

2. Privat opsparing og gæld

2.1 Indledning

Svagt privatforbrug og lave investeringer er centrale medvirkende årsager til, at konjunkturbageslaget har været dybere og den efterfølgende genopretning langsommere i Danmark end i flere af landene omkring os. Den private indenlandske efterspørgsel bestående af privatforbrug og investeringer er op mod 10 pct. lavere end i 2007, *jf. afsnit 2.2*.

Den langsomme genopretning af den indenlandske efterspørgsel skal blandt andet ses i lyset af, at både husholdninger og virksomheder har høj gæld efter at have øget låntagningen betydeligt under den forudgående højkonjunktur. For husholdningerne medførte boligprisfaldet efter 2007 et formuetab, og belåningsgraden i boligerne steg. Større usikkerhed og mindre positive forventninger til fremtidige indkomster bidrog ligeledes til større tilbageholdenhed, ligesom mere forsigtig kreditgivning kan have dæmpet både privatforbrug og investeringer.

Omvendt har et stort fald i renterne bidraget til at holde hånden under særligt husholdningernes disponible indkomster og derigennem mindsket tilbageslaget i efterspørgslen. Udbredelsen af variabelt forrentede lån har styrket den stabiliserende effekt af lavere renter under krisen, og muligheden for afdragsfrie lån kan have trukket i samme retning, *jf. afsnit 2.3*. Rente-faldet siden 2008 har isoleret set øget husholdningernes disponible indkomster med 5 pct.-point. Samtidig har de lave renter holdt hånden under investeringerne.

Erfaringerne fra tidligere finanskriser i ind- og udland – dvs. kriser, hvor banker og andre finansinstitutioner er blevet svækket af øgede tab på udlån eller faldende aktivpriser, og den finansielle stabilitet har måttet sikres ved politikindgreb – har været, at det typisk kan være en langvarig proces på fx fem til ti år, før de finansielle balancer og konjunkturerne genoprettes.

Det tager således nogen tid før husholdninger og virksomheder får nedbragt deres gæld til et niveau, som er afstemt med de mindre optimistiske vurderinger af fx indkomster og jobsikkerhed, og før de igen begynder at øge efterspørgslen. Det kan også tage tid før de finansielle institutioner genvinder kapaciteten til igen at øge deres udlån.

Det er nu fem-seks år siden, at finanskrisen brød ud. Dette kapitel belyser, hvor langt husholdninger og virksomheder er kommet i processen med at genopbygge større finansiell robusthed, herunder i lyset af at det danske pensionssystem og realkreditlen bidrager til en strukturelt højere gældskvote i danske husholdninger sammenlignet med andre lande. Den finansielle opsparing er historisk høj i virksomhederne, og husholdningernes opsparingskvote

er også høj i et historisk lys. Både virksomheder og husholdninger har nedbragt deres gældskvoter i forhold til toppunktet i 2009, *jf. afsnit 2.3 og 2.4*. Det samme gælder fx i USA, hvor den private efterspørgsel igen er i fremgang, mens gældsnedbringelsen indtil nu har været mindre i mange europæiske lande.

Den høje opsparing betyder, at der er et betydeligt potentiale for fornyet fremgang i efterspørgslen. Det gælder selv om stigende renter i takt med bedre konjunkturer isoleret set ventes at dæmpe fremgangen i husholdningernes forbrug, særligt som følge af den høje bruttogældskvotepå i Danmark. Husholdningerne er imidlertid samlet set velkonsoliderede, når der tages højde for bolig- og pensionsformue. Der ventes en årlig vækst i privatforbruget på godt 2 pct. frem mod 2020 sideløbende med en afdæmpet nedbringelse af husholdningernes gældskvotepå og en årlig vækst i erhvervsinvesteringerne på 6 pct., *jf. afsnit 2.3 og 2.4*.

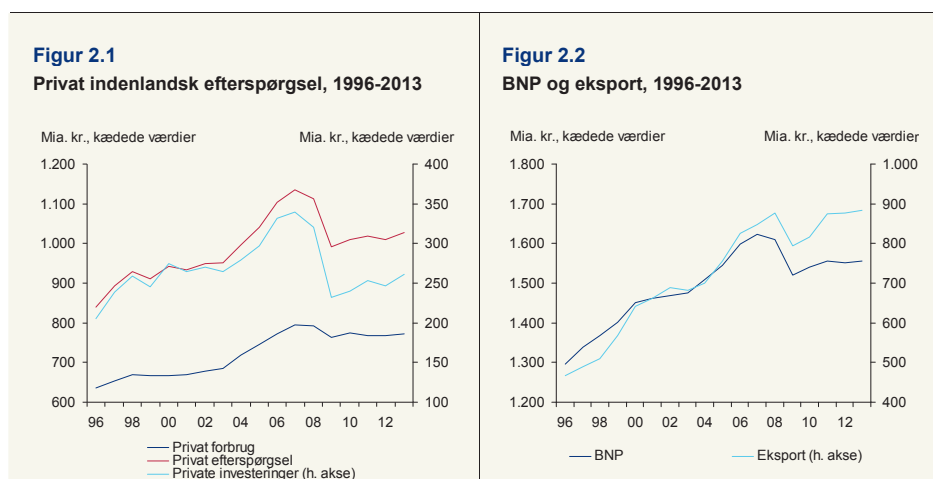
Boks 2.1

Hovedkonklusioner

- Den kraftige stigning i opsparingen blandt husholdninger og virksomheder i forbindelse med krisen medførte et markant fald i privatforbrug og investeringer. I 2009 faldt den private efterspørgsel med over 10 pct., og niveauet i dag er ikke højere end i 2005. Svagt privatforbrug og investeringer er centrale årsager til, at normaliseringen af konjunkturerne har været langsommere i Danmark end i lande omkring os.
- Den høje opsparing betyder, at der er et betydeligt potentiale for fornyet fremgang, når tilliden øges og gældsnedbringelsen ophører. Det private forbrug ventes at vokse med godt 2 pct. pr. år frem mod 2020, selv om stigende renteudgifter isoleret set dæmper fremgangen. Erhvervsinvesteringerne ventes at vokse med 6 pct. om året.
- Danske husholdninger er samlet set velkonsoliderede. Husholdningerne har store formuer i blandt andet pensionsopsparing og bolig. Det er modstykket til, at danske husholdninger har den højeste gældskvotepå blandt OECD-landene.
- Det danske pensionssystem bidrager til høj langsigtet privat opsparing og sikrer en høj indkomstdækning i pensionsalderen. Realkreditsystemet giver blandt andet danskerne mulighed for i en relativ tidlig alder at købe egen bolig og giver gode muligheder for at udjævne forbruget henover livet. De fleksible lånemuligheder indebærer velfærdsgevinster for boligejerne.
- Den høje gæld og variabelt forrentede lån gør husholdningerne og dansk økonomi mere følsomme over for renteændringer. Det kan virke stabiliserende på konjunkturerne og gavne boligejerne under tilbageslag, så længe dansk økonomi svinger i takt med euroområdet, og ECBs rentepolitik er passende for danske forhold. Omvendt kan det også forstærke problemer, hvis der opstår situationer, hvor dansk økonomi er ude af takt med euroområdet. Det understreger vigtigheden af stabilitetsorienteret finanspolitik.
- For virksomhederne afspejler den høje finansielle opsparing, at investeringerne er lave, og at overskuddet i højere grad er anvendt til at nedbringe gæld frem for at udbetale udbytter. Investeringerne svinger normalt med konjunkturerne, men de lave investeringer de senere år kan være forstærket af, at mange virksomheder har ønsket at styrke deres finansielle robusthed. Det forhold, at virksomhedsejerne konsoliderer i virksomheden frem for at tage større udbytter ud, kan være tegn på, at investeringsprojekter blot er sat i bero eller udskudt, indtil situationen er blevet mindre usikker og gælden bragt ned.

2.2 Opsparing og indenlandsk efterspørgsel

Det private forbrug og de private investeringer, som tilsammen udgør den private indenlandske efterspørgsel, blev hårdt ramt af den finansielle krise. Alene i 2009 faldt den private efterspørgsel med over 10 pct. og er efterfølgende nærmest stagneret, så niveauet i dag ikke er højere end i 2005, *jf. figur 2.1*.



Anm.: Data for 2013 er baseret på Økonomisk Redegørelse, december 2013.

Kilde: Danmarks Statistik, Økonomisk Redegørelse, december 2013 og egne beregninger.

Faldet har været specielt stort for de private investeringer, som i 2010-2013 har ligget på et niveau, der ikke er højere end i 1998. Eksporten blev også hårdt ramt, men er i 2013 tilbage på toppunktet fra 2008, *jf. figur 2.2*. Den svage genopretning af dansk økonomi siden konjunkturtilbageslaget i 2008-2009 hænger således i høj grad sammen med udviklingen i den private indenlandske efterspørgsel¹.

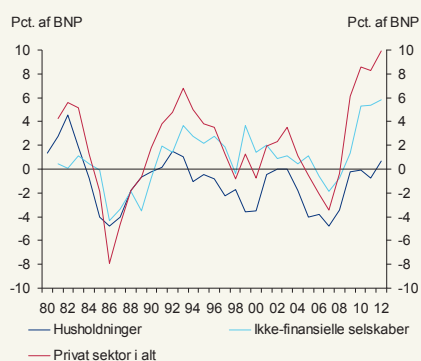
Modstykket til den lavere private efterspørgsel har været en kraftig konsolidering i den private sektor. Den finansielle opsparing i den private sektor er vokset fra -3½ pct. af BNP i 2007 til 10 pct. af BNP i 2012, dvs. en forøgelse på 13½ pct. af BNP i løbet af fem år, *jf. figur 2.3*. Derimod kan den lavere efterspørgsel ikke umiddelbart tilskrives et fald i husholdningernes disponible indkomst, som korrigeret for prisudviklingen i 2012 ligger godt 4 pct. højere end i

¹ Eksporten faldt kraftigt i 2009, og det vurderes fortsat, at eksporten ligger under sit trendniveau. Genopretningen af eksportniveauet skal ses i lyset af, at eksporten trendmæssigt vokser hurtigere end den indenlandske efterspørgsel, blandt andet på grund af stigende international arbejdsdeling. Samlet vurderes eksporten også at bidrage til konjunkturgenopretningen i de kommende år, *jf. Økonomisk Redegørelse, december 2013 og bilag 1.A*. Det bemærkes i øvrigt, at genopretningen i den private sektor ekskl. Nordsø-produktion har været noget kraftigere siden 2009, end BNP-udviklingen viser, *jf. Økonomi- og Indenrigsministeriet (2013a)*.

2007. Den store forøgelse af den finansielle opsparing svarer omtrent til den stigning, der indtraf under lavkonjunktoren fra 1986-1993.

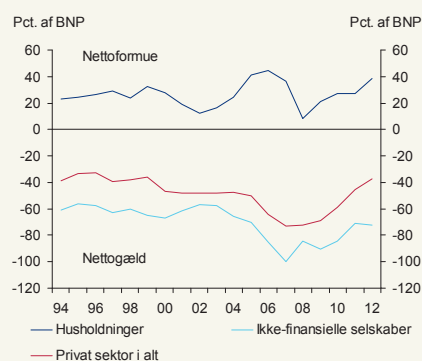
Figur 2.3

Finansiell opsparing i den private sektor, 1980-2012



Figur 2.4

Finansiell nettoformue og -gæld i den private sektor, 1994-2012



Anm.: Den finansielle opsparing (også benævnt nettofordringshervælsen) opgøres groft set som forskellen mellem bruttoopsparingen og investeringerne, *jf. appendiks 2A og tabel 2.1 nedenfor*. I figur 2.4 er pensionsformuen i husholdningerne skønsmæssigt korrigeret for skat, mens reale aktiver, herunder bolig, ikke indgår i de finansielle formuer. Finansielle selskaber indgår også i privat sektor i alt i figur 2.4.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Stigningen i den finansielle opsparing har bidraget til at mindske den private sektors finansielle nettogæld fra godt 70 pct. af BNP i 2008 til knap 40 pct. af BNP i 2012, *jf. figur 2.4*. Dermed er den private sektors nettogæld på det laveste niveau siden 1999. Virksomhederne har mindsket deres nettogæld omtrent til 2005-niveau, dels ved at gældskvoten er reduceret, dels ved at virksomhederne holder flere finansielle aktiver.

2.3 Husholdningernes opsparing, gæld og forbrug

For husholdningerne tjener opsparing og låntagning blandt andet som midler til at udjævne deres forbrug over livet. Således muliggør fx realkreditsystemet, at unge førstegangskøbere kan komme tidligere ind på boligmarkedet uden nødvendigvis først at have opbygget en stor opsparing. Ligeledes tjener pensionsopsparing som et middel til at "flytte" forbrugsmuligheder fra de erhvervsaktive år til perioden som pensionist, hvor lønindkomsten for de fleste helt eller delvist bortfalder. Generelt er personer med udsigt til højere indkomster i fremtiden (fx unge, som lige er trådt ind på arbejdsmarkedet) mere tilbøjelige til at optage lån, mens personer med udsigt til aftagende indkomst i fremtiden (fx personer midt i arbejdslivet) er mindre tilbøjelige til at øge låntagningen.

Derudover kan opsparing for forbrugerne tjene som en stødpude eller buffer mod uforudsete hændelser som fx arbejdsløshed eller sygdom. Husholdningernes opsparing kan også være motiveret af opsparing til visse varige forbrugsgoder (som fx biler og hårde hvidevarer). Endelig kan et motiv for opsparing være at efterlade arv til børn, *jf. figur 2.5*.

