

# Tilpasning af gæld og forbrug

*En række institutionelle og strukturelle forhold – herunder en betydelig pensionsopsparing og et veludviklet realkreditsystem – gør det generelt muligt for danske husholdninger at have en forholdsvis høj gæld. Stigningen i gælden under højkonjunkturen frem til 2007 var imidlertid for nogle husholdninger så kraftig, at det skabte et efterfølgende behov for tilpasning.*

*Den hidtidige tilpasning minder på flere måder om udviklingen efter overophedningen af dansk økonomi i midten af 1980'erne. Efter en forudgående periode med stigende privatforbrug og boliginvesteringer, kraftig stigning i kreditgivning og et boomende boligmarked fulgte et langvarigt tilbageslag, hvor blandt andet forbruget blev dæmpet. Efter en tilsvarende lang periode med tilpasning af blandt andet forbruget er der tegn på, at forbruget igen vil kunne vokse i takt med stigende indkomster i de kommende år.*

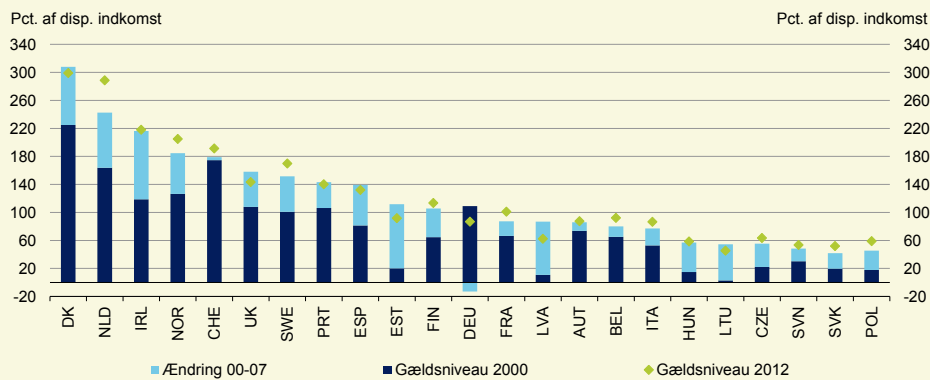
*Analysen på baggrund af et imputeret forbrug på individniveau tyder på, at tilpasningen i forbruget især er foretaget af relativt højt gældssatte boligejere. Det beregnede forbrug for denne gruppe var højt i forhold til indkomsten under højkonjunkturen frem til 2007. Muligheden for at lade forbruget stige mere end indkomsten i disse år var hjulpet af, at de stigende boligpriser førte til en stigning i friværdien, som delvist blev belånt. I forbindelse med de faldende boligpriser i 2008 var de højt gældssattes muligheder for lånefinansieret forbrug blevet udtømt, og forbruget måtte tilpasses indkomsten.*

*For nogle husholdninger kan der endnu være et vist konsolideringsbehov, men for store grupper har der slet ikke været eller er der ikke længere et udestående behov for tilpasning i forbruget. Dette kommer også til udtryk ved, at det samlede privatforbrug i dag ligger under de disponible indkomster, mens det oversteg indkomsterne i årene før 2007.*

## **Husholdningernes gæld og formue**

Danske husholdningers gæld udgør omkring 300 pct. af den disponible indkomst, jf. figur 1. Gælden er høj både i et historisk og internationalt perspektiv og har påkaldt sig en del international opmærksomhed i de seneste år, jf. EU-Kommissionen (2012, 2013) og OECD (2014). Bekymringen er, at en for høj gæld – og især hastigt stigende gæld i forbindelse med en boligprisboble – i husholdningerne potentielt kan have indflydelse på den makroøkonomiske stabilitet.

**Figur 1**  
Husholdningernes bruttogæld



Anm.: Husholdningernes bruttogæld udgøres af deres samlede finansielle passiver som andel af husholdningernes disponible indkomst.

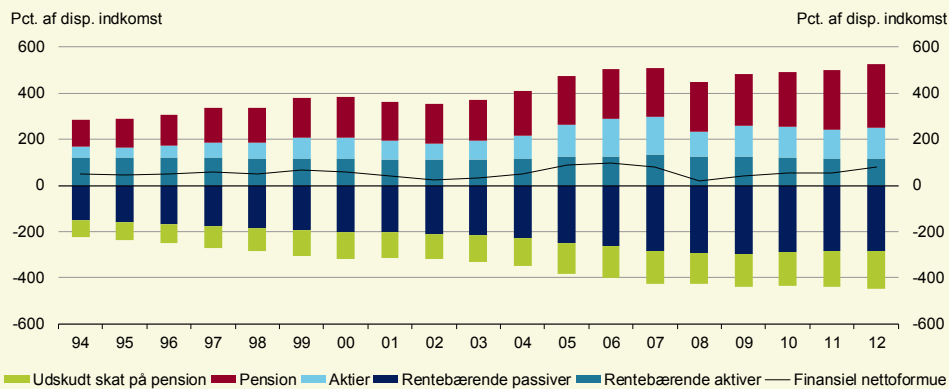
Kilde: Eurostat og egne beregninger.

Fra international side anerkendes generelt, at der er en række forhold, der kan begrunde det høje danske gælds*niveau* i husholdningerne. I den seneste dybdegående analyse fra EU-Kommissionen konkluderes det også, at der for Danmark ikke består ubalancer i henhold til proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, jf. EU-Kommissionen (2014).

