

Europa-Kommissionen

Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender

Makroøkonomiske ubalancer - Danmark 2014

ENTER PUBLICATION NUMBER

KILDER OG BIDRAGYDERE

Denne rapport er udarbejdet i Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender under ledelse af vicegeneraldirektør Servaas Deroose, fungerende direktør Peter Weiss og direktør Anne Bucher.

Der er primært ydet bidrag fra Peter Weiss, Stefan Kuhnert, Frode Aasen, Joanna Leszczuk og Simona Pojar. Derudover har Lovise Bauger, Daniel Kosicki, Mats Marcusson og Balazs Palvolgyi ydet bidrag.

Der modtages gerne bemærkninger til rapporten, som kan sendes pr. post eller e-mail til:

Peter Weiss
Europa-Kommissionen
DG ECFIN, Kontor F2
B-1049 Bruxelles/Brussel.
peter.weiss@ec.europa.eu

Skæringsdatoen for denne rapport var den 25. februar 2014.

Resultaterne af de dybdegående undersøgelser i henhold til forordning (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer

De makroøkonomiske problemer i **Danmark** *indebærer ikke længere væsentlige makroøkonomiske risici og vurderes ikke længere som ubalancer ud fra kriterierne i PMU.* Tilpasningen på boligmarkedet og virkningerne af gælden i den private sektor for realøkonomien og stabiliteten i den finansielle sektor synes at være under kontrol. Der er dog brug at holde øje med denne udvikling og drivkræfterne bag den eksterne konkurrenceevne.

Nærmere bestemt forekommer de makroøkonomiske risici som følge af den høje private gæld begrænsede, selv i lyset af halerisici såsom en kombination af ugunstige rentechok og en ugunstig udvikling på arbejdsmarkedet. Husholdningernes høje gæld opvejes af husholdningernes store formuer, som afspejler de store opsparinger i pensionsfonde og fast ejendom. Husholdningerne har økonomisk hidtil kunnet klare tilpasningen af huspriserne siden 2007, idet antallet af restancer har holdt sig på et meget lavt niveau. Derudover er konklusionen på forskellige stresstest og undersøgelser, at husholdningerne ville være modstandsdygtige i tilfælde af negative chok. Den finansielle sektor synes stabil trods de resterende problemer, der løses ved hjælp af strengere regulerings- og tilsynsforanstaltninger. Hvad angår konkurrenceevnen, har Danmark tabt andele på eksportmarkedet, hvilket skyldes de kraftige lønstigninger og den svage vækst i produktiviteten. Ubalancen mellem produktiviteten og lønningerne synes dog at være konjunkturbestemt. I lyset af det store overskud på de løbende poster tyder tendensen i retning af faldende andele på eksportmarkedet ikke på, at der er risici på kort sigt. Hvad angår de offentlige finanser, forventes Danmark i væsentlig grad at have korrigeret sit uforholdsmæssigt store underskud i 2013.

COM(2014) 150 final af den 5.3.2014

Resumé og konklusioner	7
1. Indledning	9
2. Den makroøkonomiske udvikling	11
3. Ubalancer og risici	15
3.1. Konkurrenceevne og eksportresultater	15
3.2. Gældsætning i husholdningerne	17
3.2.1. Udvikling i husholdningernes gæld	17
3.2.2. Skatteincitamerter	19
3.2.3. Udviklingen i de danske boligpriser	19
3.2.4. Realkreditgæld og risici for den finansielle stabilitet	20
3.3. Finanssektoren	23
3.4. Risici for den økonomiske stabilitet	24
4. Politiske udfordringer	29
Referencer	32

LISTE OVER TABELLER

2.1. Centrale økonomiske, finansielle og sociale indikatorer - Danmark	13
--	----

LISTE OVER FIGURER

2.1. BNP-vækst, Danmark i forhold til euroområdet	11
2.2. Strømme på det danske arbejdsmarked, pct. af arbejdsstyrken, 2012	12
2.3. Sættningen af betalingsbalancens løbende poster	12
3.1. Dekomponering af ændringer i enhedslønsmålinger sammenlignet med euroområdet	15
3.2. Lønninger og produktivitet i den private sektor	15
3.3. Tab af eksportmarkedsandele (kumuleret ændring over 5 år)	15
3.4. Dekomponering af eksportmarkedsandele	16
3.5. Geografisk og sektorspecifik sættning af ændringer i eksportandele	16
3.6. Dynamik og konkurrenceevne i de 10 lande, der eksporteres mest til (2010-2012)	17
3.7. Vækst i danske eksportmarkedsandele 1995-2012 (industrieksport, mængder)	17
3.8. Husholdningsgæld	18

3.9. Sammenhæng mellem husholdningernes pensionsformue og bruttogæld på tværs af lande, 2012	19
3.10. Udvikling i boligindekset og MFI-lån til boligkøb	20
3.11. Pris i forhold til husleje og pris i forhold til indkomst	20
3.12. Forskelle relative boligpriser	20
3.13. Opdeling af gæld i forhold til økonomisk margin, familier med realkreditgæld, stramt budget, 2010	21
3.14. Antal familier med afdragsfrie lån, der udløber	22
3.15. Restancer, tvangsauktioner og realkreditinstitutternes nedskrivninger	22
3.16. Finansieringsstruktur	23
3.17. Udvikling i husholdningsgælden over et konjunkturforløb (t=1986 og 2007)	25
3.18. Pres på kreditudbud og -efterspørgsel	25

LISTE OVER BOKSE

3.1. Det danske realkreditsystem	26
3.2. Bankredningspakkerne	27

RESUMÉ OG KONKLUSIONER

I april 2013 konkluderede Kommissionen, at Danmark befandt sig i en situation med alvorlige makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til udviklingen i husholdningernes gæld, på boligmarkedet og til en vis grad i den eksterne konkurrenceevne. Eftersom der blev konstateret en ubalance i april, konkluderede Kommissionen i rapporten om varslingsmekanismen, som blev offentliggjort den 13. november 2013, at det ville være hensigtsmæssigt at undersøge, om disse ubalancer fortsat består eller er under afvikling. Derfor indeholder denne dybdegående undersøgelse en økonomisk analyse af den danske økonomi i overensstemmelse med overvågningen som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer. Undersøgelsen giver navnlig anledning til at konstatere og konkludere følgende:

For at bevare det relativt høje velfærdsniveau i Danmark består en af de vigtigste udfordringer i at øge produktivitetsvæksten. Analysen i afsnit 3 peger på, at tabet af eksportmarkedsandele kan knyttes sammen med forringelsen af omkostningskonkurrenceevnen i tiåret frem til den økonomiske krise, som navnlig skyldtes kraftige lønstigninger i en situation med økonomisk overophedning i 2006-2007. Lønudviklingen er stillet væsentligt af i de seneste år, hvilket gradvis har mindsket problemet med konkurrenceevnen. Den svage produktivitetsvækst i de seneste to årtier er fortsat et problem.

Risiciene som følge af husholdningernes høje gældsætning synes at være begrænsede, og realkreditsystemet synes at være solidt. Gælden i den private sektor, især i husholdningerne, er et strukturelt træk ved den danske økonomi. Det er relateret til landets realkreditsystem, som sikrer lave risici for kunderne og bankerne ved finansiering af realkreditlån, i og med at der er nøje overensstemmelse mellem det realkreditlån, som en boligejer optager, og de obligationer, som realkreditinstituttet udsteder til at finansiere det pågældende lån. Det danske boligmarked synes at være ved at komme sig oven på krisen, og husholdningerne har økonomisk været i stand til at modstå boligprisjusteringerne mellem 2007 og 2012. Da boblen på boligmarkedet bristede, faldt husholdningernes nettoformue. Deres nettoaktivstilling har dog været komfortabel, hvilket afspejles af betydelige aktiver i pensionsfonde og fast ejendom, og stigningen i realkreditlånsrestancer har været marginal. Eftersom aktiverne i høj grad overstiger passiverne, er de danske husholdningers nettoformuesituation på nogenlunde samme niveau som i andre EU-lande. Hvis der opstår en situation, hvor risiciene for lav økonomisk vækst, stigende arbejdsløshed, stigende renter og faldende boligpriser materialiseres samtidig, kan den danske finanssektor blive truet. Realkreditsektoren synes dog at være solid, og indførelsen af strammere krav til afdragsfrie lån og variabelt forrentede lån har mindsket de fremtidige risici. Desuden gennemføres nedgearingen i den danske husholdningssektor på en velordnet måde. Ikke desto mindre er det en langvarig proces at reducere husholdningernes bruttogæld, og det forventes at stå på i endnu en række år.

Den danske finanssektor er fortsat stabil. Der er visse udfordringer, men de håndteres ved hjælp af de skærpede regulerings- og tilsynsmæssige foranstaltninger, som de danske myndigheder har iværksat. Især er der indført redskaber til bedre overvågning af uafhængige banker, f.eks. "tilsynsdiamanten", oprettelsen af en bankafviklingsordning (baseret på Finansiell Stabilitet) og etableringen af nye institutioner til at føre makroprudentielt tilsyn.

I den dybdegående undersøgelse gøres der også rede for de politiske udfordringer, som disse ubalancer medfører, og hvad der videre kan gøres for at tackle dem. Følgende elementer kan tages i betragtning:

Hvad angår udfordringen med at forbedre den eksterne konkurrenceevne, kan der overvejes forskellige aspekter. Den største udfordring er fortsat, at det er nødvendigt at øge produktivitetsvæksten. Den danske regering har i den forbindelse truffet en række foranstaltninger og bl.a. nedsat en Produktivitetskommission, som har to år til at analysere udviklingen i produktiviteten i den danske økonomi og fremsætte anbefalinger til, hvordan man kan øge produktivitetsvæksten. Den har allerede, siden den blev nedsat i begyndelsen af 2012, offentliggjort en række undersøgelser og forventes at forelægge sin endelige rapport med anbefalinger i løbet af første kvartal af 2014. Ifølge Produktivitetskommissionens foreløbige konstateringer skyldes den svage produktivitetsvækst i vid

udstrækning en langsom produktivitetsvækst i den private servicesektor. Denne udvikling kan delvis forklares af en manglende konkurrence på grund af overdreven regulering og mangel på internationalisering. Produktivitetskommissionens arbejde forventes i løbet af foråret at blive fulgt op af de danske myndigheder med nye foranstaltninger, der skal øge produktivitetsvæksten. Der opfordres kraftigt til, at man gør denne indsats, som er afgørende for at sikre det relativt høje velfærdsniveau i Danmark for fremtiden.

Hvad angår udfordringen med husholdningernes høje gæld og følgerne for realøkonomien, kan der overvejes en række foranstaltninger. For at sikre stabiliteten i boligsektoren er det afgørende at fokusere på at undgå procyklisk beskatning, at sikre et stabilt realkreditmarked, mindske beskatningens gældsfræmmende virkninger og at føre en sund og holdbar finanspolitik. Nøglen til at gøre realkreditmarkedet mere stabilt og robust er at mindske husholdningernes incitamenter til at optage gæld, især mere risikobetonede lån. Det er man allerede i færd med, og de foranstaltninger, der er truffet af de danske myndigheder og realkreditinstitutter, går i den rigtige retning. Et næste skridt kunne være at indføre reguleringsmæssige regler for realkreditinstitutter med et strengere og mere sektorspecifikt tilsyn (en ny "tilsynsdiamant") og at forlænge løbetiden på de korte obligationer, der bruges til finansiering af realkreditlån.

Hvad angår udfordringen med det finansielle systems stabilitet på mellemlang sigt, er den danske finanssektor blevet styrket, og reglerne er blevet skærpet. Det er en direkte konsekvens af de foranstaltninger, som de danske myndigheder har truffet for at identificere, overvåge og begrænse risiciene for den finansielle stabilitet. Der rettes nu større opmærksomhed mod systemiske finansielle risici, og myndighederne har fastsat strengere krav for systemisk vigtige finansielle institutioner. Bankernes likviditet er blevet yderligere styrket i kraft af bankredningspakke 4 og 5. Der er dog nogle få ikke-systemiske banker, som stadig er nødt til at justere deres balancer og mindske deres indlånsunderskud for at overholde de kommende bestemmelser om likviditet. Desuden vil en løbende overvågning af de interne ratingbaserede modeller, der anvendes i de systemisk vigtige banker, og af gearingsgraden og opretholdelsen af en effektiv finansiell overvågning ("tilsynsdiamanten") yderligere kunne mindske den finansielle sektors sårbarhed.

1. INDLEDNING

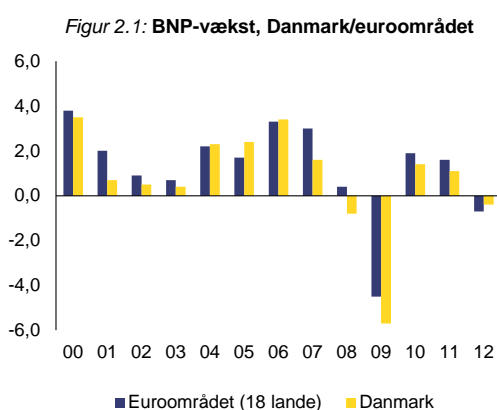
Den 13. november 2013 forelagde Europa-Kommissionen sin anden rapport om varslingsmekanismen, der er udarbejdet i overensstemmelse med artikel 3 i forordning (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer. Rapporten fungerer som et første screeninginstrument, der bidrager til at identificere de medlemsstater, hvor udviklingen kræver en yderligere dybdegående undersøgelse 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 findes en ubalance i henhold til lovgivningen, og hvilken form for opfølgning den vil anbefale Rådet.