Figur 2.5

Husholdningernes primære motiver for opsparing og gældsætning

Forbrugsudjævning over livet
Opsparingsbuffer til uforudsete hændelser
Opsparing til udbetaling på varige forbrugsgoder
Arv

Tabel 2.1

Stiliseret sammenhæng mellem indkomst, opsparing og investeringer for husholdningssektoren under ét, 2011

"Bruttoindkomst"	100,0
– skatter	33,1
– nettorenteudgifter	3,9
– nettopensionsindbetalinger ¹⁾	2,8
≈ Disponibel indkomst	61,0
– privatforbrug	60,0
+ forøgelse af pensionsformuen ²⁾	4,0
= Bruttoopsparing	5,0
– investeringer ³⁾	6,0
≈ Finansiell opsparing	-1,0

Anm.: Tallene i tabel 2.1 viser størrelsen af de enkelte poster i 2011 i forhold til bruttoindkomsten, hvor bruttoindkomst dækker over lønindkomst, restindkomst fra enkeltmandsvirksomheder og indkomstoverførsler.

- 1) Kun arbejdsgiveradministrerede ordninger (dvs. ekskl. private ordninger).
- 2) Formueforøgelse i pensionskasserne dækker både over afkastet af formuen og husholdningernes nettopensionsindbetalinger på arbejdsgiveradministrerede ordninger.
- 3) Husholdningernes investeringer dækker primært over boliginvesteringer, men indeholder også investeringer foretaget af enkeltmandsvirksomheder, herunder landbrug.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

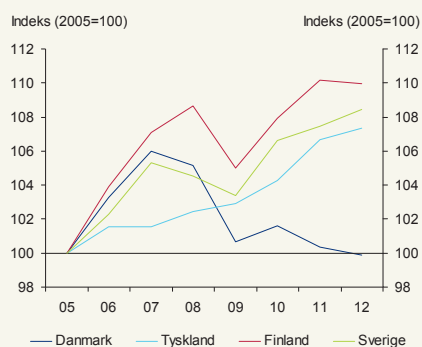
Sammenhængen mellem indkomst, forbrug og opsparing er skitseret i tabel 2.1 og uddybet i appendiks 2A.

2.3.1 Udviklingen i husholdningernes opsparing

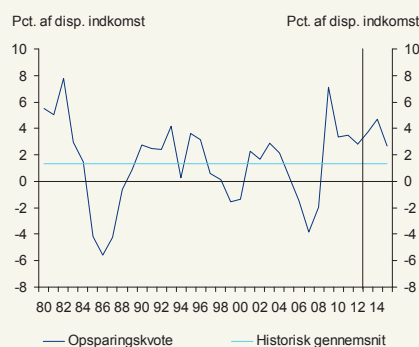
Som nævnt i afsnit 2.2 kan den beskedne økonomiske vækst herhjemme efter finanskrisen blandt andet tilskrives en svag udvikling i det private forbrug. Faldet i privatforbruget (fra et højt niveau) var større end i vores nabolande og kan dermed ikke kun forklares med udefrakommende faktorer, *jf. figur 2.6*.

Faldet i privatforbruget er drevet af en stor forøgelse af husholdningernes opsparingstilbøjelighed, *jf. figur 2.7*. Det skal blandt andet ses i lyset af samspillet mellem husholdningernes primære opsparingsmotiver og virkningerne af den økonomiske krise.

Figur 2.6
Privatforbrug pr. indbygger i udvalgte lande,
2005-2012



Figur 2.7
Husholdningernes opsparingskvote, 1980-2015



Anm.: Opsparingskvoten er som udgangspunkt defineret som bruttoopsparing i forhold til den disponible indkomst, hvor bruttoopsparing udgøres af den del af den disponible indkomst, som ikke anvendes til privat forbrug, tillagt tilvæksten i pensionsformuen, jf. tabel 2.1. Opsparingskvoten er her korrigeret for nettoindbetalinger til SP og DMP samt afkast i pensionsordninger og de ekstraordinære transaktioner knyttet til omlægningen af kapitalpensionerne i 2013 og 2014. Det historiske gennemsnit i figur 2.7 viser den gennemsnitlige opsparingskvote i perioden 1980-2012.

Kilde: Eurostat samt Økonomisk Redegørelse, december 2013.

For det første kan den betydelige indkomstfremgang og de store formuegevinster under den forudgående højkonjunktur have givet mange husholdninger en forventning om, at deres indkomster og formuer ville forblive høje i fremtiden, og dermed gjort dem tilbøjelige til at optage mere gæld. Efter krisen er indkomstfremgangen mindre end tidligere, hvorfor det for nogle husholdninger kan være nødvendigt at nedbringe gælden til et niveau, som er foreneligt med den faktiske indkomstudvikling.

For det andet har husholdningerne i løbet af krisen oplevet betydelige formuefald afledt af blandt andet faldende boligpriser, hvorfor nogle husholdninger kan have et ønske om at genopbygge deres formueposition.

For det tredje kan konjunkturtilbageslaget have gjort mange husholdningers økonomiske situation mere usikker, fx som følge af en større risiko for arbejdsløshed og usikkerhed om den fremtidige indkomst. En sådan stigning i husholdningernes økonomiske usikkerhed kan medføre en stigning i (forsigtigheds)opsparingen og derved en reduktion i forbruget, idet husholdningerne forsøger at opbygge en større buffer til eventuelle uforudsete hændelser². Større likvide reserver kan isoleret set dæmpe gældsnedbringelsen. Danskerne har aktuelt store ind-

² I modsat retning trækker, at husholdninger, der rammes af negative begivenheder som fx arbejdsløshed, alt andet lige vil nedsætte deres opsparing og begynde at bruge af en eventuel forsigtighedsopsparing. På den måde vil deres forbrug kunne stige relativt til deres disponible indkomst.

skud i pengeinstitutter, men omvendt er beholdningen af obligationer lav. Indskud er mere likvide, mens obligationsafkastet er lavt og behæftet med kursrisiko.

Derudover kan den globale finanskriser, øget risikobevindstthed samt strammere reguleringskrav have fået de finansielle institutioner til at stramme op på kreditgivningen, hvilket også kan have bidraget til øget opsparing.

Disse forhold er dog overvejende af midlertidig karakter. Over en årrække vil husholdningerne have tilpasset deres gæld til et niveau, der er foreneligt med den faktiske indkomst- og formueudvikling. Derudover vil der være potentiale for at reducere opsparingen, i takt med at indkomstfremgangen igen finder et naturligt leje, og usikkerheden i økonomien reduceres.

2.3.2 Rammer for husholdningernes gæld og opsparing i Danmark

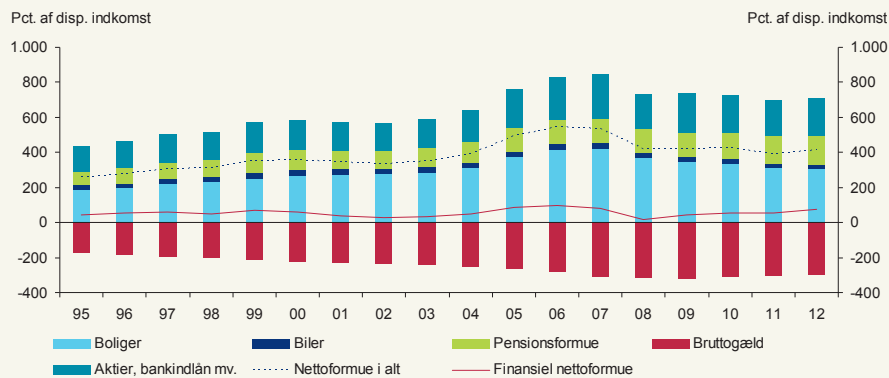
Udviklingen i husholdningernes opsparing før og under krisen skal ses i lyset af de overordnede rammer for husholdningernes gæld og opsparing i Danmark, som på visse centrale områder adskiller sig fra rammerne i de fleste andre lande. Det gælder primært det danske realkreditsystem og pensionsystemet.

Samlet set er de danske husholdninger forholdsvis velkonsoliderede. Husholdningernes samlede nettoformue, inkl. værdien af ejerboliger og pension korrigeret for udskudt skat, anslås til godt 400 pct. af disponibel indkomst, *jf. figur 2.8*. Nettoformuen er således omtrent på niveau med 2004, dvs. inden de kraftige stigninger i boligpriserne satte ind, og højere end i det forudgående årti. Samtidig ligger de danske husholdningers nettoformue (uden korrektion for skat af pensionsformue) internationalt set på et gennemsnitligt niveau, *jf. Isaksen mfl. (2011)*.

Skattereformer har løbende gennem de seneste 30 år sænket skatteværdien af rentefradraget fra op til 73 pct. i 1986 til aktuelt op til 33½ pct. (i en gennemsnitskommune) samt generelt nedsat beskatningen af kapitalindkomst. Det har forbedret husholdningernes incitament til opsparing og har dermed bidraget til stigningen i nettoformuen.

Modstykket til husholdningernes høje bruttogæld i Danmark, især blandt boligejerne, er naturligvis, at andre har store finansielle fordringer, herunder i mange tilfælde husholdningerne selv via deres pensionsformue. Som helhed har danskerne en betydelig finansiell formue på i størrelsesordenen 40 pct. af BNP, *jf. også bilag 1A og kapitel 4*.

Figur 2.8
Husholdningernes formue og gæld, 1995-2012



Anm.: De finansielle størrelser er opgjort på grundlag af nationalregnskabets finansielle konti. Opgørelsen er til kursværdi. Boligformuen er inkl. grundværdier og omfatter alle boliger ejet af husholdningerne inkl. udlejningsejendomme. Nettoformuen angiver summen af boliger, biler og den finansielle nettoformue. Opgørelsen er ikke total og mangler blandt andet husholdningernes andel af virksomhedernes kapital (i enkeltmandsvirksomheder, ekskl. privatejede lejligheder som indgår i boligformuen). Pensionsformuen er skønsmæssigt korrigeret for udskudt skat og udgøres af både kollektive og individuelle pensionsformuer (i fx pengeinstitutter).

Kilde: Danmarks Statistik, Nationalbanken og egne beregninger.

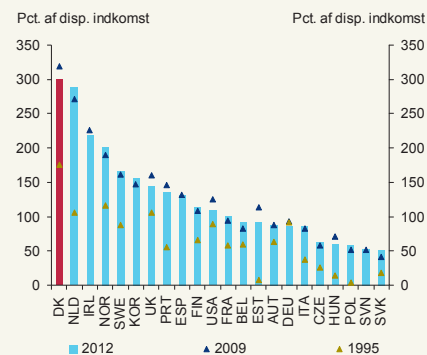
Det danske realkreditsystem

Det veludviklede danske realkreditsystem indebærer mulighed for en omkostningseffektiv belåning af ejerboliger (op til den lovbestemte grænse på 80 pct. af ejendomsværdien). Realkreditsystemet og det øvrige finansielle system understøtter således mulighederne for at udjævne forbruget over livsforløbet, herunder for på et relativt tidligt tidspunkt at erhverve en ejerbolig. Disse muligheder er blevet styrket gennem blandt andet indførelsen af lån med variabel rente (flekslån) i 1996 og afdragsfrihed i 2003.

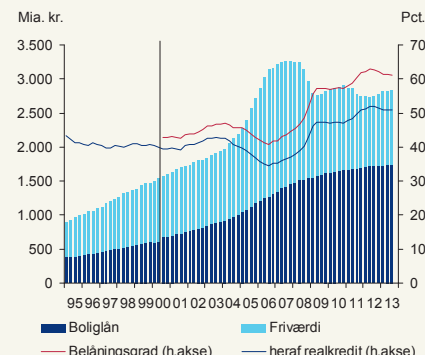
Det fleksible danske realkreditsystem bidrager til, at bruttogælden (dvs. gælden uden hensyntagen til eventuel formue) i de danske husholdninger er høj i forhold til andre lande, jf. figur 2.9. Allerede i 1995 var Danmark således det land, som havde den største bruttogæld set i forhold til den disponible indkomst (gældskvoten). Siden da er husholdningernes gældskvote steget fra 175 pct. af den disponible indkomst til 320 pct. i 2009 og derfra faldet til 300 pct. i 2012³.

³ Når bruttogælden opgøres som andel af den disponible indkomst, tages der ikke højde for, at indkomsten i en række lande også skal dække udgifter til fx sundhed, uddannelse og børnepasning, som i overvejende grad finansieres over skatterne i Danmark. Måles bruttogælden som andel af BNP, har Danmark fortsat en relativ høj gældskvote, men forskellen til de øvrige OECD-lande er mindre.

Figur 2.9
Husholdningernes bruttogæld



Figur 2.10
Belåningsgrad af boligformuen, 1995-2013



Anm.: Husholdningernes bruttogæld i figur 2.9 udgøres af de samlede passiver. Boliglån i figur 2.10 består af lån fra pengeinstitutter til boligformål for husholdninger samt realkreditens udlån til ejerboliger og fritidshuse. Opgørelsen af belåningsgraden forudsætter, at vurderingen af ejerboligernes markedsværdi er realistisk.

Kilde: OECD, Danmarks Statistik og Økonomisk Redegørelse, december 2013.

Samme udvikling i gældskvoten kan også genfindes i andre lande, men niveauet for danske husholdningers bruttogæld er fortsat det højeste blandt OECD-landene. Stigningen i bruttogælden siden 1995 kan blandt andet tilskrives faldet i realkreditrenterne, idet lavere renter betyder, at husholdningerne for en given indkomst kan forrente og afdrage en større gæld. Samtidig betyder det lavere renteniveau, at det kan være mere fordelagtigt for husholdningerne at fremrykke forbrug til tidligere i livet, fordi gevinsten ved opsparing er reduceret⁴.