Husholdningernes gæld afspejler overvejende boliglån finansieret gennem et veludviklet og solidt realkreditsystem og modsvares dermed af betydelige reale aktiver i form af boliger. Boligejerne står også for knap 90 pct. af husholdningernes samlede gæld. Danskerne har desuden store finansielle aktiver især som følge af en stor pensionsopsparing. En række institutionelle og strukturelle forhold betyder desuden, at danske husholdninger kan have en højere gæld end i andre lande, uden at det fører til ustabilitet. Det drejer sig fx om et stabilt makroøkonomisk miljø, lav strukturel ledighed, et veludbygget socialt sikkerhedsnet, generelt sunde offentlige finanser, begrænset offentlig gæld og en betydelig nettoformue over for udlandet.

Husholdningernes samlede formue er betydelig større end gælden, og ud fra den betragtning er deres økonomi ganske velkonsolideret. En stor del af formuen er dog bundet i boliger og pensionsformuer.

Der har over tid været en opbygning af gæld, som er blevet modsvaret af en betydelig stigning i pensionsopsparingen. Der har derved været en betydelig balanceopbygning, mens husholdningernes finansielle nettoformue har været forholdsvis stabil og positiv, jf. figur 2. Medregnes husholdningernes boligformue, som ikke indgår i den finansielle formue, kommer formuen til at ligge på et højere niveau. Boligformuen var i 2012 på 2.780 mia. kr. svarende til tre gange husholdningernes disponible indkomst.

**Figur 2****Danske husholdningers finansielle nettoformue**

Ann.: "Pension" dækker over opsparing i livsforsikrings- og pensionskassereserver. Herudover har husholdningerne pension i pengeinstitutter. Pensionsopsparing i pengeinstitutter indgår i beholdningen af aktier og rentebærende aktiver. Udskudt skat på pension er alle udskudte skatter knyttet til pension både i livsforsikring, pensionskasser og pengeinstitutter.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Husholdningernes gæld steg imidlertid kraftigt under højkonjunktoren frem til 2007, og det kan for nogle have affødt et behov for efterfølgende tilpasning. Stigningen skal navnlig ses i sammenhæng med udviklingen på boligmarkedet. Efter en lang periode med stigende boligpriser fra 1993 tiltog stigningstakten i boligpriserne yderligere i midten af sidste årti. Det øgede lånebehov kombineret med lempelige lånevilkår og nye lånetyper førte til, at udlån til boligformål steg forholdsvis kraftigt, indtil boligmarkedet vendte i 2007.

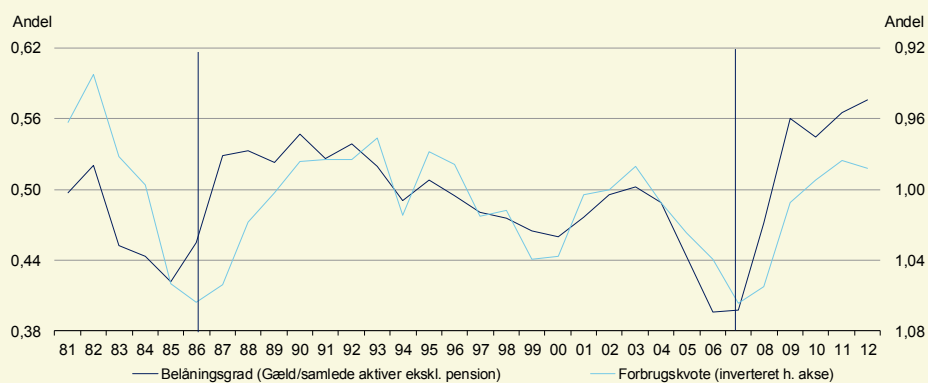
Samtidig steg det private forbrug mere end indkomsterne, hvilket var muligt, da de stigende boligpriser førte til en stigning i friværdien, som delvist blev belånt. Vendingen på boligmarkedet betød, at boligformuen faldt brat, hvorved belåningsgraden (forholdet mellem lån og aktiver) generelt steg og til et meget højt niveau for en del husholdninger. Belåningsgraden udtrykker, i hvor høj grad aktiverne er belånt, og giver derved en indikation af, om der er et konsolideringsbehov. Samtidig er belåningsgraden af stor betydning for mulighederne for lånefinansieret forbrug og derved behovet for tilpasning i forbruget i forhold til indkomsterne, jf. efterfølgende afsnit.

### Privatforbrug og belåning af fast ejendom

Set over en lang periode følger det private forbrug udviklingen i de disponible indkomster. Men der er også store udsving i forbrugskvoten, som blandt andet kan henføres til udviklingen i husholdningernes friværdi og formue. Samspillet kan også gå den anden vej, hvor et forbrugsdrevet opsving får afsmittende virkning på boligmarkedet. Denne gensidige påvirkning kommer til udtryk ved en høj grad af samvariation i forbrugskvoten og belåningsgraden, jf. figur 3.

For de enkelte husholdninger viser deres belåningsgrad, om der er økonomisk råderum til at ændre det nuværende forbrugsniveau. Når belåningsgraden er relativt lav, er der mulighed for at optage lån – blandt andet som følge af gunstige lånemuligheder gennem realkreditsystemet – og dermed udnytte friværdigen til at øge privatforbruget. Det modsatte er tilfældet, når belåningsgraden er relativt høj. I denne situation vil lånefinansieret forbrug ofte slet ikke være muligt eller kan kun ske til ugunstige finansieringsforhold. Når belåningsgraden er høj, bliver der også frigjort mindre friværdi ved salg af bolig. Forbrugsudviklingen i det seneste årti illustrerer tydeligt denne sammenhæng. De kraftige prisstigninger på boligmarkedet fra 2003 til 2007 – hvor huspriserne steg med 63 pct. – var medvirkende til, at belåningsgraden faldt til et historisk lavt niveau. I den periode voksede husholdningernes friværdi, hvilket muliggjorde et betydeligt lånefinansieret forbrug. Forbrugskvoten steg i samme periode til et niveau væsentligt over det historiske gennemsnit for forbrugskvoten.

