udsving i privatforbruget i Danmark sammenlignet med lande i lignende situationer, og det har været til skade for økonomien og dens evne til at komme tilbage på skinnerne efter krisen. For at undgå sådanne skadelige udsving i fremtiden forekommer det nødvendigt at forebygge procykliske tendenser på boligmarkedet.

4. POLITISKE UDFORDRINGER

Ovenstående analyse har vist, at Danmark oplever makroøkonomiske ubalancer. De er ikke uforholdsmæssigt store, men det er nødvendigt at rette op på dem. Der skal navnlig rettes opmærksomhed mod udviklingen i visse makroøkonomiske faktorer, især faktorer, som har betydning for Danmarks konkurrenceevne over for udlandet, og de risici, som kan være forbundet med husholdningernes gældsætning, så risikoen for negative påvirkninger af økonomien kan mindskes.

Problemet med konkurrenceevnen og den svage vareeksport synes at være forbundet med en stigning i de relative enhedslønomkostninger som følge af de relativt høje nominelle lønstigninger og en begrænset produktivitetsvækst. Den svage produktivitetsvækst siden midten af 1990'erne er blevet undersøgt af forskellige institutioner i Danmark og var det primære fokus for den tidligere regerings Globaliseringsråd og Vækstforum, som blev nedsat i henholdsvis 2005 og 2009. Den nuværende regering har nedsat en produktivitetskommission, som skal finde frem til problemets kerne og komme med forslag til foranstaltninger, der kan fremme produktiviteten.

Undersøgelser har foreløbigt vist, at produktivetsproblemet kan være forbundet med uddannelsessystemet og den svage konkurrence i visse sektorer. Der blev i 2011 vedtaget en konkurrencepakke, som primært havde fokus på fremstillingssektoren, detailsektoren, sundhedssektoren og tjenesteydelser i den offentlige sektor, men foranstaltningerne er stadig ikke blevet gennemført i visse sektorer, og spørgsmålet om at øge antallet af offentlige udbud i kommuner og regioner, som var nævnt i Rådets henstillinger til Danmark sidste år, drøftes med regionerne og kommunerne i juni. Det konstateres i den forbindelse i en nyere udvalgsrapport, at den danske konkurrencelov skal strammes, og at strafferammen i øjeblikket er for lav til at have en afskrækkende virkning. Selv om det af det nationale reformprogram for 2012 fremgår, at regeringen vil fremsætte et forslag til, hvordan konkurrencen kan øges, har den ikke klart forpligtet sig til eksempelvis at øge den afskrækkende virkning i tråd med ovenstående henstillinger. **Der kan derfor tages yderligere skridt til at øge konkurrencen i Danmark.**

Trods de store udgifter til uddannelse er kvaliteten af det danske uddannelsessystem kun middelgod på visse områder, frafaldet på de erhvervsfaglige uddannelser er relativt højt, og de studerende er længe om at afslutte deres studier. For at imødegå udfordringerne på dette område har regeringen præsenteret en række nye foranstaltninger på folkeskole- og ungdomsuddannelsesområdet og har iværksat initiativer, der skal øge antallet af lærepladser og dermed forhåbentlig nedbringe frafaldet. Indtil de specifikke foranstaltninger er gennemført, er udfordringen med at forbedre uddannelsessystemet dog fortsat til stede.

Hvis der findes en løsning på problemerne i uddannelsessystemet, vil det også bidrage til at forebygge uforholdsmæssigt store lønstigninger i forbindelse med fremtidige kompetencebehov og eventuel knaphed på arbejdskraft. Selv om Folketinget sidste år vedtog en omfattende reform af efterlønsordningen, er der behov for flere tiltag, der kan øge udbuddet af arbejdskraft på længere sigt. Hvis kvaliteten af uddannelserne forbedres, kunne det uden tvivl have en positiv indvirkning herpå. En reform af invalidepensions- og fleksjobordningen ville desuden være en relevant måde at løse dette problem på.

Regeringen og de finansielle institutioner har i en vis udstrækning mindsket de finansielle risici, der er forbundet med boligboblen og opbygningen af gæld i

husholdningerne. Erhvervs- og Vækstministeriet undersøger i øjeblikket, hvordan formue og gæld er fordelt blandt husholdningerne, hvilket vil kaste lys over, hvor sårbare husholdningerne er i tilfælde af forskellige kriser i økonomien. Danmarks Nationalbank er i færd med at udarbejde en tilsvarende undersøgelse vedrørende finansiel stabilitet. Resultaterne af disse undersøgelser ventes at vise, om der er sårbare områder, og udpege de konkrete tiltag, der skal iværksættes for at rette op på dem. For at imødegå de risici, der er forbundet med de mange rentetilpasningslån, som normalt blev refinansieret i december, har realkreditinstitutterne truffet foranstaltninger, der skal sprede refinansieringsauktionerne for rentetilpasningslån over hele året for at reducere refinansieringsrisikoen, og der er desuden nedsat en arbejdsgruppe, som skal se på problemet.