Stigningen i gældskvoten kan endvidere tilskrives, at der har været betydelige formuegevinster, fordi værdien af ejerboliger er steget mere end den disponible indkomst siden 1995.

Den gennemsnitlige belåningsgrad (dvs. restgælden i boligen i forhold til boligens værdi) er steget fra ca. 45 pct. i perioden 2001-2004 før de store stigninger i boligpriserne i 2005-2006 til godt 60 pct. i de senere år, jf. figur 2.10. Belåningsgraden er de senere år øget blandt andet som følge af det store prisfald på ejerboliger i 2009 efter finanskrisen og det fornyede fald i 2012 i forbindelse med gældskrisen i en række EU-lande. Derudover kan indførelsen af de afdragsfrie lån fra 2003 have bidraget til en strukturel stigning i belåningsgraden, idet husholdningerne derved har fået lettere adgang til at sænke opsparingen i deres bolig, end hvis der skulle have været optaget tillægslån.

⁴ Både den nominelle rente og realrenten efter skat er faldet siden 1995. Realrenten efter skat er dog faldet mindre end den nominelle rente, primært fordi skatteværdien af rentefradraget er blevet nedsat siden 1995.

Det danske pensionssystem

Danmark adskiller sig også fra mange andre lande ved allerede tidligt at have indført et pensionssystem baseret på både offentlig pension og private opsparingsbaserede pensionsordninger, som efterhånden dækker langt størstedelen af arbejdstagerne. Formålet med de offentlige pensioner er blandt andet at sikre en vis minimumindtægt for alle pensionister, mens formålet med de private pensioner primært er at sikre en relativ høj indkomstdækning som pensionist i forhold til indkomsten i den erhvervsaktive alder.

Set under ét er det danske pensionssystem blevet vurderet til at være blandt de bedste i verden, blandt andet i forhold til at sikre høj indkomstdækning ved overgang til pensionstilværelsen og i forhold til de offentlige finansers robusthed, *jf. boks 2.2*⁵.

Boks 2.2

Vurderinger af pensionssystemerne i Danmark sammenlignet med andre lande

I mange lande har den demografiske udfordring med stigende levetid og relativt store årgange, der når tilbagetrækningsalderen, medført et større fokus på indretningen og holdbarheden af de enkelte landes pensionssystemer. På den baggrund har fx The Melbourne Mercer Global Pension Index siden 2009 foretaget en vurdering af pensionssystemerne i 20 lande med fokus på, om systemerne er indrettet hensigtsmæssigt i dag og i forhold til udfordringerne i fremtiden.

I den seneste af disse vurderinger er Danmark det bedst placerede land med en score på 80,2 ud af 100 og er som det eneste land placeret i gruppe A, der er karakteriseret ved:

"A first class and robust retirement income system that delivers good benefits, is sustainable and has a high level of integrity." (s. 6).

Således scorer det danske pensionssystem højt i forhold til at sikre et højt opsparingsniveau og dermed bedre indkomstsikring for pensionisterne gennem arbejdsmarkedspensionerne. Samtidig er der en høj grad af fleksibilitet i systemet, fx i forbindelse med skift af pensionsselskab ved jobskifte og mulighed for delvis påbegyndelse af pensionsudbetalinger som supplement til fortsat arbejde på nedsat tid. Af lande, som vi normalt sammenligner os med, opnår Holland en score på 78,3 (gruppe B+), Sverige opnår en score på 72,6 (gruppe B), mens Tyskland opnår en score på 58,5 (gruppe C).

Vurderingerne er foretaget på grundlag af mere end 50 parametre vedrørende pensionssystemernes tilstrækkelighed, holdbarhed og integritet. Dette gælder fx størrelsen på udbetalingerne, opsparingsniveauet, demografi, offentligt gældsniveau og regulering. Rapporten er udarbejdet af konsulentfirmaet Mercer samt Australian Centre for Financial Studies (ACFS) med støtte fra den australske regering.

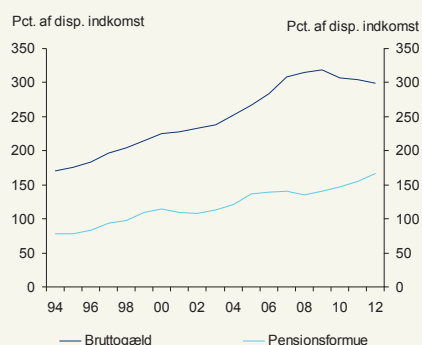
Kilde: Mercer mfl. (2013). Se også Bovenberg (2012).

⁵ Det danske pensionssystem indebærer imidlertid blandt andet en relativ høj implicit beskatning af pensionsopsparing for nogle grupper på arbejdsmarkedet, *jf. eksempelvis Dansk økonomi, forår 2008 og Forsikring og Pension (2013)*. Derudover indebærer de relativt høje indbetalingsprocenter (for personer med et langt forventet arbejdsliv), at den samlede opsparing kan blive uønsket høj for personer, som ikke kan modgå dele af den store langsigtede opsparing via låntagning. Det kan fx gælde for yngre personer, som har udgifter i forbindelse med familienstiftelse eller lignende.

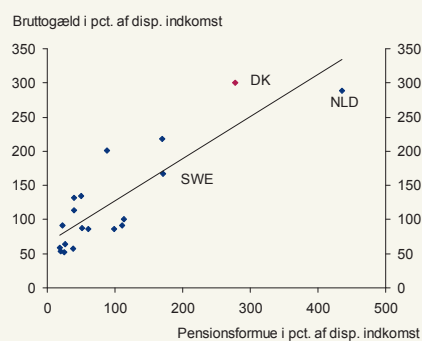
Den opbygning af de private pensionsformuer, der har fundet sted siden 1990'erne, jf. figur 2.11, har sandsynligvis også haft en betydning for stigningen i husholdningernes bruttogæld. De stigende indbetalingsprocenter til aftalebaserede arbejdsmarkedspensioner reducerer således alt andet lige husholdningernes behov for at spare op gennem afdrag på deres bolig-gæld eller anden fri opsparing. Den øgede låntagning sker ofte forholdsvist tidligt i livet, mens den øgede pensionsformue opbygges mere gradvist over arbejdslivet. Dermed kan gælden i en årrække stige mere end pensionsformuen for den enkelte generation. Så længe pensionsystemet er under opbygning, vil der på makroniveau være en tendens til øget (brutto)gældsætning.

En bagvedliggende årsag til udviklingen kan findes i skattesystemet, hvor pensionsopsparing med en skat på det løbende afkast på godt 15 pct. er skattemæssigt begunstiget i forhold til gældsnedbringelse (eller anden fri opsparing), idet skatteværdien af rentefradraget er ca. 33½ pct.⁶ Dermed kan der, specielt for yngre aldersgrupper eller for personer med positiv nettokapitalindkomst, være et skattemæssigt incitament til fx at belåne boligen for at øge pensionsindbetalingerne.

Figur 2.11
Pensionsformue og bruttogæld i Danmark, 1994-2012



Figur 2.12
Sammenhæng mellem pensionsformue og bruttogæld på tværs af lande, 2012



Anm.: I figur 2.11 er pensionsformuen skønsmæssigt korrigeret for udskudt skat, mens dette ikke er tilfældet i figur 2.12. I figur 2.12 er pensionsformuen opgjort som husholdningernes forsikringstekniske reserver i livsforsikringselskaber og pensionskasser, jf. *de finansielle konti i Nationalregnskabet*. Det er ikke en fuldt dækkende opgørelse over husholdningernes pensionsformue. For Danmark indregnes eksempelvis ikke pensionsformue i pengeinstitutter, som udgør 1/6 af den samlede pensionsformue. Kilde: OECD, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Stigningen i pensionsformuen over perioden 1995-2012 (skønsmæssigt korrigeret for skat) svarer til ca. 90 pct. af disponibel indkomst, mens bruttogælden er vokset med ca. 125 pct. af

⁶ Værdien af rentefradraget reduceres gradvist til 25½ pct. frem mod 2019 for renteudgifter over 50.000 for enlige og 100.000 for par. I 2014 er værdien således sænket til 30½ pct. for renteudgifter over de nævnte grænser.

disponibel indkomst. Godt $\frac{2}{3}$ af stigningen i bruttogælden er således blevet modsvaret af stigninger i pensionsformuen. Hertil kommer stigningen i boligformuen⁷. Også i en international sammenligning er der en positiv sammenhæng mellem størrelsen af pensionsformuen og bruttogælden. Både Holland og Danmark har veludviklede pensionssystemer med opbygning af store private pensionsformuer, og i begge lande er bruttogælden høj, jf. figur 2.12.

Dertil kommer, at det relativt høje niveau for sociale ydelser og adgang til gratis sundhedsydelser og uddannelse mv. i Danmark mindsker husholdningernes behov for fri opsparing til dækning af denne type af udgifter. Samtidig har Danmark en relativt lille offentlig nettogæld og generelt sunde offentlige finanser. Det medvirker også til, at danske husholdninger ikke har et behov for at spare op til fremtidige skattestigninger eller lavere offentlige udgifter, som kan være nødvendig i lande, hvor de offentlige finanser i udgangspunktet ikke er holdbare.

Dermed er der en række strukturelle faktorer, som kan bidrage til at forklare det høje niveau for bruttogælden i Danmark samt stigningen over de seneste 15 år⁸. Det høje niveau for husholdningernes bruttogæld kan ikke siges at repræsentere et problem i forhold til den samlede husholdningssektors solvens ved de nuværende aktivpriser. Stigningen i pensionsformuen bidrager til, at husholdningerne på trods af stigningen i bruttogælden har en *finansiell nettoformue* på ca. 80 pct. af den disponible indkomst i 2012 (når pensionsformuen korrigeres for udskudt skat), hvilket er knap en fordobling siden 1995. Medregnes værdien af ejerboliger kan husholdningernes samlede nettoformue som nævnt anslås til godt 400 pct. af disponibel indkomst, hvilket er højere end i årene før de kraftige boligprisudsving i 2000'erne⁹.

2.3.3 Robustheden af husholdningernes økonomi

Mens realkreditsystemet og udbygningen af pensionssystemet således er med til at sikre gode muligheder for at udjævne forbrug over livet og dermed bidrager med væsentlige velfærdsgvinster for husholdningerne, kan systemerne også i visse situationer medføre makroøkonomiske risici. Det skyldes, at den bruttoformue, som husholdningerne opbygger i pensionssystemet eller anskaffer sig med finansiering via realkreditsystemet, primært er bundet i relativt illikvide aktiver i form af bolig og pension, som i nogle situationer kan være svære at belåne eller realisere uden tab.

⁷ En række studier på individdata peger på, at pensionsformue kun i mindre grad fortrænger fri opsparing, og den stigende bruttogæld kan også ses i sammenhæng med stigende boligformue mv. Studier på danske data finder, at fortrængningen kan være på 0-30 pct., jf. Barslund og Arnberg (2012) samt Chetty mfl. (2014). Dvs. hvis pensionsformuen vokser med 100 kr., vil den fri opsparing falde med 0-30 kr. Disse studier kan dog undervurdere fortrængningen på sigt, idet der endnu ikke er nogen beskæftigede på LO/DA-området, der har indbetalt til en arbejdsmarkedspension med de nuværende indbetalingsprocenter i et helt arbejdsliv. Samtidig ser Barslund og Arnberg (2012) alene på lejere, hvilket også kan bidrage til at undervurdere effekten, idet ejere kan have bedre mulighed for at kompensere for øget pensionsopsparing igennem en højere belåning af boligen.

⁸ I modsat retning trækker, at skatten på negativ kapitalindkomst (skatteværdien af rentefradraget) siden midten af 1980'erne gradvist er blevet nedsat fra op til 73 pct. i 1986 til aktuelt op til 33½ pct. (i en gennemsnitskommune). Det mindsker incitamentet til gældsætning, fordi den enkelte husholdning i højere grad selv skal afholde renteudgifter.

⁹ Befolkningssammensætningen har også betydning for udviklingen i nettoformue. Ældre aldersgrupper har typisk en større nettoformue sammenlignet med yngre aldersgrupper. Siden 1995 er antallet af 45-64 årige vokset i forhold til antallet af 25-44 årige. Dette forhold kan også bidrage til at forklare stigningen i nettoformuen.

Sammen med en høj bruttogæld, hvor rentebetalingerne svares ud af løbende indkomst, kan det gøre husholdningerne mere sårbare overfor ændrede økonomiske forhold som fx rentestigninger, indkomstnedgang eller fald i boligpriserne. Der er således tegn på, at privatforbruget er mere volatilt i lande, hvor bruttogælden er høj, *jf. Isaksen mfl. (2011)*¹⁰.

En del af denne sårbarhed kan modvirkes af fleksibiliteten i realkreditsystemet, hvor husholdningerne relativt omkostningseffektivt kan belåne friværdis eller konvertere til afdragsfrie lån og derved reducere deres ydelse i en periode med indkomstnedgang. Det forudsætter, at långiverne vurderer, at kreditværdigheden er tilstrækkelig.

Ligeledes betyder den større udbredelse af lån med variabel rente, at husholdningernes renteudgifter i udgangspunktet svinger med konjunkturerne og derved typisk reduceres under en lavkonjunktur. I dag er 2/3 af realkreditlånene med variabel rente¹¹. Den høje andel er formentlig med til at øge privatforbrugets og boliginvesteringernes rentefølsomhed¹².

Udbredelsen af lån med variable renter virker konjunkturudglattende, så længe pengepolitikken passer til den danske konjunktursituation. Det kræver blandt andet, at konjunktursituationen i Danmark omtrent følger udviklingen i eurozonen, og at der er tiltro til fastkurspolitikken, således at der ikke opstår behov for at forhøje renten for at forsvare kronen.