Dette er den tredje dybdegående undersøgelse af Danmark. Den foregående dybdegående undersøgelse blev offentliggjort den 10. april 2013, og på baggrund heraf konkluderede Kommissionen, at Danmark befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer med hensyn til husholdningernes høje gældsætning og de fortsatte justeringer på boligmarkedet. Samlet set fandt Kommissionen i rapporten om varslingsmekanismen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april 2013 var hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der fortsat består ubalancer, eller om de er under afvikling. Derfor ses der i denne dybdegående undersøgelse bredt på den danske økonomi i overensstemmelse med overvågningen som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

På den baggrund er denne dybdegående undersøgelse opbygget som følger: Afsnit 2 indeholder en oversigt over de generelle makroøkonomiske udviklingstendenser, der har medvirket til forekomsten af ubalancer i Danmark. I afsnit 3 ses der nærmere på disse ubalancer og risici. I afsnit 4 diskuteres eventuelle politiske løsningsforslag.

2. DEN MAKROØKONOMISKE UDVIKLING

Den finansielle og økonomiske krise i 2008-2009 bragte en ende på en periode med næsten konstant vækst mellem 1995 og 2007. I 2006-2007 viste den danske økonomi klare tegn på overophedning, som skyldtes støtte stigninger i bygge- og anlægsarbejder, investeringer og det private forbrug som følge af en høj kreditvækst og en kraftig stigning i boligpriserne. I 2007 begyndte en korrektion af boligmarkedet, som udløste en økonomisk afmatning, allerede før den finansielle og økonomiske krise satte ind. Generelt set har de danske konjunkturer bevæget sig parallelt med dem i euroområdet, men siden 2000 har BNP-væksten dog i de fleste år været lavere end i euroområdet (figur 2.1).



Kilde: Eurostat

Genopretningen af den danske økonomi efter den økonomiske afmatning har været meget svag. I tredje kvartal af 2013 lå BNP nogenlunde på samme niveau som i tredje kvartal af 2010 og stadig 5 % under højdepunktet før krisen, som var i andet kvartal af 2008. I 2013 anslås BNP til at være vokset med blot 0,3 %, idet BNP-væksten dog blev øget i årets løb. Den økonomiske vækst forventes at tage til i 2014 og 2015 med en real BNP-vækst på henholdsvis 1,7 % og 1,8 %⁽¹⁾.

Den danske økonomi har nydt godt af "safe-haven"-kapitaltilstrømninger. Under statsgældskrisen i Europa har en del internationale investorer søgt tilflugt i højtratede danske realkredit- og statsobligationer. Dette har resulteret i meget lave rentesatser og støttet den private efterspørgsel og det danske boligmarked. Det økonomiske opsving er dog blevet bremset af den

igangværende nedgearing i husholdningerne og erhvervslivet efter de betydelige tab ved krisens start og de forholdsvis dårlige eksportresultater.

Arbejdsmarkedet har været forholdsvis robust trods den svage økonomiske fremgang siden 2009. En del af forklaringen herpå kan være, at den langsomme genopretning til en vis grad afspejler svage præstationer i sektorer med høj værditilvækst, men med en relativt lav beskæftigelsesintensitet, såsom olieudvinding i Nordsøen og finanssektoren. Ud over disse to sektorer har genopretningen i resten af den private sektor – som tegner sig for 95 % af beskæftigelsen i den private sektor – været langt mere markant⁽²⁾.

Det danske arbejdsmarked er fleksibelt, også hvad angår løndannelse. De danske lønninger, som forhandles mellem arbejdsmarkedets parter, reagerede hurtigt på udbruddet af den økonomiske krise. Den svagere lønudvikling har været medvirkende til, at arbejdsløsheden kun er steget svagt, og den har også støttet konkurrenceevnen. Det danske arbejdsmarked har været dynamisk, selv da krisen toppede. Jobomsætningen er meget høj, idet tæt ved 20 % af de ansatte skifter job hvert år⁽³⁾. Det betyder, at der er høj ind- og udstrømning i arbejdsløsheden (figur 2.2) og derfor en forholdsvis lav langtidsledighed (1,7 % af den erhvervsaktive befolkning i tredje kvartal af 2013), hvilket er med til at begrænse de sociale følger af krisen og mindsker risikoen for hysteresis. I tredje kvartal af 2013 lå beskæftigelsesfrekvensen på 73 %, hvilket er det femte højeste i EU⁽⁴⁾.

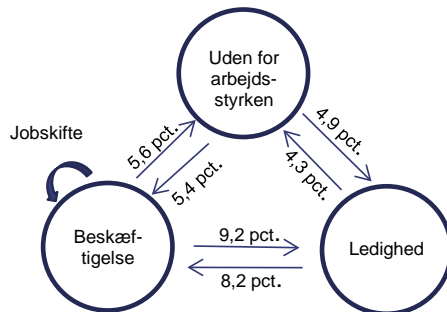
⁽²⁾ Europa-Kommissionen (2013).

⁽³⁾ Finansministeriet (2014).

⁽⁴⁾ Beskæftigelsesfrekvensen var højere i Sverige, Nederlandene, Tyskland og Østrig.

⁽¹⁾ Europa-Kommissionen (2014).

Figur 2.2: Strømme på det danske arbejdsmarked, procent af arbejdsstyrken, 2012



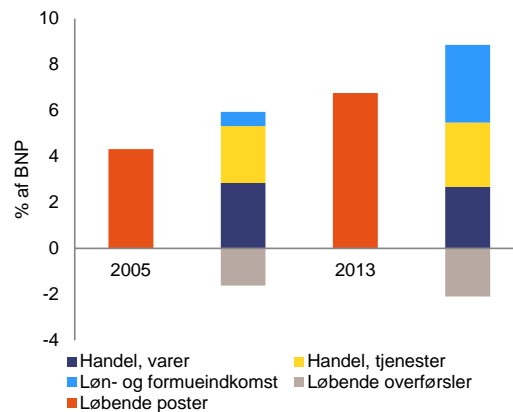
Kilde: Finansministeriet

Betalingsbalancens løbende poster har været positive i mere end to årtier. Den danske økonomi er i øjeblikket kendetegnet ved en særlig kombination af store tab af eksportmarkedsandele, svag konkurrenceevne og store overskud på de løbende poster. Sammenlignet med situationen i 2005 er overskuddet på de løbende poster steget fra 4,3 % til ca. 7 % af BNP i 2013⁽⁵⁾. Handelsbalancen har ligget på nogenlunde samme niveau i to år, mens overskuddet på de løbende poster afspejler et højere overskud på balancen for løn- og formueindkomst (figur 2.3).

Det store overskud på de løbende poster er således ikke et tegn på konkurrencemæssig styrke, men afspejler snarere en svag indenlandsk efterspørgsel, store besparelser i erhvervslivet og større afkast på investeringer i udlandet end i Danmark. Samtidig har den internationale nettoinvesteringsposition (NIIP) været positiv siden 2009 og nåede i 2012 op på 38 % af BNP.

⁽⁵⁾ I skrivende stund forelå der kun nationalregnskabsdata op til tredje kvartal af 2013.

Figur 2.3: Løbende poster - sammensætning



Kilde: Danmarks Statistik

Erhvervsinvesteringerne har været svage, siden finanskrisen brød ud, og opsparringen i erhvervslivet er historisk høj. Trods regeringens skatteincitament under "investeringsvinduet", som udløb ved årets udgang, har investeringsaktiviteten været lav, og opsparringen blandt de ikke-finansielle selskaber har siden 2010 ligget over 10 % (den gennemsnitlige rate i 1990-2009 var 2,6 %). Virksomhedernes opsparring forventes at forblive på et højt niveau i de kommende år. På den ene side støttes investeringerne af, at de økonomiske udsigter generelt forbedres, efterhånden som opsvinget tager fart, samt af virkningerne af den ophobede efterspørgsel efter en lang periode med lave investeringer. På den anden side ligger kapacitetsudnyttelsen stadig under det historiske gennemsnit (80,5 % i industrien i første kvartal af 2014), hvilket mindsker behovet for nye investeringer.

Boligpriserne i Danmark ser ud til at have nået lavpunktet efter korrektionen mellem 2007 og 2012. Udviklingen på boligmarkedet tyder ikke på ustabile forhold. Boligprisernes nuværende niveau synes at være i overensstemmelse med de langsigtede tendenser, og risikoen for yderligere boligprisjusteringer synes at være begrænset. Husholdningernes gældsniveau er højt, men deres nettoaktivstilling er stadig komfortabel med aktiver, der langt overstiger passiverne.

Kreditstandarderne har været stramme, men stabile i 2013. Ifølge den seneste

udlånsundersøgelse fra Danmarks Nationalbank⁽⁶⁾ var bankernes og realkreditinstitutternes kreditpolitik stort set stabil i 2013, både over for virksomheder og private kunder. Denne stabilisering kommer efter en stramning af kreditstandarderne under den finansielle krises højdepunkt i 2008-2009 og igen under statsgældskrisen i 2011-2012.

⁽⁶⁾ Danmarks Nationalbank (2014).

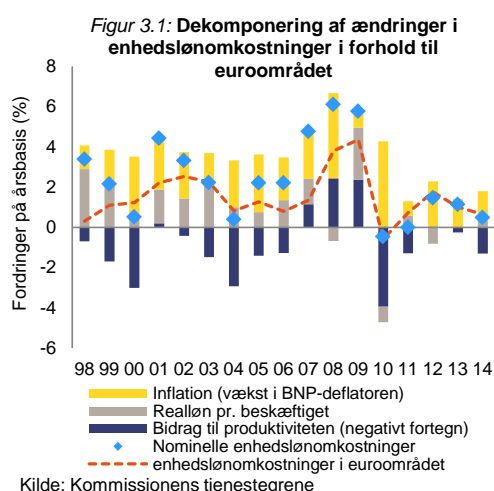
Tabel 2.1. Centrale økonomiske, finansielle og sociale indikatorer - Danmark										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Prognoser			
	2013	2014	2015							
Realt BNP (på årsbasis)	1,6	-0,8	-5,7	1,4	1,1	-0,4	0,3	1,7	1,8	
Privat forbrug (på årsbasis)	3,0	-0,3	-3,6	1,3	-0,7	-0,1	0,4	1,4	1,7	
Offentligt forbrug (på årsbasis)	1,3	1,9	2,1	0,2	-1,4	0,4	0,3	1,5	0,6	
Faste bruttoinvesteringer (på årsbasis)	0,4	-4,2	-15,9	-2,1	3,3	0,8	1,7	2,7	3,1	
Eksport af varer og tjenester (på årsbasis)	2,8	3,3	-9,5	3,0	7,0	0,4	0,9	3,1	4,0	
Import af varer og tjenester (på årsbasis)	4,3	3,3	-12,3	3,5	5,9	0,9	2,5	3,0	3,8	
Outputgab	3,8	1,6	-4,7	-4,0	-3,6	-4,6	-4,9	-4,2	-3,6	
Bidrag til vækst i BNP:										
Indenlandsk efterspørgsel (på årsbasis)	1,9	-0,6	-4,5	0,4	-0,2	0,2	0,6	1,6	1,5	
Varebeholdning (på årsbasis)	0,3	-0,3	-2,3	1,1	0,4	-0,3	0,4	-0,2	0,0	
Nettoeksport (på årsbasis)	-0,7	0,1	1,1	-0,1	0,9	-0,2	-0,7	0,3	0,3	
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)	1,4	2,9	3,4	5,8	5,9	6,0	.	.	.	
Handelsbalance (% af BNP)	2,5	3,2	4,1	5,8	5,4	5,2	.	.	.	
Bytteforhold, varer og tjenester (på årsbasis)	-0,4	1,5	-0,5	3,7	-2,4	0,0	3,4	-0,2	-0,3	
International nettoinvesteringsposition (% af BNP)	-5,8	-5,1	4,4	14,0	28,7	37,8	.	.	.	
Ekstern gæld, netto (% af BNP)	34,8	30,8	28,2	22,7	14,8	11,9	.	.	.	
Ekstern gæld, brutto (% af BNP)	170,4	176,3	188,9	190,6	183,3	181,8	.	.	.	
Eksportresultater ift. udviklede lande (procentvis ændring over 5 år)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Eksportmarkedsandele, varer og tjenester (%)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Opsparingskvote i husholdninger (nettoopsparing i % af disponibel nettoindkomst)	-4,0	-3,7	0,1	0,0	0,7	-0,7	.	.	.	
Långivning i den private sektor (konsolideret, % af BNP)	18,8	18,1	-2,1	6,7	-2,3	5,9	.	.	.	
Gæld i den private sektor (konsolideret, % af BNP)	224,1	237,3	250,9	242,9	237,1	238,6	.	.	.	
Deflateret boligprisindeks (på årsbasis)	1,3	-7,7	-13,3	0,1	-4,3	-5,4	.	.	.	
Boliginvesteringer (% af BNP)	6,3	5,3	4,2	3,8	4,6	4,2	.	.	.	
Forpligtelser i alt i finanssektoren, ikke-konsolideret (på årsbasis)	10,5	6,4	0,8	9,1	4,8	5,0	.	.	.	
Kernekapitalprocent (1)	.	10,4	14,4	15,1	15,5	17,3	.	.	.	
Samlet solvensgrad (2)	.	13,1	16,1	16,2	16,9	18,7	.	.	.	
Dubiose og misligholdte lån i alt, brutto (% af samlede gældsinstrumenter og samlede lån og tilgodehavender) (2)	.	1,6	2,8	3,1	3,0	3,9	.	.	.	
Beskæftigelse, personer (på årsbasis)	1,9	1,5	-3,1	-2,2	-0,3	-0,3	0,1	0,5	0,5	
Arbejdsledighed	3,8	3,5	6,0	7,5	7,6	7,5	7,0	6,9	6,7	
Langtidsledighed (% af den aktive befolkning)	0,6	0,5	0,6	1,5	1,8	2,1	.	.	.	
Ungdomsarbejdsledighed (% af den aktive befolkning i samme aldersgruppe)	7,3	8,1	11,8	13,9	14,3	14,0	12,9	.	.	
Erhvervsfrekvens (15-64 år)	80,1	80,7	80,2	79,4	79,3	78,6	.	.	.	
Unge, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse (% af den samlede befolkning)	4,3	4,3	5,4	6,0	6,3	6,6	.	.	.	
Personer i risiko for fattigdom eller social eksklusion (% af den samlede befolkning)	16,8	16,3	17,6	18,3	18,9	19,0	.	.	.	
Fattigdomsrisikosats (% af den samlede befolkning)	11,7	11,8	13,1	13,3	13,0	13,1	.	.	.	
Sats for alvorlige materielle afsavn (% af den samlede befolkning)	3,3	2,0	2,3	2,7	2,6	2,8	.	.	.	
Personer i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet (% af den samlede befolkning)	10,1	8,5	8,8	10,6	11,7	11,3	.	.	.	
BNP-deflator (på årsbasis)	2,3	4,2	0,7	4,3	0,7	2,3	2,4	1,3	1,5	
Harmoniseret forbrugerprisindeks (på årsbasis)	1,7	3,6	1,1	2,2	2,7	2,4	0,5	1,5	1,7	
Nominelle lønomsætninger pr. ansat (på årsbasis)	3,6	3,5	3,3	3,5	1,3	1,4	1,2	1,8	2,0	
Arbejdsproduktivit (reale termer, pr. ansat, på årsbasis)	-1,1	-2,4	-2,4	3,9	1,3	0,0	.	.	.	
Enhedslønomkostninger (hele økonomien, på årsbasis)	4,8	6,1	5,8	-0,5	0,0	1,5	1,0	0,7	0,6	
Reelle enhedslønomkostninger (på årsbasis)	2,4	1,8	5,1	-4,5	-0,7	-0,8	-1,4	-0,6	-0,9	
Real effektiv valutakurs (enhedslønomkostninger, på årsbasis)	4,0	4,4	4,0	-4,0	-1,6	-3,3	2,0	1,2	-0,7	
Real effektiv valutakurs (harmoniseret forbrugerprisindeks, på årsbasis)	0,7	2,0	2,6	-4,4	-0,7	-2,8	0,9	1,7	-0,1	
Offentlig saldo (% af BNP)	4,8	3,2	-2,7	-2,5	-1,9	-3,8	-0,3	-1,3	-2,7	
Strukturel budgetsaldo (% af BNP)	2,5	2,2	0,2	-0,1	0,2	0,6	1,1	-0,3	-0,5	
Offentlig bruttogæld (% af BNP)	27,1	33,4	40,7	42,8	46,4	45,4	42,4	41,6	43,1	
(1) indenlandske bankkoncerner og uafhængige banker.										
(2) indenlandske bankkoncerner og uafhængige banker, udenlandsk (EU og ikke-EU) kontrollerede datterselskaber og udenlandsk (EU og ikke-EU) kontrollerede afdelinger.										
Kilde: Eurostat, ECB, AMECO.										

