

Bruxelles, den 10.4.2013
SWD(2013) 115 final

ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE

Dybdegående undersøgelse for Danmark

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

Ledsagedokument til

MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET OG EUROGRUPPEN

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

{COM(2013) 199 final}
{SWD(2013) 113 final}
{SWD(2013) 114 final}
{SWD(2013) 116 final}
{SWD(2013) 117 final}
{SWD(2013) 118 final}
{SWD(2013) 119 final}
{SWD(2013) 120 final}
{SWD(2013) 121 final}
{SWD(2013) 122 final}
{SWD(2013) 123 final}
{SWD(2013) 124 final}
{SWD(2013) 125 final}

INDHOLD

1.	INDLEDNING.....	6
2.	MAKROØKONOMISK SITUATION OG POTENTIELLE UBALANCER.....	6
2.1.	Makroøkonomisk kontekst.....	6
2.2.	Bæredygtig stilling over for udlandet	7
2.3.	Konkurrenceevne og eksportresultater.....	9
2.4.	Gældsætning i den private sektor.....	11
2.5.	Udviklingen på aktivmarkedet	13
3.	DYBDEGÅENDE ANALYSE AF UDVALGTE EMNER.....	16
3.1.	Konkurrenceevne og eksportresultater.....	16
3.1.1.	Omkostningskonkurrenceevne og ændringer i enhedslønomkostningerne.....	17
3.1.2.	Eksportmarkedsandele og geografisk specialisering	20
3.1.3.	Produktsammensætning og udviklingen inden for eksport af varer.....	22
3.2.	Husholdningernes gæld.....	25
3.2.1.	Risici for den finansielle stabilitet.....	25
3.2.2.	Risici for den økonomiske stabilitet.....	27
3.2.3.	Foranstaltninger for at mindske risiciene i det kommende år	33
4.	POLTISKE UDFORDRINGER.....	35

RESUMÉ OG KONKLUSIONER

I maj 2012 konkluderede Kommissionen, at Danmark havde visse makroøkonomiske ubalancer, navnlig i forbindelse med den eksterne konkurrenceevne og husholdningernes gæld. Eftersom der blev konstateret en ubalance i maj, konkluderede Kommissionen i rapporten om varslingsmekanismen, som blev offentliggjort den 28. november 2012, at det ville være hensigtsmæssigt at undersøge, om disse ubalancer fortsat bestod eller var under afvikling. Derfor ses der i denne dybdegående undersøgelse bredt på den danske økonomi i overensstemmelse med overvågningen som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer. Undersøgelsen giver navnlig anledning til at konstatere og konkludere følgende:

- **Danmarks fortsatte tab af eksportmarkedsandele for varer synes at være forbundet med en forringelse af omkostningskonkurrenceevnen i de seneste ti år.** Danmark er et land med et betydeligt overskud på betalingsbalancens løbende poster, og det forventes at blive opretholdt. Samtidig har Danmark vedvarende tabt eksportmarkedsandele for varer i perioden 2000-2010. Disse tab har været større end både de vægtede gennemsnitlige tab i andre EU-medlemsstater og tilsvarende tab i nabolande som Tyskland og Sverige. Tabene synes at være forbundet med en forringelse af Danmarks omkostningskonkurrenceevne, og den seneste forbedring heraf har ikke været stor nok til at kompensere for de samlede tab i løbet af de sidste ti år.
- **Danmarks tab af eksportmarkedsandele i forhold til landets vigtigste konkurrenter skyldes også de ugunstige destinationer for eksporten.** I lyset af den seneste forbedring af omkostningskonkurrenceevnen tyder de fortsatte tab af markedsandele på, at også andre faktorer end omkostninger spiller en rolle. En af disse faktorer er den geografiske destination for den danske eksport, som ikke synes at være tilstrækkelig repræsenteret på de hurtigtvoksende vækstmarkeder. På den anden side kan produktsammensætningen i den danske eksport delvist veje op for disse ugunstige destinationer.
- **Forringelsen af Danmarks omkostningskonkurrenceevne i de sidste ti år afspejler både forholdsvis høje lønstigninger og en svag produktivitetsvækst i forhold til landets handelspartnere.** Desuden har bevægelserne i den nominelle effektive valutakurs været ugunstige for den danske konkurrenceevne. Skønt virkningerne af lønstigningerne til en vis grad er blevet dæmpet af den gunstige udvikling i bytteforholdet, har den lave produktivitetsvækst givet anledning til bekymring. Årsagerne til den vedvarende svage produktivitet er endnu ikke helt klarlagt.
- **Enhedslønomkostningerne er faldet i de senere år, hvilket delvis afspejler mere moderate lønstigninger, men også et konjunkturopsving i produktiviteten.** I de kommende år forventes lønstigningerne i Danmark at forblive lavere end hos landets konkurrenter, hvilket bidrager positivt til omkostningskonkurrenceevnen. Samtidig har regeringen taget skridt til at løse problemet med den lave produktivitetsvækst. Fortsat fokus på løntilbageholdenhed og øget produktivitet, som vil give en forbedret

omkostningskonkurrenceevne, burde bidrage til at begrænse fremtidige tab af eksportmarkedsandele for varer.

- **Husholdningernes store bruttogæld er et strukturelt kendetegn ved den danske økonomi, men der er betænkeligheder ved udviklingen på ejendomsmarkedet, som har fået gælden til at overskride et niveau, som kan forklares ved strukturelle faktorer.** Desuden har realkreditlånenes sammensætning ændret sig siden 2003, idet lån med afdragsfrihed (dvs. ingen afdrag i de første år af lånet) og variabelt forrentede lån er blevet mere populære end fastforrentede lån med afdragsbetaling. For et givet gælds niveau er husholdningerne derfor mere sårbare over for rentestigninger og udsving i ejendomspriserne nu, end de var for ti år siden. I den dybdegående undersøgelse fra 2012 blev det derfor konkluderet, at husholdningernes gæld efter korrektionen af boligpriserne udgør en øget økonomisk risiko, især på grund af de potentielle virkninger for den finansielle sektor og det private forbrug. Denne konklusion er fortsat gyldig, selv om der i nærværende undersøgelse kan konstateres visse forbedringer.
- **Under de aktuelle sårbare finansielle og makroøkonomiske omstændigheder har den høje gældsbyrde og sammensætningen af realkreditgælden gjort det finansielle system mere udsat over for negative udviklinger.** De seneste analyser af de danske husholdningers gæld viser dog, at dens negative virkninger på den finansielle stabilitet er forholdsvis begrænsede. Dette skyldes især, at gælden overvejende er stiftet af husholdninger med en høj indkomst, som er bedre rustet til at servicere gælden i tilfælde af rentestigninger. Det betyder, at det potentielle antal lån, som ikke kan serviceres af husholdningerne, selv i tilfælde af væsentlige rentestigninger efter alt at dømme ikke vil udgøre en trussel mod landets finansielle stabilitet. Det vil dog være en god udfordring for det danske realkreditsystem, hvis en række risikofaktorer såsom rentestigninger, yderligere fald i boligpriserne og en fortsat lav vækst og øget arbejdsløshed opstod samtidigt, selv om det er usandsynligt.
- **Udviklingen på boligmarkedet og den høje gæld har også påvirket Danmarks makroøkonomiske resultater.** En af følgerne af de store udsving i boligpriserne og det høje gælds niveau har været store udsving i det private forbrug, som i øjeblikket lægger en dæmper på det økonomiske opsving, fordi husholdningerne er i færd med at nedbringe deres gæld. Eftersom ubalancerne i husholdningsgælden synes at være under afvikling og følgerne af nedgearingen på økonomien er forholdsvis beherskede, synes ubalancerne på nuværende tidspunkt ikke at give anledning til væsentlige bekymringer.

Denne dybdegående undersøgelse gennemgår også de politiske udfordringer, der følger af denne udvikling samt de mulige politiske løsninger. Følgende aspekter kan tages i betragtning:

- Hvad angår udfordringen med at forbedre den eksterne konkurrenceevne, bør forskellige aspekter i forbindelse med prismæssige og ikke-prismæssige konkurrencefaktorer tages i betragtning. Det vigtigste aspekt for beskyttelsen af konkurrenceevnen er, at lønudviklingen ikke medfører en forringelse af den eksterne pris-/omkostningskonkurrenceevne, og at den danske eksport udviser fleksibilitet og tilpasningsevne for at kunne tilpasse sig den fremtidige globale udvikling i

efterspørgselen, både hvad angår eksportens produktsammensætning og destinationsmarkeder. Det er også vigtigt at øge produktivitetsvæksten, f.eks. ved at fjerne de konkurrencemæssige hindringer, navnlig i servicesektoren, samt hindringerne for virksomhedernes anvendelse af viden og uddannelse.

- Hvad angår udfordringen med den høje husholdningsgæld og følgerne for realøkonomien, kan der overvejes en række foranstaltninger for at styrke stabiliteten på boligmarkedet og det finansielle system på mellemlang sigt. Denne dybdegående undersøgelse ser på de seneste og planlagte foranstaltninger, som de danske myndigheder og realkreditinstitutter har truffet med henblik på at gøre realkreditsystemet mere robust, begrænse de politiske incitamentter til at stifte gæld og nedbringe risikoen for en uholdbar opbygning af gæld i husholdningerne. Selv om disse foranstaltninger går i den rigtige retning, kræver det en tæt overvågning for at kunne vurdere, om de har den ønskede virkning.

1. INDLEDNING

Den 28. november 2012 forelagde Europa-Kommissionen sin anden rapport om varslingsmekanismen, der var udarbejdet i overensstemmelse med artikel 3 i forordning (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer. Rapporten fungerer som et første screeninginstrument, der bidrager til at identificere de medlemsstater, hvor udviklingen kræver en yderligere dybdegående analyse for at fastslå, om der eksisterer eller risikerer at opstå ubalancer. I henhold til artikel 5 i forordning (EF) nr. 1176/2011 bør disse landespecifikke "dybdegående undersøgelser" vurdere arten, oprindelsen og alvoren af de makroøkonomiske udviklingstendenser i den pågældende medlemsstat, som udgør eller kan føre til ubalancer. På grundlag af denne undersøgelse fastslår Kommissionen, om den mener, at der findes en ubalance, og hvilken form for opfølgning den vil anbefale Rådet.

Dette er den anden dybdegående undersøgelse af Danmark. På baggrund af den tidligere dybdegående undersøgelse, som blev offentliggjort den 30. maj 2012, fandt Kommissionen, at Danmark havde visse makroøkonomiske ubalancer, især i forhold til den eksterne konkurrenceevne og gældsætningen. I rapporten om varslingsmekanismen, og under hensyntagen til den konstaterede ubalance i maj, konkluderede Kommissionen, at det burde undersøges, om disse ubalancer fortsat bestod eller var under afvikling. Derfor ses der i denne dybdegående undersøgelse bredt på den danske økonomi i overensstemmelse med overvågningen som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

I afsnit 2 ses der mere detaljeret på udviklingen, både ud fra eksterne og interne aspekter, hvorefter der i afsnit 3 rettes særligt fokus på den eksterne konkurrenceevne og husholdningernes gæld. I afsnit 4 redegøres der for eventuelle politiske tiltag.

2. MAKROØKONOMISK SITUATION OG POTENTIELLE UBALANCER

2.1. Makroøkonomisk kontekst

Den danske økonomi oplevede næsten uafbrudt vækst fra 1995 til 2008 med gennemsnitlige årlige vækstrater på ca. 2 %. I 2006-2007 blev økonomien overophedet på grund af stadig større investeringer og vækst i det private forbrug, som skyldtes kreditudvidelser og kraftigt stigende boligpriser. Flaskehalse på arbejdsmarkedet og generelt stramme arbejdsmarkedsforhold førte til store lønstigninger, samtidig med at produktivitetsvæksten faldt. Siden midten af 1990'erne har en langsom produktivitetsvækst og forholdsvis høje lønstigninger bidraget til en forringelse af omkostningskonkurrenceevnen målt ved relative enhedslønomkostninger. Dette er sandsynligvis en vigtig faktor bag tabene af eksportmarkedsandele i løbet af de seneste ti år.

Den danske økonomi var allerede under afmatning og oplevede en korrektion på boligmarkedet, inden finanskrisen brød ud. I forbindelse med sammenbruddet i investeringerne og eksporten resulterede det i, at produktionen faldt med næsten 7½ % fra medio 2008 til medio 2009. Samtidig faldt forbruget, arbejdsløsheden steg, og boligpriserne oplevede en kraftig nedtur. Mellem 2007 og 2009 faldt boligpriserne med ca. 20 % i reale termer, og efter en stabilisering i 2010 faldt de med yderligere 6 % i 2011 til et niveau, der ikke var set siden 2004.

Bedringen af den danske økonomi i 2010 skyldtes hovedsageligt finanspolitiske incitament, eksportvækst grundet en genoptaget ekstern efterspørgsel og en vending i lagercyklen. På trods af en solid eksport udviste den danske økonomi i 2011 afdæmpede resultater med en vækst i BNP på kun 1 %, hvilket skyldtes husholdningernes og virksomhedernes nedgearing. Statsgældskrisen har imidlertid ført til en kraftig international efterspørgsel efter højt vurderede danske realkredit- og statsobligationer, hvilket har medført lave renter, som for tiden understøtter det stadig meget skrøbelige boligmarked.

Efter tilbagegangen i 2012 forventes det reale BNP på baggrund af det forventede opsving i den globale økonomi at vokse i 2013 og 2014. Eksporten forventes at stige langsomt i 2013 og tage mere betydeligt til i 2014. De stramme kreditbetingelser vil sandsynligvis fortsat påvirke de private investeringer, mens de offentlige investeringer trækkes ned som følge af konsolideringsindsatsen. Det private forbrug forventes at stige i løbet af 2013, hovedsagelig som følge af en stigning i husholdningernes likviditet (takket være tilbagebetalingen af efterlønsbidrag samt skattereformen og lavere rentebetalinger). Ikke desto mindre forventes det stagnerende arbejdsmarked fortsat at veje tungt på forbruget. Desuden forventes husholdningerne på grund af situationen på boligmarkedet at fortsætte nedgearingen og øge deres opsparing.