Dansk økonomi – og særligt husholdningernes – eksponering over for rentestigninger understreger vigtigheden af, at der fastholdes en økonomisk politik, der sikrer grundlaget for et fortsat lavt rentespænd til Tyskland.

Husholdningers robusthed, restancer og tvangsauktioner

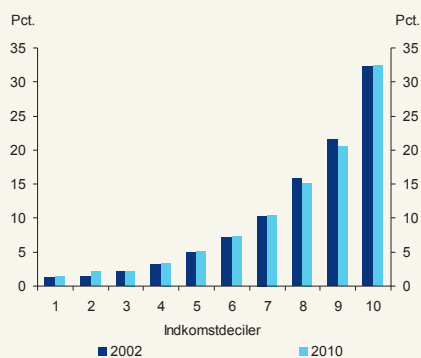
Husholdningernes økonomiske robusthed underbygges af, at størstedelen af gælden er placeret hos familier med en relativ høj indkomst, *jf. figur 2.13*. Disse vil have større økonomisk råderum til at klare stigende rentebetalinger, når øvrige udgifter er afholdt. Ligeledes vokser gældskvoten generelt med den disponible indkomst, *jf. figur 2.14*.

¹⁰ Vurderingen er baseret på sammenhængen mellem standardafvigelsen af væksten i privatforbruget i 1995-2010 og den gennemsnitlige bruttogældskvotens over perioden 1995-2010. At væksten i privatforbruget i Danmark er relativt volatil kan blandt andet afspejle, at en del af det, som i andre lande er privatforbrug, i Danmark optræder som individuelt offentligt forbrug, (fx sundhed, uddannelse samt pasning af børn og gamle). Denne type udgifter vil typisk være mindre volatile. Når beregningen baseres på det faktiske individuelle forbrug (dvs. summen af privatforbrug og individuelt offentligt forbrug) for perioden 1995-2012, er der ikke nogen klar sammenhæng mellem gældskvotens og udsving i forbruget.

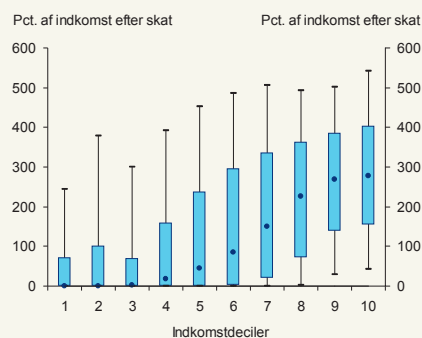
¹¹ Til ejerboliger og fritidshuse.

¹² Bang-Andersen mfl. (2013) har beregnet, at privatforbruget ved udgangen af 2012 kunne have været op til 60 mia. kr. lavere (svarende til godt 8 pct.), hvis renterne var forblevet på niveauet fra 1. kvartal 2009. Beregningen inkluderer virkningen af ændrede boligpriser afledt af renteændringer.

Figur 2.13
Bruttogældsmasse fordelt på indkomstdeciler



Figur 2.14
Gældskvote fordelt på indkomstdeciler, 2011

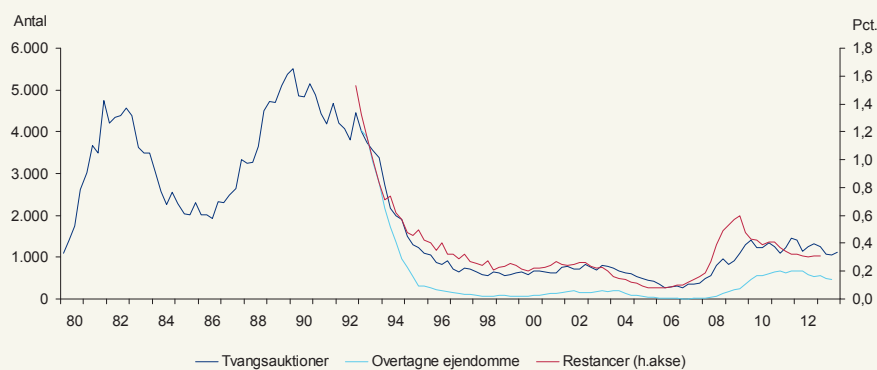


Anm.: Boxplottet i figur 2.14 viser fra oven 90. og 75. percentilen, medianen samt 25. og 10. percentilen.
Kilde: Andersen mfl. (2012a) og Nationalbanken (2013).

Blandt andre har Nationalbanken foretaget stresstest af husholdningernes økonomi. Disse viser, at langt de fleste husholdninger vil kunne klare negative stød til deres privatøkonomi, uden at gælden misligholdes, om end det for nogle vil kunne kræve afsavn, *jf. boks 2.3*.

I den aktuelle situation tyder forskellige indikatorer også på, at boligejernes økonomiske situation som helhed er mere robust end under konjunkturtillageslaget i 1980'erne og starten af 1990'erne. Således er restancerne på realkreditlån, antallet af tvangsauktioner samt antallet af overtagne ejendomme hos realkreditinstitutterne forholdsvis lave, *jf. figur 2.15*.

Figur 2.15
Tvangsauktioner, restancer og overtagne ejendomme, 1980-2013



Anm.: Restancer er målt i pct. af lånenes restgæld. Tallet for tvangsauktioner vedrører bekendtgjorte tvangsauktioner for alle ejendomstyper, hvoraf omkring 80 pct. vedrører ejerboliger.
Kilde: Danmarks Statistik og Realkreditrådet.

Boks 2.3**Nationalbankens og Erhvervs- og Vækstministeriets vurderinger af robustheden af husholdningernes økonomi**

Overordnet vurderer *Nationalbanken*, at familierne overvejende bruger det finansielle system på fornuftig vis. Balancen mellem bruttogæld og aktiver kan især forklares med udgangspunkt i familiernes indkomst, alder, boligpriserne og pensionssystemets indretning (Andersen mfl., 2012a). Truslen mod den finansielle stabilitet fra familiernes gæld og dens sammensætning er begrænset. De fleste familier har en robust økonomi og kan med nogle (undertiden dog betydelige) afsavn klare negative begivenheder som rentestigning, arbejdsløshed eller udløb af afdragsfrihed (Andersen mfl., 2012b).

Nationalbankens stresstest viser fx, at langt de fleste familier med ejerboliger og flexlån vil kunne klare en rentestigning på så meget som 5 pct.-point, om end det for nogen kan kræve mærkbare tilpasninger. Beregningen tager udgangspunkt i begrebet "den økonomiske marginal", der viser, om familien har noget til overs efter betaling af udgifter til bolig mv. forudsat et "standardforbrug" henholdsvis et "skrabet forbrug". Ved en rentestigning på 5 pct.-point stiger antallet af familier med en negativ økonomisk marginal fra knap 3 til godt 6 pct. ved et skrabet budget. En rentestigning på 5 pct.-point må anses for usædvanlig.

Stresstestene peger endvidere i retning af, at stort set alle familier med realkreditlån og positiv økonomisk marginal har luft nok til at klare indkomstnedgang som følge af ledighed i op til 6 måneder (der er undersøgt henholdsvis 3 og 6 måneders ledighed for "hovedindtægtsholderen"). Realkreditfamilierne er således godt rustede til at modstå midlertidige perioder med ledighed ifølge disse resultater.

Tilsvarende vurderer *Erhvervs- og Vækstministeriet* (EVM, 2013a), at "*husholdningerne generelt har en fornuftig økonomi, der vil være i stand til at modstå rentestigninger*". EVM tager udgangspunkt i gældsserviceringsbrøken, dvs. den andel af den disponible indkomst, der anvendes på renter, afdrag og bidrag (både realkreditgæld og anden gæld). EVM vurderer som udgangspunkt, at ved en gældsserviceringsbrøk på mere end 50 pct. kan en husholdning være økonomisk udsat. I 2010 havde 5 pct. af husholdningerne (med 9 pct. af det samlede udlån) en gældsserviceringsbrøk på mere end 50 pct.

Ved en mindre rentestigning på 1 pct.-point, vil andelen med en gældsserviceringsbrøk på mere end 50 pct. stige fra 5 til 6 pct. på sigt (og gældsandelen vokse fra 9 til 10 pct.). Ved en større rentestigning på 5 pct.-point, vil andelen med en gældsserviceringsbrøk på mere end 50 pct. stige fra 5 til 12 pct. på sigt (og gældsandelen vokse fra 9 til 21 pct.). Resultaterne skal ses i lyset af, at mange af husholdningerne vil kunne nå at reagere på rentestigningerne, fx ved at tilpasse forbruget eller ved at tilvælge afdragsfrihed.

Når restancerne på realkreditlån i dag er betydeligt lavere end under tidligere konjunkturtilbagegang, skal det blandt andet set ses i sammenhæng med de lave renter på navnlig de variabelt forrentede lån og den moderate ledighed, som strukturelt er sænket markant siden 1980'erne.

Situationen i begyndelsen af 1990'erne var desuden påvirket af skattereformen i 1987, som reducerede skatteværdien af rentefradraget for højere indkomster, samt indførelsen af 20-årige mixlån i forbindelse med kartoffelkuren i 1986. Liberaliseringer af realkreditlovgivningen i 1992 og 1993 samt introduktionen af flekslån og afdragsfrie lån i henholdsvis 1996 og 2003

har efterfølgende givet husholdningerne en højere grad af fleksibilitet i deres tilbagebetaling og mulighed for lavere ydelse¹³. Samtidig har skattereformer over de seneste 30 år nedsat skatteværdien af rentefradraget, hvilket isoleret set har øget husholdningernes opsparing og gjort dem mere robuste.

Afdragsfrie lån og udløb af afdragsfrihed

Siden indførelsen af afdragsfrie lån i 2003 er denne lånetype vokset til i dag at udgøre ca. 55 pct. af det samlede realkreditlån¹⁴. Muligheden for afdragsfrie lån giver som nævnt låntagerne større fleksibilitet, og gør det lettere at tilpasse opsparing og forbrug til individuelle behov. Adgang til afdragsfrie lån giver fx øget fleksibilitet ved indkomstbortfald eller andre hændelser som fx skilsmisse eller dobbelt husleje. Samtidig får unge husejere mulighed for hurtigere afvikling af anden og dyrere gæld, og ældre husejere har mulighed for at stoppe eller nedsætte opsparing i boligen i løbet af pensionstilværelsen¹⁵.

Omvendt kan afdragsfrie lån medføre større samlet gæld, og der er risiko for, at nogle husholdninger kan få vanskeligt ved at betale ydelserne, når renterne på et tidspunkt vender tilbage til et mere normalt niveau. Det kan særligt være aktuelt i den første tid efter indførelsen af nye lånetyper, indtil kunder og realkreditinstitutter lærer at anvende og risikovurdere dem.

I 2013 udløb den tiårige afdragsfrie periode for de første afdragsfrie realkreditlån. Det påvirkede dog kun et relativt lille antal familier, *jf. figur 2.16*. Med de nuværende lån vil dette tal stige til knap 70.000 boligejere i 2015 og i 2019 og 2020 til henholdsvis 110.000 og 130.000 boligejere. Det kan afspejle, at nogle husholdninger netop har anvendt den fleksibilitet, som afdragsfriheden giver, til at komme bedre gennem den økonomiske krise.

I praksis vil mange formentlig have mulighed for at omlægge deres gæld, såfremt de ikke ønsker at starte med at afdrage, hvilket dog blandt andet afhænger af udviklingen i boligpriserne og indkomsterne. Desuden har langt de fleste husholdninger med udløb af den afdragsfrie periode en tilstrækkelig robust privatøkonomi til at kunne påbegynde afdrag på realkreditlånet, *jf. Erhvervs- og Vækstministeriet (2013b)*.

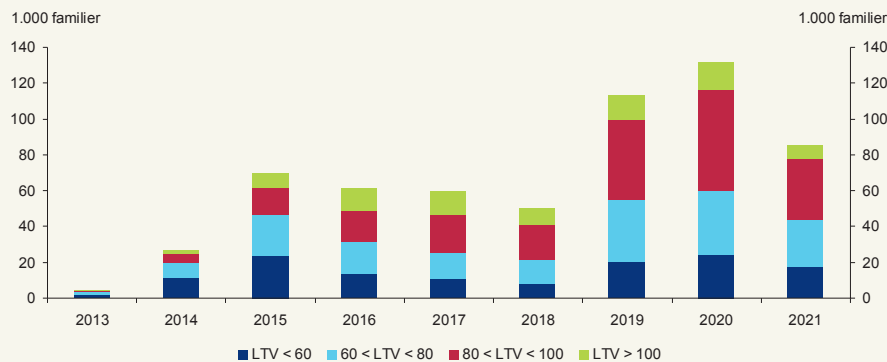
Samlet set fremstår husholdningerne på trods af høj bruttogæld rimelig robuste over for selv betydelige stigninger i renten og midlertidige perioder med ledighed. Med de nuværende økonomiske udsigter kan omfanget af gældssatte familier ikke anses for en trussel mod den makroøkonomiske og finansielle sektors stabilitet.

¹³ Desuden strammede realkreditinstitutterne i begyndelsen af 1990'erne procedurene over for kunder med betalingsvanskeligheder. De hurtige og markante konsekvenser af misligholdelse af realkreditlån i Danmark er formentlig en væsentlig årsag til, at restancer på boliglån er mindre udbredt i Danmark end i de fleste andre lande, herunder USA.

¹⁴ Til ejerboliger og fritidshuse.

¹⁵ Udbredelsen af afdragsfrie lån bidrog formentligt til de høje boligprisstigninger i perioden 2004-2006. Efterfølgende er boligpriserne faldet, mens udbredelsen af afdragsfrie lån er fortsat.