3. UBALANCER OG RISICI

I april 2013 konkluderede Europa-Kommissionen, at Danmark befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til den eksterne konkurrenceevne og husholdningernes gæld kombineret med sårbarheder på boligmarkedet. I rapporten om varslingsmekanismen, der blev offentliggjort i november 2013, vurderede Kommissionen, at disse ubalancer indebærer potentielle risici for den makroøkonomiske stabilitet. Derfor fokuseres der i dette afsnit på overvågningen og vurderingen af, om der fortsat består ubalancer.

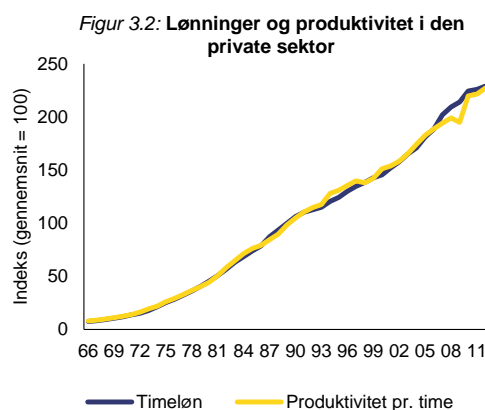
3.1. KONKURRENCEEVNE OG EKSPORTRESULTATER

Siden midten af 1990'erne har stigningen i enhedslønomkostninger næsten konstant været højere end i euroområdet (figur 3.1). Dette afspejler både en svag produktivitetsvækst og relativt høje lønstigninger. Udviklingen blev forværret af en overophedning af økonomien i årene lige før finanskrisen. I den periode førte de stramme arbejdsmarkedsvilkår til høje lønstigninger, samtidig med at produktivitetsvæksten var svag og endog negativ i nogle år, hvilket resulterede i en meget stor stigning i enhedslønomkostningerne.



I kølvandet på krisen er produktivitetsvæksten blevet forbedret, og lønstigningerne har været mere moderate. Det har sat Danmark i stand til at genvinde en del af den tabte konkurrenceevne siden midten af 1990'erne og dermed mindske den

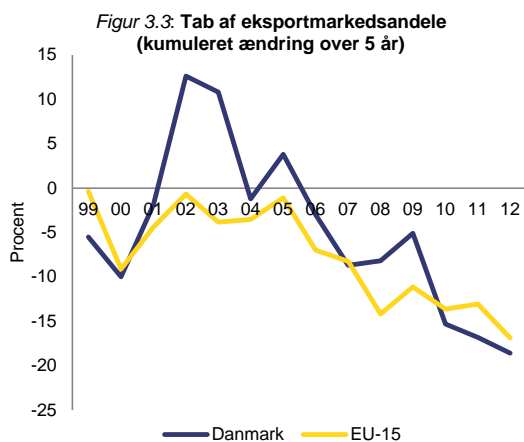
skævhed mellem løn- og produktivitetsudviklingen, der opstod under den økonomiske overophedning (figur 3.2). Den årlige vækst i nominelle enhedslønomkostninger er faldet fra næsten 6 % i 2008 og 2009 til 1,6 % i 2012.



Ligesom de fleste andre industrialiserede økonomier har Danmark mistet eksportmarkedsandele. Denne tendens, der går igen blandt de industrialiserede lande, synes at hænge sammen med de nye vækstmarkeders integration i den globale økonomi⁽⁷⁾. Siden århundredeskiftet har Danmarks tab af eksportmarkedsandele i store træk fulgt den gennemsnitlige udvikling i andre EU15-lande⁽⁸⁾, (figur 3.3). Siden 2010 har de kumulerede tab over fem år været en anelse større i Danmark end gennemsnittet i EU15.

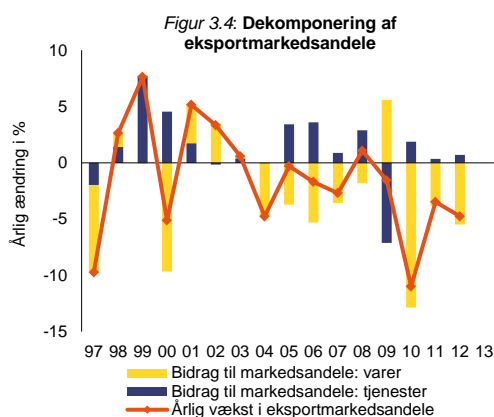
⁽⁷⁾ OECD (2014).

⁽⁸⁾ De medlemsstater, der er optaget i EU siden 2004, er her filtreret fra, da disse lande har arbejdet på at indhente niveauet i resten af EU.



Kilde: Eurostat

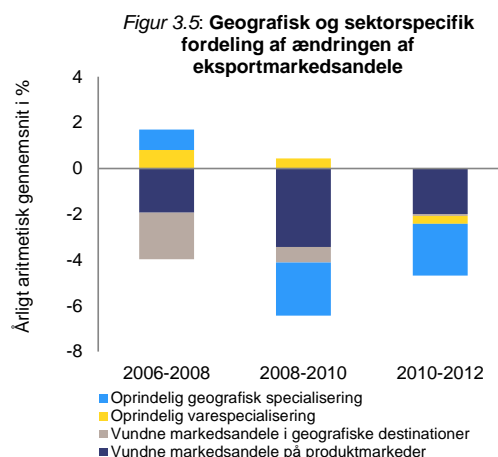
Danmarks tab af eksportmarkedsandele ser ud til at være relateret til en negativ udvikling i omkostningskonkurrenceevnen. Som nævnt i de foregående to dybdegående undersøgelser synes Danmarks svage resultater med eksport af varer i de seneste ti år at være forbundet med stigende enhedslønomkostninger. Tabet af eksportmarkedsandele er større i mængde end i værdi, hvilket afspejler den konstante forbedring af bytteforholdet i de seneste år. Tabet af eksportmarkedsandele synes at være relateret til udviklingen af vareeksporten, mens der inden for eksport af tjenester, som primært omfatter søtransport, er opnået bedre resultater (figur 3.4)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Danmarks konkurrenceevneproblemer overdrives, hvis der udelukkende fokuseres på udviklingen i relative enhedslønomkostninger. Danmark har registreret en konstant positiv udvikling i bytteforholdet siden begyndelsen af dette århundrede. Ifølge en nylig undersøgelse fra

Finansministeriet afspejler denne udvikling det specifikke specialiseringsmønster i de danske virksomheder, som synes at have specialiseret sig inden for områder med en global produktivitetsvækst, der ligger under gennemsnittet, og hvor enhedslønomkostningerne og priserne derfor vokser hurtigere end gennemsnittet for andre landes eksportvarer⁽⁹⁾. Det søges i undersøgelsen at fastslå, om rentabiliteten i den danske produktionssektor hæmmes af højere enhedslønomkostninger i forhold til konkurrenterne i udlandet, eller om de højere enhedslønomkostninger afspejler en specialisering i brancher med lav produktivitetsvækst og høj omkostningsvækst. Ved at korrigere for den danske industris bedre bytteforhold og måle den relative lønkvote, bekræftes det i undersøgelsen, at konkurrenceevnen er forværret, men mindre end målt ved relative enhedslønomkostninger.



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

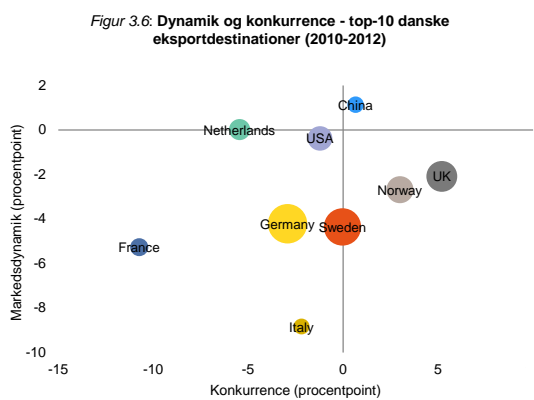
Tabene af eksportmarkedsandele er steget i 2010-13 trods en gunstigere udvikling i enhedslønomkostningerne. Dette kunne tyde på, at der er andre faktorer, som gør sig gældende. En shift-share-analyse⁽¹⁰⁾ bekræfter dog, at tabet af markedsandele siden 2006 i langt højere grad skyldes svage eksportresultater end en oprindelig specialisering (figur 3.5). Siden 2008 har tabene som følge af en ugunstig oprindelig geografisk orientering dog også spillet en rolle, mens

⁽⁹⁾ Finansministeriet (2014).

⁽¹⁰⁾ Dekomponeringen muliggør en differentiering mellem udviklingen i markedsandele i forbindelse med landets oprindelige geografiske specialisering eller varespecialisering og det reelle tab af markedsandele, dvs. tab på grund af ringere resultater på specifikke markeder, hvor landet er allerede repræsenteret.

varesammensætningen generelt set har haft en neutral effekt⁽¹¹⁾. Tabet af markedsandele på grund af en oprindelig geografisk specialisering afspejler muligvis det danske fokus på det europæiske marked (figur 3.6). Målt i værdi går 60 % af de danske eksportvarer og 45 % af eksporten af tjenester direkte til andre EU-lande. Danmark vil derfor kunne drage fordel af at være bedre repræsenteret på nye markeder med høj vækst.

I 1995-2012 har Danmark mistet eksportmarkedsandele inden for industrieksport på fire ud af de fem største eksportmarkeder (Tyskland, Sverige, Norge og UK), men har formået at øge sine markedsandele i USA (figur 3.7). De bedre resultater i USA skyldes hovedsagelig en stærk vækst i eksporten af kemikalier (herunder lægemidler) og maskiner og transport. Danmark har generelt øget sine industrimarkedsandele mest på de markeder, der traditionelt ikke har været vigtige eksportdestinationer, f.eks. Canada og Mexico⁽¹²⁾.