2.2. Bæredygtig stilling over for udlandet

Danmark har i over ti år haft overskud på betalingsbalancens løbende poster. Landet oplevede en væsentlig stigning fra krisens begyndelse i 2008, som toppede på 5,9 % af BNP i 2010. Dette skyldtes både positive resultater på vare- og tjenestebalancen og på saldoen for primær indkomst (figur 1)

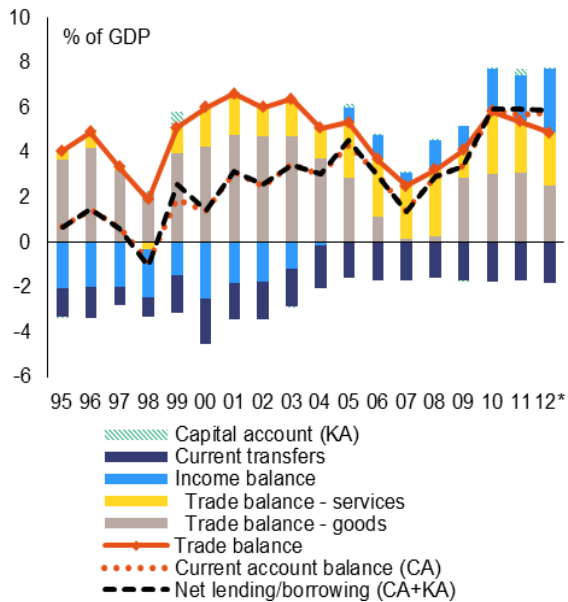
De seneste års store og stigende overskud på betalingsbalancens løbende poster står i modsætning til de konstaterede markante tab af eksportmarkedsandele i de sidste ti år. Disse tab skal derfor tages med et vist forbehold. For det første blev de tabte eksportmarkedsandele for varer delvis udlignet ved, at der blev vundet eksportmarkedsandele for tjenesteydelser. For det andet opvejede favorable eksportpriser delvis for, at mængden af eksporterede varer ikke udviklede sig dynamisk, idet Danmark har kunnet forlange forholdsvis høje priser for sin vareeksport. For det tredje har tabene af eksportmarkedsandele siden 2008 været ledsaget af en relativt moderat importvækst, hvilket afspejler en kraftig stigning i den private opsparing, som har mere end opvejet forringelsen af den offentlige saldo.

Som følge af det store overskud på de løbende poster siden 2008 er der sket en kraftig forbedring af den internationale nettoinvesteringsstilling (NIIP), som er steget fra -5,1 % af BNP i 2008 til 27,8 % af BNP i 2011. NIIP er primært blevet forbedret som følge af en stigning i de direkte nettoinvesteringer og ændringer i valutareserven (figur 2). Ændringerne i NIIP afspejler især værdiansættelsesændringer og i mindre grad også ændringer i nettorente og -udbytte (som følge af kapitalanbringelser) og nettotransaktioner (figur 3).

De seneste års forbedring af betalingsbalancens løbende poster afspejler generelt en øget opsparing i den private sektor, der mere end opvejer forringelsen af den offentlige saldo (figur 4), snarere end en forbedret konkurrenceevne. Dette tyder på, at i takt med at den indenlandske efterspørgsel øges og den

private sektors tilbøjelighed til at forbruge stiger, vil væksten i importen stige, hvilket vil føre til lavere overskud på de løbende poster.

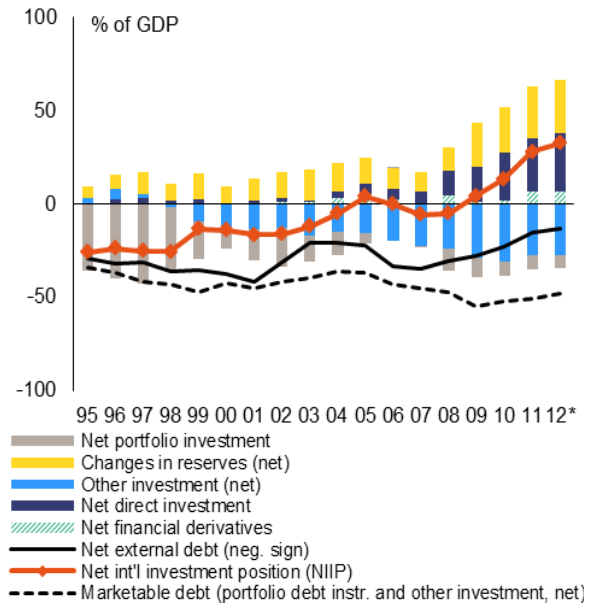
Figur 1: Dekomponering af saldoen på betalingsbalancens løbende poster



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Anm.: * anslæede tal på baggrund af kvartalsmæssige oplysninger.

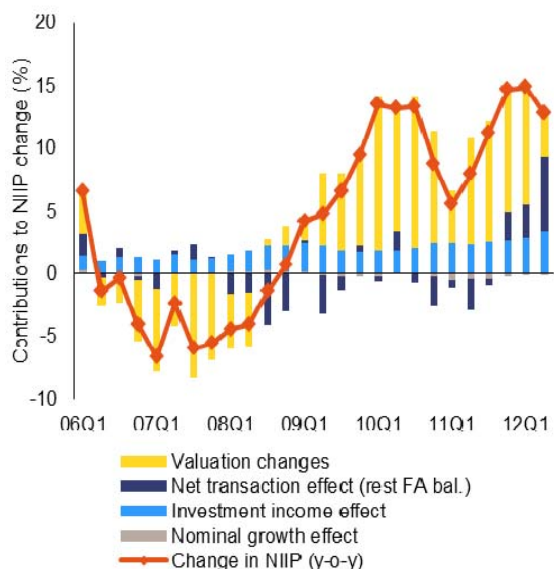
Figur 2: Komponenter af den internationale nettoinvesteringsstilling (NIIP)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

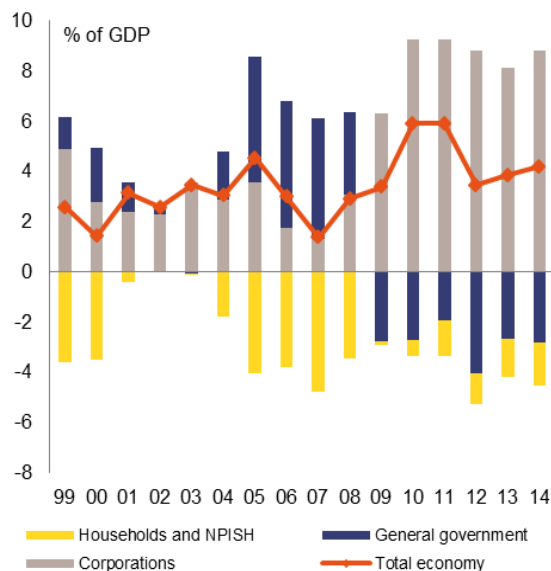
Anm.: * anslæede tal på baggrund af kvartalsmæssige oplysninger.

Figur 3: Ændring i den internationale nettoinvesteringsstilling (NIIP)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Figur 4: Fordringshvervelse, netto pr. sektor



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

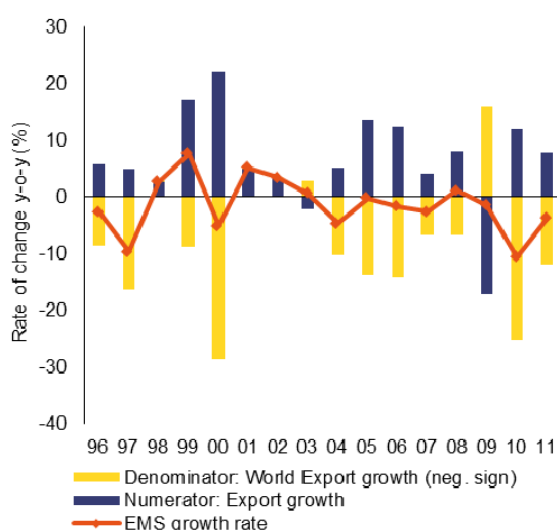
2.3. Konkurrenceevne og eksportresultater

Ifølge resultattavlen for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer svarede tabet af eksportmarkedsandele i femårsperioden 2007-2011 til tabet i perioden 2006-2010, hvilket fortsat er et godt stykke over grænseværdien på 6 procentpoint. Selv om der stadig blev tabt eksportmarkedsandele, skete det i et væsentligt langsommere tempo i 2011 end i 2010, idet den årlige ændringssats blev forbedret fra -10,6 % i 2010 til -4,0 % i 2011 (figur 5). Både handel med varer og tjenesteydelser bidrog til denne forbedring (figur 6). Vareeksportens forholdsvis gode resultater skyldes delvis den store andel af mindre konjunkturfølsomme varer i Danmarks samlede vareeksport, f.eks. lægemidler, fødevarer og fødevarerrelaterede produkter.

Som påpeget i den dybdegående undersøgelse fra maj 2012 er Danmarks konkurrencemæssige problemer og svage eksportresultater for varer i de sidste ti år knyttet til den markante stigning i enhedslønomkostninger. Mellem slutningen af 1990'erne og 2009 steg enhedslønomkostningerne i Danmark mere end hos de vigtigste konkurrenter¹. Den danske omkostningskonkurrenceevne er imidlertid forbedret på det sidste. De nominelle enhedslønomkostninger faldt i 2010 og steg kun en anelse i 2011, og den tilsvarende indikator i resultattavlen for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske underskud, dvs. den procentuelle ændring over de seneste tre år, faldt fra 11,0 % i 2010 til 4,7 % i 2011, hvilket er langt under den vejledende grænseværdi i resultattavlen (figur 7).

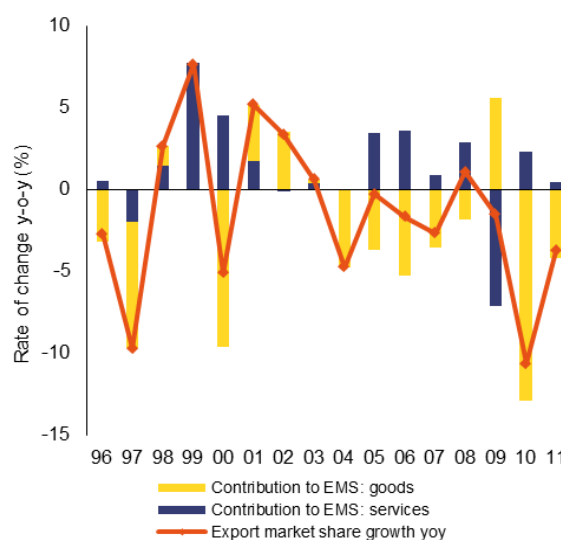
For at forstå de faktorer, der påvirker den danske konkurrenceevne, skal der foruden omkostningselementerne også ses på ikke-omkostningsmæssige faktorer. I afsnit 3 analyseres produktmarkedets sammensætning og den danske eksports geografiske destinationer for at skabe et bedre overblik over udviklingen i eksportmarkedsandele.

Figur 5: Dekomponering af ændringen i eksportmarkedsandele for varer (målt i værdi)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

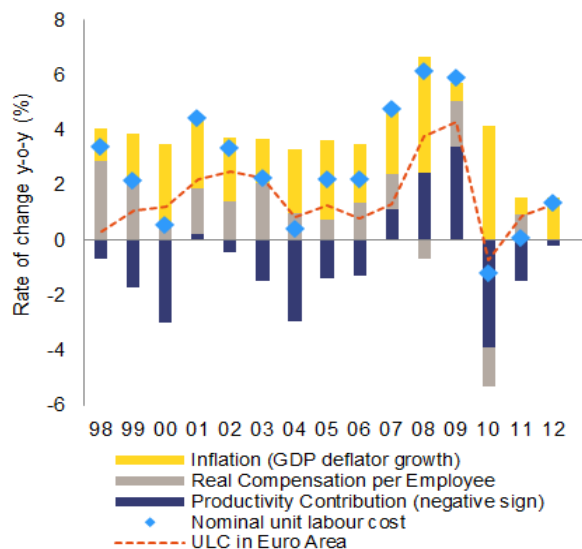
Figur 6: Fordeling af ændringen i eksportmarkedsandele for varer og tjenesteydelser (målt i værdi)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

¹ I denne undersøgelse anses Tyskland, Nederlandene, Sverige og Finland som værende Danmarks vigtigste konkurrenter.

Figur 7: Udvikling i de nominelle enhedslønomkostninger og komponenter heraf i forhold til IC35



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

2.4. Gældsætning i den private sektor

Som følge af kraftige stigninger i boligpriserne og den deraf følgende stigning i boliginvesteringerne steg den danske husholdningsgæld med hele 52 % mellem 2001 og 2009. De ikke-finansielle virksomheders gæld steg også i samme periode, men dog mere moderat med 29 %. Den private sektors bruttogæld² steg i alt med 42 % mellem 2001 og 2009 sammenlignet med en gennemsnitlig stigning i EU på 31 %.

Selv om den private sektors bruttogæld faldt i både 2010 og 2011, hvor den nåede ned på 238 % af BNP (fra 251 % af BNP i 2009), overskrider den stadig væsentligt den vejledende grænseværdi i resultattavlen for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske underskud. Desuden skyldtes faldet

² Den private sektors gæld defineres som summen af ikke-konsoliderede lån og andre værdipapirer end aktier. Den private sektor omfatter ikke-finansielle virksomheder (private og offentlige selskaber), husholdninger og non-profit institutioner rettet mod husholdningerne.

primært, at de ikke-finansielle virksomheder fik nedbragt deres gæld fra 104,3 % af BNP i 2009 til 96,1 % af BNP i 2011 (figur 8). Der kan konstateres en lignende tendens i husholdningernes gældskvote, som langsomt begyndte at falde efter at have været på sit højeste 2009.