Figur 2.16
Udløb af afdragsfrihed og aktuel belåningsgrad (LTV) i forhold til ejendomsværdien i 2011



Anm.: Belåningsgraden er defineret som restgælden i boligen i forhold til ejendomsværdien. Ejendomsværdien er realkreditinstituttets vurdering pr. ultimo 2011. Boligpriserne vurderes at stige fremadrettet, hvilket vil bidrage til at sænke belåningsgraden i forhold til de viste tal i figuren.

Kilde: Nationalbanken (2013).

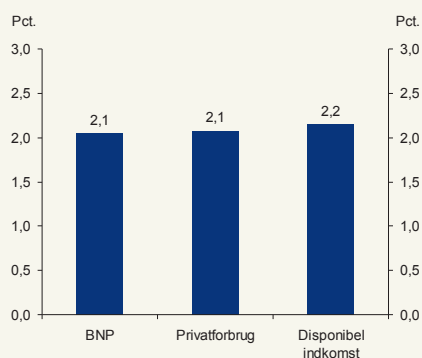
2.3.4 Privatforbrug og gæld frem mod 2020

Efterhånden som usikkerheden i økonomien reduceres, ventes udviklingen i privatforbruget normaliseret frem mod 2020 i takt med stigende beskæftigelse og indkomster. Der er spæde tegn på, at denne proces er i gang. Forbrugernes tillid har de seneste måneder ligget over det historiske gennemsnit siden 1990. Beskæftigelsen har været svagt stigende siden midten af 2013. Ligeledes er ledigheden begyndt at falde efter at have været nogenlunde stabil siden 2010, og ledigheden er på et moderat niveau sammenlignet med tidligere tilbageslag, *jf. kapitel 3*.

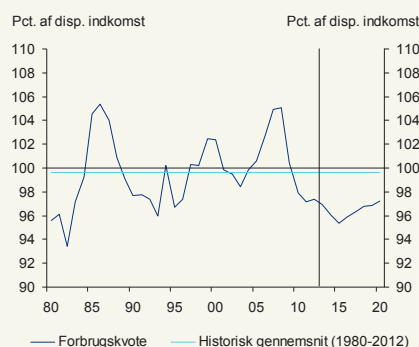
Dertil kommer, at inflationen og renterne er lave, og at de offentlige finanser er bragt på et holdbart spor. Boligmarkedet har siden begyndelsen af 2012 vist bedring, og særligt priserne på ejerlejligheder har været stigende. Imidlertid har den forbedrede tillid blandt forbrugerne endnu ikke givet sig udslag i en klar tendens til opgang i det private forbrug.

En normalisering af husholdningernes opsparingsadfærd vil indebære et væsentligt bidrag til genopretningen af konjunkturerne. I fremskrivningen til 2020 er det lagt til grund, at privatforbruget reelt vokser med godt 2 pct. om året i 2014-2020, *jf. figur 2.17*. Det skal ses i lyset af en tilsvarende fremgang i den reale disponible indkomst, blandt andet som følge af stigende beskæftigelse. Stigende renteudgifter ventes isoleret set at dæmpe fremgangen i den disponible indkomst og privatforbruget. Omvendt bidrager stigende pensionsudbetalinger til at løfte privatforbruget.

Figur 2.17
Gennemsnitlig årlig realvækst i BNP, privatforbrug og disponibel indkomst, 2014-2020



Figur 2.18
Husholdningernes forbrugskvote, 1980-2020



Anm.: Forbrugskvoten i figur 2.18 er opgjort på baggrund af et udtryk for den forbrugsbestemmende indkomst, som er mere snævert end husholdningernes indkomst ifølge nationalregnskabet, *jf. Økonomisk Redegørelse, december 2013, boks 4.1.*

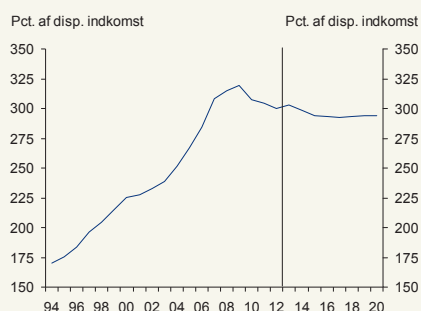
Kilde: Danmarks Statistik, Økonomi- og Indenrigsministeriet samt egne beregninger.

Den forudsatte udvikling i privatforbruget og den disponible indkomst indebærer, at forbrugskvoten forventes at have en svagt stigende profil frem mod 2020. Den forudsatte stigning i forbrugskvoten er lavere end i tidligere konjunkturopsving, og forbrugskvoten i 2020 ligger fortsat under det historiske gennemsnit siden 1980, *jf. figur 2.18*. Når forbrugskvoten typisk har ligget omkring 100 pct. af den disponible indkomst gennem de seneste årtier, skal det ses i lyset af, at husholdningssektoren delvist har finansieret forbrug og investeringer gennem låntagning og kursgevinster på deres aktiver, *jf. appendiks 2A*. Forløbet indebærer overordnet, at husholdningerne yderligere nedbringer gældskvoten en smule frem mod 2020 oven i den nedbringelse, der allerede er indtruffet, så gældskvoten i 2020 er godt 25 pct.-point lavere end toppunktet i 2009, *jf. figur 2.19* (givet fastholdte finansielle aktiver i pct. af den disponible indkomst).

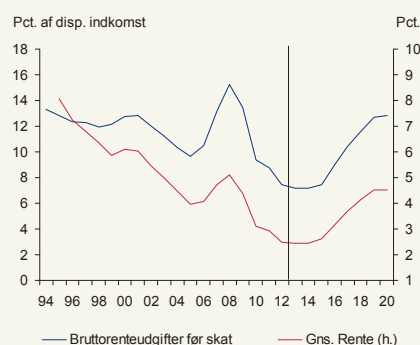
Den forudsatte normalisering af renterne, efterhånden som konjunktursituationen genoprettes, øger husholdningernes renteudgifter frem mod 2020, hvilket kun delvist modgås af det forudsatte fald i bruttogælden. Den gennemsnitlige rente på husholdningernes gæld stiger i forløbet fra det nuværende niveau på 2,5 pct. til 4,5 pct. i 2020¹⁶. De højere renter indebærer, at husholdningernes renteudgifter før skat i forløbet stiger fra godt 7 pct. af disponibel indkomst i 2014 til knap 13 pct. i 2020. Renten ventes fortsat at være lavere end i starten af 00'erne, hvorfor husholdningernes renteudgifter svarer til det daværende niveau, selv om gældskvoten er ca. 65 pct.-point højere.

¹⁶ Renten på nystiftede lån antages at stige til gennemsnitligt 4,75 pct. i 2020, men da en del af husholdningernes gæld har en lang løbetid, slår denne stigning kun gradvist igennem på den gennemsnitlige rente.

Figur 2.19
Bruttogæld i husholdningerne, 1994-2020



Figur 2.20
Bruttorenteudgifter i husholdningerne, 1994-2020



Anm.: I figur 2.19 antages den frie finansielle bruttoformue at være omtrent konstant som andel af disponibel indkomst frem mod 2020. Bruttorenteudgifter i figur 2.20 er beregnet før skat, og der tages dermed ikke højde for, at skatteværdien af rentefradraget løbende er blevet nedsat og fremadrettet yderligere vil aftage frem mod 2019 som følge af forårspakke 2.0.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

De højere renteudgifter i 2020 kan indebære risiko for en mere afdæmpet fremgang i det private forbrug, hvis husholdningerne vælger at nedbringe deres gæld mere end forudsat, *jf. boks 2.4*. Det vil fx kunne være tilfældet, hvis husholdningerne reagerer kraftigere på opstramninger i realkreditsektorens kreditgivning og stigende bidragssatser, eller hvis forventningerne til fremtidig indkomst- og produktivitetsvækst nedjusteres.

Omvendt er der grundlæggende ikke behov for øget opsparing i husholdningerne, idet pensionsopsparingen er høj, og der i forvejen er udsigt til høje dækningsgrader i pensionstilværelsen. Det gælder navnlig efter de aftalte forøgelser af aldersgrænserne i pensionssystemet, som bidrager til et længere arbejdsliv og flere år, hvor der spares op til pension, samtidig med at pensionsperioden er kortere. Blandt andet på den baggrund er der også mulighed for en større fremgang i privatforbruget frem mod 2020 end lagt til grund, *jf. boks 2.4*.

Boks 2.4

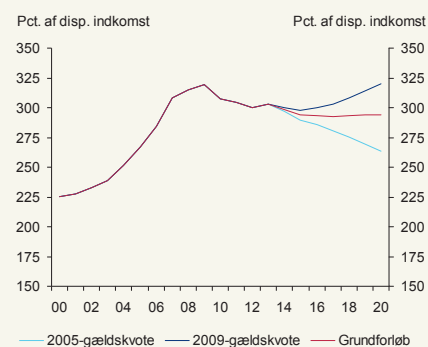
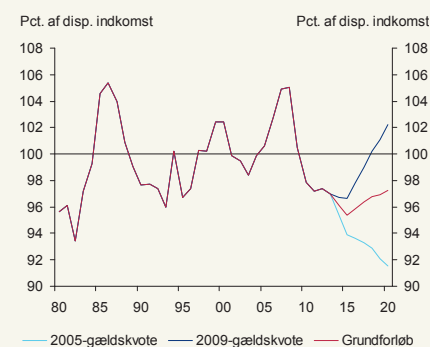
Alternative scenarier for udviklingen i gæld og privatforbrug frem mod 2020

Der er foretaget to illustrative beregninger af, hvad større eller mindre gældsnedbringelse kan indebære for privatforbruget frem mod 2020 (givet udviklingen i BNP, disponibel indkomst, rentesatser mv. og under antagelse af uændrede finansielle aktiver i pct. af den disponible indkomst):

- Et *2005-scenarie*, hvor husholdningerne nedbringer deres gældskvotestørrelse til 2005-niveau.
- Et *2009-scenarie*, hvor husholdningernes konsolidering i kølvandet af krisen kun var af midlertidig karakter, og hvor de i takt med konjunkturaliseringen frem mod 2020 vender tilbage til 2009-gældskvoten.

Boks 2.4 (fortsat)**Alternative scenarier for udviklingen i gæld og privatforbrug frem mod 2020**

For at vende tilbage til gældskvoten i 2005 skal husholdningerne reducere deres bruttogæld (ved konstant aktivkvote) med yderligere 30 pct.-point i forhold til grundforløbet, *jf. figur a*. Det vil kræve et markant fald i forbrugskvoten til det laveste niveau de seneste 30 år, *jf. figur b*. Omvendt medfører en tilbagevenden til 2009-gældskvoten en forøgelse af gældskvoten på godt 25 pct.-point i forhold til grundforløbet. Det vil indebære, at forbrugskvoten stiger til et niveau, der ligger over det historiske gennemsnit.

Figur a**Alternative scenarier for gældskvoten, 2000-2020****Figur b****Implikationer for forbrugskvoten, 1980-2020**

En tilbagevenden til 2005-gældskvoten vil indebære, at den årlige realvækst i privatforbruget reduceres til 1,3 pct, hvilket er 0,8 pct.-point lavere end i grundforløbet, *jf. tabel a*. Den kraftige konsolidering betyder endvidere, at renteudgifterne i 2020 reduceres med 1,1 pct.-point af den disponible indkomst.

Tabel a**Konsekvenser for realvæksten i privatforbruget og husholdningernes udgifter**

	Gennemsnitlig årlig realvækst i privatforbruget, 2014-2020	Renteudgifter relativt til disponibel indkomst i 2020
Pct.		
Grundforløb	2,1	12,9
2005-scenarie	1,3	11,8
2009-scenarie	2,7	13,8

Vender gældskvoten tilbage til 2009-niveauet, kan privatforbruget vokse med 2,7 pct. om året, hvilket er 0,6 pct.-point højere end i grundforløbet, mens renteudgifterne i 2020 vil være 0,9 pct.-point højere.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

2.4 Virksomhedernes opsparing, gæld og investeringer

Virksomheder kan generelt vælge at finansiere deres aktiviteter via tilbageholdte overskud (intern finansiering), via låntagning eller ved udstedelse af ny egenkapital, fx aktieudstedelser, jf. figur 2.21.

Gældsfinansiering er som udgangspunkt favoriseret af skattesystemet, som tillader fradrag for renteudgifter (i forhold til udbytter, som samlet beskattes højere). Dertil kommer, at aktionærer fx kan have interesse i, at banker eller andre långivere foretager en ekstern vurdering af ledelsens drifts- og investeringsbeslutninger.

Omvendt mindsker en høj egenkapital i forhold til gæld risikoen for konkurs. Konkurser indebærer blandt andet tab af immaterielle værdier i virksomheden og nedskrivning af aktiver. En høj grad af egenkapital kan endvidere gøre det lettere eller billigere at opnå ekstern finansiering, fordi långivers risiko for tab reduceres. En høj grad af intern finansiering kan endvidere være et signal om, at de eksisterende virksomhedsejere med indgående kendskab til virksomheden forventer god rentabilitet, hvilket kan øge långiveres villighed til at låne til virksomheden.