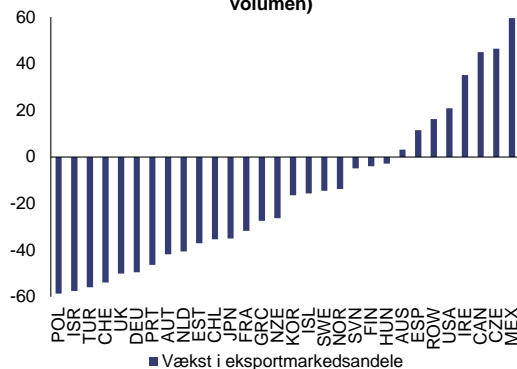
Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Anm.: Størrelsen på boblerne angiver vægtning af eksportdestination i forhold til samlet eksport. Markedsdynamik angiver forskellen mellem importvækst i det pågældende land og vækst i global import. Konkurrence angiver forskellen mellem vækst i landets eksport til Danmark og samlet eksport til Danmark.

⁽¹¹⁾ Se også Beltramello et al. (2012), som finder, at Danmarks tab af eksportmarkedsandele i 1995-2007 hovedsagelig skyldes eksportresultaterne og ikke i så høj grad geografisk eller sektorspecifik specialisering.

⁽¹²⁾ Økonomi- og Indenrigsministeriet (2013). Undersøgelsen er baseret på data fra OECD og indeholder derfor ikke data for BRIK-landene. Disse lande indgår dog i kategorien "resten af verden", hvor Danmark også har formået at øge sine markedsandele.

Figur 3.7: Vækst i danske eksportmarkedsandele 1995-2012 (industri, volumen)



Kilde: Økonomi- og Indenrigsministeriet

Danmarks forværrede resultater på eksportmarkederne giver basis for en yderligere justering af enhedslønomsatningerne. Lønningerne fastlægges ved forhandlinger mellem arbejdsmarkedets parter, men det forekommer at være muligt at indføre nye foranstaltninger for at øge produktivitetsvæksten. Som i mange andre europæiske lande faldt produktivitetsvæksten i Danmark i midten af 1990'erne. Og den økonomiske afmatning i Danmark har været endnu mere udtalt end i lande som Nederlandene, Sverige og Tyskland. Ifølge OECD⁽¹³⁾ steg arbejdsproduktiviteten med gennemsnitligt 0,94 % i Danmark i perioden 1995-2011, mens det tilsvarende tal var på 1,98 % i Sverige og 1,23 % i Nederlandene. Mens Sverige især har oplevet, at væksten i totalfaktorproduktiviteten i høj grad har bidraget til væksten i arbejdsproduktiviteten, har denne komponent haft en negativ indvirkning i Danmark.

Produktivitetsvæksten har været særlig svag i de dele af den private servicesektor, der er rettet mod hjemmemarkedet og derfor ikke er udsat for udenlandsk konkurrence. Ifølge Produktivitetskommissionen⁽¹⁴⁾ kan den svage udvikling i den del af den private servicesektor, der fokuserer på hjemmemarkedet, skyldes

⁽¹³⁾ OECD (2013).

⁽¹⁴⁾ Produktivitetskommissionen, som er nedsat af regeringen, forventes at afslutte sit arbejde i første kvartal af 2014 efter i to år at have analyseret udviklingen i den danske produktivitet og fremsætte anbefalinger til, hvordan man kan øge produktivitetsvæksten.

faktorer, som forholdsvis svag virksomhedsdynamik⁽¹⁵⁾ og mangel på konkurrence, f.eks. på grund af overdrevent bureaukrati og utilstrækkelig internationalisering. Den svage konkurrence i den indenlandsk orienterede private servicesektor kan have negative virkninger for konkurrenceevnen i de eksportorienterede sektorer, idet en svag konkurrence vil føre til højere priser på indenlandske tjenester, der anvendes som input i produktionen.

3.2. GÆLDSÆTNING I HUSHOLDNINGERNE

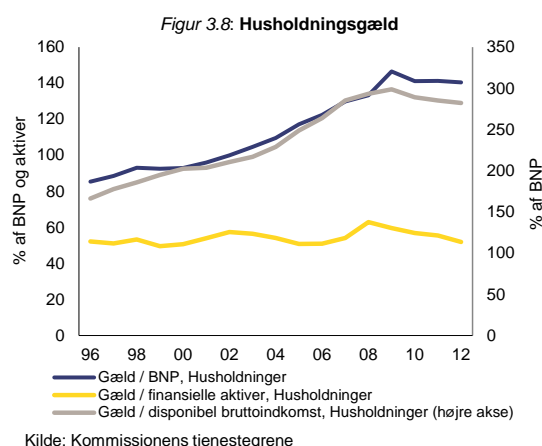
3.2.1. Udvikling i husholdningernes gæld

Gælden i den private sektor – navnlig i husholdningerne – er fortsat et strukturelt træk ved den danske økonomi. I den dybdegående undersøgelse fra 2013 blev der peget på visse svagheder i den forbindelse. Det blev dog konkluderet, at risiciene er begrænsede. Bruttogælden i den private sektor som andel af BNP toppede i 2009 og er siden faldet en anelse. Navnlig er husholdningernes bruttogæld stadig høj, idet den konsoliderede gæld er på over 140 % af BNP eller udgør ca. 320 % af den disponible indkomst⁽¹⁶⁾. Siden 2009 er der dog sket en gradvis konsolidering, idet gælden er faldet fra 146,5 % af BNP i 2009 til 140,4 % i 2012 (figur 3.8.).

Den høje bruttogæld i de danske husholdninger bør ses i forhold til de landespecifikke forhold.

Et særligt træk ved den danske økonomi er realkreditsystemet (boks 3.1.), som tidligere har vist sig at være ganske modstandsdygtigt. Realkreditsystemet er baseret på et balanceprincip, der sikrer overensstemmelse mellem det realkreditlån, som en husejer optager, og de obligationer, der udstedes af realkreditinstituttet til

finansiering af det pågældende lån. Derved begrænses den finansielle risiko, som realkreditinstitutterne påtager sig, til et minimum. Under den seneste finanskriser er renten på dækkede obligationer faldet, eftersom markedet for dækkede obligationer har været anset som en "safe haven" og har nydt godt af kapitaltilstrømninger. Rente nåede et historisk lavt niveau i forbindelse med de seneste refinansieringsauktioner i november 2013.



Succesen med de danske dækkede realkreditobligationer har ført til billig finansiering og stor efterspørgsel på denne type realkreditlån. Det har øget de danske forbrugeres mulighed for at udjævne forbruget over deres levetid. Porteføljen af typer af realkreditlån blev udvidet i 1996 med indførelsen af lån med variabel rente og igen i 2003 med indførelsen af afdragsfrie lån. Som følge af at de danske husholdningers renteudgifter er faldet støt i perioden 1995-2013, er det blevet billigere at finansiere lån, hvilket har bidraget til en stigning i bruttogælden i husholdningerne, da de har fået mulighed for at påtage sig større gæld. De afdragsfrie lån kan også have bidraget til en strukturel stigning i belåningsgraden, idet husholdningerne dermed har fået mulighed for ikke at spare op i deres bolig⁽¹⁷⁾.

Indførelsen af nye typer af realkreditlån lader til at have bidraget til en overophedning af

⁽¹⁷⁾ Finansministeriet, 2014.

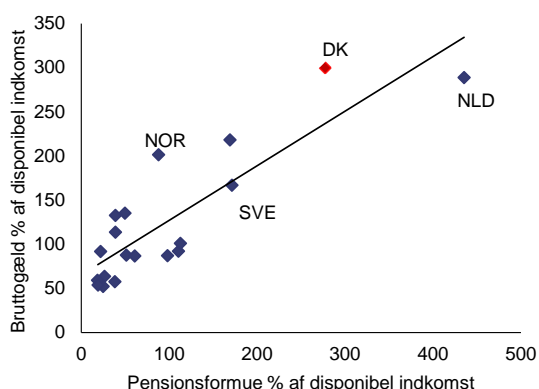
⁽¹⁵⁾ Udtrykket "virksomhedsdynamik" betegner, i hvilket omfang de mere produktive virksomheder kan overtage salg og beskæftigelse fra virksomheder med lavere produktivitet. En velfungerende virksomhedsdynamik sikrer, at beskæftigelsen flyttes over til de mere produktive dele af økonomien.

⁽¹⁶⁾ Når gælden opgøres som andel af den disponible indkomst, tages der ikke hensyn til, at udgifterne i Danmark – f.eks. til uddannelse og sundhed – i højere grad finansieres gennem skatten end i mange andre lande. Derfor bliver forskellen i forhold til andre lande mindre, når bruttogælden måles i forhold til BNP i stedet for den disponible indkomst.

boligmarkedet. Ifølge Rangvid-udvalget⁽¹⁸⁾ skyldtes prisboblen på det danske boligmarked en kombination af konjunkturopsving, lave renter, lav arbejdsløshed, overdreven optimisme med hensyn til den fremtidige udvikling på boligmarkedet, indførelsen af nye lånetyper (afdragsfrie lån og lån med variabel rente) og det nominelle ejendomsværdiskattestop. Udbuddet af billig finansiering synes altså at have været en faktor blandt mange, der bidrog til den uholdbare enorme stigning i boligpriserne op til 2006.

Den høje husholdningsgæld skal ses i forhold til den positive formuesituation i sektoren. Foruden en stor boligformue har Danmark også et veludviklet pensionssystem med både offentlig pension og private opsparingsbaserede pensionsordninger. De private pensionsopsparinger har rod i arbejdsmarkedsaftaler og er blevet bygget op siden 1990'erne, så de i dag dækker langt størstedelen af de danske arbejdstagere. Ordningen sikrer en høj indkomstdækning som pensionist og reducerer dermed husholdningernes behov for at afvikle deres realkreditgæld for at spare op. En sammenligning på tværs af lande peger på, at der er en sammenhæng mellem husholdningsgælden og pensionsformuen, hvor især Nederlandene og Danmark skiller sig ud som lande med højt udviklede pensionsordninger og høj bruttogæld i husholdningerne (figur 3.9.)

Figur 3.9: Sammenhæng mellem pensionsformue og bruttogæld på tværs af lande, 2012



Kilde: Finansministeriet

⁽¹⁸⁾ Et uafhængigt udvalg nedsat af den danske regering til at undersøge årsagerne til og konsekvenserne af finanskrisen. Se Rangvid m.fl. (2013).

Eftersom aktiverne i høj grad overstiger passiverne, er de danske husholdningers nettoformuesituation positiv og på niveau med andre EU-lande. Den private pensionsopsparing, som ofte udgør en stor del af den samlede formue, er dog meget illikvid, og de danske husholdninger kan derfor være mere sårbare over for økonomiske chok, der påvirker deres evne til at servicere gælden. På den baggrund og som allerede nævnt i den dybdegående undersøgelse fra 2013 er det særlig vigtigt at undgå procyklisk beskatning, sikre et stabilt realkreditmarked, reducere beskatningens gældsfræmmende virkninger og mere generelt at føre en sund og holdbar finanspolitik.

3.2.2. Skatteincitament

Den høje gæld i husholdningerne er delvist forbundet med skattesystemets struktur. Pensionsordningerne lader til at være blevet et vigtigt middel til opsparing på grund af den lave beskatning af pensionsafkast. Derfor kan der for yngre personer eller personer med en positiv nettokapitalindkomst være en skattefordel ved højere realkreditlån, som modsvares af øgede pensionsindbetalinger⁽¹⁹⁾.

Fastfrysningen af ejendomsværdiskatten har sammen med rentefradraget på realkreditlån formentlig bidraget til boligboblen. Den kraftige stigning i boligpriserne frem til 2007 blev ikke modsvaret af stigende beskatning, og ifølge Danmarks Nationalbank bidrog dette til de kraftige stigninger i boligpriserne i opsvingsårene⁽²⁰⁾. Den kommunale grundskyld kan dog stadig stige i henhold til nye vurderinger, dog maksimalt med 7 % om året. Den kommunale grundskyld afspejlede derfor ikke helt prisstigningerne i overophedningsårene, mens den er fortsat med at stige, efter at boblen sprang (for at indhente de tidligere prisstigninger). Dette er afgjort ugunstigt rent konjunkturmæssigt, idet ejendomsskatterne ideelt set skal bidrage til at begrænse udsvingene på boligmarkedet. Både et nominelt skattestop og indførelsen af et loft over ejendomsbeskatningen reducerer de konjunkturstimulerende egenskaber

⁽¹⁹⁾ Finansministeriet, 2014.

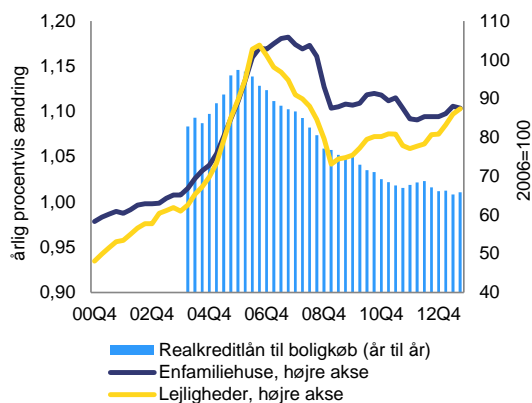
⁽²⁰⁾ Danmarks Nationalbank anslår, at stigningen på 71 % i de reale boligpriser fra 1999 til 2007 ville have været 5 procentpoint lavere, hvis ejendomsværdiskatten ikke havde været fastfrosset. Uden indførelsen af nye lånetyper, ville boligpriserne desuden kun være steget med godt 15 %. Se Danmarks Nationalbank (2011).

ved boligbeskatningen, både i opgangs- og nedgangstider. Rent fordelingsmæssigt⁽²¹⁾ og af hensyn til skattesystemets effektivitet ville det være bedre at prioritere en reduktion af de mere forvriddende skatter og samtidig opretholde det relative niveau i indirekte skatter eller ejendomsskatter, som er sværere at undgå.