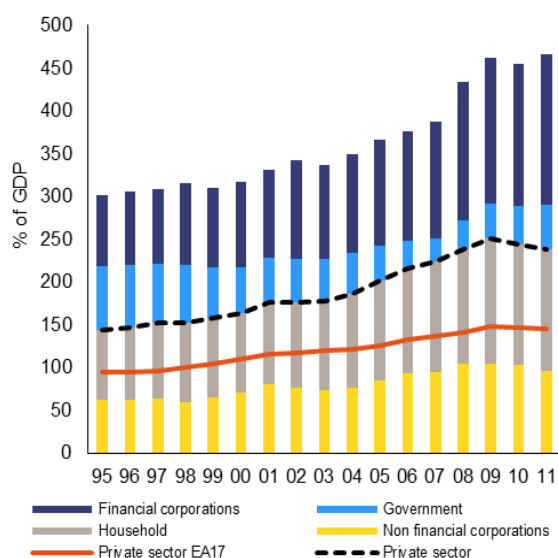
Som nævnt i den tidligere dybdegående undersøgelse er husholdningernes store gæld i høj grad et strukturelt træk ved den danske økonomi, hvor deres aktiver overstiger passiverne. Selv om husholdningerne stadig har en pæn nettoformue, er opsparing i fast ejendom og pensionsopsparinger meget illikvide aktiver, og yderligere korrektioner på boligmarkedet kan udgøre en risiko for husholdningernes økonomi (figur 9). Desuden har realkreditlånenes sammensætning ændret sig siden begyndelsen af 2000, idet afdragsfrie lån og lån med variabel rente er blevet meget populære, hvilket gør husholdningerne mere udsatte over for rentestigninger og udsving i priserne på fast ejendom.

Det fremgår af Erhvervs- og Vækstministeriets seneste rapport "Gældsudgifter i husholdninger med realkreditlån", at den samlede realkreditgæld udgør omkring 1 364 mia. DKK svarende til ca. 78 % af Danmarks BNP. I rapporten konstateres det, at realkreditgælden primært er koncentreret blandt husholdninger med de højeste indkomster. De variabelt forrentede lån benyttes mest af husholdninger med høje indkomster, men også af husholdninger med de laveste indkomster. Det er imidlertid kun ca. 1 % af den samlede realkreditgæld, der er optaget af de 10 % af husholdningerne, der har de laveste indkomster. Dertil kommer, at andelen af husholdninger med lavere indkomster, der er nødt til at trække på deres opsparing eller stifte gæld for at betale deres løbende udgifter, faldt i løbet af året frem til foråret 2012³. I rapporten konkluderes det, at fordelingen af realkreditlån mindsker risikoen for ikke-tilbagebetaling.

I den dybdegående undersøgelse fra 2012 blev det konkluderet, at husholdningernes gældsniveau efter korrektionen af boligpriserne udgør en ubalance, som er forbundet med øget økonomisk risiko, især via potentielle virkninger fra finanssektoren (eventuelt flere misligholdte lån) og det private forbrug (f.eks. et behov for nedgearning, fordi aktivernes værdi falder eller omkostningerne til servicering af gælden stiger). I afsnit 3 i denne undersøgelse ses der på, om denne ubalance er under afvikling ved at gennemgå resultaterne af de seneste analyser, som giver mulighed for bedre at vurdere de potentielle risici.

³ Der kan findes yderligere oplysninger om indikatoren for finansielt stress i kapitlet "Key features of the current European employment and social situation" i Kommissionens rapport "Employment and Social Developments in Europe 2012".

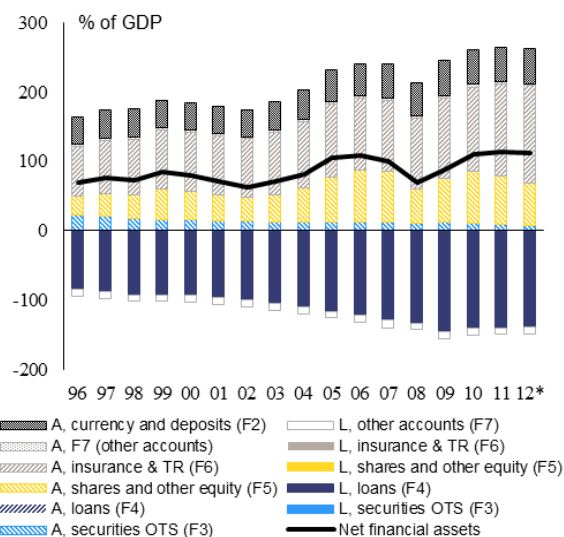
Figur 8: Sektormæssig dekomponering af samlet bruttogæld (private sektor i euroområdet)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Anm.: Dekomponering af den finansielle gæld i % af BNP (ikke-konsoliderede data) ifølge Eurostat (dataset nasa_f_bs). Tallene for hver sektor er summen af lån og andre værdipapirer end aktier.

Figur 9: Husholdningernes finansielle nettoformue



Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat

Anm.: Strukturen af aktiver og passiver er oplysende for de potentielle risici i forbindelse med forskellige instrumenter. Der skal ses på både brutto- og nettotal. Det er nyttigt at sammenligne strukturen og omfanget med euroområdet eller EU. I procent af BNP

2.5. Udviklingen på aktivmarkedet

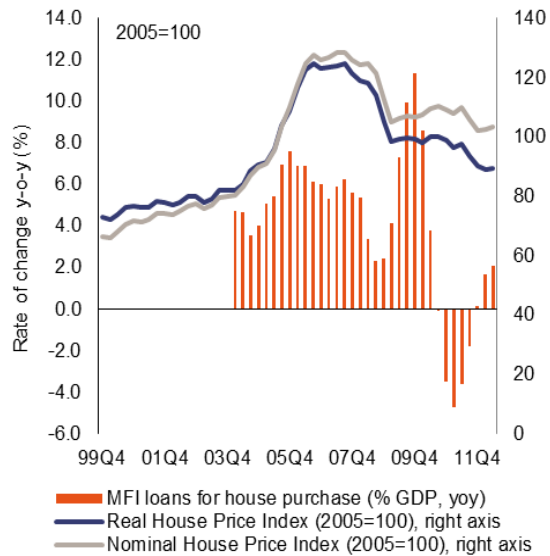
På grund af lempelige kreditbetingelser steg boligpriserne konstant i Danmark i de ti år frem til 2007 og især mellem 2003 og 2007, hvor de reale boligpriser steg med 54 %. Fastfrysningen af ejendomsværdiskatten siden 2002 og indførelsen af afdragsfrie lån i 2003 er nogle af de faktorer, der bidrog til denne udvikling⁴.

Det danske boligmarked vendte allerede i 2007, før den globale finansielle og økonomiske krise indtrådte, og siden da er de reale boligpriser faldet med mere end 27%. Efter et brat fald i 2008 stabiliserede boligpriserne sig mellem 2009 og 2010, før de atter fortsatte deres nedtur i 2011 (-0,1%) og 2012 (-4,9%) (figur 10). Som følge heraf er boligbyrden (boligpris i forhold til indkomst) i dag tæt på det langsigtede gennemsnit (figur 11). På den anden side kan det ud fra tidligere erfaringer ikke afvises, at der vil ske en yderligere nedjustering (figur 12).

⁴ Danmarks Nationalbank (2011).

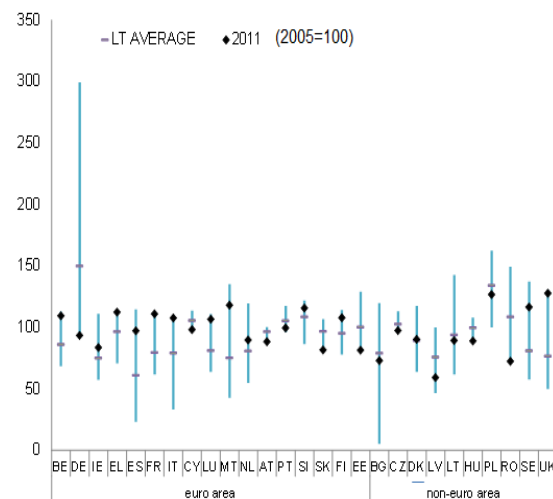
Efter at boligboblen bristede, udgør husholdningsgælden en af de største risici for den finansielle sektor og de kort- og mellemfristede udsigter for det private forbrug. I afsnit 3 analyseres den private gæld med fokus på udviklingen i tvangsauktioner, ejendomsværdier og velstand under hensyntagen til de seneste oplysninger om insolvens blandt boligejere og stabiliteten i husholdningernes gæld.

Figur 10: Udviklingen i boligprisindekset og MFI-lån til boligkøb



Kilde: ECB, Europa-Kommissionen

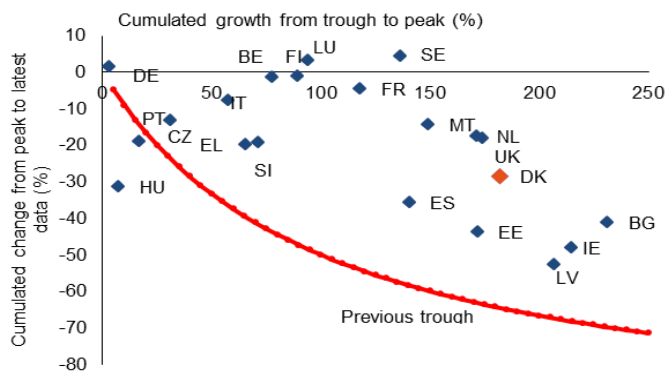
Figur 11: Boligpriser i forhold til disponibel indkomst i EU27



Kilde: AMECO, OECD, STAT, ECB, BIS.

Anm.: Data for DE frem til 1990 henviser til Vesttyskland. De blå pinde illustrerer de højeste og laveste prøveværdier.

Figur 12: Priscyklus for reale boligpriser, opsving og korrektion i forhold til forskellige benchmarks



Trough/peak: BE 97Q1/10Q4, DE 08Q3/09Q4, IE 97Q1/07Q3, EL 00Q1/09Q1, ES 97Q1/07Q3, FR 97Q1/07Q3, IT 97Q4/09Q1, LU 95Q1/10Q1, MT 00Q1/08Q3, NL 90Q4/08Q3, AT 05Q1/09Q1, PT 96Q4/01Q3, SI 03Q1/08Q1, FI 93Q2/11Q3, BG 02Q2/08Q3, CZ 04Q1/08Q4, DK 93Q2/07Q3, EE 03Q3/07Q2, LV 00Q1/07Q3, LT 00Q3/07Q3, HU 01Q4/04Q4, PL 05Q1/07Q3, RO 05Q1/07Q3, SE 96Q1/07Q4, UK 96Q2/07Q3.

Kilde: ESTAT, ECB, OECD, BIS

Anm.: Figuren viser et spredningsdiagram over den inflationskorrigerede udvikling i boligpriserne i EU-medlemsstaterne. Der tages udgangspunkt i de seneste højde- og lavpunkter, og der tegnes et diagram over den samlede vækst fra seneste lavpunkt til seneste højdepunkt i forhold til væksten fra det seneste højdepunkt til det nuværende niveau. Dataene for hvert land er beregnet af Kommissionens tjenestegrene ved at sammenkoble historiske data fra ESTAT med data fra andre kilder (ECB, OECD, BIS). Kurven, der angiver det tidligere lavpunkt, skal ikke fortolkes som et benchmark. Den skal snarere illustrere, at de referencepunkter, der er anvendt til beregningen af de to vækstrater, er forskellige: væksten mellem lavpunkt og højdepunkt er beregnet med lavpunktsåret som basisår, hvorimod ændringen mellem højdepunkt til den aktuelle situation tager udgangspunkt i højdepunktsåret som basisår. Under diagrammet angives desuden de seneste lavpunkter og højdepunkter for hvert land for at tage hensyn til forskellene i cyklussernes varighed.

3. DYBDEGÅENDE ANALYSE AF UDVALGTE EMNER

3.1. Konkurrenceevne og eksportresultater

Danmarks løbende poster har udvist betydelige og stigende overskud over adskillige år, og det forventes at fortsætte i de kommende år, om end i mere begrænset omfang. Når der ses på Danmarks eksportresultater, er tabet i eksportmarkedsandele dog fortsat et godt stykke over grænseværdien for den tilsvarende indikator i resultattavlen for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske underskud. Det vedvarende tab af eksportmarkedsandele til trods for den seneste bedring af omkostningskonkurrenceevnen tyder på, at ikke-omkostningsmæssige faktorer også spiller en rolle.

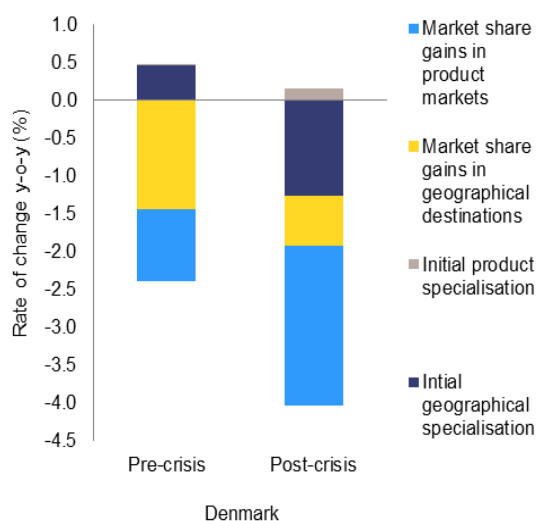
I den dybdegående undersøgelse fra 2012 blev det konkluderet, at produktsammensætningen i den danske eksport af varer er forholdsvis gunstig, mens eksportens geografiske destination hæmmer eksportvæksten. En mere detaljeret analyse, der opdeler Danmarks eksportresultater (defineret som et lands eksportvækst minus den globale eksportvækst) i forskellige geografiske destinationer og produktklasser før og efter 2008 viser, at Danmarks geografiske specialisering udgjorde en positiv faktor før krisen, mens det blev en negativ faktor efter krisen (figur 13). Dette kan hovedsageligt forklares ved den danske eksports stærke fokusering på de langsomt voksende europæiske markeder. Men med udgangspunkt i de samme geografiske destinationer forværredes Danmarks eksportresultater både før og efter krisen, om end mindre markant i sidstnævnte periode.

Før krisen var bidraget fra Danmarks oprindelige varespecialisering til eksportvæksten tæt på nul, men er siden blevet lettere positivt. Det skyldes tilsyneladende andelen af mindre konjunkturfølsomme varer i Danmarks samlede eksport, såsom lægemidler, fødevarer og fødevarerrelaterede produkter. Med andre ord er Danmarks varespecialisering en positiv faktor i nedgangstider eller perioder med lav vækst, såsom i 2008-2012. Dette kan atter vende, når der kommer mere gang i den økonomiske genopretning. Desuden peger analysen af udviklingen i markedsandele inden for de enkelte produktkategorier igen på en kraftig forringelse af konkurrenceevnen, hvilket fremgår af det negative bidrag før krisen, som senere blev endnu ringere.