**Figur 3**  
Belåningsgrad og forbrugskvotens (inverteret)



Anm.: Belåningsgraden er opgjort som husholdningernes gæld i forhold til deres samlede formue ekskl. pensionsformue.

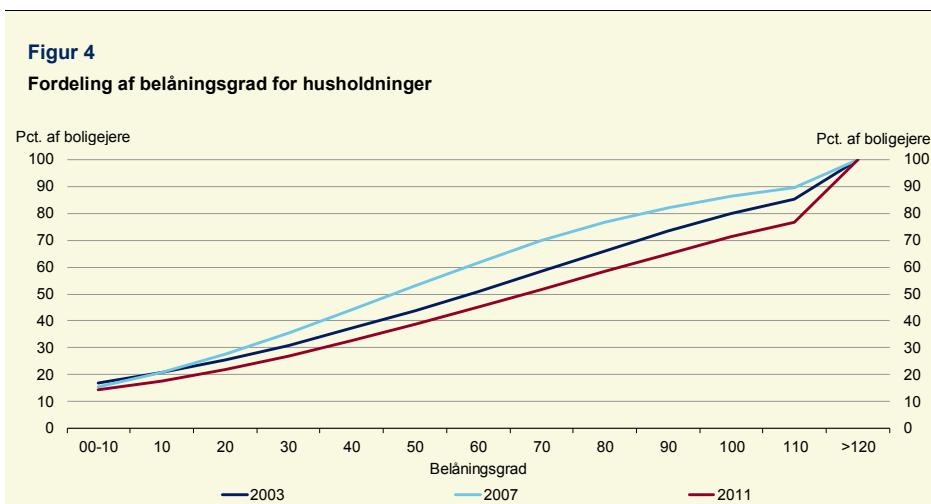
Kilde: Nationalbanken, Danmarks Statistik og egne beregninger.

### De enkelte boligejeres forbrug og gældsætning

Belåningsgraden for samtlige husholdninger dækker over betydelige forskelle i de enkelte husholdningers gæld og dermed også belåningsgraden opgjort for de enkelte boligejere. Boligejernes belåning er ret jævnt fordelt og spænder fra ingen gæld til gæld, der mere end overstiger værdien af boligen (opgjort ud fra den offentlige ejendomsvurdering), jf. figur 4. Mens boligejernes belåning er ret lige fordelt i et givet år, forskydes fordelingen dog noget fra år til år. I 2007 havde godt halvdelen af alle boligejere en opgjort belåningsgrad under 50 pct. I 2011 havde flere en højere belåningsgrad. Således havde halvdelen en belåningsgrad på knap 70 pct. I 2003 var grænsen omkring 60 pct.

Skiftet i belåningsgrad afspejler hovedsageligt, at værdien af boligejernes formue er meget påvirket af boligprisudviklingen. Stigende boligpriser får boligformuen til at stige og belåningsgraden til at falde (fx som det var tilfældet fra 2003 til 2007), mens fald i boligpriserne får

belåningsgraden til at stige (som det var tilfældet fra 2007 til 2011). Forskydninger i fordelingen af belåningsgraden over tid afspejler dermed i høj grad generelle boligprisændringer.



Anm.: Belåningsgraden er al registreret gæld delt med boligformuen (beregnet på baggrund af den offentlige ejendomsvurdering). Ejendomsvurderingen er ikke et præcist udtryk for boligformuen som følge af lag i vurderingen og den generelle usikkerhed. I det omfang, at vurderingen undervurderer den faktiske værdi, overvurderes belåningsgraden.

Kilde: Egne beregninger på lovmodellen.

Belåningsgraden er for den enkelte boligejer af betydning for muligheden for at belåne friværdien og dermed udnytte muligheden for lånefinansieret forbrug. For at kunne vurdere, hvorvidt og i hvilket omfang de enkelte boligejere udnytter mulighederne for lånefinansieret forbrug, er det nødvendigt at anvende oplysninger på individniveau om indkomster, gæld, aktiver og offentlige ejendomsvurderinger. På baggrund af oplysningerne er det muligt at beregne et imputeret forbrug for de enkelte boligejeres under en række antagelser, *jf. boks 1*. De metodemæssige begrænsninger indebærer, at forbruget ikke kan opgøres præcist, og resultaterne skal derfor tolkes med forsigtighed. Beregningsmetoden gør det heller ikke muligt at skelne mellem forskellige typer af forbrug, så det imputerede forbrug omfatter også investeringer i boligen, fx nye køkkener, renovering af boligen og tilbygninger. Et imputeret forbrug, der ligger udover den disponible indkomst i et givet år, kan være udtryk for et nettolånefinansieret forbrug (en negativ opsparring, når der ses bort fra pensionsindbetalinger). Som anført ovenfor kan dette forbrug eventuelt knytte sig til investeringer i boligen.

**Boks 1****Beregning af imputeret forbrug på baggrund af individdata for indkomster og nettoformuer**

Der foreligger ikke oplysninger om forbruget på individniveau i danske registerdata. Med udgangspunkt i oplysninger om indkomster og nettoformuer på individniveau er det dog muligt at beregne et imputeret forbrug under en række antagelser, jf. Browning og Leth-Petersen (2003). Udgangspunktet for en sådan beregning er, at forbruget pr. definition er lig indkomst minus opsparing. Hvis opsparingen er positiv, så er forbruget mindre end indkomsten. Er opsparingen negativ, må forbruget være større end indkomsten. Det vil svare til et lånefinansieret forbrug, som kan dække over både optagelse af gæld og salg af aktiver.