3.2.3. Udviklingen i de danske boligpriser

Det danske boligmarked synes at være kommet sig over krisen. Boligpriserne steg vedvarende mellem 1997 og 2006 og tog især fart mellem 2003 og 2006. I 2007 begyndte en lang korrektion af priserne, som blev afbrudt i 2009-2010. De reale boligpriser faldt med 4,3 % i 2011 og med 5,4 % i 2012. Priserne på både huse og lejligheder lader nu til at have stabiliseret sig og er begyndt at stige inden for visse segmenter på markedet. Det gælder især priserne på lejligheder, hvoraf tre fjerdedele sælges i og omkring København, mens prisudviklingen har været mere træg for enfamiliehuse (figur 3.10.).

Figur 3.10: Udvikling i boligprisindekset og realkreditlån til boligkøb



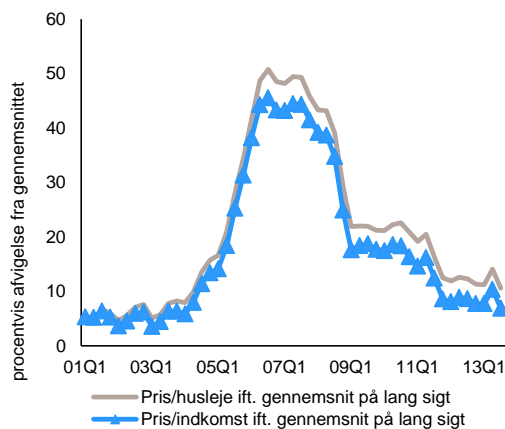
Kilde: Danmarks Statistik, Kommissionens tjenestegrene

Boligpriserne synes at være i overensstemmelse med udviklingen på lang sigt. Hvis de løbende boligpriser sammenlignes med udviklingen på længere sigt, ser det ud til, at justeringen af det danske boligmarked er ved at være afsluttet, og at der er begrænset risiko for, at der skulle være behov for en yderligere justering. I tredje kvartal af 2013 var de danske boliger kun vurderet en smule for højt, både med hensyn til forholdet mellem pris og husleje og mellem pris og indkomst (figur

⁽²¹⁾ Se f.eks. McCluskey m.fl. (2012).

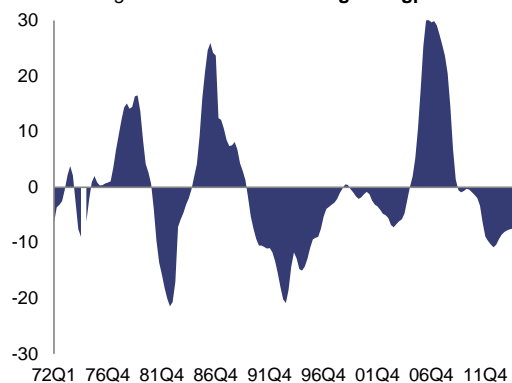
3.11.). En undersøgelse af boligpriseres udviklingsmønster, hvor boligpriserne sammenlignes med den filtrerede trend, bekræfter umiddelbart denne vurdering, hvilket tyder på, at faldet i boligpriserne endte i 2012 (figur 3.12.).

Figur 3.11: Pris/husleje og pris/indkomst



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Figur 3.12: Relative udsving i boligpriser



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Anm.: Overvurdering eller relative udsving beregnes som forskellen mellem de aktuelle priser og deres filtrerede trend.

3.2.4. Realkreditgæld og risici for den finansielle stabilitet

Den høje gæld i husholdningerne udgør en vis makroøkonomisk risiko. Den høje bruttogæld sammenholdt med den udbredte brug af variabelt forrentede lån er i normale tider konjunkturstimulerende, men indebærer en risiko i tilfælde af negative rentechok. Husholdningernes

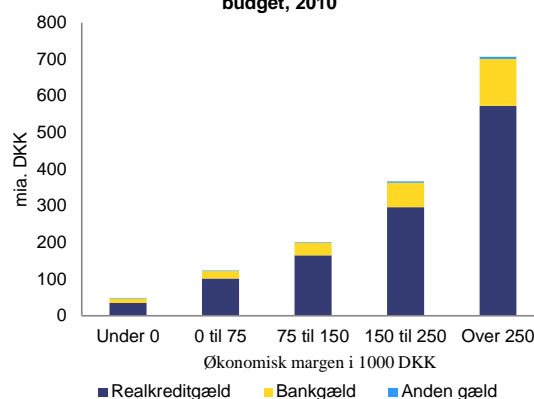
budgetter er desuden sårbare overfor faldende boligpriser, og det kan blive svært at servicere gælden, hvis forholdene på arbejdsmarkedet skulle forværres. På grund af Danmarks faste valutakurssystem er der desuden en ekstra risiko i den situation, hvor renten og arbejdsløsheden stiger simultant.

Det danske realkreditsystem er kendetegnet ved en høj andel af lån til variabel rente og afdragsfrie lån. Andelen af realkreditlån til variabel rente (eller "rentetilpasning") er fortsat høj, idet de udgjorde 72 % af den samlede långivning i november 2013⁽²²⁾. De variabelt forrentede lån er især udbredte blandt husstande, der befinder sig i de øverste 10 % og de laveste 10 % af indkomstfordelingen. Andelen af afdragsfrie lån er også stor og udgjorde ca. 53 % af realkreditlåne i november 2013⁽²³⁾.

Den høje husholdningsgæld og den udbredte brug af variabelt forrentede lån har gjort det finansielle system mere sårbart. Realkreditgælden i Danmark er dog overvejende koncentreret i husholdninger med de højeste indkomster, idet en tredjedel af den samlede realkreditgæld er stiftet af husholdninger i den øverste decil af indkomstfordelingen. Kun ca. 1 % af den samlede realkreditgæld er stiftet af de 10 % af husholdningerne, der har de laveste indkomster. I en undersøgelse foretaget for Erhvervs- og Vækstministeriet blev det konkluderet, at kun ca. 13 % af husholdningerne i tilfælde af rentechok på omkring 500 basispoint ville skulle bruge mere end halvdelen af deres disponible indkomst på at servicere gælden⁽²⁴⁾. I det værste tænkelige scenarie, hvor husholdningerne ikke kan omlægge lånet til en anden type eller blot sælge deres ejendom, ville kun 9 % af husholdningerne ikke være i stand til at afdrage gælden over lånets løbetid (20 år)⁽²⁵⁾. En undersøgelse foretaget af Danmarks Nationalbank drager de samme konklusioner, navnlig at husholdninger med den højeste gæld typisk også råder over flest aktiver (figur 3.13.). Sådanne husholdninger har ofte en bred "økonomisk margen", forstået som det beløb, en husholdning råder over efter at have betalt boligudgifter og diverse andre

leveomkostninger⁽²⁶⁾. Ifølge disse to undersøgelser⁽²⁷⁾ er størstedelen af de danske husholdninger altså robuste nok økonomisk til at kunne modstå betydelige rentestigninger eller en længere periode med arbejdsløshed ved enten at mindske forbruget eller øge deres opsparing.

Figur 3.13: Fordeling af gæld ift. økonomisk margen, husstande med realkreditgæld, stramt budget, 2010



Kilde: Danmarks Nationalbank

Anm.: Anden gæld omfatter al gæld undtagen realkreditgæld og bankgæld

De afdragsfrie lån øger generelt den finansielle sektors sårbarhed, især i perioder med faldende boligpriser. I sådanne tilfælde har en låntager måske ikke mulighed for at refinansiere lånet med et nyt afdragsfrit lån og vil skulle afdrage en del af sin gæld over en kort periode. Det kan føre til kraftige stigninger i gældsbetalingen. Kombinationen af stigende boligpriser og afdragsfrie lån er også en udfordring for realkreditinstitutterne, da de har større behov for ekstra sikkerhedsstillelse. For at begrænse sådanne risici kan variabelt forrentede lån og afdragsfrie lån siden maj 2013 udelukkende tilbydes personer, der også ville være i stand til at servicere et fastforrentet lån med afdrag⁽²⁸⁾.

De afdragsfrie lån blev introduceret i 2003 og ydes typisk med en løbetid på 10 år. Antallet af husholdninger, der skal betale lånets hovedstol tilbage, vil derfor begynde at stige i 2014, og i løbet af de næste par år vil perioden med

⁽²²⁾ Danmarks Nationalbank

⁽²³⁾ Danmarks Nationalbank

⁽²⁴⁾ Erhvervs- og Vækstministeriet (2013).

⁽²⁵⁾ OECD (2013)

⁽²⁶⁾ Danmarks Nationalbank (2012b)

⁽²⁷⁾ Begge undersøgelser tager udgangspunkt i meget detaljerede mikrodata med oplysninger om individuel (anonym) indkomst, skat, gæld og formue i perioden 2002-2010 for næsten 100 % af den danske befolkning.

⁽²⁸⁾ Se bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder og investeringsforeninger mv. af 20. december 2012, som trådte i kraft den 1. maj 2013.

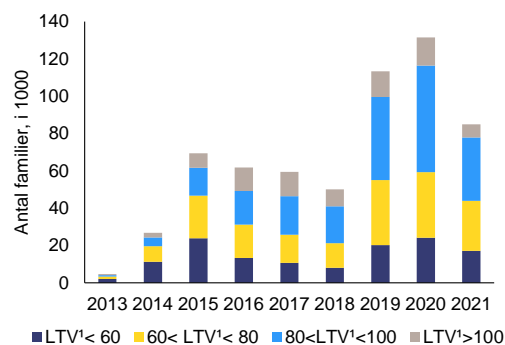
afdragsfrihed udløbe for et betragteligt antal husholdninger hvert år (figur 3.14.). Skønnet over fordelingen af belåningsgraden (LTV) tager udgangspunkt i, at boligpriserne forbliver uændrede på niveauet ved udgangen af 2011 frem til 2021. For en stor del af husholdningerne er belåningsgraden under 80 % – selv i tilfælde af uændrede boligpriser i de kommende år – og de kan vælge at omlægge deres lån til et nyt afdragsfrit lån, så afdragsfriheden forlænges med endnu 10 år.

Låntagere, som står for at skulle indfri deres lån med en belåningsgrad på over 80 % har generelt tre muligheder. De kan lægge deres lån om til et almindeligt 30-års lån med afdrag, hvilket nok er den løsning, der vil være mest udbredt, eftersom betingelserne for at få tildelt de nye afdragsfrie lån er blevet strammet. En anden mulighed er at optage et nyt afdragsfrit lån op til lånegrænsen på 80 % og finansiere resten med et almindeligt banklån. Endelig kan realkreditinstitutterne tilbyde de husholdninger, der er særligt pressede, et nyt afdragsfrit lån for at forebygge tab. Ved denne mulighed skal realkreditinstituttet bogføre en nedskrivning.

Udløbet af den afdragsfri periode forventes at kunne håndteres. Ifølge en undersøgelse fra Danmarks Nationalbank⁽²⁹⁾ havde godt 240 000 husstande et afdragsfrit lån og en belåningsgrad over 80 % i 2011. Hvis alle disse husholdninger skulle begynde at afdrage på deres lån, vil antallet af familier med en negativ økonomisk margen stige fra 5 800 til 18 800. Hvis husholdningerne omlægger deres lån til nye afdragsfrie lån inden for lånegrænsen på 80 % og finansierer resten af gælden med almindelige banklån, stiger tallet kun til 8 300 husstande (som vil tegne sig for 1,5 % af husholdningernes samlede realkreditgæld og 1 % af husholdningernes samlede bankgæld).

⁽²⁹⁾ Danmarks Nationalbank (2012a)

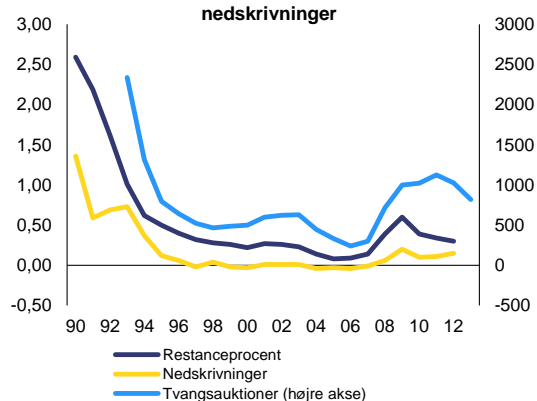
Figur 3.14: Antal husstande med afdragsfrie lån, der udløber



Kilde: OECD - Economic Survey of Denmark 2013

Restancerne på realkreditlån er meget små i Danmark. Antallet af danske husholdninger, der er bagud med betalingen, har været forholdsvis lav siden midten af 1990'erne (i marts 2013 var restanceprocenten på 0,3 %)⁽³⁰⁾. Det skyldes delvist gunstige makroøkonomiske udviklinger, såsom en forholdsvis lav arbejdsløshed, lave renter og indførelsen af de afdragsfrie lån i 2003. Selv under finanskrisen i 2007-2008 steg restancerne på realkreditlån kun marginalt (figur 3.15.), og ifølge en undersøgelse fra Danmarks Nationalbank ville et kraftigt rentechok kun medføre en lille stigning i antallet af husstande med realkreditlånsrestancer, fordi husholdningerne ofte prioriterer realkreditgælden over andre former for gæld for at undgå tvangsauktion⁽³¹⁾.