Danmarks eksport af tjenesteydelser ser ud til at give bedre resultater end eksporten af varer, idet deres andel af verdens samlede eksport har været forholdsvis stabil siden 2000 (figur 14). Tjenesteydelseernes positive bidrag til udviklingen i markedsandele afspejler i vid udstrækning søtransportens store andel af den danske eksport af tjenesteydelser.

Følgende analyse ser nærmere på udviklingen i de faktorer, der potentielt kan forklare Danmarks tab af eksportmarkedsandele med fokus på såvel omkostningsmæssige som ikke-omkostningsmæssige aspekter (enhedslønomkostninger samt eksportens produktsammensætning og destination).

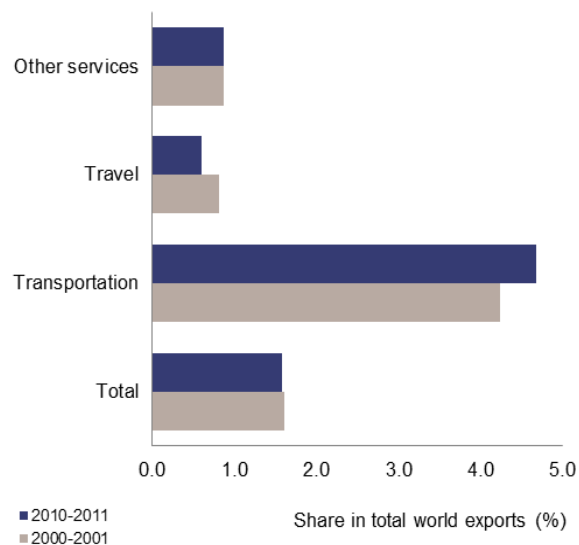
Figur 13: Vækst i den nominelle eksport i forhold til væksten i den globale eksport (shift share-analyse)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Dekomponering af den samlede (globale) nominelle eksportvækst (den globale handels nettovækst) i fire komponenter: i) vækst som følge af vækst på destinationsmarkederne, ii) vækst som følge af vækst på produktmarkederne, iii) vækst i eksport til destinationsmarkederne ud over deres vækst og iv) vækst i eksport til produktmarkederne ud over deres vækst. Det fremgår af dekomponeringen, om et land oprindeligt (i begyndelsen af en periode) var specialiseret i geografiske destinationer og/eller sektorer med dynamisk eller træg efterspørgsel, samt om et land har øget eller tabt andele på disse geografiske markeder eller produktmarkeder. Perioden før krisen er defineret som 2000-2007, og perioden efter krisen som 2007-2010

Figur 14: Andel af den danske eksport af tjenesteydelser i verdens samlede eksport



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

3.1.1. Omkostningskonkurrenceevne og ændringer i enhedslønomkostningerne

Den svage danske konkurrenceevne og de ringe eksportresultater for varer kan til dels tilskrives en stigning i de relative enhedslønomkostninger som følge af en høj stigning i den nominelle løn kombineret med lav produktivitetsvækst. Den dybdegående undersøgelse fra 2012 viste, at der var en negativ sammenhæng mellem eksportmarkedsandele og lønkonkurrenceevne. Selvom de danske eksportører på grund af den store andel af "up-market produkter" til en vis grad kunne lægge de øgede

omkostninger over på priserne, har de høje enhedslønomkostninger bidraget til tabet af eksportmarkedsandele målt i mængde.

Den eksterne omkostningskonkurrenceevne påvirkes også af udsving i de nominelle valutakurser. Danmark deltager i valutakursmekanisme II, og valutakursen er sat til en fast værdi i forhold til euroen plus/minus 2,25 %. Derfor er den nominelle kurs mellem kroner og euro næsten forblevet uændret siden 1998. I effektive termer, dvs. under hensyntagen til udsving i euroens kurs over for de danske handelspartners valuta, steg den danske krone mellem 2000 og 2009, hvorefter den faldt (figur 15).

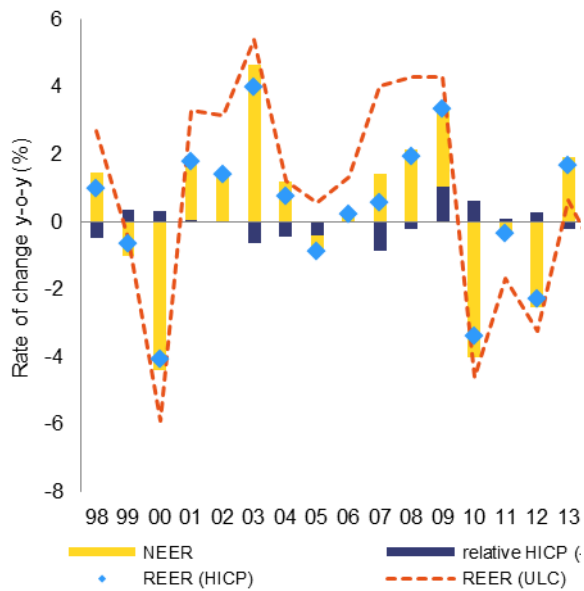
Udviklingen i de danske relative enhedslønomkostninger har forstærket tendensen med en faldende konkurrenceevne i den tidligere periode og en forbedring i den seneste periode. Produktivitetsvæksten har navnlig været lav i forhold til de vigtigste konkurrenter i løbet af de seneste ti år. På den anden side har produktivitetsvæksten i løbet af de seneste tre år taget mere fart, men der hersker usikkerhed om, hvorvidt dette afspejler en strukturel ændring eller en cyklisk acceleration ved starten af et økonomisk opsving, hvor væksten i beskæftigelsen ofte halter efter produktionsvæksten.

Økonomiske analyser har længe fokuseret på problemet med den lave produktivitetsvækst, og der er udpeget en række mulige kilder hertil, f.eks. ringe konkurrence i visse sektorer (bygge- og anlægsvirksomhed, detailhandel, sundhed og offentlige tjenester) og manglende effektivitet i uddannelsessystemet. For at finde en samlet løsning på disse udfordringer har myndighederne nedsat en produktivitetskommission, som skal komme med konkrete politiske anbefalinger inden udgangen af 2013.

På trods af den sløve vækst i produktiviteten har de danske lønninger stort set udviklet sig i takt med de vigtigste konkurrenter Sverige, Finland og Nederlandene, mens de langt har oversteget de tyske. Lønnen steg især kraftigt i perioden før krisen, da økonomien udviste tegn på overophedning, men begyndte at sagtnede farten fra 2009 og frem, og mellem 2010 og 2012 faldt den til under niveauet hos Danmarks konkurrenter (figur 16).

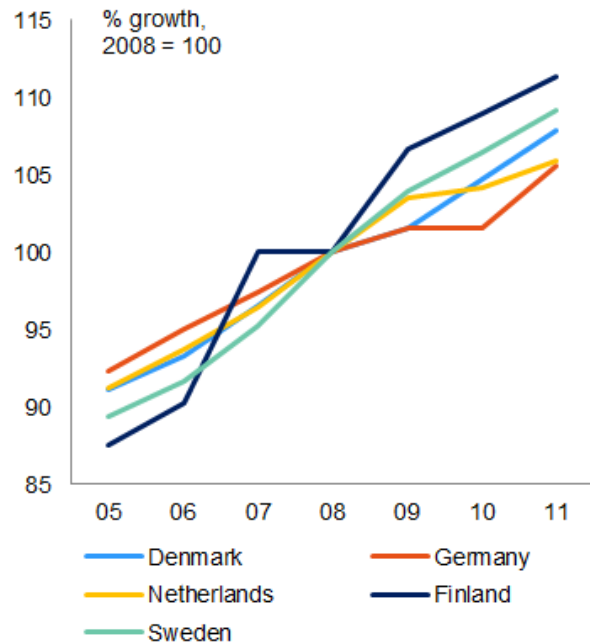
Som følge af denne udvikling steg de danske enhedslønomkostninger langt mere end hos de vigtigste konkurrenter i løbet af 2000'erne (figur 17). Det deraf følgende efterslæb i omkostningskonkurrenceevnen begyndte først at blive indhentet fra 2009 og frem, hvor lønstigningerne begyndte at aftage og produktivitetsvæksten begyndte at stige. Til trods for de seneste forbedringer er efterslæbet i omkostningskonkurrenceevnen fortsat stort, og der er behov for en vedvarende forbedring for at korrigere for de tab, der er opstået i løbet af de seneste ti år. De aktuelle prognoser spår, at efterslæbet vil blive mindre i de kommende år som følge af fortsat moderate lønstigninger, og efterhånden som produktivitetsvæksten vender tilbage til det langsigtede gennemsnit.

Figur 15: Ændring i nominelle og reale effektive valutakurser (HICP og enhedslønomkostninger) over for IC35



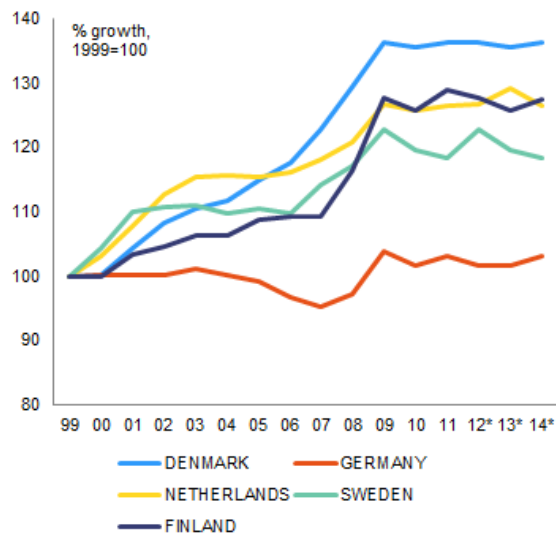
Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Figur 16: Udvikling i lønomkostningsindekset



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Figur 17: Ændring i de nominelle enhedslønomkostninger



Kilde: OECD, Kommissionens tjenestegrene

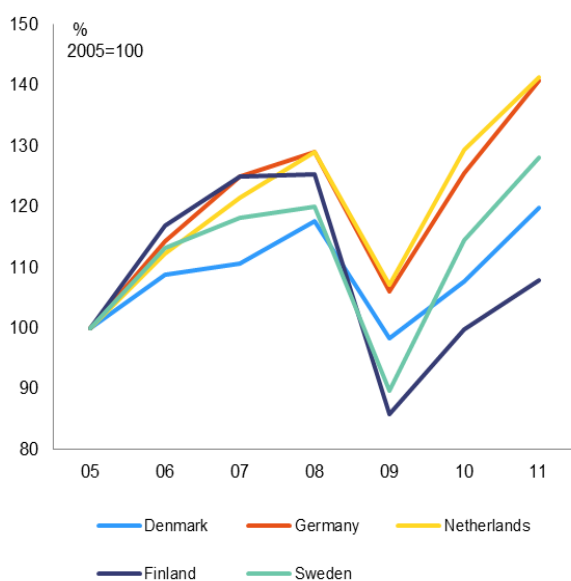
3.1.2. Eksportmarkedsandele og geografisk specialisering

Danmark er en lille og åben økonomi, hvor handel med varer og tjenesteydelser udgør en betydelig andel af BNP. Den danske eksportvækst opgjort i både mængde og værdi har været stabil i de seneste ti år, dog med undtagelse af 2009 hvor den globale krise udløste en nedtur. I relative termer har Danmarks eksportresultater dog været moderate. I perioden 2005-2011 oplevede Danmark den næstlaveste vækst i eksporten af både varer og tjenesteydelser i forhold til landets konkurrenter (figur 18 og 19).

Udviklingen i det globale økonomiske miljø, navnlig de nye vækstøkonomiers stigende deltagelse i den internationale handel, stiller de danske eksportører over for nye udfordringer. I den dybdegående undersøgelse fra sidste år blev det konstateret, at sammensætningen af geografiske destinationer for den danske eksport ikke bidrog til voksende eksportmarkedsandele mellem 2000 og 2005, og at Danmark derfor ville kunne drage fordel af at være bedre repræsenteret på de nye højvækstmarkeder.

Figur 18: Varer: Ændring i eksport til resten af verden

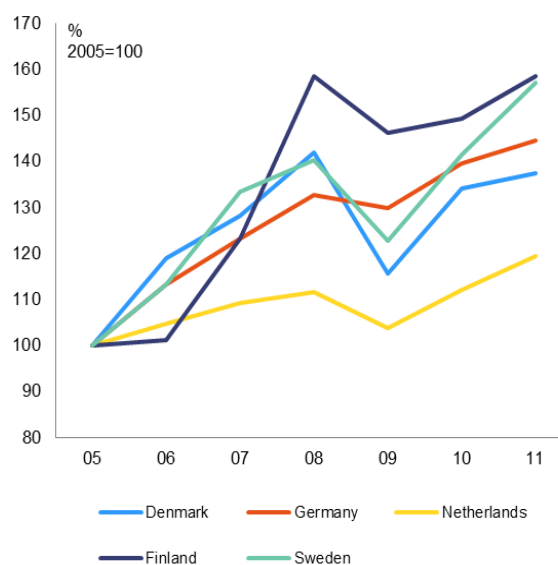
(målt i værdi), udvalgte lande



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Figur 19: Tjenesteydelser: Ændring i eksport til resten af verden

(målt i værdi), udvalgte lande



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

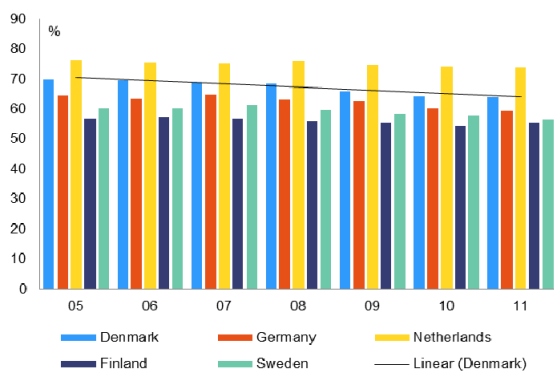
Geografisk set er Danmarks eksport af varer stærkt afhængig⁵ af EU: i forhold til sine konkurrenter er Danmark næstmest afhængig af EU for eksport af varer og tredjemest for eksport af tjenesteydelser. Danmarks eksportandele i EU har dog været faldende siden 2005, hvilket tyder på, at eksporten er blevet mindre afhængig af efterspørgslen i EU. Dette afspejler en mere generel udvikling i alle

⁵ Eksportafhængighed af resten af EU skal forstås som forholdet mellem den del af eksporten, der rettes mod EU, i forhold til et lands samlede eksport.

