
Husholdningernes balancer og gæld – et internationalt landestudie

Jacob Isaksen, Paul Lassenius Kramp, Louise Funch Sørensen og Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Hvilke faktorer bestemmer udviklingen i husholdningernes formue- og gældsbalancer samt opsparing? Hvad er konsekvenserne for samfundsøkonomien af en høj bruttogæld hos husholdningerne? Disse emner er genstand for en dybdegående analyse i del 2 af denne kvartalsoversigt. I denne artikel præsenterer vi de væsentligste resultater fra analysen.

Som i de fleste avancerede økonomier er de danske husholdningers nettoformue steget betydeligt over de seneste 15 år, og i et internationalt perspektiv ligger deres nettoformue på et gennemsnitligt niveau. Udviklingen i nettoformuen dækker imidlertid over, at både bruttoformue og bruttogæld er steget kraftigt – en såkaldt balanceopbygning – og er større end i andre avancerede økonomier.

Husholdningssektoren bør ikke ses isoleret fra resten af økonomien, da der vil være et samspil mellem opsparing, formuer og gæld på tværs af sektorer. Hvis den offentlige sektor oparbejder gæld, vil husholdningerne i et vist omfang se det som tegn på højere fremtidige skatter og derfor øge deres egen nettoformue ved at spare mere op. I Danmark har den offentlige sektor en positiv nettoformue i modsætning til mange andre lande. Dertil kommer, at den danske økonomi samlet set har nettofordringer på udlandet. Danmark har således samlet en gunstig finansiel balancesituation – internationalt set.

Husholdningernes nettoformue er et resultat af akkumuleret opsparing og værdjusteringer. Det er navnlig kursjusteringer, der i de seneste årtier har været årsag til stigninger i danske husholdningers nettoformue. I en international sammenhæng har de danske husholdninger således en lav opsparingskvote. Tilsvarende gælder for de andre nordiske lande, om end i mindre grad. En analyse af husholdningernes opsparingsadfærd viser, at det lave opsparingsniveau i Danmark og de øvrige nordiske lande skal ses i sammenhæng med virksomhedernes høje opsparing og derudover kan forklares med en større offentlig sektor, en

bedre offentlig budgetsaldo og et højere niveau for det skattemæssige fradrag for renteudgifter.

Husholdningernes bruttogæld er også bestemt af graden af balanceoppustning, idet husholdningerne ejer reale og finansielle aktiver kombineret med, at de har bruttogæld. De meget veludviklede danske real-kredit- og pensionsystemer har været med til at muliggøre et højere bruttogælds niveau. Set i et internationalt perspektiv betyder de danske institutionelle rammer med et veludbygget finansielt system, især real-kredit- og pensionsystemet, at husholdningerne kan tage relativt sofistikerede beslutninger med hensyn til at opbygge og sammensætte deres aktiver og passiver.

En økonometrisk analyse viser, at den kraftige stigning i de danske husholdningers bruttogæld i vid udstrækning modsvarer af store stigninger i deres pensionsformuer. Det skyldes bl.a., at flere sparer op i pensioner i stedet for at nedbringe bruttogælden. Det har resulteret i en balanceopbygning med højere aktiver og passiver. Lavere realrente og arbejdsløshed har også bidraget til at øge husholdningernes bruttogæld som følge af bedre muligheder for at servicere og opnå en højere gæld.

En høj bruttogæld indebærer umiddelbart, at husholdningerne har øget følsomhed over for renteændringer og stød til økonomien. Vores resultater peger på, at der i lande med et højt bruttogælds niveau hos husholdningerne er større udsving i privatforbruget. Højere udsving i privatforbruget forstærker konjunkturudsvingene.

Vi finder med baggrund i en økonometrisk analyse for en række EU-lande, at der ikke er en statistisk sammenhæng på tværs af lande mellem bruttogælds niveauet og husholdningernes restancer. I Danmark ligger restancerne meget lavt. Det lave niveau for husholdningernes restancer tyder på, at den høje bruttogæld modsvarer af aktiver i et omfang så det ikke har medført større tab til den finansielle sektor på udlån direkte til husholdningerne.

Det lave niveau for tab på husholdningerne skal dog ses i lyset af det aktuelt lave renteniveau. Den høje rentefølsomhed betyder, at husholdningerne vil være mere sårbare over for rentestigninger, særligt hvis rentestigningerne indtræffer på et tidspunkt med stor ledighed og svag vækst. Med den store balanceoppustning i husholdningerne er det derfor afgørende for robustheden af økonomien at sikre de nødvendige rammevilkår for lave renter, især robuste offentlige finanser og overskud på betalingsbalancen.