Beregningen af opsparingen er forbundet med en række metodemæssige begrænsninger, som indebærer, at forbruget ikke kan opgøres præcist. Udviklingen i imputeret forbrug skal derfor tolkes med forsigtighed og kan ikke specificeres nærmere. I princippet kan imputeret forbrug dække over både traditionelt privatforbrug og boliginvesteringer som defineret i nationalregnskabet. Følgende antagelser er foretaget for at kunne opgøre det imputerede forbrug:

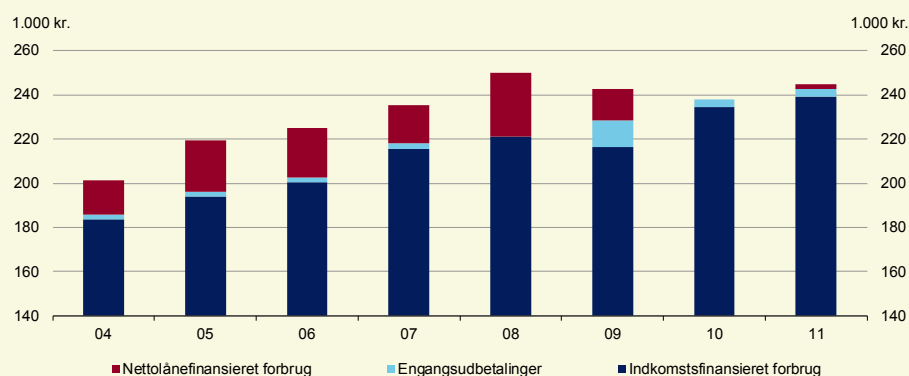
- Opsparingen opgøres som ændringen i nettoformuen korrigeret for værdiændringer. Denne korrektion skyldes, at værdiændringer ikke er udtryk for opsparing.
- I analysen indgår kun husejere, der ikke har handlet i indeværende år. Ændringer i boligformuen vil for disse boligejere alene afspejle værdiændringer som følge af boligprisændringer. I nettoformuen indgår den offentlige vurdering af boligens værdi. Derfor fratrækkes ændringen i nettoformuen ændringen i ejendomsvurderingen.
- Databegrænsninger gør, at der ikke kan korrigeres for værdiændringer som følge af udsving i aktiekurser. Derfor er det valgt at se bort fra personer med en aktiebeholdning, der er større end 10.000 kr.
- I det anvendte formuebegreb indgår pensioner ikke.
- Indkomst opgøres som den disponible indkomst tillagt engangsudbetalingerne fra SP, LD, efterlønspræmie, seniornedslag mv. Privattegnede pensionsindbetalinger er fratrukket den disponible indkomst.
- Pensionsindbetalinger indgår hverken i den disponible indkomst eller i opsparingen og påvirker dermed ikke opgørelsen af imputeret forbrug.
- Det er valgt at opgøre imputeret forbrug på individniveau, da man kender individets egen boligformue og gæld. Hvis beregningen i stedet skulle foretages for hele husholdninger, ville det som udgangspunkt kræve uændret familiesammensætning, hvilket ville udelukke tilfælde med dødsfald og skilsmisse. Omvendt betyder en beregning på individniveau, at der ses bort fra den udjævning af forbrug og indkomst, der sker inden for den enkelte husholdning.
- Der er ikke taget højde for arv og køb/salg af andelsboliger.
- Selvstændige er udeladt fra analysen, da aktiver og passiver for denne gruppe både kan vedrøre virksomheden og personen.

Usikkerhed i beregningen er både knyttet til ændringer i individernes aktiver og passiver, og denne usikkerhed påvirker den opgjorte opsparing og dermed også beregningen af imputeret forbrug. Ændringer i realkreditgælden kan fx også ske som følge af en omlægning/refinansiering af realkreditlånet til en lavere rente. I det omfang at individerne optager gæld i boligen og indbetaler det til pension, går lånet heller ikke til forbrug.

For at kunne analysere udviklingen i imputeret forbrug over tid fordelt på belåningsgrader antages det endvidere, at personerne skal eje den samme bolig i hele perioden. Belåningsgraden er opgjort som al gæld delt med boligformuen. I analysen opdeles belåningsgraden i fire intervaller: 00-40; 40-80; 80-120; +120.

Overordnet set er der tegn på, at der skete en stigning i det lånefinansierede forbrug frem mod 2007, hvor boligejerne generelt oplevede stigende boligpriser og som følge heraf også et fald i belåningsgraden, jf. figur 5. I årene herefter, hvor boligpriserne faldt og belåningsgraden steg, blev det lånefinansierede forbrug samlet set indskrænket.

**Figur 5**  
Gennemsnitligt nominelt imputeret forbrug for boligejere



Anm.: De medtagne boligejere har ikke købt eller solgt en bolig eller andel af en bolig i det pågældende år, hvor det imputerede forbrug beregnes. Gruppen "Engangsubbetalinger" indeholder SP, LD, efterlønspræmie, seniornedslag, mv. I 2010 er nettolåntagningen -800 kr. Ligeledes er det imputerede forbrug i de andre år for boligejere, der ejer boligen i året før og det pågældende år. Nettolåntagningen svarer ikke til husholdningernes langsigtede opsparing, da de også har en betydelig pensionsopsparing, som ikke er medtaget i figuren. Antallet af personer i et givent år varierer lidt over tid, men er omtrent 1,2 mio. personer. Der er flest observationer efter 2009, da antallet af bolighandler er lavest i den periode.

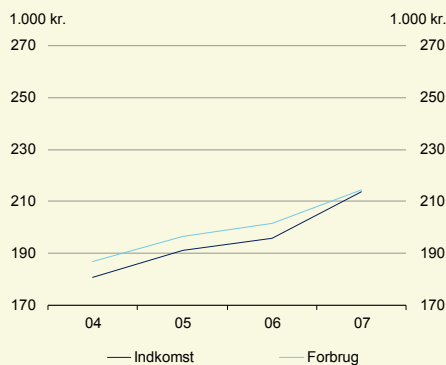
Kilde: Egne beregninger på lovmodellen.