Figur 3.15: Restancer, tvangsauktioner og realkreditinstitutternes samlede nedskrivninger



Kilde: Danmarks Nationalbank

⁽³⁰⁾ Danmarks Nationalbank

⁽³¹⁾ Danmarks Nationalbank (2013b)

Risiciene i forbindelse med den høje husholdningsgæld lader til at være begrænsede, og systemet er generelt stabilt. I det usandsynlige tilfælde at flere risici skulle materialisere sig samtidigt, f.eks. lav økonomisk vækst, stigende arbejdsløshed, stigende renter og faldende boligpriser, kunne Danmarks finansielle sektor være truet. Realkreditsektoren synes dog at være i god forfatning, og de skærpede krav til afdragsfrie lån og variabelt forrentede lån reducerer fremtidige risici. Desuden har myndighederne gennemført flere foranstaltninger til at forbedre mikro- og makrotilsynet, som går sig i den rigtige retning, men tiden vil dog vise, om de er tilstrækkelige og effektive.

3.3. FINANSSEKTOREN

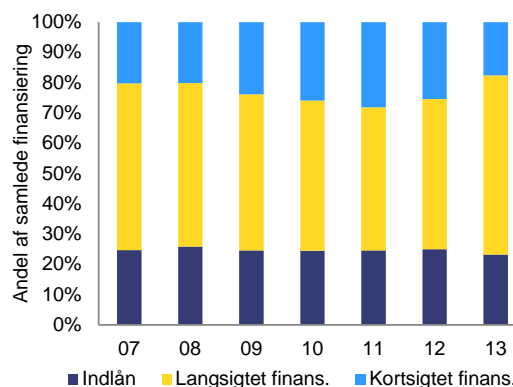
Den danske banksektor er stor og sofistikeret med syv systemisk vigtige finansinstitutter (SIFI) og mange mindre banker. De danske bankers samlede aktiver udgør mere end fire gange det nominelle BNP, og de to største banker (*Danske Bank* og *Nordea*) tegner sig for godt to tredjedele af de samlede aktiver i sektoren. Banksystemet er stadig ved at komme sig oven på den økonomiske krise, som havde negativ indvirkning på sektorens rentabilitet. Dette skyldtes dog hovedsageligt tab på engagementer i erhvervsjendomssektoren snarere end restancer i husholdningerne. Myndighederne har truffet en række foranstaltninger, der skal tackle de forskellige problemer, som bidrog til krisen, herunder gennemførelsen af fem støttepakker til finans- og erhvervssektoren (boks 3.2.).

I 2013 er udlåns-/indlånskvoten faldet marginalt, mens de danske bankers kapitaloverdækning er forbedret. Både kernekapitalprocenten (17 %) og gearinggraden (5,6 %) ligger over mindstekravet i henhold til Basel III. Kernekapitalprocenten hos de syv største banker lå mellem 8,5 % for *DLR Kredit* og 16,6 % for *Nykredit* og *BRFKredit*⁽³²⁾. De positive tal kan dog i visse tilfælde skyldes en denominatoreffekt, eftersom kernekapitalen fratrækkes aktiver med lav risikovægtning, idet bankerne anvender lave risikovægtninger i deres interne ratingbaserede modeller.

⁽³²⁾ Danmarks Nationalbank

Den danske banksektor er overvejende afhængig af langsigtet markedsfinansiering. Bankernes markedsfinansiering består for det meste af indskud fra kreditinstitutter og af langfristet gæld, som samlet set tegner sig for ca. 60 % af den samlede finansiering⁽³³⁾ (figur 3.16.). Den kortfristede gæld tegner sig for en lille del af markedsfinansieringen, nemlig omkring 23 %. Den lille andel af indskud i bankernes finansiering er et strukturelt træk ved den danske banksektor. Husholdningerne har meget store opsparinger i pensionsfonde, som på deres side investerer en del af deres portefølje i gældsinstrumenter, som udstedes af bankerne, herunder dækkede realkreditobligationer. I januar 2013 udgjorde pensionsfondene sammen med livsforsikringselskaber og investeringsforeninger ca. 37 % af investorerne i dækkede realkreditobligationer⁽³⁴⁾.

Figur 3.16: Finansierungsstruktur



Kilde: Fitch Ratings

Anm.: Samlet finansiering omfatter ikke aktier og derivater. De banker og realkreditinstitutter, der er omfattet af figuren, tegner sig samlet for ca. 70 % af branchens samlede aktiver.

De mindre banker skal stadig opbygge mere robuste kapital- og likviditetsbuffer. I nogle mindre banker er kapitalbufferne endda blevet mindre som følge af store nedskrivninger. Eventuelle problemer hos de mindre banker kan dog løses ved forretningsstilpasninger eller inden for de eksisterende rammer for fusion og afvikling, uden at det vil påvirke Danmarks finansielle stabilitet væsentligt⁽³⁵⁾. I kølvandet på krisen er antallet af mindre og mellemstore banker da også

⁽³³⁾ Tallene henviser til de største banker, som samlet repræsenterer ca. 70 % af de samlede aktiver i sektoren.

⁽³⁴⁾ Danske Bank (2013)

⁽³⁵⁾ Danmarks Nationalbank (2013a)

faldet fra 137 i januar 2007 til 78 i midten af 2013⁽³⁶⁾). Engagementerne i en lang række banker, som er gået ned, var især koncentreret i erhvervsejendomme.

Egenkapitalforrentningen er steget en anelse for de store systemisk vigtige banker, men er stadig i gennemsnit negativ for de mindre banker. I 2012 havde de systemisk vigtige banker nedskrivninger på 0,7 % af de samlede lån til husholdninger og 1,1 % af erhvervslåne, mens de mindre banker havde nedskrivninger på henholdsvis 1,1 % og 3,7 % for husholdningslån og erhvervslån. Andelen af misligholdte lån lå på 3,7 % i 2011 og steg til 6,0 % i 2012. I tredje kvartal af 2013 faldt andelen af misligholdte lån til 4,8 %⁽³⁷⁾. De er hovedsageligt koncentreret i landbruget og mindre virksomheder, og især hos de mindre banker. Sammen med lave renteindtægter som følge af den lave rente har de mange nedskrivninger bidraget til de danske bankers ringe rentabilitet. I 2012 var den gennemsnitlige egenkapitalforrentning på 3,6 % (2,9 % i 2009) for de seks største banker, mens den var på -10,1 % (-8,8 %) for de mellemstore banker og en anelse under nul for de mindste banker. I tredje kvartal af 2013 lå egenkapitalforrentningen i snit på 1,3 %⁽³⁸⁾.

De danske finanstilsynsrammer er blevet skærpet i løbet af de seneste år. Især er der indført retningslinjer til bedre overvågning af uafhængige banker, f.eks. "tilsynsdiamanten"⁽³⁹⁾, oprettelsen af en bankafviklingsordning (baseret på Finansiell Stabilitet)⁽⁴⁰⁾ og etablering af nye institutioner til at føre makroprudentielt tilsyn⁽⁴¹⁾.

De nye reguleringskrav i CRD IV kan blive en udfordring for den danske banksektor. To

⁽³⁶⁾ OECD (2013)

⁽³⁷⁾ IMF

⁽³⁸⁾ IMF

⁽³⁹⁾ Finanstilsynet, som har til opgave at føre tilsyn med kreditinstitutterne, indførte tilsynsdiamanten i juni 2010. Dette overvågningsredskab trådte i kraft i 2013 og herigennem overvåges bankernes resultater nøje med udgangspunkt i fem pejlemærker vedrørende store engagementer, udlånsvækst, ejendomseksponering, funding ratio og likviditetsoverdækning.

⁽⁴⁰⁾ Under krisen afviklede de danske myndigheder en tredjedel af det samlede antal eksisterende banker før krisen, men de aggregerede aktiver svarer kun til 6 % af sektoren.

⁽⁴¹⁾ Rådet for systemiske risici og det tværorganisatoriske udvalg udvikler tilsynsmæssige bestemmelser for systemisk vigtige finansinstitutter.

områder bør fremhæves i den forbindelse: risikovægtning af realkreditobligationer og en mulig begrænsning af realkreditobligationer⁽⁴²⁾ i porteføljen over likvide aktiver. Drøftelserne om en fælles definition af likvide aktiver af høj kvalitet fortsætter på EU-plan frem til juni 2014.

De danske myndigheder har oprettet særlige organer til at håndtere systemiske risici. I januar 2012 nedsatte man Udvalget om Systemisk Vigtige Finansielle Institutioner, som fokuserer på SIFI'er: kriterier for at udpege SIFI'er, særlige krav til dem og afviklingsredskaber. I den forbindelse blev der udarbejdet en sjette bankpakke i oktober 2013, som indeholder skærpede krav til SIFI'erne⁽⁴³⁾, navnlig krav om ekstra kapitalbuffer på mellem 1 % og 3 %.

I februar 2013 oprettede Erhvervs- og Vækstministeriet det systemiske risikoråd. Det skal overvåge og identificere systemiske risici i finanssektoren og rette advarsler og anbefalinger om tilsynspolitikker til Finanstilsynet og regeringen (hvis det vedrører lovgivning).

De danske myndigheder har truffet flere foranstaltninger til at identificere, overvåge og begrænse risiciene for den finansielle stabilitet. Der rettes større opmærksomhed mod systemiske finansielle risici, og myndighederne har fastsat skærpede krav til SIFI'erne. Samtidig er kravene til bankernes likviditet blevet skærpet med bankpakke 4 og 5. Enkelte ikke-systemisk vigtige banker skal dog stadig have justeret deres balance og nedbringe deres indlånsunderskud for at overholde de kommende bestemmelser om likviditet. Det kan altså konkluderes, at den finansielle sektor i Danmark fortsat er stabil. Der er visse udfordringer, men de håndteres ved hjælp af de skærpede regulerings- og tilsynsmæssige foranstaltninger, som de danske myndigheder har iværksat.

⁽⁴²⁾ Navnlig accepteres dækkede obligationer ikke som likvide aktiver på niveau 1 under Basel III.

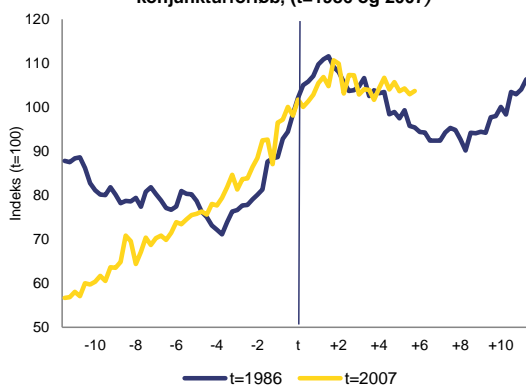
⁽⁴³⁾ På nuværende tidspunkt er syv kreditinstitutter blevet udpeget som SIFI'er: Danske Bank, Nykredit, Nordea Bank Danmark, Jyske Bank, BRFKredit, Sydbank og DLR Kredit. Den endelige udpegning sker dog først i slutningen af juni 2014.

3.4. RISICI FOR DEN ØKONOMISKE STABILITET

Den makroøkonomiske situation i Danmark er stabile, og der er overvejende kontrol over risiciene for de økonomiske udsigter. Indikatorerne bliver fortsat forbedret, hvilket tyder på, at opsvinget vil fortsætte i de kommende år. Ifølge European Economic Forecast fra vinteren 2014 vil BNP stige med 1¾ % i 2014 og 2015.

Nedgearingen fortsætter på en velordnet måde. Som nævnt i de tidligere dybdegående undersøgelser foregår nedgearingen på en velordnet måde, og husholdningernes balancer er fortsat stabile, både hvad angår størrelse og fordeling. De tidligere erfaringer fra slut-1980'erne og begyndelsen af 1990'erne viser, at nedgearingen i husholdningerne er en langvarig proces, som forventes at fortsætte over de næste år (figur 3.17.). Danmark er også blandt de medlemsstater, som oplever et forholdsvis lille kreditpres på udbuds- og efterspørgselssiden⁽⁴⁴⁾ (figur 3.18.). Nedgearingen foregår hovedsageligt med udgangspunkt i realvækst og inflation snarere end negative nettokreditstrømme, som ville have været mere skadelige for den økonomiske aktivitet.

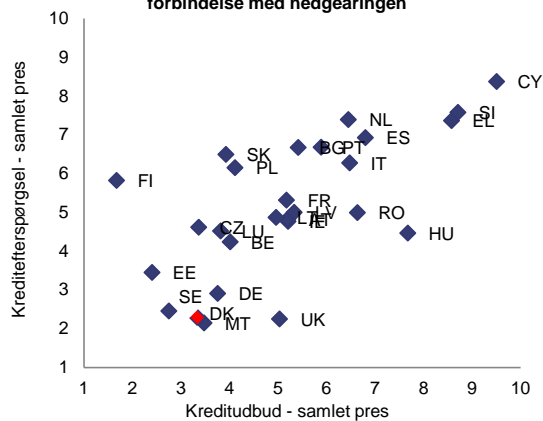
Figur 3.17: Udvikling i husholdningsgæld over et konjunkturforløb, (t=1986 og 2007)



Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik

⁽⁴⁴⁾ Se den dybdegående undersøgelse fra 2013 for en udførlig præsentation af indikatorerne for kreditudbud og -efterspørgsel i forbindelse med nedgearingen.