En fyldestgørende analyse af sårbarheder med henblik på at vurdere finansiell stabilitet vil kræve detaljerede data over fordelingen af formuer og bruttogæld på tværs af individer og enkelte finansielle institutioners eksponering. Sårbarheden afhænger således af, i hvilket omfang

bruttogælden er fordelt på de samme husholdninger, som har aktiver. Der er endnu ikke udviklet et tilstrækkeligt datagrundlag, der sammenstiller boligformue, finansielle aktiver og gæld samt pensionsopsparing på individniveau. Det er en opgave for kommende analyser.

HUSHOLDNINGERNES FORMUE OG GÆLD

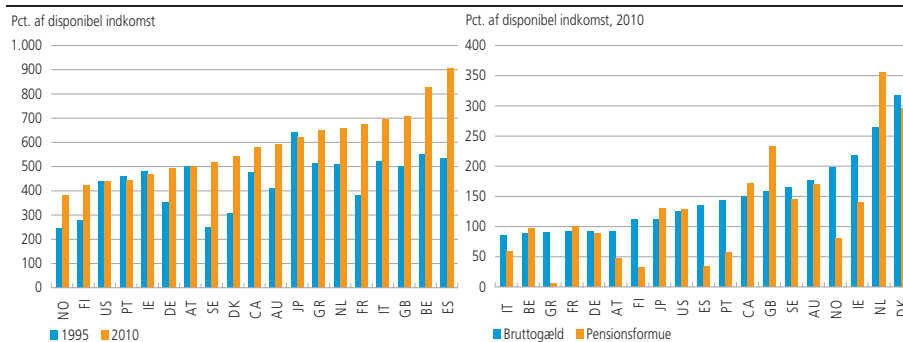
Husholdningerne har i de fleste OECD-lande øget både deres nettoformue og deres formue- og gældsbalance i løbet af de sidste 15 år, jf. figur 1. Danske husholdningers nettoformue er således steget med ca. 250 procentpoint af disponibel indkomst siden 1995, mens den i Sverige, Frankrig og Spanien er steget endnu mere. I nogle få lande er den dog omtrent uændret, bl.a. i USA, Japan, Portugal og Irland.

Udviklingen i bruttoformue, bruttogæld og nettoformue kan ikke betragtes isoleret fra hinanden. Husholdningernes formue består primært af boligformue, pensionsformue og anden finansiell formue, jf. figur 2. Langfristede lån med sikkerhed i boligen udgør størstedelen af den samlede bruttogæld. Ved sammenligning af husholdningernes gæld på tværs af lande er der en klar sammenhæng, således at lande med stor bruttogæld typisk også har store aktiver i form af pensionsopsparing, jf. figur 1 (højre side).

Det er især stigende boligformuer, der har bidraget til udviklingen i nettoformuen siden 1995. Samtidig hermed er husholdningernes bruttogæld forøget, hvilket hænger sammen med, at omkostningerne ved at have gæld er faldet, og lånemulighederne er øget. Det skyldes bl.a. fal-

HUSHOLDNINGERNES NETTOFORMUE (VENSTRE), BRUTTOGÆLD OG PENSIONSFORMUE (HØJRE)