Muligheden for lånefinansieret forbrug ser ud til især at være blevet anvendt af boligejere, der allerede havde en høj belåningsgrad i 2003, hvorimod personer med lav belåningsgrad i 2003 kun i beskedent omfang benyttede muligheden for lånefinansieret forbrug. Således voksede det imputerede forbrug noget kraftigere op til 2007 end indkomsten for boligejere med en høj belåningsgrad, mens imputeret forbrug og indkomst udviklede sig mere parallelt for boligejere med en lavere belåningsgrad, jf. figur 6. Forskellen kommer endnu klarere til udtryk, når der ses på det lånefinansierede forbrug fordelt på boligprisstigninger. For boligejere med en høj belåningsgrad synes boligprisstigninger i periode 2004-07 i høj grad at være blevet omsat i et øget lånefinansieret forbrug, jf. figur 7.

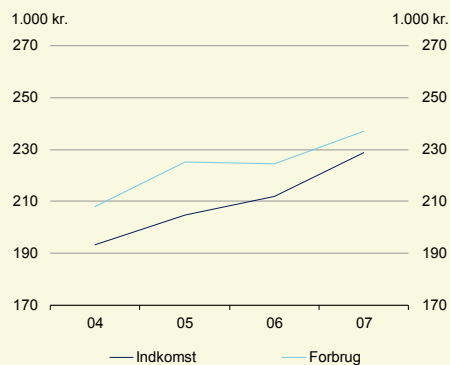
Figur 6

Imputeret forbrug og indkomster 2004-07 for boligejere med forskellige belåningsgrader i 2003

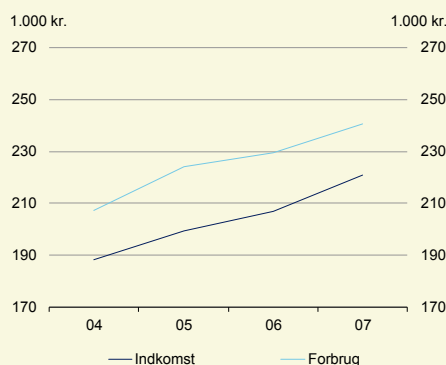
a) Belåningsprocent på 0-40



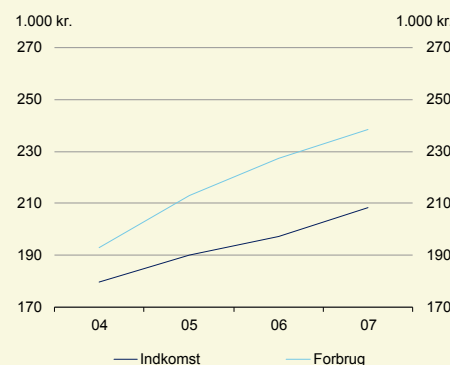
b) Belåningsprocent på 40-80:



c) Belåningsprocent på 80-120:



d) Belåningsprocent på over 120:



Anm: Boligejerne skal have ejet den samme bolig fra 2004 til 2007. Det betyder, at personer, der køber en bolig i perioden, ikke indgår. Boligkøbere har traditionelt et højere forbrug de første år efter et boligkøb. Stikprøven er dermed også mindre end i figur 5. De få personer, der oplevede prisfald i perioden, er udeladt. Forholdet mellem forbrug og indkomst i figurene svarer ikke helt til forbrugskvoten som opgjort i nationalregnskabet, blandt andet som følge af behandlingen af pension og afgrænsningen til boligejere.

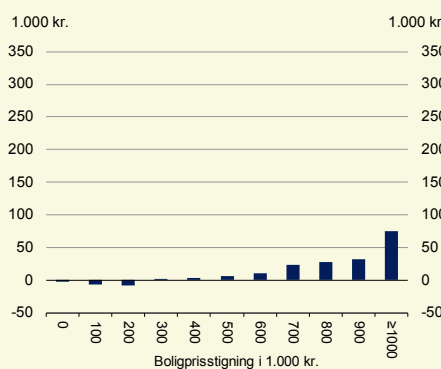
Kilde: Egne beregninger på lovmodellen.



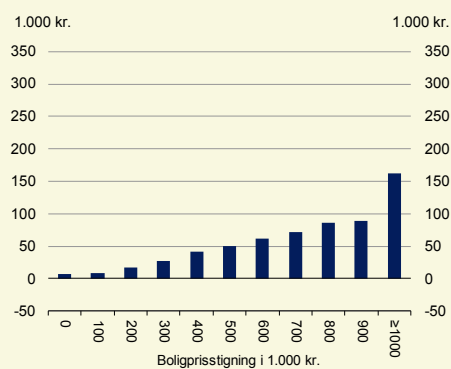
Figur 7

Lånefinansieret forbrug fra 2004 til 2007 opdelt på belåningsprocent i 2003 og boligprisstigninger i perioden i 1.000 kr.

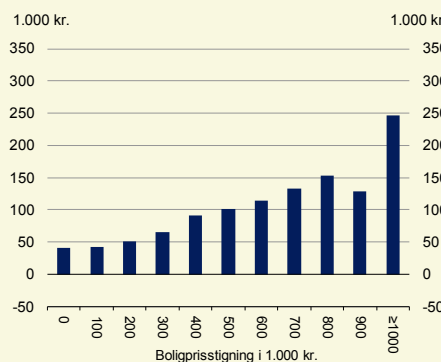
a) Belåningsprocent på 0-40



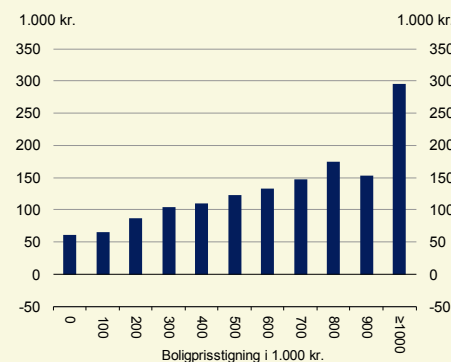
b) Belåningsprocent på 40-80:



c) Belåningsprocent på 80-120:



d) Belåningsprocent på over 120:



Anm: Boligejerne skal have ejet den samme bolig fra 2004 til 2007. Det betyder, at personer, der køber en bolig i perioden, ikke indgår. Boligkøbere har traditionelt et højere forbrug de første år efter et boligkøb. Stikproven er dermed også mindre end i figur 5. De få personer, der oplevede prisfald i perioden, er udeladt. Da det ikke er muligt at korrigere for kursændringer på realkreditlån, kan det lånefinansierede forbrug i perioden være undervurderet, da kursfald som følge af stigende rente ikke er udtryk for en større opsparing og dermed mindre forbrug.

Kilde: Egne beregninger på lovmodellen.

Det indikerer, at boligprisstigningerne påvirkede forbruget ved at lempe kreditrestriktionen for boligejer, der forud for boligprisstigningerne i stor grad allerede havde udnyttet mulighederne for belåning af ejendom mv. Lempelsen af krediteffekten i forbindelse med stigende boligpriser synes dermed at have været af større betydning end formueeffekten, da personer med lav belåningsgrad i mindre omfang har ændret forbruget end personer med en høj belåningsgrad. Samme konklusion opnås, når der korrigeres for aldersforskelle, så den gennemsnitlige alder er omtrent ens for de forskellige belåningsgrader. Personer med høj belåningsgrad kan i nogen grad også være karakteriseret ved en større "appetit for forbrug" eller mere kortsigtede i deres økonomiske adfærd og vil i så fald i højere grad end andre være tilbøjelige til at udnytte foreliggende lånemuligheder i friværds mv.

Da boligpriserne efterfølgende faldt fra 2008 til 2012, steg belåningsgraden markant. Muligheden for yderligere lånefinansieret forbrug faldt markant – især for personer med høj belåningsgrad – og for mange medførte dette, at forbruget måtte tilpasses til den disponible indkomst.

Det var tilsyneladende specielt personer med en høj belåningsgrad i 2007, som tilpassede deres forbrug til indkomsten i de efterfølgende år, *jf. figur 8*. Faldet i forbruget skal i høj grad ses i lyset af, at en stor del af forbruget var lånefinansieret, og at det derfor i forvejen lå langt over indkomsten. I 2011 var væksten i forbruget omtrent den samme som i indkomsten for begge grupper. Det var også tilfældet på makrodata i både 2011 og 2012, *jf. Økonomisk Redegørelse*, december 2013. Da forbruget er omtrent på niveau med indkomsten for de husholdninger, der har en høj belåning, vil gælden i forhold til indkomsten falde fremadrettet. Det samme vil dermed også gælde renteudgifterne i forhold til indkomsten ved en given rente.

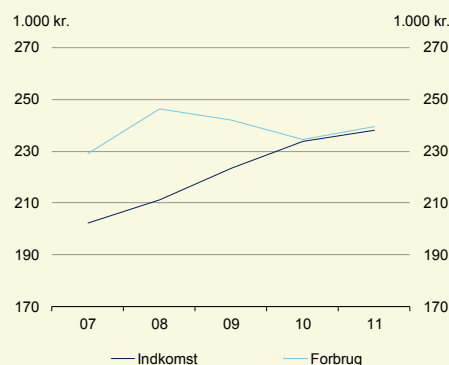
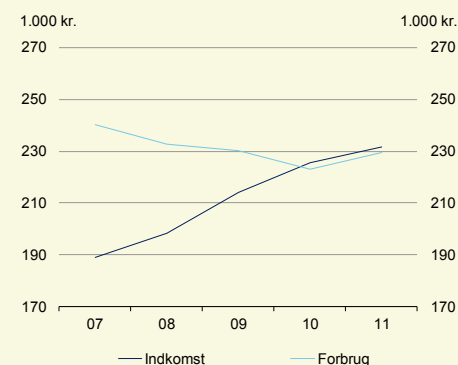
Det bemærkes, at indkomsten vokser kraftigere for personer med høj belåningsgrad. Det skyldes aldersforskelle i de to grupper. Der er flere pensionister i gruppen med lav belåningsgrad. Korrigeres der for alder, således at man kun ser på folk i alderen 35 til 50 år, bliver udviklingen i indkomsten omtrent ens. Dog har personer med en lav belåningsgrad en højere indkomst. Men konklusionen i forhold til udviklingen i forbrug relativt til indkomsten forbliver uændret.

Personer, som havde en høj belåningsgrad i 2007, er i sagens natur også ofte personer, der havde et højt forbrug i 2007. Var forbruget i årene op til krisen kun på niveau med indkomsten, ville belåningsgraden pr. definition være faldet på grund af stigende boligpriser.

Personer, som har en lav belåningsgrad, har også valgt at sænke deres forbrug relativt til indkomsten. Hermed opbygger de en finansiel formue ud over pensionsformuen. Adfærdsendringen kan fx være forårsaget af usikkerhed om udviklingen på boligmarkedet eller større risiko for at miste arbejdet. Da de ikke har et umiddelbart konsolideringsbehov, har de på kort sigt mulighed for at hæve deres forbrug til den givne indkomst.

Figur 8

Imputeret forbrug og indkomster 2007-11 for boligejere med forskellige belåningsgrader i 2007:

a)  
Belåningsprocent på 0-40:b)  
Belåningsprocent på 40-80:c)  
Belåningsprocent på 80-120:d)  
Belåningsprocent på over 120:

Anm.: I beregningerne er boligejere med de 3 pct. med højeste ændringer i forbruget i 2007 fjernet.