Figur 2.21

Kilder til virksomhedskapital

Tilbageholdelse af overskud (mindre udbetaling af udbytte)
Optag af lån i fx bankerne
Rejsning af ny egenkapital gennem fx udstedelse af nye aktier

Tabel 2.2

Stiliseret sammenhæng mellem overskud, opsparing og investeringer for ikke-finansielle virksomheder, 2011

Bruttooverskud mv.	100,0
– skatter	10,6
– nettorenteudgifter	2,8
≈ Overskud efter skat og renter mv.	86,6
– udbetaling af udbytte	23,4
≈ Bruttoopsparing	63,2
– investeringer	41,6
≈ Finansiell opsparing	22,3

Anm.: Tallene i tabel 2.2 viser størrelsen af de enkelte poster i 2011 i forhold til bruttooverskud mv., som også dækker over formueindkomst (herunder udbytter modtaget fra andre sektorer) samt øvrige overførsler mellem sektorerne.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

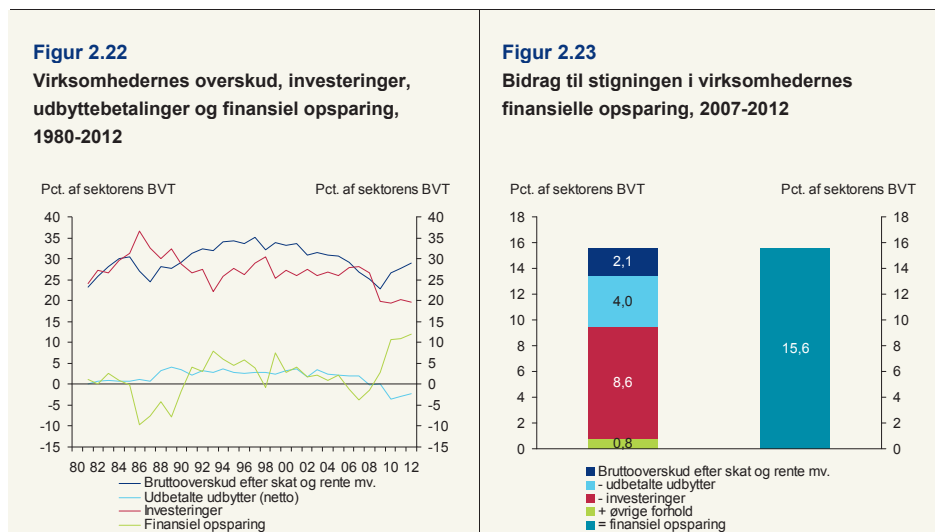
I praksis er det forventeligt, at virksomhedernes ønskede kapitalstruktur kan variere med konjunktursituationen. Et konjunkturtilbageslag kan fx betyde, at långivere kræver en større risikopræmie, fordi virksomhedens situation er mere usikker, mens virksomheden kan ønske at reducere risikoen for konkurs ved at tilbageholde overskud og mindske gæld. Dertil kommer,

at faldende aktivpriser vil medføre, at långivere sætter værdien af de aktiver, som virksomhederne stiller som garanti for lånene, mere konservativt¹⁷.

Sammenhængen mellem overskud, opsparing og investeringer i virksomheder er skitseret i tabel 2.2.

2.4.1 Udviklingen i virksomhedernes opsparing og gæld

I kølvandet på krisen har virksomhederne¹⁸ øget deres finansielle opsparing betydeligt. Således er den finansielle opsparing steget fra -3½ pct. af sektorens bruttoværditilvækst (BVT) i 2007 til knap 12 pct. i 2012, hvilket er det højeste niveau i de sidste 30 år. Den samlede stigning svarer omtrent til stigningen fra 1986-1993, hvor dansk økonomi ligeledes var ramt af et langvarigt konjunkturtilbageslag, jf. figur 2.22.



Anm.: Virksomhederne dækker over de ikke-finansielle selskaber. Den finansielle opsparing (også benævnt nettofordrings erhvervelsen) påvirkes negativt af udbetalinger af udbytte og investeringer, hvorfor de positive bidrag fra disse poster dækker over fald i hhv. investeringerne og de udbetalte udbytter. Investeringerne dækker både over fast realkapital og lagerinvesteringer.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

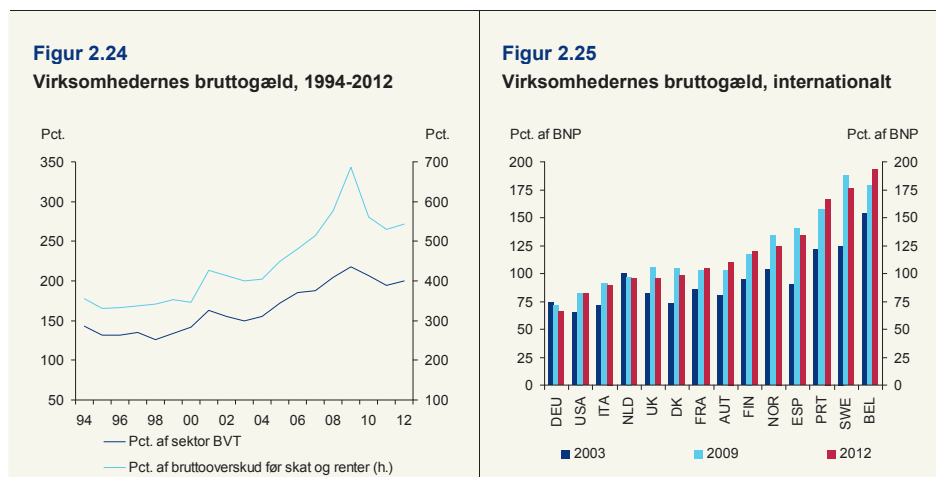
Stigningen i den finansielle opsparing fra 2007 til 2012 afspejler både et stort fald i investeringerne på ca. 8½ pct. af sektorens BVT og et fald i selskabernes udbetalte udbytter på 4 pct. af BVT, jf. figur 2.23.

¹⁷ I en simpel teoretisk verden uden skatteforvridninger eller informationsasymmetrier mv., ville det i princippet være ligegyldigt, hvordan virksomheder finansierer deres investeringer, jf. *Modigliani og Miller (1958)*. Herunder ville man ikke forvente, at omfanget af intern finansiering skulle variere systematisk med konjunktursituationen.

¹⁸ Virksomhederne dækker her over de ikke-finansielle selskaber.

Den stigende finansielle opsparing i virksomhederne fra 2007 til 2012 afspejler kun i mindre grad stigende overskud. Virksomhedernes bruttooverskud efter skat og renter mv. blev reduceret med ca. en tredjedel fra 2000 til 2009 (som andel af BVT), blandt andet som følge af høje lønstigninger under højkonjunktoren og det kraftige fald i afsætningen i forbindelse med krisen. Efterfølgende er overskuddet delvist genoprettet, blandt andet i kraft af afdæmpede lønstigninger, omkostningsreduktioner og øget produktivitet.

Den finansielle opsparing i kølvandet på krisen har bidraget til en vis konsolidering i virksomhederne, således at bruttogælden er reduceret fra knap 220 pct. af BVT til 200 pct. af BVT fra 2009 til 2012, *jf. figur 2.24*. Virksomhedernes bruttogæld voksede imidlertid relativt kraftigt fra 2003-2009 og er – trods konsolideringen – fortsat på et relativt højt niveau i forhold til tidligere.



Anm.: Bruttogælden er opgjort som virksomhedernes ukonsoliderede passiver i lån, forsikringstekniske reserver samt værdipapirer (undtagen aktier). Figur 2.25 er sorteret efter 2012-niveauet.

Kilde: Danmarks Statistik, OECD og egne beregninger.

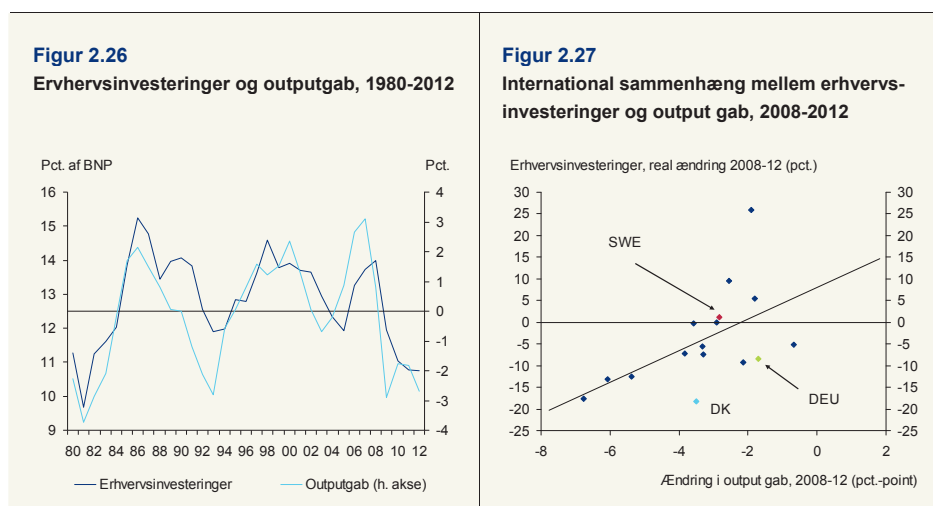
Konsolideringen i danske virksomheder siden 2009 har været lidt større end i de fleste andre lande, hvor virksomhedernes bruttogæld også voksede op gennem 00'erne, *jf. figur 2.25*. Niveauet for de danske virksomheders bruttogæld er relativt moderat i international sammenhæng. Fremadrettet bidrager nedsættelsen af selskabsskatten fra de nuværende 25 pct. til 22 pct. i 2016 til at mindske skattesystemets favorisering af gældsfinansiering.

Udover gældsnedbringelsen har virksomhederne øget deres finansielle aktiver svarende til ca. 30 pct. af BVT. Det dækker især over forfaldne, men ikke-betalte mellemværender, som er øget med godt 250 mia. kr. fra 2009 til 2012. I tilfælde af, at nogle af disse mellemværender må nedskrives, vil forbedringen af virksomhedernes finansielle balance være mindre, end de aktuelle tal viser.

2.4.2 Udviklingen i virksomhedernes investeringer

Som nævnt kan størstedelen af den stigende finansielle opsparing i virksomhederne tilskrives, at investeringsomfanget er reduceret markant i kølvandet på krisen. Det er normalt, at erhvervsinvesteringerne (investeringer i maskiner og bygninger) svinger med udviklingen i konjunkturerne, *jf. figur 2.26*.

Den væsentligste årsag til det lave investeringsniveau er således den nuværende lavkonjunktur med et betydeligt outputgab. Det betyder omvendt, at der – i takt med at konjunktursituationen forbedres – vil være betydeligt potentiale for, at investeringerne kan bidrage til ny fremgang i efterspørgslen. En fremgang, som blandt andet understøttes af, at virksomhederne har styrket deres finansielle robusthed de senere år.



Anm.: Erhvervsinvesteringer består af bygnings- og maskininvesteringer.

Kilde: Danmarks Statistik, OECD Economic Outlook nr. 94 og egne beregninger.

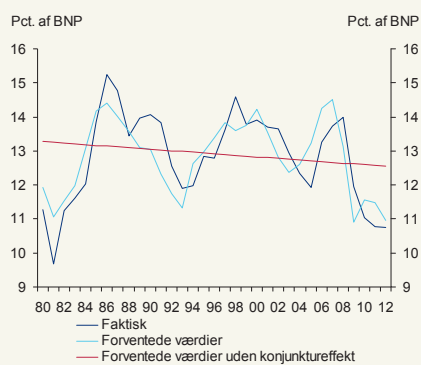
En stigning i investeringerne i takt med konjunkturnormaliseringen kræver, at det er rentabelt at foretage nye investeringer i Danmark. I en international sammenhæng er der tegn på, at nedgangen i de reale erhvervsinvesteringer siden 2008 har været større i Danmark end i de fleste andre lande relativt til ændringen i outputgab, *jf. figur 2.29*. Det kan blandt andet være et udslag af den forudgående forværring af konkurrenceevnen under højkonjunkturer og en mere presset indtjening i danske virksomheder, *jf. kapitel 4*. I de senere år er konkurrenceevnen og indtjeningen begyndt at blive genoprettet. Genoprettningen af investeringerne stiller også fremadrettet krav om blandt andet gode og forudsigelige rammevilkår for virksomhederne i Danmark og god konkurrenceevne.

Det forhold, at virksomhedsejerne i høj grad holder overskuddene i virksomhederne frem for at tage dem ud som udbytter, kan blandt andet skyldes, at det er blevet sværere eller dyrere at skaffe ekstern finansiering. Den øgede økonomiske usikkerhed kan også betyde, at nogle virksomheder ønsker at mindske deres gældskvote.

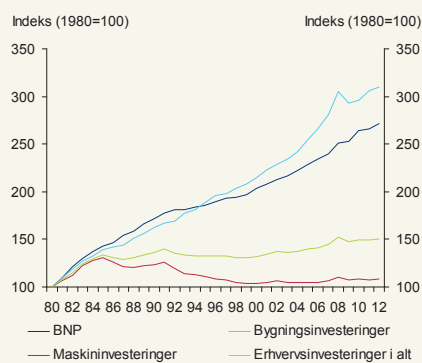
Hvis der kun er tale om en midlertidig reduktion i kreditgivning og gæld, vil der efterfølgende kunne komme en periode, hvor investeringsomfanget ligger over det normale (strukturelle) niveau, understøttet af at kreditgivning og låntagning igen øges. Det gælder også i det omfang de nuværende lave investeringer afspejler, at virksomhederne har valgt at udskyde igangsættelsen af rentable investeringsprojekter, indtil usikkerheden i økonomien reduceres.

Erhvervsinvesteringernes andel af BNP har udvist en svag negativ tendens over tid, *jf. figur 2.28*, men denne skal blandt andet ses i lyset af, at prisstigningerne på investeringer har været markant lavere end for BNP, *jf. figur 2.29*. Det betyder, at en given mængde af reale investeringer kommer til at fylde mindre og mindre som andel af nominelt BNP. Denne tendens til lavere prisstigninger for investeringer genfindes i andre lande, og dette kan bidrage til det trendmæssige fald i den nominelle investeringsandel over tid, *jf. OECD (2007) og IMF (2006)*.