For at overholde EU's nye kapitalkravsdirektiv er realkreditinstitutterne desuden i færd med at gennemføre tiltag, der skal sikre yderligere sikkerhedsstillelse, hvilket effektivt vil begrænse andelen af afdragsfrie lån og rentetilpasningslån. Nykredit indfører eksempelvis et system med såkaldt tolagsbelåning bestående af et afdragsfrit og/eller rentetilpasset grundlån på op til 60 % af boligens værdi og et toplån i form af et fastforrentet lån med afdrag på op til de næste 20 % af boligens værdi. Der er endvidere nedsat en arbejdsgruppe bestående af brancheorganisationer på området, Danmarks Nationalbank, Finanstilsynet og Erhvervs- og Vækstministeriet, som skal undersøge konsekvenserne af kravet om ekstra sikkerhedsstillelse.

De økonomiske risici, der er forbundet med opbygningen af gæld under boomet på boligmarkedet, er i nogen udstrækning blevet mindsket, eftersom ændringer af rentefradraget i løbet af de kommende år forventes at gøre det mindre attraktivt at have gæld, hvilket gradvist vil nedbringe husholdningernes gælds niveau – i det mindste sammenlignet med, at der ikke blev grebet ind. Pensionsopsparingsordningerne forventes fortsat at blive udbygget over de kommende år, hvilket ventes at presse bruttogælden op uden nødvendigvis at påvirke husholdningernes finansielle nettoformue. En sådan opbygning af bruttogæld i husholdningerne ventes at være holdbar og ventes ikke at skade økonomien.

Det ville dog være nyttigt at indføre yderligere skatteforanstaltninger for at reducere risikoen for en uholdbar opbygning af gæld i husholdningerne ved at forebygge prisbobler på boligmarkedet på mellemlang sigt. Boligbeskatningens procykliske og gældsfræmmende virkninger kunne korrigeres ved at tilpasse ejendomsværdiskatten efter den faktiske ejendomsværdi eller, som den næstbedste løsning, ved at sænke rentefradraget yderligere. Det ville ikke blot genskabe neutralitet blandt investeringsalternativerne, men også frigøre penge på statsbudgettet til at sænke skatter, som er mindre skadelige for væksten, f.eks. skatten på arbejde og selskabsskatten. Ved at fjerne loftet for de årlige stigninger i den kommunale grundskyld kunne fremtidige procykliske virkninger af forsinkede skattestigninger forhindres.

Timing og sammensætningen af foranstaltninger i boligsektoren skal overvejes for at undgå unødige procykliske virkninger af faldende boligpriser og et faldende forbrug i husholdningerne i forbindelse med langsom vækst og et skrøbeligt boligmarked. I betragtning af det nuværende fald i boligpriserne kan en gradvis tilgang være nødvendig.

LITTERATURLISTE:

Arnold, J. M., B. Brys, C. Heady, Å. Johansson, C. Schwellnus og L. Vartia, "Tax policy for economic recovery and growth", *The Economic Journal*, nr. 121, 2011, s. 59-80.

Bassanini, A., L. Nunziata og D. Venn, "Job protection legislation and productivity growth in OECD countries", *IZA discussion paper*, nr. 3555, 2008.

Beltramello, A., K. D. Backer og L. Moussiégt (2012), "The Export Performance of Countries within Global Value Chains (GVCs)", *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, nr. 2, 2012.

Dam, N. A., T. S. Hvolbøl, E. H. Petersen, P. B. Sørensen og S. H. Thamsborg, "Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes?", Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 1. kvartal 2011, Del 1.

De Økonomiske Råd, Dansk Økonomi, forår 2008, kapitel 2.

De Økonomiske Råd, Dansk Økonomi, efterår 2009, kapitel 1.

De Økonomiske Råd, Dansk Økonomi, efterår 2010, kapitel 2.

Danmarks Nationalbank, Finansiell stabilitet, 2010.

Europa-Kommissionen, "Vurdering af det nationale arbejdsprogram for 2011 og konvergensprogrammet for Danmark", arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene, 2011.

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

Kristensen, K., J. D. Riishøj og J. Sørensen, "Industrieksport og lønkonkurrenceevne", Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 1. kvartal, 2010.

McKinsey & Company, "Creating economic growth in Denmark through competition", rapport udarbejdet til brug ved møde i Vækstforum, november, 2010.

McMorrow, K., "How different is Denmark?", indlæg ved konferencen "Explaining and improving productivity" i Danmarks Nationalbank, september, 2011.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, "Danmark på de globale markeder", Økonomisk Tema, nr. 5, 2007.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, Konkurrenceevneredegørelse, 2009.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, "Internationale virksomheder i Danmark", Økonomisk Tema, nr. 11, 2011.

Pedersen, E. H. og J. D. Riishøj, "Danmarks lønkonkurrenceevne", Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal, 2008.

Skaarup, M. og S. Bødker, "House prices in Denmark: are they far from equilibrium?"
Finansministeriet, Working paper no 21, 2010.

Skaksen, J. R., "International trade in services – an unexploited possibility for higher productivity?", indlæg ved konferencen "Explaining and improving productivity" i Danmarks Nationalbank, september, 2011.