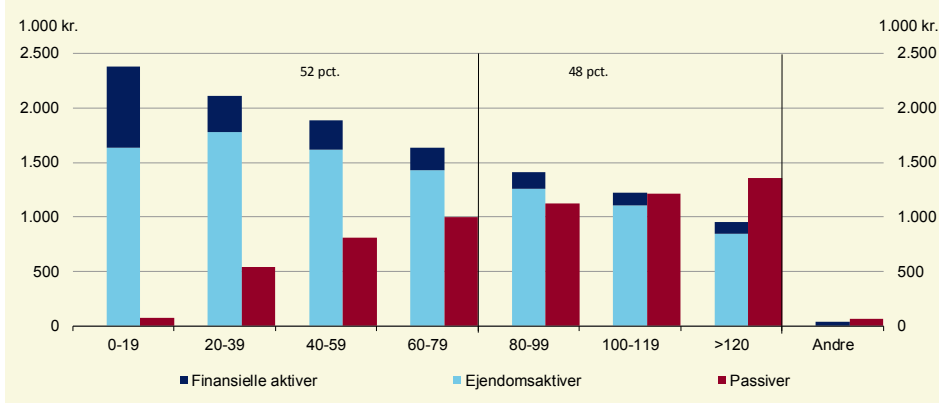
Kilde: Egne beregninger på lovmodellen.

Udviklingen i indkomster og imputeret forbrug efter 2007 illustrerer den store betydning, som udsving i boligpriserne kan have for den enkelte person og dermed den enkelte husholdnings forbrug. Kraftige udsving i boligpriserne ændrer på lånemulighederne for en række husholdninger, specielt dem med høj belåningsgrad. De stigende boligpriser gav øgede kreditmuligheder og dermed mulighed for lånefinansieret forbrug. Det efterfølgende fald i boligpriserne nødvendiggjorde en tilpasning i forbruget til indkomsten. Husejere med lav belåningsgrad har typisk også større finansielle aktiver, *jf. figur 9*. Det er i mindre grad tilfældet for husejere med

høj belåningsgrad, der dermed har en mindre buffer i forbindelse med udsving i indkomsten. Husholdninger med lav belåningsgrad – herunder også de mange ikke-boligejere – har generelt en forbrugsudvikling, der i langt højere grad afspejler den underliggende indkomstudvikling. Boligejere med lav belåningsgrad oplever på grund af formuen ikke samme udsving i kreditbetingelserne.

Figur 9

Gennemsnitlige aktiver og passiver for personer med en given belåningsgrad (2011)



Anm.: I figur 9 indgår alle boligejere. Belåningsgraden er fortsat alle passiver i forhold til ejendomsaktiver. Man skal være opmærksom på, at mange ejendomme har en højere værdi end den offentlige ejendomsvurdering, da vurderingen i gennemsnit skal være lavere end den faktiske. Gruppen "Andre" er ikke-boligejere, som er over 18 år i 2007. Her er knap 2,4 mio. personer i den gruppe, og den indeholder også de personer, der bor hos sin ægtefælle, som evt. ejer en bolig.

Kilde: Egne beregninger på lovmodellen.

### Gældstilpasning i historisk perspektiv

De finansielle markeder kan være med til at forstærke de sædvanlige konjunkturudsving, idet udlånet typisk vil vokse mere i gode tider i forhold den generelle økonomiske udvikling. Det afspejler blandt andet, at værdien af aktiver, der ligger til sikkerhed for lån, også stiger under opsving. Hermed kan der optages nye lån, som igen bidrager til større aktivitet i økonomien.

Lempelige kreditvilkår indebærer en risiko for, at der opbygges ubalancer. Således kan en periode med for kraftig gældsætning kræve en efterfølgende periode med gældstilpasning, hvor gælden nedbringes i forhold til indkomster og værdien af aktiver. Det kan ske ved lavere ønsket forbrug og investeringer og dermed større opsparing eller ved kreditbegrænsninger, der begrænser mulighederne for lånebaseret forbrug og investeringer.

Gældstilpasningen forstærker dermed det fald i forbrug og investeringer, der normalt sker under et konjunkturtilbageslag. Den økonomiske aktivitet i en periode med gældstilpasning vil på den måde blive mere afdæmpet end ellers, og så længe tilpasningen finder sted, vil der være en aktivitetsdæmpende effekt, der forlænger konjunkturtilbageslaget. Internationale erfaringer peger på, at perioder med gældstilpasning typisk varer 6-7 år og således længere end normale tilbageslag, jf. blandt andet IMF (2012) og BIS (2013).

Danmark oplevede i perioden 1987-93 et langstrakt konjunkturtilbageslag efter en periode med stigende forbrug, kraftig stigning i kreditgivningen og et ophedet boligmarked og et efterfølgende behov for at tilpasse gælden. Forudgående store lønstigninger var også med til at forværre konkurrenceevnen og dermed skabe et behov for tilpasning. Den nuværende tilpasning i dansk økonomi har samme udgangspunkt. Det kan derfor være relevant at sammenligne forløbet dengang med tilpasningen i dag, selvom strukturerne i dansk økonomi på nogle områder har ændret sig.

Overordnet set minder udviklingen på en række områder både før og efter 2007 bemærkelsesværdigt meget om udviklingen i firserne. Det gælder fx for boligpriser og privat forbrug, *jf. figur 10.*

Det private forbrug steg i gennemsnit med 3,8 pct. årligt i årene 2004-07. En tilsvarende kraftig vækst over flere år skete senest i årene 1983-86, hvor den årlige vækst i gennemsnit var på 4,4 pct. Årene med kraftig forbrugsvækst blev i begge perioder afbrudt ret brat med et par år med reelt fald i forbruget og fortsat svag vækst i forbruget i de følgende år.