Figur 2.28
Trendmæssig udvikling i erhvervsinvesteringers BNP-andel (løbende priser), 1980-2012



Figur 2.29
Deflatorer for BNP og erhvervsinvesteringer, 1980-2012



Anm.: Regressionen i figur 2.28 indeholder en konstant, en tidstrend samt BVT-gabet for perioden 1980-2012. De forventede værdier er de værdier, som regressionen giver, mens de forventede værdier uden konjunkturrefekt opnås ved at sætte BVT-gabet lig nul gennem hele perioden. Dermed fjernes den estimerede effekt af konjunkturudsving. Konstanten og koefficienten til BVT-gabet er signifikant på 5 pct. niveau, mens det ikke er tilfældet for tidstrenden.

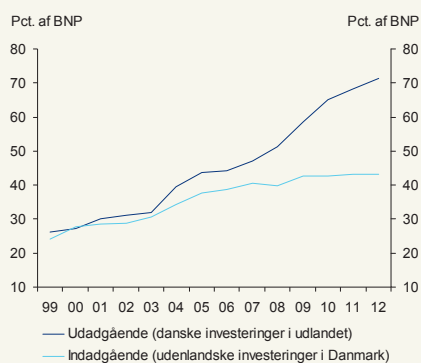
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Desuden er det den *reale* vækst i erhvervsinvesteringerne, der bidrager til realvæksten i økonomien. Brandt mfl. (2012) estimerer et strukturelt niveau for den reale investeringskvote og finder, at det strukturelle niveau omtrent har været uændret siden midt-90'erne og er relativt upåvirket af den finansielle krise.

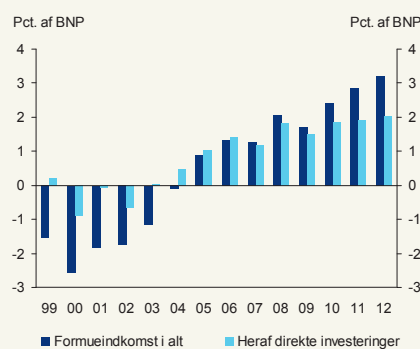
Direkte udenlandske investeringer (FDI)

Faldet i investeringerne i Danmark de seneste år kædes af og til sammen med, at de udenlandske direkte investeringer til Danmark er stagneret siden 2007, mens de danske investeringer i udlandet er fortsat med at vokse, *jf. figur 2.30*.

Figur 2.30
Beholdningen af ind- og udadgående direkte investeringer, 1999-2012



Figur 2.31
Nettoformueindkomst fra udlandet samt bidrag fra direkte investeringer, 1999-2012



Anm.: Direkte investeringer defineres som investering i en udenlandsk virksomhed, hvor investeringen svarer til mindst 10 pct. af egenkapitalen eller stemmerettighederne.

Kilde: Nationalbanken.

Opgørelsen af udenlandske direkte investeringer (ind- og udadgående) er imidlertid en finansiel opgørelse, som ikke er direkte eller tæt knyttet til reale investeringer i produktionsudstyr.

De opgjorte direkte investeringer over landegrænser kan dække over enten opkøb af virksomheder, kapitaludvidelser i eksisterende virksomheder eller oprettelse af nye virksomheder¹⁹, hvor opkøb af virksomheder i udgangspunktet alene påvirker ejerskabet af virksomheden og ikke nødvendigvis medfører yderligere investeringer i fysisk kapital²⁰. I det omfang de direkte investeringer består af kapitaludvidelser i eksisterende virksomheder eller oprettelse af nye virksomheder, kan de bidrage til større reale investeringer i fysisk kapitalapparat. Ifølge Helbo Andersen mfl. (2013) består de direkte investeringer kun i mindre grad af oprettelse af nye virksomheder.

Dertil kommer, at danske virksomheder kan investere i produktionsudstyr i udlandet (i fx datterselskaber) ved lånefinansiering fra udenlandske (eller danske) banker og derved reelt bidrage til et større investeringsomfang uden, at det registreres som en udenlandsk direkte investering. Det samme er tilfældet for udenlandske selskaber i Danmark. Det bidrager til, at der ikke nødvendigvis er en tæt sammenhæng mellem de opgjorte direkte investeringer på tværs af landegrænser og reale investeringer i produktionsudstyr.

En indikation på, at forskellen mellem udviklingen i de indadgående og udadgående direkte investeringer ikke nødvendigvis afspejler, at investeringsmulighederne er dårligere i Danmark

¹⁹ En oprettelse af nye virksomheder i udlandet benævnes også "greenfield"-investeringer.

²⁰ Derudover kan direkte investeringer også dække over koncerndlån.

end i udlandet, kan findes ved at betragte afkastet på de forskellige investeringer. Således er afkastet af udenlandske investeringer i Danmark relativt højt og har for perioden 2005-2011 haft en afkastgrad på 8,4 pct., *jf. Helbo Andersen mfl. (2013)*. Til sammenligning har afkastgraden på de danske udadgående investeringer været på 8,3 pct., når der ses bort fra medicinalindustrien²¹. Der er således ikke tegn på en systematisk dårligere forrentning på investeringer foretaget i Danmark.

Derudover finder Brandt mfl. (2012), at der på tværs af lande ikke er nogen negativ sammenhæng mellem reale investeringer i de enkelte lande og udadgående direkte investeringer i perioden 2007-2010. Det stigende gab mellem ind- og udadgående direkte investeringer i Danmark skal på den baggrund næppe ses som en selvstændig årsag til nedgangen i de reale investeringer. Samtidig skyldes en stor del af det stigende gab værdireguleringer. Beregnes udviklingen i beholdningen siden 1999 alene på baggrund af investeringsstrømme, dvs. ekskl. værdireguleringer, halveres gabet i 2012 fra 28 pct. af BNP til 13 pct. af BNP.

Direkte udenlandske investeringer – både indadgående og udgående – kan bidrage til at øge produktiviteten i danske virksomheder blandt andet igennem øget vidensspredning og mere effektiv ressourceanvendelse²². I det omfang regulering begrænser direkte udenlandske investeringer, kan det således have en negativ effekt på velstandsniveauet i Danmark. Produktivitetskommissionen (2013) peger på, at Danmark har relativt få restriktioner på FDI, men at der fortsat er ejerskabsrestriktioner indenfor en række brancher. Derudover er en lang række danske virksomheder fondsejede og dermed måske i mindre grad tilgængelige for udenlandske investorer. Beskatning af virksomheder og arbejdsomkostninger har også betydning for virksomhedernes valg af lokalisering sammen med fx arbejdskraftens uddannelsesniveau og åbenhed.

Det voksende gab mellem danske investeringer i udlandet og udenlandske investeringer i Danmark kan også ses på baggrund af den stigende udlandsformue. I takt med at udlandsgælden er blevet vendt til udlandsformue, har det skabt et placeringsbehov i udenlandske aktiver, og en del heraf er foretaget som direkte investeringer. Større direkte investeringer i udlandet kan også skyldes, at internationale danske virksomheder har gode ledelses- og organisationskompetencer samt adgang til finansiering, som gør at de rentabelt kan udøve ejerskab af aktiviteter i andre lande.

Modstykket til den stigende beholdning af udadgående direkte investeringer er, at der genereres en høj formueindkomst til de danske ejere. Dette forstærkes af, at afkastet på de udenlandske direkte investeringer typisk er højere end på danskernes lån i udlandet, som blandt andet afspejler udlændinges køb af danske obligationer, hvor renten aktuelt er lav (idet de danske investeringer i udlandet dog også er mere risikable). Stigningen i betalingsbalancen gennem det seneste årti kan primært henføres til en stigning i nettoformueindkomsten, *jf. ka-*

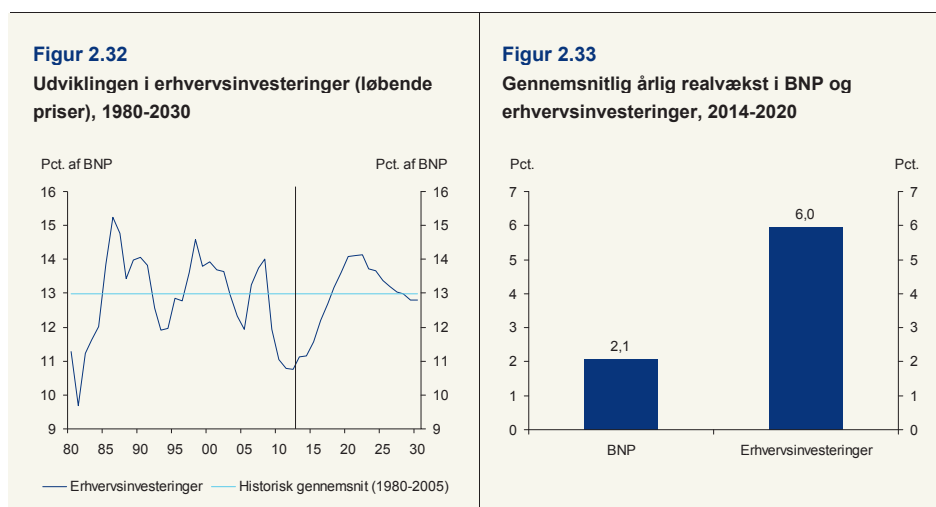
²¹ Medicinalindustrien har i perioden haft en afkastgrad på knap 30 pct. Inkl. medicinalindustrien har afkastet på de udadgående investeringer været på 9,6 pct.

²² Derudover kan der også være spillover effekter på andre virksomheder, som kan være både positive og negative, *jf. Produktivitetskommissionen (2013)*.

pitel 4, som igen i høj grad kan henføres til en større formueindkomst fra de udenlandske direkte investeringer, *jf. figur 2.31*.

2.4.3 Investeringer frem mod 2020

I det samfundsøkonomiske forløb frem til 2020 er det lagt til grund, at virksomhederne øger deres investeringer fra 10½ pct. af BNP i 2012 til 14 pct. af BNP i 2020 i takt med at konjunkturodsigterne forbedres, *jf. figur 2.32*. Det svarer til en gennemsnitlig årlig realvækst på 6 pct. i 2014-2020, *jf. figur 2.33*. Den forudsatte årlige vækstrate er mindre end i tidligere opsving, hvilket skal ses i sammenhæng med den forholdsvis langtrukne genopretning, der er forudsat i forløbet.



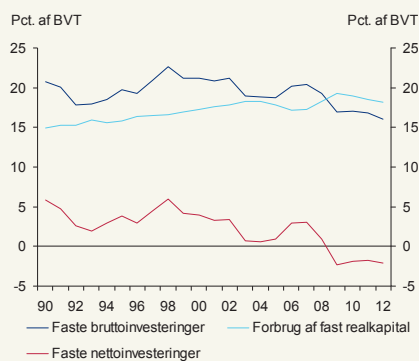
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

I årene omkring 2020-2030 forudsættes investeringerne at ligge lidt over det historiske gennemsnit. Det afspejler blandt andet, at investeringerne i kølvandet på krisen har ligget lavere end forbruget af fast realkapital (afskrivninger på bygninger og maskiner mv.), *jf. figur 2.34*, og fortsat i en periode frem mod 2020 vurderes at ligge under det historiske gennemsnit.

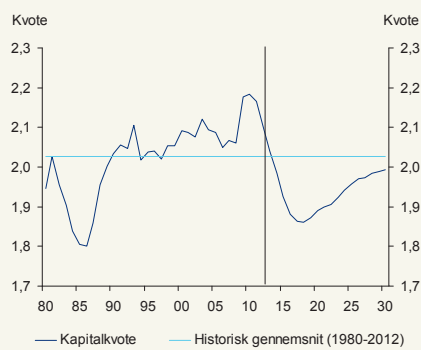
Om end opgørelsen af forbruget af fast realkapital er behæftet med usikkerhed, er der således tegn på, at kapitalapparatet er reduceret i kølvandet på krisen. Dermed vil virksomhederne have et investeringsefterslæb, som ventes at blive indhentet efterfølgende. Den relativt høje investeringsrate omkring 2020 medvirker således til at genoprette kapitalkvoten på længere sigt, *jf. figur 2.35*.

På trods af fremgangen i investeringerne, ventes virksomhederne i forløbet fortsat at have en positiv finansiel opsparing og yderligere nedbringe gæld eller opbygge finansielle aktiver frem mod 2020. Der er således plads til en forholdsvis markant fremgang i investeringerne sideløbende med, at virksomhederne forstærker deres finansielle soliditet.

Figur 2.34
Investeringer og forbrug af fast realkapital i de private byerhverv, 1990-2012



Figur 2.35
Værdi af kapitalapparatet i de private byerhverv relativt til sektorens bruttoværditilvækst, 1980-2030



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Litteratur

Andersen, Asger Lau, Anders Møller Christensen, Nick Fabrin Nielsen, Sigrød Alexandra Koob, Martin Oksbjerg og Ri Kaarup, (2012a): Familiernes formue og gæld, Nationalbanken, kvartalsoversigt, 2. kvartal.

Asger Lau Andersen, Anders Møller Christensen, Charlotte Duus og Ri Kaarup, (2012b): Familiernes økonomiske robusthed, variabel rente og afdragsfrihed, Nationalbanken, kvartalsoversigt, 4. kvartal.

Bang-Andersen, Jens, Tina Saaby Hvolbøl, Paul Lassenius Kramp og Casper Ristorp Thomsen (2013): Forbrug, indkomst og formue, Nationalbanken, kvartalsoversigt, 2. kvartal.