Figur 3.18: Pres på kreditudbud og -efterspørgsel i forbindelse med nedgearingen



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

De væsentligste risici for den økonomiske stabilitet er altså forbundet med forholdene på boligmarkedet, og de synes at være under kontrol. Den høje husholdningsgæld opvejes af store aktiver. Husholdningerne har indtil videre økonomisk formået at håndtere den justering af boligpriserne, der er foregået siden 2007. Deres nettoaktivstilling har været komfortabel og afspejler store opsparinger i pensionsfonde og fast ejendom, og stigningen i realkreditlansrestancer har været marginal. De makrofinansielle risici, der følger af den store gæld i husholdningerne, lader til at være under kontrol, selv i tilfælde af negative halebegivenheder, f.eks. negative rentechok kombineret med en negativ udvikling på arbejdsmarkedet.

Boks 3.1: Det danske realkreditsystem

Det danske realkreditsystem går 200 år tilbage og spiller en afgørende rolle i forbindelse med landets kreditformidling. Princippet er, at realkreditlånene finansieres ved udstedelse af dækkede obligationer (realkreditobligationer). Udvalget om Systemisk Vigtige Finansielle Institutioner (SIF'er)¹ har udpeget markedet for danske dækkede obligationer som værende systemisk vigtigt. Det danske realkreditmarked er det største i verden målt i forhold til BNP.

Realkreditsystemet

Indtil juli 2007 var realkreditmarkedet kendetegnet ved to ting: det var udelukkende banker med særligt speciale i realkredit, dvs. realkreditinstitutter, der kunne udstede dækkede obligationer (realkreditobligationer - RO), og alle realkreditinstitutterne fulgte nøje balanceprincippet. Princippet indebærer, at det ydede realkreditlån er i fuld overensstemmelse med den udstedte obligation. Dette "gennemgangssystem" fritager realkreditinstituttet for enhver rente-, valutakurs- og likviditetsrisiko.

Siden den 1. juli 2007 overholder det danske realkreditsystem kravene vedrørende dækkede obligationer i EU's kapitalkravsdirektiv (CRD), og de almindelige pengeinstitutter har fået adgang til finansiering af aktiver gennem dækkede obligationer. Der er introduceret nye former for obligationer på markedet udover de almindelige dækkede obligationer, nemlig særligt dækkede obligationer (SDO) og særligt dækkede realkreditobligationer (SDRO). Efter indførelsen af de nye regler steg udstedelsen af dækkede obligationer fra 16 % til 70 % af de udestående realkreditobligationer. Med den nye lovgivning er der desuden indført en maksimal belåningsgrad (lånegrænse), som skal overholdes løbende, medmindre realkreditinstituttet stiller supplerende sikkerhed. Endvidere fungerer to balanceprincipper nu som retningslinjer for udstedere af dækkede obligationer: det specifikke balanceprincip, som overvejende svarer til det oprindelige balanceprincip, og det overordnede balanceprincip, som overvejende svarer til det princip, der anvendes i euroområdet, og som giver en større fleksibilitet, hvad angår fælles udstedelser og en bredere vifte af sikkerhedsstillelser af de samlede hovedstole.

Lovgivningsrammen for danske dækkede obligationer er en af de stærkeste i verden med en høj systemisk støtte og begrænsede markedsrisici som følge af de balanceprincipper, der anvendes af bankerne. Nøgleelementerne i lovgivningen er balanceprincipperne, kapitalcentre i realkreditinstitutterne (som tager sig af udstedte obligationer og sikkerhedsstillelse), kriterier for berettigelse til realkreditlån og sikkerhed (maksimal belåningsgrad på 80 % og krav til ejendommens værdi), samt at Finanstilsynet fører nøje tilsyn hermed. Et særligt element er proceduren for tvangsauktioner i tilfælde af misligholdelse fra låntagers side, som højst tager 6 måneder. Samtidig underlægges realkreditinstitutterne en overdækning af sikkerhedsstillelse for at sikre indehaverne af dækkede obligationer forret i tilfælde af, at realkreditinstituttet går konkurs.

Tal og udfordringer

I november 2013 tegnede de udestående dækkede obligationer sig for 2 973 mia. DKK (398 mia. EUR), hvilket svarer til ca. 161 % af BNP. Heraf udgør 29 % dækkede obligationer med en restløbetid på op til 1 år og 41 % obligationer med en restløbetid på mellem 1 og 5 år. Af de samlede dækkede obligationer var ca. 89 % udstedt i DKK, mens de resterende 11 % var i EUR. Sidstnævnte er udstedt af værdipapircentralen i Luxembourg, og nogle kan købes af ECB.

Syv realkreditinstitutter har på nuværende tidspunkt ret til at udstede dækkede obligationer, mens kun ét pengeinstitut, Danske Bank, kan udstede særligt dækkede obligationer. Der er en meget høj markedsconcentration, eftersom de to største banker tegner sig for 68 % af alle de danske dækkede obligationer, der udstedes i DKK, og for 50 % af alle danske dækkede obligationer, der udstedes i EUR.

Refinansieringsauktionerne finder sted to til fire gange om året med henblik på at reducere koncentrationen af refinansieringen og risikoen forbundet hermed. Hovedparten af investorerne i dækkede obligationer er finansinstitutter (34 %) efterfulgt af livsforsikringselskaber og pensionsfonde (20 %), udenlandske investorer (19 %) samt investeringsforeninger og porteføljeforvaltere (17 %).

Markedet for danske dækkede obligationer nyder gavn af en meget dyb likviditet på det sekundære marked og en høj gennemsnitlig daglig omsætning. I det seneste år har omsætningen af nogle af de mest likvide dækkede obligationer oversteget omsætningen af danske statsobligationer, navnlig de dækkede obligationer, som ikke kan indfris før tid, som følge af de mange udstedelser og refinansieringsauktioner. Standard & Poors (S&P) rater disse obligationer i den bedste kategori (kategori 1), og risikoen for uoverensstemmelser mellem aktiver/passiver har indtil videre fået den højeste rating. Ikke desto mindre har S&P varslet nedjusteringer, hvis realkreditinstitutterne ikke begrænser brugen af 1-årige dækkede obligationer til finansiering af 30-års lån, som fører til uoverensstemmelser mellem løbetider.

For at håndtere denne udfordring foreslog den danske regering i november, at hvis en refinansieringsauktion slår fejl, eller der opstår rentechok, skal det kunne udløse en forlængelse af den dækkede obligation med 12 måneder (med mulighed for én yderligere forlængelse). Denne forlængelse udløses, hvis en refinansieringsauktion slår fejl, eller hvis den rente, som investorerne kræver for at refinansiere obligationen, er mere end 5 procentpoint højere, end den pålydende rente for tilsvarende obligationer udstedt 11-13 måneder tidligere. Renten fastsættes til den pålydende rente tillagt 5 procentpoint.

¹ Udvalget om Systemisk Vigtige Finansielle Institutioner blev nedsat af vækst- og erhvervsministeren den 12. januar 2012. Udvalget skal fastsætte kriterierne for, hvilke banker og kreditinstitutter, der kan kategoriseres som systemisk vigtige, hvilke kriterier, de skal overholde, og hvordan nødlidende SIF'er skal håndteres. I marts 2014 offentliggjorde udvalget en rapport med anbefalinger til yderligere krav til de danske SIF'er.

Boks 3.2: Bankredningspakkerne

Den første bankredningspakke blev vedtaget i oktober 2008 og bestod i en 2-årig generel statsgaranti. Den dækkede alle indskud og al ikke-efterstillet gæld i danske banker samt indskud i udenlandske pengeinstitutters danske filialer⁽¹⁾. Hvis et kreditinstitut ikke var i stand til at opfylde solvenskravene, blev indskuddene og den ikke-efterstillede gæld i henhold til denne konsolideringspakke overført til det statsejede afviklingsselskab, Finansiell Stabilitet, mens aktiekapitalen og den efterstillede gæld forblev i det nødlidende kreditinstitut. Den finansielle sektor skulle bidrage til garantien med op til 35 mia. DKK (2 % af BNP).

I februar 2009 vedtog man bankpakke 2, hvorved kreditinstitutterne kunne modtage en statslig kapitalindsprøjtning i form af hybrid kernekapital. 43 institutter modtog kapitalindsprøjtninger, der samlet set beløb sig til ca. 46 mia. DKK (3 % af BNP). Samtidig kunne kreditinstitutterne anmode om individuelle statsgarantier frem til udgangen af 2010 til særlige udstedelser med en løbetid på op til tre år. Kreditinstitutterne havde således mulighed for at udstede seniorgæld med en statsgaranti. Det lettede overgangen til markedsfinansiering og øgede likviditeten for de kreditinstitutter, der havde behov herfor efter udløbet af den generelle garanti. 50 kreditinstitutter udstedte gæld med individuelle statsgarantier, der i alt beløb sig til 193 mia. DKK.

Udløbet af den første bankredningspakke i september 2010 og aftalen om at afskaffe den generelle garanti førte til en ny konsolideringspakke, bankpakke 3, i oktober 2010. Denne pakke gav mulighed for at afvikle nødlidende banker under en særlig ordning. Afviklingsordningen kunne enten bruges til at rekapitalisere en nødlidende bank og genoprette dens levedygtighed på lang sigt, konvertere gæld til egenkapital, eller reducere bankens forpligtelser, som overtages af et afviklingsselskab, så den pågældende bank øger sin kapitalprocent til over det krævede minimum. Danmark var det første land, der indførte en sådan afviklingsordning. I 2011 blev *Amagerbanken* og *Fjordbank Mors* de første to banker, der afprøvede dette redskab. Aktionærer og indehavere af efterstillet gæld mistede hele deres investering, mens indehavere af ikke-garanterede obligationer og indskydere (indskud på over 100 000) fik tildelt haircuts på henholdsvis 16 % og 14 %.

I august 2011 lancerede Folketinget med bankpakke 4 initiativer til at fremme markedsbaserede løsninger for nødlidende banker. Hensigten med denne konsolideringspakke var at skabe incitamenter for de sunde banker til (helt eller delvist) at overtage de nødlidende bankers engagementer, inden disse faldt ind under afviklingsordningen. En af mulighederne var, at den sunde bank overtager alle den nødlidende banks engagementer med en medgift fra Garantifonden for Indskydere og Investorer til dækning af indskud, og fra regeringen, hvis den nødlidende bank tidligere havde modtaget en generel statsgaranti. Finansiell Stabilitet kunne også overtage dele af den nødlidende bank, eksklusive aktiekapital og anden ansvarlig kapital, og overføre disse til en anden sund bank. Samtidig havde bankerne også inden udgangen af 2013 mulighed for at modtage individuelle statsgarantier, blandt andet i forbindelse med indgåelse af fusioner og overtagelser, med en løbetid på op til tre år.

Endelig blev bankpakke 5, som udelukkende var møntet på landbrugssektoren, vedtaget i marts 2012. Denne konsolideringspakke sigtede mod at oprette et landbrugsfinansieringsinstitut, som skal yde finansiering til landbrug og optage levedygtige landbrugsengagementer fra Finansiell Stabilitet. Finansiell Stabilitet overtog FIH's ejendomsportefølje på 17 mia. DKK.

⁽¹⁾ Indtil den 30. september 2010 sikrede garantiordningen en ubegrænset garanti (på beløb, der ikke var dækket af indskudsgarantiordningen) på alle indskud i de 133 banker, der deltog i ordningen, dvs. langt størstedelen af den danske banksektor. For et mindretal af bankerne, som har valgt ikke at deltage i ordningen, blev den lovfæstede indskydergaranti på 375 000 DKK (50 000 EUR) anvendt.

4. POLITISKE UDFORDRINGER

De ubalancer, som Danmark oplever med hensyn til konkurrenceevne og husholdningsgæld, er gradvist under afvikling.

Ubalancerne udgør ikke nye udfordringer, og myndighederne har allerede truffet de relevante politiske foranstaltninger. De landespecifikke henstillinger, der blev rettet til Danmark i juni 2013, indeholdt derfor ingen specifik henstilling vedrørende boligmarkedet og finansiell stabilitet. Overvågningen og vurderingen af fremskridtene med at gennemføre foranstaltninger, der skal gøre boligmarkedet og det finansielle system mere stabile på mellemlang sigt, foretages i forbindelse med vurderingen af det nationale reformprogram og konvergensprogrammet som led i det europæiske semester.

Konkurrenceevne

For at bevare det relativt høje velfærdsniveau i Danmark består en af de vigtigste udfordringer i at øge produktivitetsvæksten.

Analysen i afsnit 3.1. peger på, at tabet af eksportmarksandele kan knyttes sammen med forringelsen af konkurrenceevnen i tiåret frem til den økonomiske krise, som skyldtes kraftige lønstigninger i en situation med økonomisk overophedning i 2006-2007. Lønudviklingen er stilnet væsentligt af i de seneste år, hvilket gradvist har mindsket problemet med konkurrenceevnen. Den svage produktivitetsvækst i de seneste to årtier er dog fortsat et problem. Det skal bemærkes, at de landespecifikke henstillinger, der blev rettet til Danmark i juni 2013, indeholdt relevante politiske foranstaltninger, der fokuserede på at fjerne barriererne for konkurrencen og øge effektiviteten i udbuddet af offentlige tjenester.