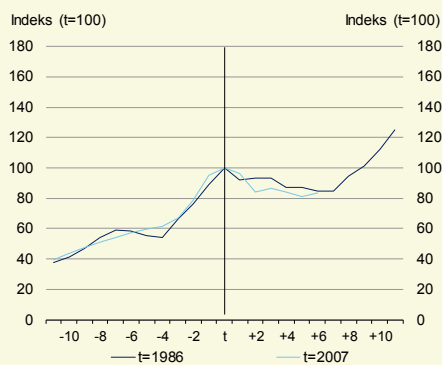
På boligmarkedet steg priserne med i gennemsnit 13 pct. årligt i årene 2004-07, hvilket skal ses i sammenhæng med, at forbrugerpriser steg med 1,5 pct. årligt. Tilsvarende kraftige boligprisstigninger sås i perioden 1983-86, hvor den gennemsnitlige årlige stigningstakt var 16 pct., mens forbrugsinflationen var 4,5 pct. Den reale boligprisstigningstakt var dermed 11,5 pct. i begge perioder. Herefter fulgte der i begge perioder flere år med fald eller svag vækst i boligpriserne. Fra toppen i 1986 faldt boligpriserne i forhold til forbrugerpriserne de næste syv år (til 1993), og først i 1998 var priserne tilbage på niveauet fra 1986. Fra toppen i 2007 faldt boligpriserne i forhold til forbrugerpriserne frem til 2012 og er først stabiliseret i løbet af 2013.

De kraftige boligprisstigninger afspejles også i udlånet til husholdningerne, der i begge perioder steg med over 15 pct. årligt, før udviklingen vendte. Som følge af den kraftige vækst i udlånet skete der også en forholdsvis stor gældsopbygning målt i forhold til indkomsterne. Indkomstudviklingen er ret afgørende for den passive konsolidering og forløbet for tilpasningen af gælden. Fremgangen i de disponible indkomster har siden 2008 været svagere end i slutfirserne, og dermed har der ikke været samme grad af passiv konsolidering som dengang. Det hænger blandt andet sammen med strukturelle forskelle på arbejdsmarkedet, som betyder, at potentialet for stigende beskæftigelse og indkomstfremgang er mindre. Det spiller også ind, at inflationsregimet er et andet, og at der sker en mindre udhuling af gæld gennem generelle prisstigninger. Gældstilpasningen har derfor været mindre, men på mange måder har udviklingen i øvrigt forløbet som tidligere.

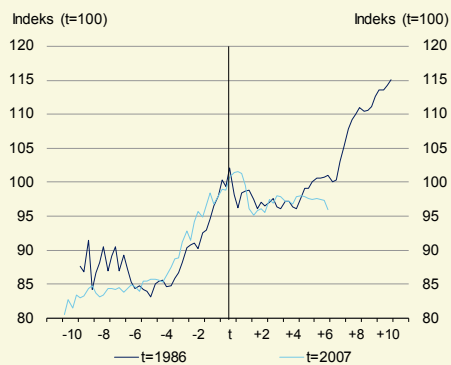
I de kommende år må gældstilpasningen forventes at fortsætte. En del af tilpasningen er dog foretaget ved, at forbruget er blevet bedre afstemt med indkomsterne. Det betyder også, at der er plads til en vis vækst i forbruget. I den mellemlistede fremskrivning i *Finansreddegørelse 2014* ventes udviklingen i det private forbrug på den baggrund normaliseret frem mod 2020.

**Figur 10**  
Udvikling over konjunkturforløb

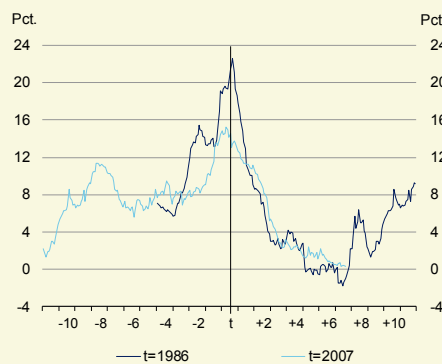
**a)**  
**Boligpriser**



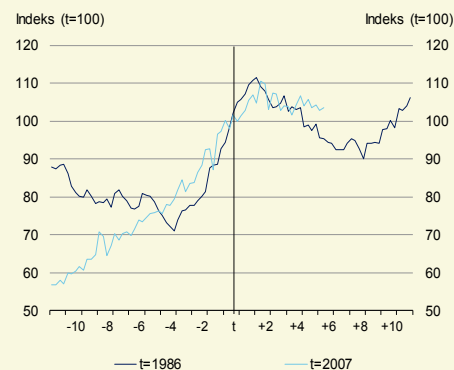
**b)**  
**Privat forbrug**



**c)**  
**Udlånsvækst til husholdninger**



**d)**  
**Husholdningernes gæld i forhold til disponibel indkomst**



Anm.: Gældskvoten er målt ved husholdningernes samlede finansielle passiver i forhold til deres disponible indkomst.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

### Henvisninger

BIS (2013): Credit and Growth after Financial Crises. BIS Working Papers No. 416.

Browning, Martin and Søren Leth-Petersen (2003): Imputing Consumption from Income and Wealth Information, *The Economic Journal*, 103.

EU-Kommissionen (2012): Macroeconomic Imbalances – Denmark. Occasional Papers 102, July 2012.

EU-Kommissionen (2013): Macroeconomic Imbalances – Denmark 2013. Occasional Papers 133, April 2013.

EU-Kommissionen (2014): Macroeconomic Imbalances – Denmark 2014: Occasional Papers 175, March 2014.

Finansministeriet (2014): Finansredegørelse 2014.

IMF (2012): *World Economic Outlook*, April 2012.

OECD (2014): *OECD Economic Surveys: Denmark 2013*. OECD Publishing.