Barslund og Arnberg (2012): The Crowding-Out Effect of Mandatory Labour Market Pension Schemes on Private Savings: Evidence from Renters in Denmark, Working Paper 2012:1, De Økonomiske Råd (DØR).

Bovenberg, Lans (2012): Benchmarking the Danish pension system: a comparison with Dutch pensions, Nationaløkonomisk Tidsskrift, Vol. 150, 2012, 2, p. 228-233.

Brandt, Kirstine Eibye, Jacob Isaksen, Søren Vester Sørensen og Jens Uhrskov Hjarsbech (2012): Virksomhedernes opsparing og investeringer, Nationalbanken, kvartalsoversigt, 4. kvartal.

Chetty, Raj, John N. Friedman, Søren Leth-Petersen, Torben Heien Nielsen og Tore Olsen (2014): Active vs. passive decisions and crowd-out in retirement savings accounts: evidence from Denmark, Quarterly Journal of Economics, volume 129, issue 3 (kommende udgave).

De Økonomiske Råd (2008): Dansk økonomi, forår 2008.

Erhvervs- og Vækstministeriet (2013a): Gældsudgifter i husholdninger med realkreditlån, Vækstpolitisk Tema nr. 2, januar 2013.

Erhvervs- og Vækstministeriet (2013b): Gældsudgifter i husholdninger med udløb af afdragsfrihed og høj belåningsgrad, april 2013.

Forsikring og Pension (2013): Skriftligt indlæg, Dansk Økonomi, forår 2013, De Økonomiske Råd.

Helbo Andersen, Christian, Bjarke Madsen og Sanne Veje Klausen (2013): Direkte investeringer, Nationalbanken, kvartalsoversigt, 2. kvartal.

IMF (2006): Awash with cash: why are corporate savings so high?, World Economic Outlook, kapitel 4, september.

Isaksen, Jacob, Paul Lassenius Kramp, Louise Funch Sørensen og Søren Vester Sørensen (2011): Husholdningernes balancer og gæld – et internationalt landestudie, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 4. kvartal.

Mercer og Australian Centre for Financial Studies (2013): Melbourne Mercer Global Pension Index, oktober 2013.

Modigliani, F. og Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48 (3): 261–297.

Nationalbanken (2013): Finansiell stabilitet, 2013.

OECD (2007): Corporate Saving and Investment: Recent Trends and Prospects, *OECD Economic Outlook*, Volume 2007, Issue 2.

Produktivitetskommissionen (2013): Analyserapport 2: Konkurrence, internationalisering og regulering.

Økonomi- og Indenrigsministeriet (2013a): Vækst og beskæftigelse – genopretningen af dansk økonomi er bedre end sit rygte, *Økonomisk Analyse* nr. 11, september 2013.

Økonomi- og Indenrigsministeriet (2013b): *Økonomisk Redegørelse*, december 2013.

2A. Sammenhæng mellem finansiell opsparing og formue i husholdning- erne

Husholdningernes finansielle opsparing eller nettofordringserhvervelse opgøres groft set som den disponible indkomst fratrukket privatforbrug og investeringer, *jf. tabel 2A.1*. I de fleste år siden 1980 har den finansielle opsparing været negativ. Set over hele perioden har den finansielle opsparing i gennemsnit været på -2,3 pct. af disponibel indkomst, *jf. figur 2A.1*. Det svarer til, at husholdningssektoren hvert år har øget sine lån med ca. 40 mia. kr. mere (i dagens niveau) end anskaffelsen af finansielle fordringer som fx aktier og bankindskud.

Denne låntagning medgår blandt andet til at finansiere husholdningssektorens reale investeringer, dvs. boliginvesteringer samt investeringer i enkeltmandsvirksomheder. Disse investeringer medgår til at opbygge reale aktiver udover den finansielle formue.

Udviklingen i husholdningernes finansielle nettoformue påvirkes ikke kun af den finansielle opsparing, men også af omvurderinger (dvs. kursændringer), *jf. akkumulationsligningen for nettoformuen*¹:

$$\text{Nettoformue}_t = \text{Nettoformue}_{t-1} + \text{finansiell opsparing}_t + \text{omvurderinger}_t$$

På trods af den negative finansielle opsparing, er husholdningernes finansielle nettoformue øget siden 1995, *jf. figur 2A.2*. Det skyldes, at der set over hele perioden har været store, positive omvurderinger, *jf. figur 2A.3*².

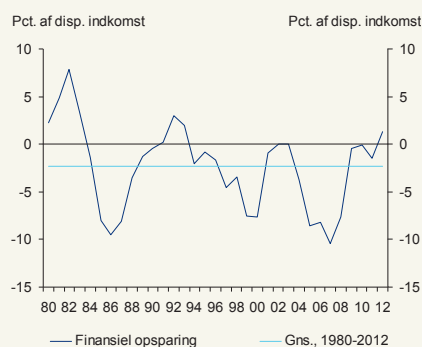
¹ Desuden indgår "andre mængdemæssige ændringer", som beskriver ændringer i værdien af et aktiv eller passiv, som ikke kan forklares via finansielle transaktioner eller omvurderinger. Kontoen for andre mængdemæssige ændringer viser blandt andet tab på debitorer og flytninger af enheder mellem sektorer, *jf. Danmarks Statistik*, men har i perioden ikke givet et væsentligt bidrag til udviklingen i formuen. Derfor indgår andre mængdemæssige ændringer i dette appendiks under omvurderinger.

² I dette appendiks korrigeres som hovedregel ikke for udskudt skat på pensionsdepoter. Den samlede pensionsformue fremgår ikke umiddelbart af de finansielle konti.

Tabel 2A.1
Indkomst, opsparing og investeringer for husholdningssektoren under ét, 2011

"Bruttoindkomst"	100,0
– skatter	33,1
– nettorenteudgifter	3,9
– nettopensionsindbetalinger ¹⁾	2,8
≈ Disponibel indkomst	61,0
– privatforbrug	60,0
+ forøgelse af pensionsformuen ²⁾	4,0
= Bruttoopsparing	5,0
– investeringer ³⁾	6,0
≈ Finansiel opsparing	-1,0

Figur 2A.1
Finansiel opsparing, husholdninger, 1980-2012

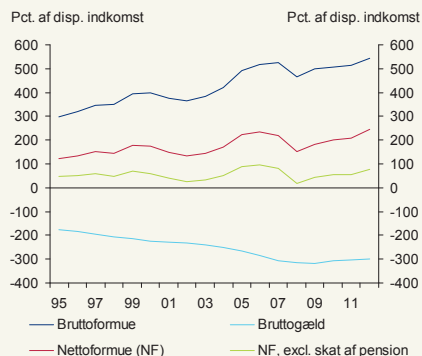


Anm.: Tallene i tabel 2A.1 viser størrelsen af de enkelte poster i 2011 i forhold til bruttoindkomsten, hvor bruttoindkomst dækker over lønindkomst, restindkomst fra enkeltmandsvirksomheder og indkomstoverførsler.

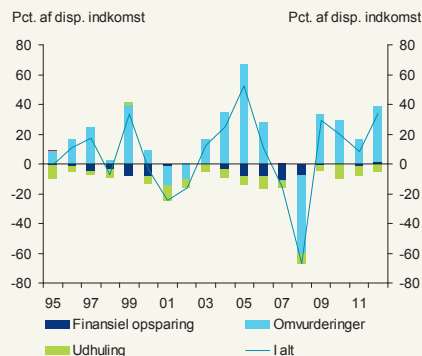
- 1) Kun arbejdsgiveradministrerede ordninger (dvs. ekskl. private ordninger)
- 2) Formueforøgelse i pensionskasserne dækker både over afkastet af formuen og husholdningernes nettopensionsindbetalinger på arbejdsgiveradministrerede ordninger.
- 3) Husholdningernes investeringer dækker primært over boliginvesteringer, men indeholder også investeringer foretaget af enkeltmandsvirksomheder, herunder landbrug.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Figur 2A.2
Husholdningernes finansielle nettoformue, bruttoformue samt bruttogæld, 1995-2012



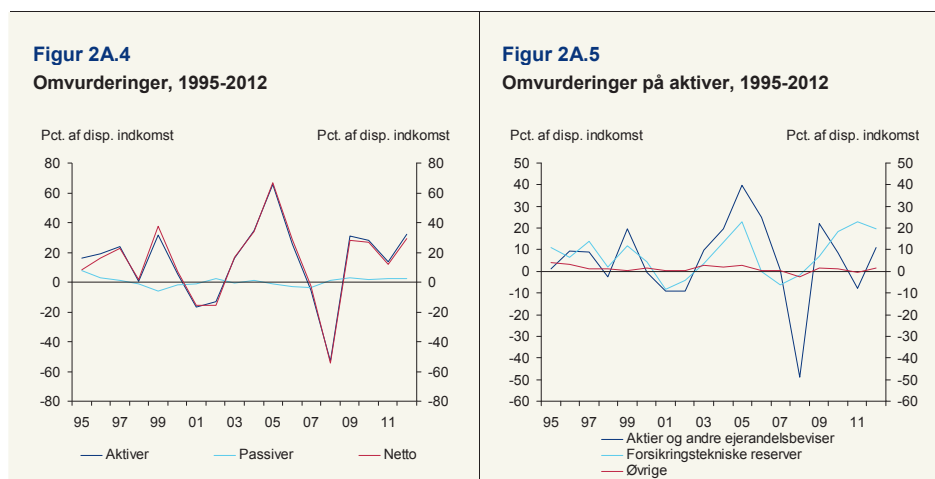
Figur 2A.3
Bidrag til ændring i finansiel nettoformue, 1995-2012



Anm.: "Udhuling" i figur 2A.3 dækker over, at en stigning i den disponible indkomst vil udhule formuen som andel af den disponible indkomst.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

De store omvurderinger stammer stort set udelukkende fra aktiverne, mens bidraget fra passiverne er tæt på nul, *jf. figur 2A.4*. På aktivsiden er der særligt omvurderinger på aktier samt på de forsikringstekniske reserver (som dækker over pensionsreserver i livsforsikringselskaber og pensionskasser), *jf. figur 2A.5*. Aktier mv. kan også dække over pension, eftersom pensionsdepoter i pengeinstitutter kan indgå her.



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Husholdningernes bruttogæld består i høj grad af obligationslån, hvor omvurderingerne er begrænsede og hvor renteudgifterne fragår i opgørelsen af den disponible indkomst. Derimod består en stor del af bruttoformuen af aktier, hvor omvurderingerne (dvs. kursændringer) historisk har været store³, *jf. ovenfor*. Denne sammensætning har som nævnt bidraget til, at den finansielle nettoformue er vokset, selv om den opgjorte finansielle opsparing har været negativ.

2A.1.1 Privatforbrug og forbrugskvot

Forbrugskvoten, dvs. privatforbruget divideret med husholdningernes disponible indkomst, har siden 1980 i gennemsnit været omtrent 100, *jf. figur 2A.6*. Indregnes desuden husholdningernes investeringer (boliginvesteringer og investeringer i enkeltmandsvirksomheder), har husholdningerne i gennemsnit brugt 9 pct. mere end deres årlige disponible indkomst. Det kan umiddelbart fremstå som et paradoks.

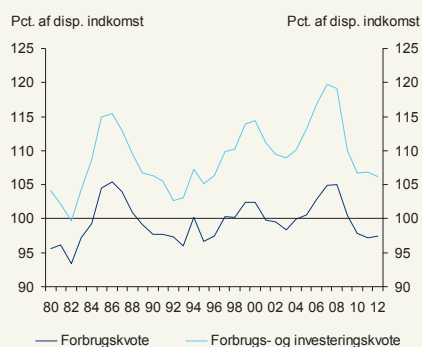
Det afspejler imidlertid flere forhold, herunder:

- Den disponible indkomst opgøres ekskl. indbetalinger til arbejdsmarkedspensioner (og inkl. udbetalinger). Gennem arbejdsmarkedspensioner varetages behov for langsigtet opsparing.

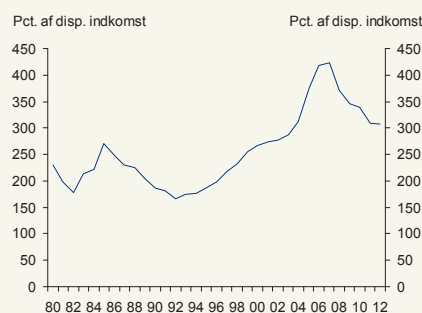
³ Aktieudbytte indgår i opgørelsen af den disponible indkomst.

- Tendensen til positive omvurderinger har bidraget til at opretholde den finansielle nettoformue, selv om privatforbrug og investeringer har været højere end den disponible indkomst.
- Husholdningssektorens investeringer (som i høj grad er lånefinansierede) medgår til at opbygge real formue, og husholdningerne har en stor real formue i form af boliger. Siden 1980 er boligformuen vokset mere end den disponible indkomst set over hele perioden, dels som følge af løbende boliginvesteringer (netto) og dels som følge af boligprisstigninger, jf. figur 2A.7. Det bidrager til, at forbrug og investeringer har kunnet være højere end den disponible indkomst, samtidig med at den samlede nettoformue er blevet forøget.

Figur 2A.6
Forbrugs- og investeringskvote, 1980-2012



Figur 2A.7
Boligformue, 1980-2012



Anm.: Forbrugskvoten samt forbrugs- og investeringskvoten i figur 2A.6 er opgjort på baggrund af et udtryk for den forbrugsbestemmende indkomst, som er mere snævert end husholdningernes indkomst ifølge nationalregnskabet, jf. *Økonomisk Redegørelse, december 2013, boks 4.1*.

Kilde: Danmarks Statistik, *Økonomisk Redegørelse, december 2013* og egne beregninger.