EU-landene, men tendensen har været en anelse større i Danmark i forhold til landets vigtigste konkurrenter (figur 20 og 21).

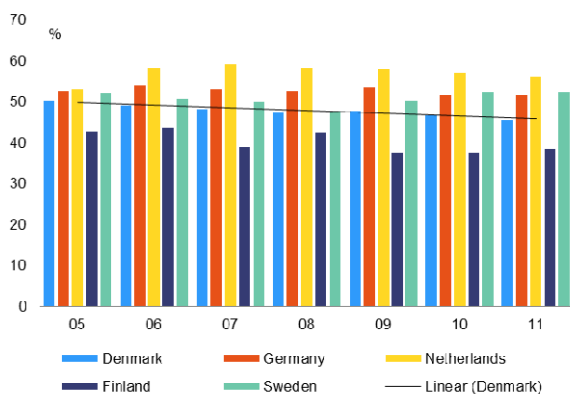
Danmarks fremtidige eksportresultater vil dog i høj grad være afhængige af landets evne til at trænge ind på de hurtigtvoksende vækstmarkeder, f.eks. BRIKS-landene (Brasilien, Rusland, Indien, Kina og Sydafrika). I den forbindelse halter Danmark bagefter sine vigtigste konkurrenter, idet den andel af vareeksporten, der går til disse lande, er den næstlaveste efter Nederlandene. Siden 2005 har der vist sig en positiv tendens, som dog ikke har været mere fremtrædende end hos de vigtigste konkurrenter (figur 22).

Figur 20: Eksportafhængighed af EU - varer (målt i værdi)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

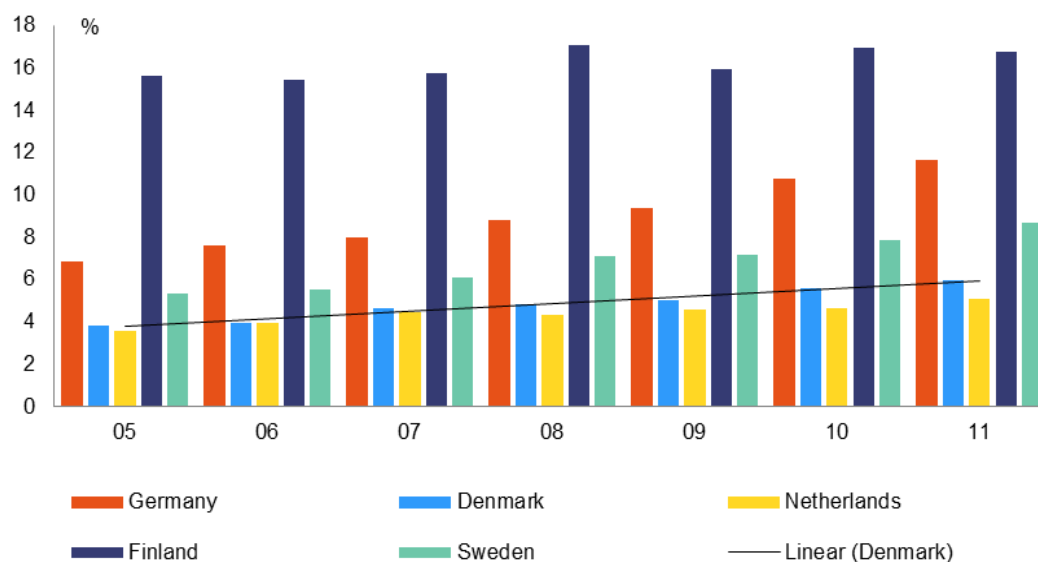
Figur 21: Eksportafhængighed af EU - tjenesteydelser (målt i værdi)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Figur 22: Eksport af varer til BRIKS-landene i procent af den samlede vareeksport

(målt i værdi)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Danmarks begrænsede tilstedeværelse i BRIKS-landene kan skyldes landets store andel af små og mellemstore virksomheder, idet disse ofte har sværere ved at trænge ind på nye markeder. Ifølge en undersøgelse foretaget af Danmarks Nationalbank⁶ har virksomheder i små lande desuden større tendens til at eksportere til nabolande, navnlig hvis disse er store, og eksporten til fjerntliggende lande udgør derfor en mindre andel i forhold til de store lande. Dette forklarer dog ikke, hvorfor Sverige og Finland klarer sig markant bedre end Danmark i den henseende.

En af årsagerne til Danmarks lave tilstedeværelse på disse markeder kan også være eksportens produktsammensætning, som er koncentreret på forholdsvis dyre forbrugsvarer af høj kvalitet. Mens efterspørgslen efter disse produkter i øjeblikket er forholdsvis lav i vækstøkonomierne, kan den høje indkomstelasticitet i efterspørgslen efter sådanne produkter og de hurtigtvoksende indkomster i disse lande få en positiv indvirkning på den danske eksport til disse markeder i fremtiden.

3.1.3. Produktsammensætning og udviklingen inden for eksport af varer

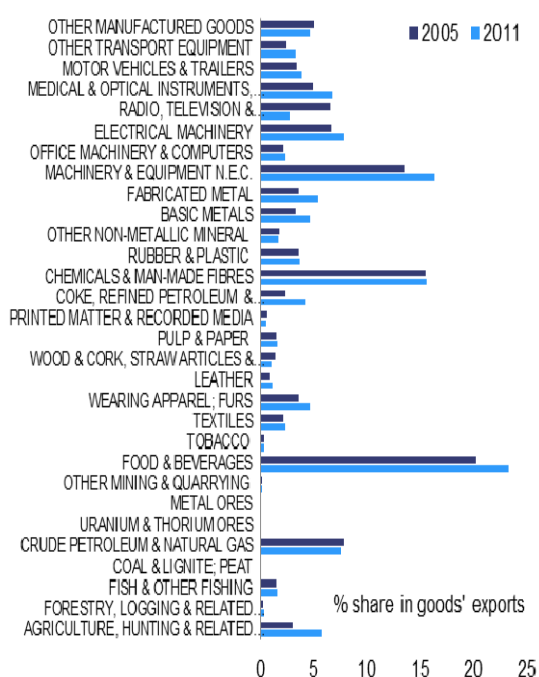
Danmark har i løbet af de seneste år konstant mistet eksportmarkedsandele, selv om der er sket en bedring af omkostningskonkurrenceevnen, og selv om produktsammensætningen i eksporten har været forholdsvis gunstig for eksportvæksten. For bedre at forstå forholdet mellem tabet af markedsandele

⁶ Danmarks Nationalbank (2012b).

og udviklingen i vareeksporten, bør der ses nærmere på produktsammensætningen i den danske eksport.

Danmark er forholdsvis specialiseret i lavteknologiske produkter. Selv om eksporten af lavteknologiske produkter som procentdel af den samlede eksport er faldet betydeligt i de seneste årtier⁷, tegner de sig alligevel for den største andel af Danmarks industrieksport målt i værdi (figur 23 og 24). Imidlertid har eksporten af lavteknologiske produkter resulteret i en forholdsvis høj værditilvækst, som er steget yderligere mellem 2005 og 2011.

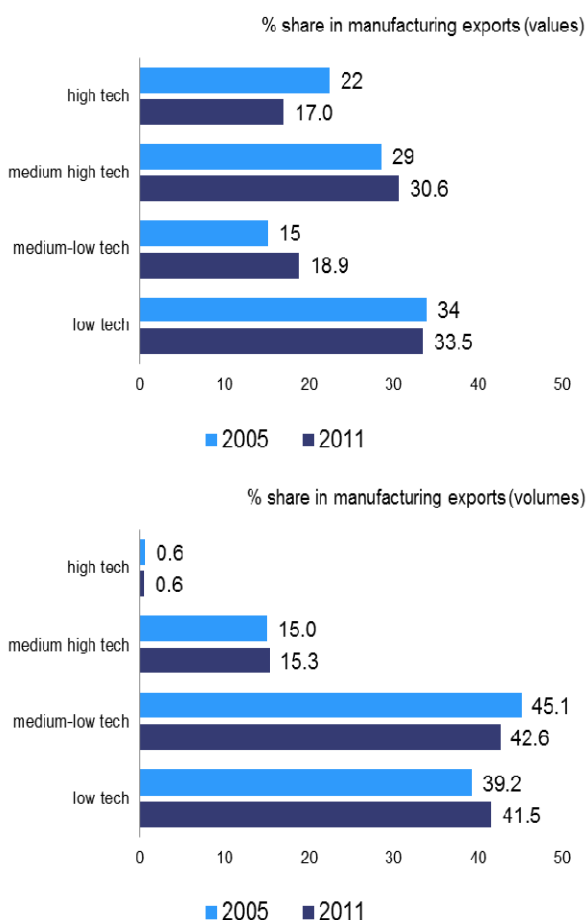
Figur 23: S sammensætning af vareeksporten, 2005 og 2011 (målt i værdi)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Figur 24: Andel af høj- og lavteknologiske varer i industrieksporten

(målt i værdi og mængde)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

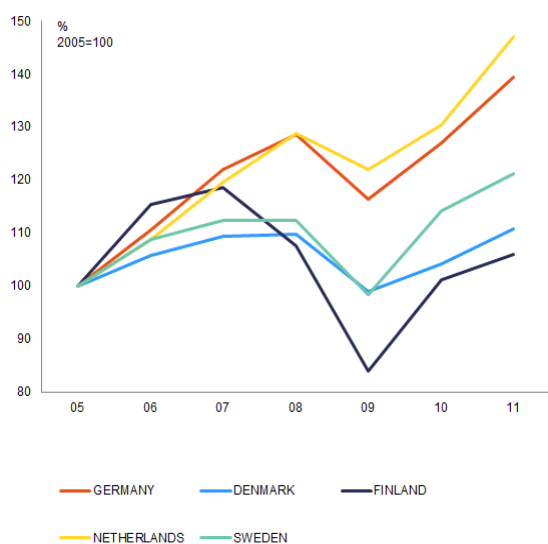
I forhold til de vigtigste konkurrenter er det interessant at bemærke, at de danske lavteknologiske produkter mellem 2005 og 2011 klarede sig bedre opgjort i mængde end i værdi (figur 25 og 26). Det tyder på, at der er sket en bedring af omkostningskonkurrenceevnen, og/eller at fortjenstmargenerne er

⁷ Danmarks Nationalbank (2012b).

blevet mindre i de seneste år, hvilket har gjort det muligt for danske eksportører i denne branche at fastholde et forholdsvist højt salg målt i mængde.

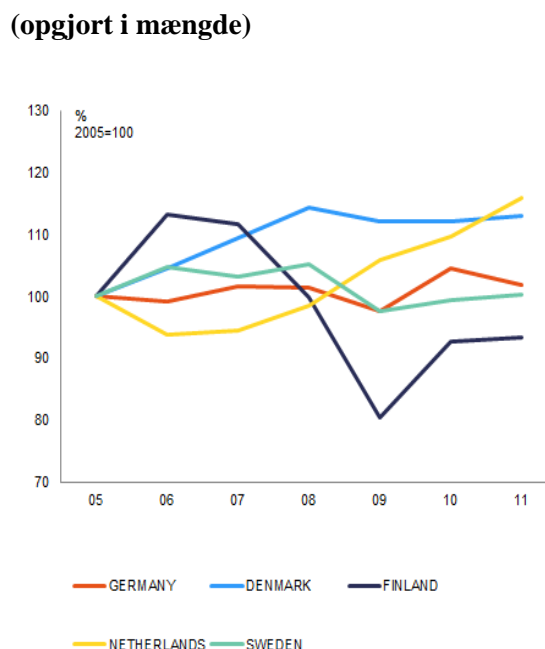
Danmarks eksport er forholdsvis mindre koncentreret på højteknologiske produkter. De højteknologiske produkter formodes at have det største vækstpotentiale for eksporten, da de udgør de mest avancerede nye produkter, som fremstilles ved hjælp af den bedste og nyeste teknologi. Det høje vidensniveau, der opnås som følge af specialisering i højteknologiske produkter, kan potentielt komme Danmark til gode og vil medføre en betydelig forbedring af produktiviteten. Som det kan forventes, spiller det en mindre rolle at se på eksporten af højteknologiske produkter målt i mængder. Målt i værdi har den danske eksportsammensætning oplevet en positiv udvikling mellem 2005 og 2011, idet andelen af højteknologiske produkter i den samlede industrieksport er steget markant.

Figur 25: Ændring i eksporten af lavteknologiske produkter til resten af verden (opgjort i værdi)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Figur 26: Ændring i eksporten af lavteknologiske produkter til resten af verden (opgjort i mængde)

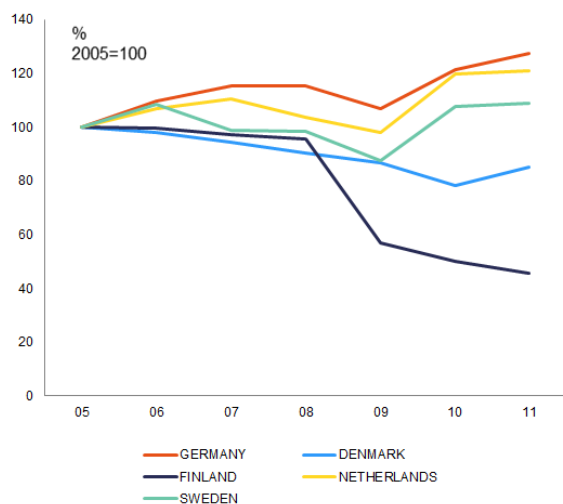


Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Sammenlignet med konkurrenterne er de relative danske eksportresultater mindre positive, når det gælder højteknologiske produkter. Mellem 2005 og 2011 udviste kun den finske eksport en lavere vækst for denne type produkter (figur 27). Til gengæld udviste eksporten af højteknologiske produkter til lande uden for EU gode resultater (figur 28). Eftersom markederne uden for EU forventes at vokse hurtigere i de kommende, er dette et godt tegn.