Eftersom lønnen fastsættes af arbejdsmarkedets parter uden politisk indblanding, har de danske myndigheder med rette fokuseret på at forbedre rammebetingelserne for erhvervslivet og sektorreguleringen samt at finde måder at øge produktivitetsvæksten på. De danske myndigheder har nedsat en række vækstteams, som skal udpege væksthæmmende foranstaltninger inden for vigtige økonomiske sektorer. Disse vækstteams, bestående af repræsentanter fra både regeringen og erhvervslivet, blev nedsat inden for otte forskellige erhvervsområder, hvor de danske myndigheder havde udpeget særlige fordele eller et særligt vækstopotential, f.eks. fødevarerindustrien,

sundheds- og velfærdsløsninger, energi og klima samt kreative erhverv og design⁽⁴⁵⁾. Det sidste vækstteam indgav sine anbefalinger sidst i januar 2014, som bl.a. omfattede ideer til forbedring af vækstforholdene inden for IKT (informations- og kommunikationsteknologi) og i den digitale vækstsektor. Regeringen følger op på anbefalingerne med konkrete tiltag. Gennemførelsen af foranstaltningerne er stadig på et tidligt stadie, og de mangler derfor stadig at give resultater.

I december 2012 blev konkurrenceloven ændret.

Reformen omfattede en betydelig forhøjelse af i bødeniveauet, og der er indført mulighed for at idømme personer, der deltager i karteller, frihedsstraf. Den nye lovgivning synes at være i overensstemmelse med EU's praksis på de fleste områder. Der er dog stadig enkelte huller, hvor den danske lovgivning er svagere end i andre sammenlignelige lande⁽⁴⁶⁾.

Den danske regering har taget skridt til at øge produktivitetsvæksten.

Produktivitetskommissionen, som fik to år til at analysere udviklingen i produktiviteten i den danske økonomi og fremsætte anbefalinger til, hvordan man kan øge produktivitetsvæksten, vil snart afslutte sit arbejde. Den har allerede, siden den blev nedsat i begyndelsen af 2012, offentliggjort en række undersøgelser og forventes at forelægge sin endelige rapport med anbefalinger i løbet af første kvartal af 2014. Ifølge de foreløbige konklusioner skyldes den svage produktivitetsvækst overvejende en langsom produktivitetsvækst i den private servicesektor⁽⁴⁷⁾. Denne udvikling kan delvis forklares af utilstrækkelig konkurrence på grund af overdreven regulering og mangel på internationalisering. Produktivitetskommissionens arbejde forventes at blive fulgt op af de danske myndigheder i løbet af foråret med nye foranstaltninger, der skal øge produktivitetsvæksten. Der tilskyndes kraftigt til, at man gør denne indsats, som er afgørende for at sikre det relativt høje velfærdsniveau i Danmark i fremtiden.

⁽⁴⁵⁾ Erhvervs- og Vækstministeriet (2012).

⁽⁴⁶⁾ Produktivitetskommissionen (2013b).

⁽⁴⁷⁾ Produktivitetskommissionen (2013a).

Husholdningernes gæld

Nedgearingen i de danske husholdninger foregår på en velordnet måde. Ikke desto mindre er det – som konstateret i de tidligere perioder med konsolidering – en langsommelig proces at reducere husholdningernes bruttogæld, og det forventes at stå på i endnu en række år. Husholdningernes budgetter er forblevet stabile, både hvad angår størrelse og fordeling, og bruttogælden modsvares af betydelige aktiver, således at de danske husholdningers nettoaktivstilling svarer til gennemsnittet i EU. Som beskrevet i afsnit 3, medfører den store gæld og den meget lidt likvide pensionsformue, at husholdningerne er mere sårbare i tilfælde af negative halebegivenheder. Der er allerede truffet foranstaltninger til at nedbringe denne sårbarhed, men der er plads til yderligere tiltag ved at se på skatteincitamer samt at træffe foranstaltninger til at øge soliditeten i realkreditsektoren og det finansielle system generelt.

Skatteincitamer

Der lader til at være en betydelig forbindelse mellem skattesystemet og ophobningen af husholdningsskuld. I 2012 vedtog regeringen og oppositionen at undlade at ophæve ejendomsværdiskattestoppet inden 2020, men til gengæld er rentefradraget på realkreditlån blevet reduceret fra 73 % i 1986 til 33½ % i dag og vil ifølge den aktuelle lovgivning blive reduceret yderligere for husholdninger med høje renteudgifter til 25½ % i 2019. Den kommunale grundskyld tilpasses prisudviklingen, men tilpasningen er dog underlagt et årligt loft på 7 %. Loftet på den kommunale grundskyld og det nominelle ejendomsværdiskattestop har medført, at der ikke længere er nogen kobling mellem boligskatte og udviklingen i boligpriser, hvorved boligskatte mister deres konjunkturstimulerende egenskaber. Hvis der atter blev skabt en forbindelse mellem udviklingen i boligpriser og boligskatte, ville boligmarkedet blive mindre volatilt, og det ville indebære færre risici for det finansielle system. Timing af eventuelle politiske tiltag på området er dog afgørende med henblik på at undgå skadelige virkninger for stabiliteten af boligmarkedet.

Realkreditsektoren

De danske myndigheder og realkreditinstitutter har truffet en række foranstaltninger for at gøre realkreditsystemet mere stabilt og begrænse incitamenterne til at stifte gæld. I den dybdegående undersøgelse fra 2013 blev der set på de foranstaltninger, som myndighederne havde truffet for at begrænse brugen af variabelt forrentede lån og/eller afdragsfrie lån og for at nedbringe skattefradraget for høje renteudgifter i forbindelse med realkreditlån, samtidig med at der også blev set på de forsigtighedsforanstaltninger, som sektoren selv har truffet. På nuværende tidspunkt kan variabelt forrentede lån og afdragsfrie lån kun stiftes af kunder, der også vil kunne opnå et "traditionelt" lån med fast rente og afdrag. Disse foranstaltninger anses for at være en målrettet indsats fra myndighedernes side med henblik på at reducere andelen af variabelt forrentede lån og afdragsfrie lån i den samlede långivning.

De danske myndigheder søger stabile finansieringsmuligheder for realkreditinstitutterne. I november 2013 fremlagde regeringen et nyt lovforslag om, at korte dækkede realkreditobligationer skal kunne forlænges med 12 måneder, hvis en refinansieringsauktion skulle slå fejl, eller hvis investorerne forlanger en rente for refinansieringen, der er mere end fem procentpoint højere end den effektive rente for en tilsvarende obligation, der er udstedt 11-13 måneder tidligere. Renten fastsættes til den effektive rente tillagt fem procentpoint. Det nye lovforslag er blevet kritiseret for at udsætte realkreditsystemet for nye risici. Hvis renterne begynder at stige, vil det kunne udløse en selvforstærkende effekt. Den øgede mulighed for, at den næste refinansieringsauktion vil skabe et renteloft, kan få investorerne til at begynde at sælge ud af deres obligationer af frygt for at miste penge. Det kan få renten til at stige op til en værdi, hvor loftet automatisk udløses.

Realkreditinstitutterne vil sandsynligvis blive underlagt nye og mere sektorspecifikke krav. Finanstilsynet forventes i løbet af 2014 at udforme en ny tilsynsdiamant for realkreditinstitutterne, der svarer til den, der allerede findes for bankerne. Den vil indeholde de relevante indikatorer samt tærskler for områder, som f.eks. andel af afdragsfrie lån og F1-lån. Det er afgørende, at

Finanstilsynet rammer den rette balance ved fastsættelsen af tærsklerne for indikatorerne i tilsynsværktøjet i banksektoren og det kommende værktøj i realkreditsektoren. Det er også vigtigt, at disse tilsynsværktøjer overvåges og er fleksible, så der kan indføres nye indikatorer, hvis der skulle opstå nye risici på andre områder end dem der er dækket af de oprindelige indikatorer.

Nøglen til at gøre realkreditmarkedet mere stabilt og robust er at mindske husholdningernes incitament til at optage gæld. Det er allerede undervejs, og de foranstaltninger, der er truffet af de danske myndigheder og realkreditinstitutterne, går i den rigtige retning. Det næste skridt er at indføre regler for realkreditinstitutterne vedrørende strammere og mere sektorspecifik overvågning og forlængelse af løbetiden på korte dækkede obligationer. På længere sigt og med henblik på øget stabilitet på boligmarkedet er det vigtigt at revurdere boligskatteforholdene for at styrke deres konjunkturstimulerende egenskaber og dermed reducere den fremtidige volatilitet på boligmarkedet og de tilsvarende risici for det finansielle system.

Banksektoren

De danske myndigheder har siden 2008 arbejdet på at sikre stabiliteten i banksektoren gennem en række finanspolitiske initiativer. Regeringen har gennemført fem støttepakker til finans- og erhvervssektoren⁽⁴⁸⁾. Siden oktober 2011 har Danmarks Nationalbank tilbudt lån med en løbetid på seks måneder til de kreditinstitutter, der har behov for ekstra likviditetsstøtte.

Med hensyn til de nye krav til SIFI'erne kan der måske være mulighed for yderligere forbedring i forbindelse med modellerne for beregning af risikovægtninger. Ved beregningen af de lovpligtige kapitalkrav bruger de større banker interne ratingbaserede modeller til at fastsætte aktivernes risikovægtning. Ved at anvende disse modeller er der risiko for, at risikovægtningen bliver for lav. Brugen af interne ratingbaserede modeller kan gøres mere gennemsigtig, ved at bankerne også offentliggør, hvad kapitalkravet havde været under anvendelse af almindelige beregningsmetoder. Dette er i

overensstemmelse med anbefalingerne fra Rangvid-udvalget⁽⁴⁹⁾. Udvalget har også anbefalet, at der nedsættes et ekspertudvalg til at vurdere, om gearingsgraden fastsat i Basel III (3 %) bør være højere for de danske pengeinstitutter⁽⁵⁰⁾.

I marts 2012 vedtog Folketinget en ny lovændring vedrørende forudgående finansiering af Garantifonden for Indskydere og Investorer. Ifølge denne lov skal bankerne bidrage til fonden med en årlig fast sats på 2.5 ‰ af de dækkede nettoindskud. Betalingerne afspejler dog ikke bankernes individuelle risiko (risikobaserede betalinger).

Oven på krisen er bedre regulering og overvågning af banksektoren afgørende for den finansielle stabilitet. Derfor er den danske finanssektor blevet styrket og reglerne skærpet med de foranstaltninger, som myndighederne har indført. En løbende overvågning af de ratingbaserede metoder, gearingsgraden og bevarelsen af tilsynsdiamanten, samt indførelsen af det kommende redskab for realkreditinstitutter, kan yderligere bidrage til at mindske sårbarheden i den finansielle sektor.

⁽⁴⁹⁾ Rangvid m.fl. (2013).

⁽⁵⁰⁾ Erhvervs- og Vækstministeriet (2013).

⁽⁴⁸⁾ Danmarks Nationalbank (2013b)

KILDER

- Beltramello, A., K. De Backer og L. Moussiégt, "The Export Performance of Countries within Global Value Chains (GVCs)", OECD Science, Technology and Industry Working Papers, nr. 2012/02
- Finanstilsynet, 2010, <http://www.dfsa.dk/>
- Erhvervs- og Vækstministeriet, "Kommissorium for ministerudvalg for ny erhvervs- og vækstpolitik", 2012 <http://www.evm.dk/>
- Økonomi- og Indenrigsministeriet, "Økonomisk Analyse", december 2013 www.oim.dk
- Finansministeriet, "Finansredegørelse 2014"
- Danmarks Nationalbank, "Nationalbankens Udlånsundersøgelse, 4. kvartal 2013", 2014 www.nationalbanken.dk
- Danmarks Nationalbank, "Finansiel Stabilitet", 2013a
- Danmarks Nationalbank, "Kvartalsoversigt, 3. kvartal, Del 1", 2011
- Danmarks Nationalbank, "Kvartalsoversigt, 1. kvartal, Del 1", 2011
- Danmarks Nationalbank, "Kvartalsoversigt, 2. kvartal, Del 1", 2012a
- Danmarks Nationalbank, "Kvartalsoversigt, 3. kvartal, Del 1 og 2", 2013b
- Danmarks Nationalbank, "Kvartalsoversigt, 4. kvartal, Del 1", 2012b
- Produktivitetskommissionen, "Danmarks Produktivitet – Hvor er problemerne?", 2013a www.produktivitetskommissionen.dk
- Produktivitetskommissionen, "Konkurrence, internationalisering og regulering", 2013b www.produktivitetskommissionen.dk
- Danske Bank, "Danish Covered Bond Handbook" 2013
- Europa-Kommissionen, "European Economic Forecast, Autumn 2013", 2013
- Europa-Kommissionen, "European Economic Forecast, Winter 2014", 2014
- McCluskey, William J. m.fl., "A primer on property tax: Administration and policy", Wiley-Blackwell, 2012
- Erhvervs- og Vækstministeriet, "Gældsudgifter i husholdninger med realkreditlån", 2013
- OECD, "Economic Outlook vol. 2", 2013
- OECD, "OECD Compendium of Productivity Indicators", 2013
- OECD, "OECD Economic Surveys: Denmark 2013", 2014
- Rangvid J. m.fl., "Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring", 2013