Figur 27: Ændring i eksporten af højteknologiske produkter til resten af verden

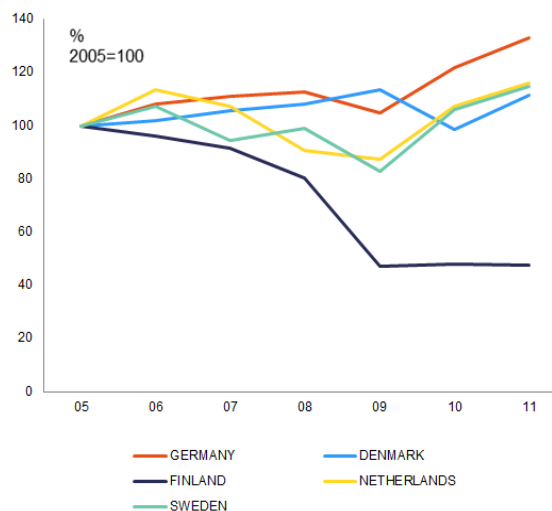
(målt i værdi)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Figur 28: Ændring i eksporten af højteknologiske produkter til lande uden for EU

(målt i værdi)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

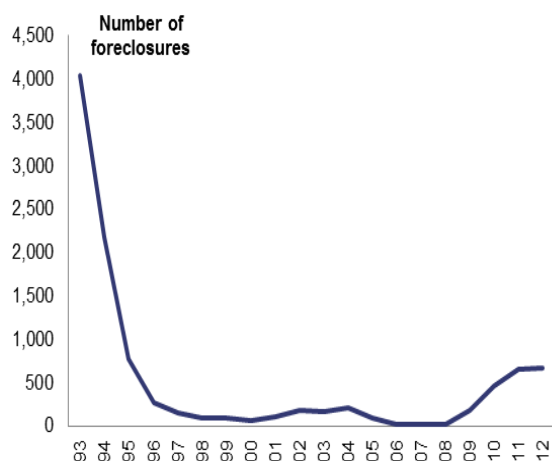
Ovenstående analyse bekræfter i store træk konklusionerne i den tidligere dybdegående undersøgelse. Mens Danmark synes at være relativt specialiseret i lavteknologiske produkter, er eksporten i denne varegruppe koncentreret på det dyrere segment, og denne tendens er blevet stærkere i de seneste år. De højteknologiske produkter er stadig mindre repræsenteret i den samlede eksport, men ændringerne over de seneste år peger i den rigtige retning, selv om denne udvikling er mindre udtalt end hos de vigtigste konkurrenter. Generelt kan det konkluderes, at produksammensætningen ikke synes at udgøre en risikofaktor for Danmarks eksportresultater.

3.2. Husholdningernes gæld

3.2.1. Risici for den finansielle stabilitet

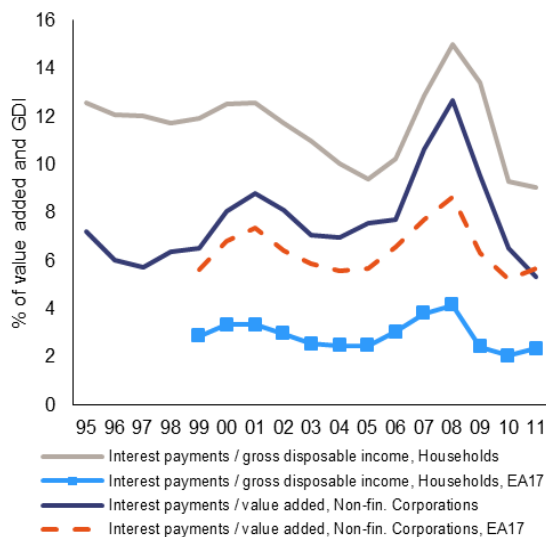
Hvad angår den finansielle stabilitet, er konsekvenserne af forøgelsen af husholdningernes gæld indtil videre under kontrol. Dette ses bl.a. i antallet af tvangsauktioner, som ganske vist er steget i kølvandet på krisen, men i et historisk perspektiv er forblevet på et moderat niveau (figur 29). Konsekvenserne af den større andel af variabelt forrentede lån hos husholdningerne er indtil videre blevet dæmpet af rentefaldet på de danske realkreditobligationer, som har medført et fald i husholdningernes rentebyrde fra 2010 til 2011 (figur 30). Da den stigende andel af lån til variabel rente gør husholdningerne mere sårbare over for fremtidige rentestigninger, er det relevant at undersøge, hvor sårbar Danmark er i denne henseende.

Figur 29: Tvangsauktioner



Kilde: Realkreditrådet

Figur 30: Husholdningernes og ikke-finansielle virksomheders rentebyrde



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

De seneste analyser af gældssammensætningen hos husholdningerne skaber en vis tryghed. Navnlig peger en undersøgelse fra Erhvervs- og Vækstministeriet⁸ af fordelingen af husholdningernes lån på, at boliglånene hovedsageligt er koncentreret hos husholdninger med høje indkomster. Næsten 90 % af realkreditgælden er stiftet af husholdninger i den øverste halvdel af indtægtsfordelingen, og en tredjedel af den samlede realkreditgæld er stiftet af husholdninger i det tiende decil af indkomstfordelingen. Ligeledes viser en undersøgelse fra Danmarks Nationalbank⁹, at den største andel af husholdningernes bruttogæld er koncentreret hos dem med de højeste indkomster. Særligt er mere end halvdelen af den samlede bruttogæld i familier stiftet af de 20 % af familierne, der har den højeste indkomst efter skat. Omvendt tegner familier, der tilhører den lave halvdel af indkomstfordelingen, sig for blot 14 % af den samlede bruttogæld. På baggrund af disse undersøgelser kan det derfor konkluderes, at størstedelen af gælden findes i husholdninger, der sandsynligvis vil have lettere ved at opfylde deres forpligtelser i forbindelse med lånene, også i en situation med stigende renter.

Ikke desto mindre udgør de variabelt forrentede lån og de afdragsfrie lån en vis risiko for det finansielle system. Ifølge Danmarks Nationalbanks seneste kvartalsoversigt¹⁰, steg andelen af variabelt forrentede lån i realkreditinstitutternes samlede långivning fra 46 % til 68 % mellem starten af 2005 til tredje kvartal af 2012. I samme periode steg andelen af afdragsfrie lån fra 20 % til 56 % af de samlede realkreditlån. Lån til variabel rente er især udbredt hos de familier, der befinder sig i de øverste 10 %

⁸ Erhvervs- og Vækstministeriet (2013).

⁹ Danmarks Nationalbank (2012b).

¹⁰ Danmarks Nationalbank (2012d).

og laveste 10 % af indkomstfordelingen. For sidstnævnte indkomstkategori, som anses for at være den mest sårbare, udgør de variabelt forrentede lån knap 70 % af de samlede lån. Afdragsfrie lån med variabel rente er også mere udbredt i husholdningerne i den nedre del af indkomstfordelingen. Dette afspejler også, at sådanne husholdninger udnyttede mulighederne i realkreditsystemet for at omlægge deres lån til disse typer af realkreditlån, da deres indkomst faldt som følge af krisen, muligvis for at undgå tvangsauktioner.

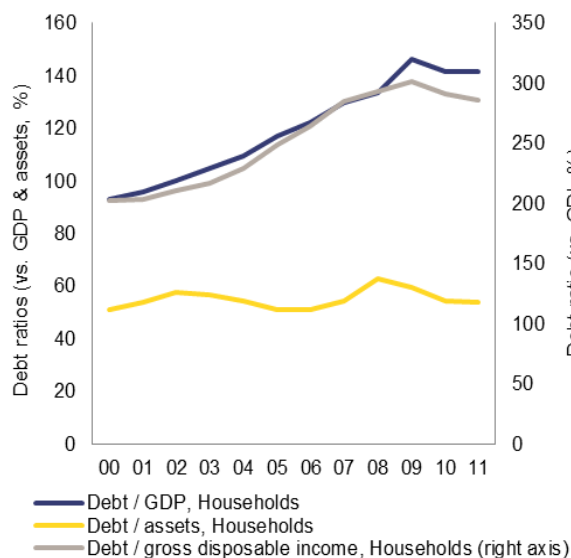
I sidste ende er det vigtigste, om husholdningerne kan servicere deres gæld. Ifølge undersøgelsen fra Erhvervs- og Vækstministeriet bruger langt hovedparten af husholdningerne (95 %) mindre end halvdelen af deres disponible indkomst på at servicere deres samlede gæld. Undersøgelsen viser, at en rentestigning på ét procentpoint ville øge den andel af husholdninger, der bruger mere end halvdelen af deres indkomst på at servicere gælden, fra 5 % til 6 %. I et "stresstest-scenarie", hvor renten stiger med 5 procentpoint, vil den tilsvarende andel stige til 13 %. Størrelsen af gælden i denne gruppe vil svare til 280 mia. DKK eller 21 % af de samlede realkreditlån. Nogle husstande vil dog være i stand til at reagere inden en sådan rentestigning - f.eks. ved at omlægge til andre låntyper (f.eks. fastforrentede lån, hvis renterne på disse lån ikke stiger tilsvarende) eller ved at sælge deres bolig eller andre aktiver. Derfor skal den vurderede andel af husstandene med en gældsbyrde over 50 % betragtes som en øvre grænse. Desuden vil en del af disse husholdninger stadig kunne servicere deres gæld, selv om deres gældsbyrde stiger til over 50 %, og de vil i tilfælde af misligholdelse af deres lån være sikret gennem sikkerhedsstillelse i form af fast ejendom. Den potentielle gæld på 280 mia. DKK (37 mia. EUR) i husholdninger, der vil skulle bruge mere end 50 % af deres disponible indkomst på at servicere gælden, vil således ikke være en stor byrde for den finansielle sektor og vil derfor sandsynligvis ikke udgøre en alvorlig trussel mod Danmarks finansielle stabilitet.

Generelt har de tab, som finanssektoren har lidt på grund af husholdningernes gældsætning, indtil videre være beskedne i lyset af den stigende bruttogæld. På den baggrund og i betragtning af de seneste analyser af sammensætningen af husholdningernes gæld, lader det til, at forholdet mellem gæld og indkomst på nuværende tidspunkt ikke udgør en trussel mod den finansielle stabilitet. I lyset af det aktuelle følsomme finansielle og makroøkonomiske klima medfører det høje gældsniveau og sammensætningen af boliggylden ikke desto mindre, at det finansielle system bliver mere sårbart over for negative udviklinger. I en situation, hvor flere faktorer opstår samtidig, f.eks. rentestigninger, yderligere fald i boligpriserne samt fortsat lav vækst og stigende arbejdsløshed, vil en række kritiske punkter i det danske realkreditsystem muligvis blive åbenlyse.

3.2.2. Risici for den økonomiske stabilitet.

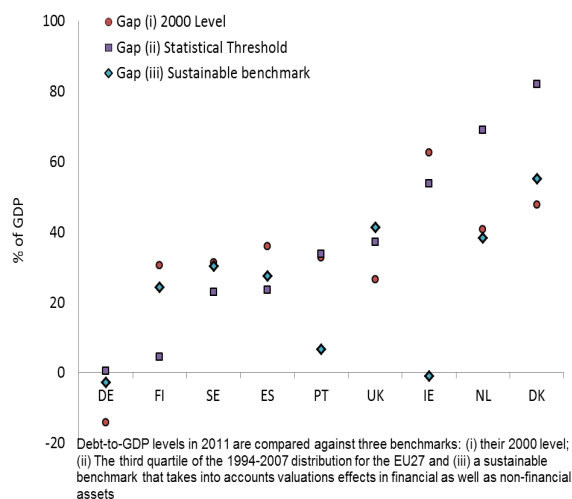
Der er konstateret en vis konsolideringsindsats i husholdningerne i de seneste år, og forholdet mellem gæld og disponibel indkomst er blevet nedbragt fra et historisk højt niveau på 302 % i 2009 til 286 % i 2011 (figur 31). Der kan konstateres en lignende nedjustering, når der ses på gælden i forhold til BNP eller aktiver. Ikke desto mindre peger visse indikatorer for overdreven gældsætning i husholdningerne, at den danske gældskvote er blandt de højeste i EU (figur 32). Da det høje gældsniveau og ændringerne heraf også afspejler strukturelle faktorer, f.eks. lavere strukturel arbejdsløshed, betyder det dog ikke nødvendigvis, at risiciene i forbindelse med nedgearingen er højere eller stigende. Det er derfor nødvendigt at se på konsekvenserne af nedgearingen i et bredere perspektiv for at få en bedre forståelse af situationens alvor.

Figur 31: Husholdningernes gældskvot



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Figur 32: Indikatorer for overdreven gældsætning, udvalgte lande

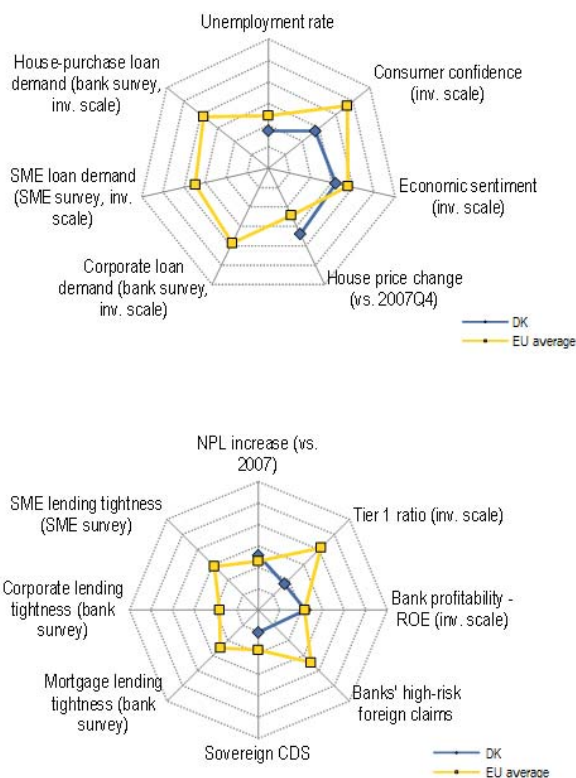


Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Derfor er der udarbejdet et såkaldt "stresskort" over låneudbuds og låneefterspørgselsbetingelserne, der viser situationen i Danmark i en EU-kontekst (figur 33). En sådan relativ analyse suppleret af en evaluering af tendensen for de enkelte indikatorer (se nedenfor), giver et godt første overblik over følgerne af nedgearingen i en given medlemsstat. I Danmark lader det til, at kreditforholdene hverken på udbuds- eller efterspørgselsiden er særligt bekymrende¹¹. I figur 34 er de enkelte indikatorer samlet til én overordnet indikator for låneudbud og -efterspørgsel (se tabel 1 og 2), og figuren viser, at Danmark tilhører gruppen af EU-medlemsstater med et relativt lavt efterspørgselspres, især som følge af en lav ledighed og højere forbrugertillid, og et relativt lavt udbudspres, navnlig på grund bankernes rentabilitet og et forholdsvis lavt CDS-spread på statsobligationerne.

¹¹ Alle indikatorerne for låneudbuds- og låneefterspørgselsbetingelserne i Danmark, ligger tæt på eller under EU-gennemsnittet. Endvidere er indikatorerne for henholdsvis låneudbud og -efterspørgsel dannet på basis af de enkelte indikatorer ovenfor med henblik på at vurdere de eventuelle virkninger for nedgearingen på kort sigt. Den overordnede indikator er baseret på en medlemsstats gennemsnitlige score for hver variabel. Det betyder, at der for hver medlemsstat er udregnet en score (percentil) for hver enkelt variabel. Derefter udregnes den gennemsnitlige score for de enkelte indikatorer for låneudbud og -efterspørgsel, som til sidst skaleres til mellem 0 og 10. Tabel 1 og 2 viser de enkelte variabler og den overordnede indikator for hver medlemsstat.

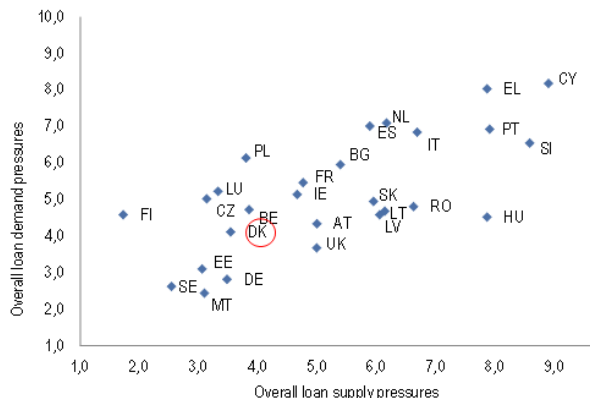
Figur 33: Stresskort over betingelser for låneudbud og -efterspørgsel



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Anm.: Diagrammerne viser et stresskort over de variabler, der påvirker henholdsvis låneudbudsbetingelserne (øverst) og låneefterspørgselsbetingelserne (nederst). Målene for hver variabel i figuren er baseret på de højest og lavest registrerede data blandt alle medlemsstaterne. Der er givet et vægtet gennemsnit af tilgængelige data for EU27 som visuel reference. Diagrammet læses fra midten og ud, og variablerne sættes ind, således at jo længere de er fra midten, jo dårligere er betingelserne. Indikatorerne for låneudbud omfatter ændring i de samlede misligholdte lån i forhold til 2007, bankernes tier 1-kernekapitalkvote, bankernes egenkapitalforrentning, bankernes eksponering over for højrisikolån til udlandet i % af BNP, CDS-spread på statsobligationer, BLS-undersøgelsen af stramningen af kreditstandarderne for i) erhvervslån, ii) realkreditlån (gennemsnit af de foregående fire kvartaler), og undersøgelsen af SMV'ernes adgang til finansiering (SAFE) med henblik på forholdet mellem låneansøgninger og afslag (% af ansøgninger, hvor en del eller det meste af det ansøgte lån ikke er imødekommet). Dataene for låneefterspørgsel omfatter indikatorer for forbrugertillid i EF, økonomiske forventninger, arbejdsløshed, udvikling i boligpriser i forhold til fjerde kvartal af 2007, BLS-undersøgelsen af ændringer i efterspørgslen på i)

Figur 34: Pres på låneudbud og -efterspørgsel



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Anm.: De overordnede indikatorer for låneudbuds- og låneefterspørgselsbetingelserne er baseret på gennemsnittet af medlemsstaternes score for hver enkelt variabel (se bemærkningen til stresskortet). For hver enkelt medlemsstat er der udregnet en score for hver variabel i forbindelse med låneudbud og -efterspørgsel. Derefter er medlemsstatens gennemsnitlige score for henholdsvis udbuds- og efterspørgselsvariablerne beregnet og skaleret til mellem 0 og 10.

erhvervslån og ii) realkreditlån samt SAFE-variablen for behovene for ekstern finansiering. Diagrammet er baseret på de senest foreliggende data (andet, tredje eller fjerde kvartal af 2012).

Tabel 1: Betingelser for låneefterspørgslen, udvalgte lande og EU-gennemsnit

	Unemployment rate		Consumer confidence		Economic sentiment		House price change (vs. 2007Q4)		Corporate loan	SME loan demand (SME survey)		House-purchase loan demand (bank)		Overall demand pressures
	Last	Prev. year	Last	Prev. year	Last	Prev. year	Last	Prev. year	Last	Last	Prev. year	Last	Prev. year	
CY	12.5	8.1	-2.3	-1.0	77.8	85.0	-19.7	-15.1	-25.0			-65.0	-50.0	8.2
PT	16.2	12.7	-2.2	-2.2	79.2	79.0	-5.3	2.6	-15.0	10.9	5.9	-85.0	-100.0	6.9
NL	5.3	4.4	-1.9	-2.0	86.3	90.5	-15.6	-7.5	-35.7	-4.3	-4.1	-66.7	-33.3	7.1
ES	25.5	22.0	-1.8	-0.6	88.2	93.0	-30.2	-17.7	-22.5	5.6	5.7	-16.7	-38.9	7.0
UK	7.8	8.3	-0.8	-1.5	97.6	94.0	-2.5	-4.3						3.7
BE	7.4	7.3	-1.6	-1.0	90.4	94.6	11.3	9.4		2.0	-1.0			4.7
DK	7.5	7.6	-0.1	-0.6	93.9	92.3	-17.2	-16.2						4.1
PL	10.3	9.7	-0.9	-0.6	85.4	92.0	-13.4	-4.8						6.1
SE	7.7	7.3	-0.7	-0.3	95.1	97.1	15.5	14.5						2.6
FI	7.8	7.7	-1.4	-1.7	92.8	94.0	14.2	11.9		0.5	-3.1			4.6
Average	10.5	9.7	-1.5	-1.3	90.6	93.6	-4.2	-2.3	-27.0	6.5	5.6	-25.0	-16.0	

Kilde: ECB, BIS, IMF, Datastream, ESTAT, Europa-Kommissionen, tjenestegrenenes beregninger

Tabel 2: Betingelser for låneudbuddet, udvalgte lande og EU-gennemsnit

	NPL increase (vs. 2007)		Tier 1 ratio		Bank profitability (ROE)		Banks' high-risk foreign claims (% GDP)		Sovereign CDS		Mortgage lending tightness (bank survey)		Corporate lending tightness (bank survey)		SME lending tightness (SME survey)		Overall supply pressures
	Last	Prev. year	Last	Prev. year	Last	Prev. year	Last	Prev. year	Last	Prev. year	Last	Prev. year	Last	Prev. year	Last	Prev. year	
CY	10.1	8.6	11.9	7.0	-40.4	-86.0			1007	1187	50.0	30.0	60.0	35.0			8.9
PT	5.3	4.1	8.5	8.6	0.9	-4.1	16.7	17.6	342.8	1026.4	25.0	90.0	15.0	95.0	56.1	47.0	7.9
NL	1.3	1.1	11.8	11.8	5.7	6.2	16.2	16.5	53.1	96.2	29.2	28.0	17.9	-3.6	70.1	48.1	6.2
ES	5.1	4.4	9.8	10.6	-5.2	0.1	8.5	8.4	231	275	8.3	13.9	2.5	2.5	46.6	37.5	5.9
UK	0.9	1.0	11.1	10.7	3.6	4.2	12.7	13.3	45	70							5.0
BE	1.9	1.4	16.3	15.1	3.2	1.4	12.0	13.4	42	145					24.7	16.8	3.8
DK	2.9	2.2	15.1	14.9	2.8	0.6			21.0	105.8							3.5
SE	0.6	0.6	10.9	10.9	11.8	10.7	1.4	1.3	12	42							2.5
FI	0.2	0.2	13.9	13.7	9.5	8.1	0.9	1.0	30	64					9.1	6.6	1.7
Average	1.8	1.7	11.4	11.4	3.2	1.7	12.2	12.9	184	184	15.0	17.0	11.8	14.3	32.1	28.9	

Kilde: ECB, BIS, IMF, Datastream, ESTAT, Europa-Kommissionen, tjenestegrenenes beregninger

Endelig kan behovet for gældsnedbringelse vurderes ved at sammenligne den aktuelle gældsætning med et ligevægtigt/bæredygtigt gælds niveau. Forskelle i forbindelse med institutionelle kendetegn og strukturelle faktorer på udbudssiden spiller en betydelig rolle for vurderingen af, om de finansielle vilkår er stabile. Derfor bør bæredygtigheden af et gælds niveau vurderes i forhold til et ligevægtigt gælds niveau hos husholdningerne som benchmark. F.eks. kan faldet i den strukturelle arbejdsløshed før krisen, den finansielle udvikling og ændringerne af pensionssystemet have medført en stigning i det ligevægtige gælds niveau i Danmark ved at lette kreditrationeringen, uden at det medfører en øget risiko. Det bør derfor undersøges, om en større forskel i forholdet mellem gæld og indkomst vil betyde, at man bevæger sig mod en ny ligevægt/bæredygtighed, eller om det betyder, at sektoren befinder sig i en mere sårbar finansiell situation.

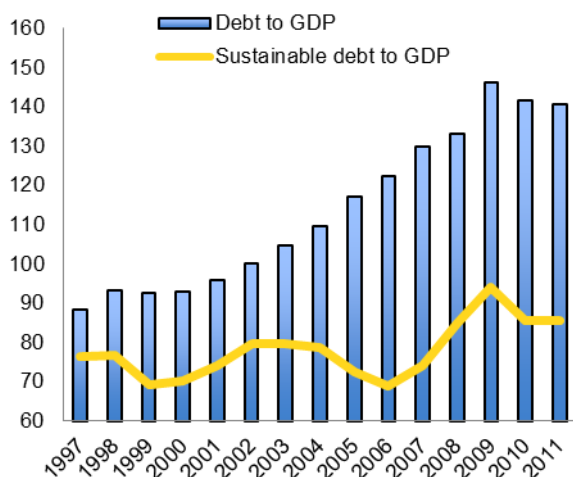
Figur 35 viser husholdningernes gældskvoté og den anslåede bæredygtige gældskvoté. Mellem 2003 og 2007 kan der konstateres en stigende belastning, hvor forskellen mellem den faktiske gæld og det bæredygtige niveau steg kraftigt. I den periode steg den kumulerede forskel i Danmark med 35,5 procentpoint, hvilket er meget højt komparativt set. Efter en nedjustering i 2008 fortsatte stigningen i

de årlige forskelle i 2009 og 2010, men i et mere moderat tempo. Ifølge de seneste data er der sket en yderligere beskedne justering i 2011. Gabet mellem den faktiske og den bæredygtige gældskvote mindskes ved at genoprette balance i husholdningernes økonomi. Tempoet i justeringen afhænger på den ene side af, hvor meget den faktiske gældskvote mindskes (husholdningernes nedgearingsindsats, hvor de bl.a. nedbringer deres gæld), og på den anden side af, hvor meget benchmarket stiger (gennem korrektioner eller negative værdiansættelseseffekter i aktivpriserne, som vil medføre en stigning i det bæredygtige gælds niveau). Tilpasningen i retning af et mere bæredygtigt gælds niveau vil i høj grad være afhængig af samspillet mellem disse to kræfter.

Eftersom de danske husholdninger er i gang med at reducere deres gæld, og der samtidig sker en stabilisering på boligmarkedet, er ubalancen i husholdningernes gæld under afvikling. I princippet er det ønskeligt at nedbringe gælden til et bæredygtigt niveau, inden der opstår potentielle gældskriser, men det kan også vise sig at have store omkostninger for væksten og beskæftigelsen. For Danmarks vedkommende foregår denne proces dog i et forholdsvis langsomt tempo. Dette kan være hensigtsmæssigt, da risikoen for en gældskrise er temmelig lav, især risikoen for den finansielle stabilitet. Det kan derfor konkluderes, at de økonomiske følger af nedgearingen synes at være relativt beskedne og sandsynligvis ikke vil være en væsentlig årsag til bekymring i de kommende år.

Selv om nedgearingen kun udgør en lille risiko for den økonomiske stabilitet, medfører husholdningernes gælds niveau og gældens tilknytning til fast ejendom, at de danske husholdningers økonomiske situation er sårbar over for renteændringer og udsving i boligpriserne. I perioden 1995-2010 blev der i Danmark registreret nogle af de største udsving i privatforbruget sammenlignet med en række lande (figur 36). Sådanne store udsving kan have en indvirkning på, hvor lang tid det tager at genoprette økonomien. For at undgå sådanne negative udsving fremover vil det derfor være fornuftigt at afhjælpe de potentielle procykliske tendenser på boligmarkedet og dermed opbygningen af uholdbare gælds niveauer. Det vil ligeledes hjælpe at mindske incitamenterne til at optage lån.

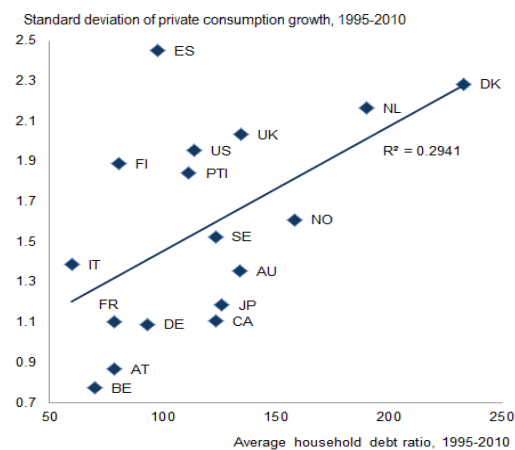
Figur 35: Nedgearing i de danske husholdninger, faktisk gæld og bæredygtig gæld



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Anm.: Denne figur viser forskellen mellem den årlige gældskvot og det bæredygtige gælds niveau samt de kumulerede ændringer siden begyndelsen af stikprøven. Gæld vises i forhold til BNP for at lette tellens fortolkning.

Figur 36: Husholdningernes gældskvot og udsving i privatforbruget



Kilde: Danmarks Statistik

3.2.3. Foranstaltninger for at mindske risiciene i det kommende år

De danske myndigheder og realkreditinstitutter har truffet en række foranstaltninger for at gøre realkreditsystemet mere robust og begrænse incitamenterne til at stifte gæld. F.eks. har alle refinansieringsauktioner indtil videre fundet sted én gang om året i december. Dette medførte navnlig udfordringer på grund af den øgede andel af variabelt forrentede lån, især i forbindelse med rentestigninger. Derfor kunne negative markedstendenser påføre de variabelt forrentede lån en øget risiko på tidspunktet for refinansiering, som ville have uønskede virkninger for husejere og realkreditinstitutter. For at imødegå den situation har realkreditinstitutterne truffet visse foranstaltninger for at sprede refinansieringsauktionerne for de variabelt forrentede lån ud over året, således at refinansieringsrisikoen begrænses. Dette blev allerede vedtaget af branchen og Danmarks Nationalbank i 2009. Fra 2010 og frem til 2017 finder refinansieringsauktionerne sted tre gange om året, i december, april og oktober. I 2012 blev næsten halvdelen af lånene refinansieret i april og oktober. Fra 2018 og frem vil refinansieringsauktionerne også finde sted i juli. Således spredtes de over hele året, hvilket begrænser ovennævnte potentielle risici.

EU's kapitalkravsdirektiv, som blev gennemført i dansk ret i juli 2007, udgør også en potentiel udfordring for de danske realkreditinstitutter, idet det kræver et forhold på 80 % mellem lånets størrelse og ejendomsværdien (LTV) i hele løbetiden for særligt dækkede obligationer (SDO'er). Denne nye type obligationer, som blev indført i 2007 som supplement til de traditionelle

realkreditobligationer (RO'er), udgør nu mere end 60 % af alle dækkede obligationer. Under de nuværende forhold med lav inflation og meget beskedne boligprisstigninger er det automatiske tryk i nedadgående retning på LTV-forholdet, som kunne konstateres før krisen, ikke længere så stærkt, og det er derfor relevant at undersøge kreditinstitutternes behov for yderligere sikkerhed i tilfælde af begivenheder med negativ indvirkning på huspriserne.

Realkreditinstitutterne har selv gennemført foranstaltninger, der skal give supplerende sikkerhed. F.eks. indførte det største realkreditinstitut, Nykredit, en såkaldt tolagsbelåning i 2012, hvor LTV-forholdet for afdragsfrie lån og/eller lån til variabel rente er begrænset til 60 %. De resterende 20 % skal dækkes af lån med afdrag, som enten kan være fastforrentede eller variabelt forrentede¹², hvor renten er fast i en periode på mindst fem år. Et af de andre store realkreditinstitutter, Realkredit Danmark, har hævet bidragssatsen for variabelt forrentede og afdragsfrie lån betydeligt, så de fastforrentede lån og lån med afdrag nu er mere attraktive. Sådanne foranstaltninger vil på effektiv vis begrænse andelen af afdragsfrie og variabelt forrentede lån. Udviklingen i andelen af variabelt forrentede og afdragsfrie lån har vist tegn på stabilisering i de seneste år.

Regeringen har bebudet nye regler, der skal forhindre realkreditinstitutterne i at tilbyde afdragsfrie og variabelt forrentede lån til økonomisk svage låntagere. Alle låntagere skal være kvalificerede til et fastforrentet lån med afdrag før de kan kvalificeres til lån til variabel rente og/eller afdragsfrie lån. Selv om realkreditinstitutterne allerede anvender sådanne regler i praksis, vil disse foranstaltninger skabe fælles formelle rammer. For bedre at oplyse låntagerne om de risici, der er forbundet med deres lån, er regeringen desuden ved at gennemføre en risikomærkningsordning for realkreditlån, som skal tage udgangspunkt i trafiklysets tre farver, således at de enkelte lån mærkes med rød, gul eller grøn. Denne risikomærkning er tænkt som et supplement til den sædvanlige vejledning, som låntagerne modtager fra kreditinstitutterne.

I modsætning hertil har ejendomsværdiskatterne været fastfrosset i nominelle termer siden 2002, selv om den kommunale grundskyld stadig justeres hvert andet år for at afspejle markedsværdien. Skønt fastfrysningen af ejendomsværdiskatten skønnes at være en af faktorerne bag boligboblen, har regeringen ikke givet udtryk for, at systemet vil blive ændret.

Endelig vil rentefradragene som følge af skattereformen i 2009 blive reduceret i de kommende år. Dette forventes at medføre færre incitamenter til at stifte gæld og vil således bidrage til at nedbringe husholdningernes gældsbyrde, i det mindste i forhold til, hvad den ellers ville have været. Pensionsopsparingsordningerne forventes fortsat at blive udbygget over de kommende år, hvilket ventes at presse bruttogælden op uden nødvendigvis at påvirke husholdningernes finansielle nettoformue. En sådan opbygning af bruttogæld i husholdningerne ventes at være holdbar og ventes ikke at skade økonomien.

¹² Bemærk at disse lån betegnes variabelt forrentede lån, selv om renten er fast i fem år, før det er nødvendigt at refinansiere dem.

4. POLTISKE UDFORDRINGER

Analysen i de foregående afsnit viser, at selv om der ikke findes alvorlige ubalancer i Danmark, kan der dog konstateres en vis ubalance i den makroøkonomiske udvikling for så vidt angår Danmarks konkurrenceevne og husholdningernes gæld.

Det skal bemærkes, at disse udfordringer blev identificeret som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer i den tidligere dybdegående undersøgelse, og at de relevante politiske løsningsforslag var afspejlet og integreret i de landespecifikke henstillinger til Danmark i juli. Evalueringen af de fremskridt, der er gjort med at gennemføre disse henstillinger, vil blive foretaget sammen med evalueringen af Danmarks nationale reformprogram og konvergensprogram i forbindelse med det europæiske semester. På den baggrund fremsættes der i dette afsnit forslag til nogle afhjælpende foranstaltninger, der kan træffes for at tackle de udfordringer, der er drøftet i denne dybdegående undersøgelse.

Hvad angår udfordringen med at forbedre konkurrenceevnen, kan en række forskellige muligheder tages i betragtning:

Pris-/omkostningskonkurrenceevne og lønninger/lønomkostninger: Analysen i denne dybdegående undersøgelse har fremhævet betydningen af priskonkurrenceevnen for Danmarks eksportresultater. Problemet med Danmarks svage konkurrenceevne og dårlige eksportresultater for varer er knyttet til en stigning i de relative enhedslønomkostninger, som skyldes forholdsvis høje nominelle lønstigninger og en ringe produktivitetsvækst i løbet af det seneste årti. Det vigtigste aspekt i en strategi til at genoprette priskonkurrenceevnen på kort sigt er at sikre en moderat lønudvikling. På mellemlang til lang sigt er det afgørende, at der gennemføres foranstaltninger for at sætte gang i produktivitetsvæksten, f.eks. ved at fjerne konkurrencemæssige hindringer, især i servicesektoren, og at hindringerne for virksomhedernes anvendelse af viden og uddannelse fjernes.

Lønningerne og produktiviteten har på det seneste bevæget sig i den rigtige retning. De nominelle enhedslønomkostninger forventes i fremtiden at stige i et moderat tempo, mens de reale enhedslønomkostninger forventes at falde yderligere, idet produktivitetsvæksten forventes at nå op på samme niveau som før krisen. Ikke desto mindre vil det tage tid at indhente efterslæbet i konkurrenceevnen, og denne proces vil kræve forholdsvis lave lønstigninger og/eller højere produktivitetsvækst i endnu nogen tid.

Ikke-prismæssig konkurrenceevne: Analysen har også sat fokus på, hvor meget den ikke-prismæssige konkurrenceevne betyder for eksportresultaterne. Hvis der ses på geografiske destinationer, er den danske vareeksport fortsat primært rettet mod langsomt voksende europæiske markeder. Hvis eksporten i stedet rettes mod mere dynamiske regioner, vil det give mulighed for en hurtigere vækst i mængden af eksporterede varer og en mere alsidig eksportportefølje. Betingelserne på de nye markeder er ofte mere udfordrende med hensyn til at drive virksomhed. Derfor vil de danske virksomheder muligvis få behov for en skræddersyet vejledning fra de offentlige myndigheder for at lette adgangen til nye markeder. I lyset af det dynamisk skiftende globale handelsklima og de deraf følgende udfordringer er det vigtigt, at danske eksportører udviser fleksibilitet og tilpasningsevne for at kunne tilpasse sig den fremtidige globale efterspørgsel.

Med de foranstaltninger, som den danske regering har truffet for at forbedre de uddannelsesmæssige resultater og fjerne hindringer for konkurrenceevnen, forventes Danmarks eksterne konkurrenceevne at blive bedre. Den nuværende regering har nedsat en produktivitetskommission, som skal finde frem til problemets kerne og komme med forslag til foranstaltninger, der kan fremme produktiviteten. Et vedvarende fokus på løntilbageholdenhed og produktivitetsvækst, som medfører en yderligere bedring af omkostningskonkurrenceevnen, bør begrænse og i sidste instans vende tendensen med faldende eksportmarkedsandele for varer.

Hvad angår udfordringen med husholdningernes store gældsbyrde og indvirkningerne på realøkonomien, kan der ses på en række spørgsmål:

Stor gældsbyrde hos husholdningerne: Ovenstående analyse har vist, at husholdningernes store gæld kun udgør en lille risiko for den finansielle stabilitet, og at følgerne af stigningen i husholdningernes gæld indtil videre er beherskede. Det bør pointeres, at der i de landespecifikke henstillinger fra 2012 blev opfordret til at overveje yderligere foranstaltninger for at styrke stabiliteten på boligmarkedet og i det finansielle system på mellemlang sigt, herunder ved at tage hensyn til resultaterne af Erhvervs- og Vækstministeriets undersøgelse om fordelingen af formue og gæld i husholdningerne. Ifølge undersøgelsen er den samlede realkreditgæld koncentreret i husholdninger med de højeste indkomster, som forventes at være bedre rustet til at modstå sandsynlige rentestigning.

De danske myndigheder og realkreditinstitutter har desuden som tidligere nævnt truffet en række foranstaltninger for at gøre realkreditsystemet mere robust og begrænse incitamenterne til at stifte gæld. Dertil kommer i forbindelse med den finansielle stabilitet, at rammerne for det finansielle tilsyn generelt er blevet styrket, navnlig med indførelsen af værktøjer til en bedre overvågning af uafhængige banker¹³, indførelsen af en afviklingsordning for banker og oprettelsen af nye institutioner, der skal føre makroprudentielt tilsyn¹⁴ med finanssektoren og økonomien.

Økonomiske risici forbundet med opbygningen af husholdningernes gæld: Disse risici er blevet tacklet sammen med udfordringerne ved boligboomet. Navnlig forventes ændringerne i rentefradragsreglerne i de kommende år at medføre færre incitament til at stifte gæld, hvilket bør medføre en gradvis sænkning af husholdningernes gældsbyrde, i det mindste i forhold til, hvad der ellers ville have været tilfældet. For at reducere risikoen for en uholdbar opbygning af gæld hos husholdningerne og forebygge fremtidige boligprisbobler ville det dog være nyttigt at indføre yderligere skatteforanstaltninger. Boligbeskatningens procykliske og gældsfremmende virkninger kunne korrigeres ved at lade ejendomsværdiskatten følge den faktiske ejendomsværdi eller, som den næstbedste løsning, ved at sænke rentefradraget yderligere. Det vil ikke blot genskabe neutralitet blandt investeringsalternativerne, men også frigøre penge på statsbudgettet til at sænke skatter, som er mere skadelige for væksten, f.eks. skatten på arbejde og selskabsskatten. Hvis loftet over den årlige stigning i den kommunale grundskyld fjernes, vil det desuden være muligt at forhindre fremtidige procykliske virkninger af forsinkede skattestigninger.

Timing og sammensætningen af foranstaltninger i boligsektoren bør overvejes for at undgå unødige procykliske virkninger af faldende boligpriser og et faldende forbrug i husholdningerne i forbindelse

¹³ Den såkaldte "tilsynsdiamant", der blev indfaset i 2010-2012.

¹⁴ Rådet for systemiske risici og det tværorganisatoriske udvalg udvikler tilsynsmæssige bestemmelser for systemiske finansielle institutioner.

med langsom vækst og et skrøbeligt boligmarked. I betragtning af den aktuelle situation på boligmarkedet, vil en gradvis tilgang være egnet.

LITTERATURLISTE:

De Økonomiske Råd, Dansk Økonomi, efterår 2009.

De Økonomiske Råd, Dansk Økonomi, efterår 2010.

De Økonomiske Råd, Dansk Økonomi, efterår 2011.

De Økonomiske Råd, Dansk Økonomi, forår 2008.

Økonomi- og Indenrigsministeriet, Økonomisk Redegørelse, december 2012.

Finansministeriet, Budgetoversigt 3, december 2012.

Danmarks Nationalbank, Finansiell Stabilitet, 2011.

Danmarks Nationalbank, Finansiell Stabilitet, 2012.

Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt 2012, 1. kvartal, Del 1 og 2 (2012a).

Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt 2012, 2. kvartal, Del 1 og 2 (2012b).

Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt 2012, 3. kvartal, Del 1 og 2 (2012c).

Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt 2012, 4. kvartal, Del 1 og 2 (2012d).

Danske Bank, Nordic Outlook - Economic and Financial Trends, december 2012.

Europa-Kommissionen, Economic and Financial Affairs, European Economy; Macroeconomic Imbalances - Denmark, 2012.

Europa-Kommissionen, Economic and Financial Affairs, European Economy; Scoreboard of the surveillance of macroeconomic imbalances, 2012.

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

Europa-Kommissionen, Rapport om Varslingsmekanismen for 2013, 2012.

Europa-Parlamentet og Rådets forordning (EU) Nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer, Den Europæiske Unions Tidende, 2011.

Den Internationale Valutafond, Euro Area Policies; 2012 Article IV Consultation, 2012.

Erhvervs- og Vækstministeriet, Gældsudgifter i husholdninger med realkreditlån, 2013.

Realkreditrådet, Prognose for spredning af refinansieringsauktioner, august 2012.