Figur 1

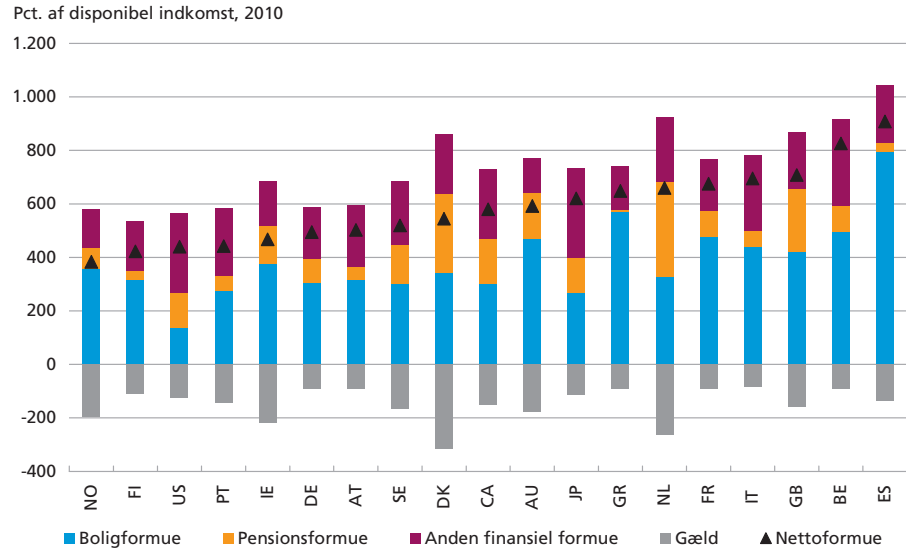


Anm.: Data for 2010 er delvis estimeret. I nogle lande skal der betales skat ved udbetaling af pensionsopsparing, og således er pensionsformuen efter skat mindre. Data er her vist før skat, idet den nuværende skattesats ikke nødvendigvis vil være gældende på udbetalingstidspunktet. Endvidere kan husholdningernes formue ikke ses isoleret fra resten af økonomien, herunder statens nettoformue. Opgøres nettoformuerne efter skat, reduceres danske husholdningers nettoformue med omkring 100 pct. af disponibel indkomst, således at niveauet bliver godt og vel niveauet i Portugal. Omvendt øges den offentlige sektors nettoformue tilsvarende.

Kilde: OECD, nationale centralbanker og egne beregninger.

HUSHOLDNINGERNES FORMUE OG BRUTTOGÆLD

Figur 2



Anm.: Se anmærkning til figur 1.

Kilde: OECD, nationale centralbanker og egne beregninger.

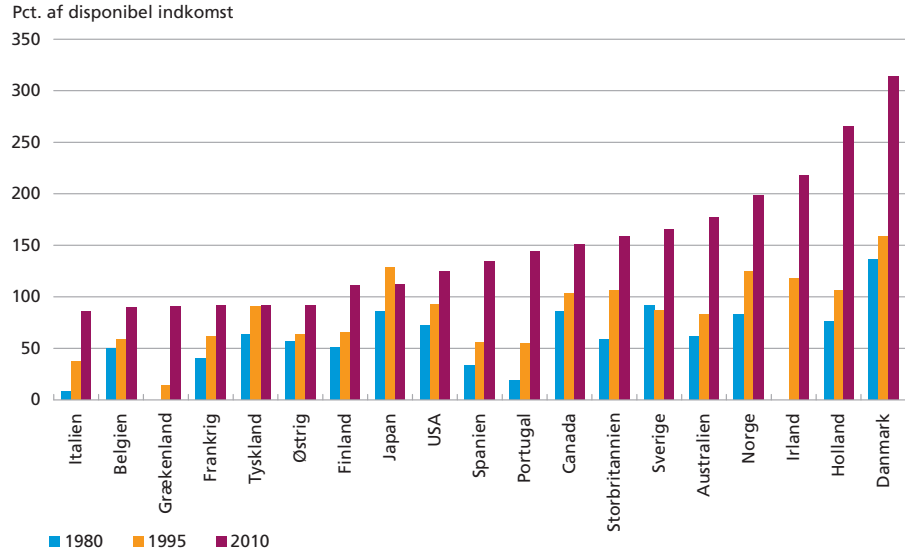
dende renter og arbejdsløshed samt en betydelig finansiel udvikling i mange lande. Boligformuen og bruttogælden er således blevet drevet op af de samme underliggende faktorer, hvilket har bidraget til en balanceoppustning (stigning i både formue og gæld) for husholdningssektoren.

I nogle lande, bl.a. Danmark og Holland, udgør pensionsopsparing en stor del af formuen. I Danmark skyldes det bl.a. udbredelsen af arbejdsmarkedspensioner. En stor pensionsformue mindsker behovet for at være gældfri inden pensionering. I det omfang de enkelte husholdninger beholder en høj bruttogæld igennem en længere del af livet og i stedet for sparer op på pensionsordninger, vil gældskvoten for husholdningssektoren som helhed stige. Endelig er pensionsopsparing typisk skattebegünstiget, mens renteudgifter kan trækkes fra i skat. Det kan give nogle husholdninger incitament til at lånefinansiere pensionsopsparing.

Stigende bolig- og pensionsformuer samt finansiel udvikling har således bidraget til en betydelig oppustning af husholdningernes balance. Gælden er steget kraftigt i de sidste 15 år, med en fordobling af bruttogældskvoterne i mange lande. Gældskvoten er særligt høj i Danmark, Holland og Norge, mens Italien, Frankrig og Tyskland ligger i den lave ende, jf. figur 3. Det er bemærkelsesværdigt, at ganske mange af de lande, der har en høj bruttogæld i husholdningerne, også er lande med lav offentlig gæld, overskud på betalingsbalancen og nettofordringer på udlandet.

HUSHOLDNINGERNES BRUTTOGÆLD

Figur 3



Anm.: For Tyskland 2010: data er for 2009. For Norge 1980: data er for 1987.

Kilde: OECD, Cecchetti mfl. (2011) og nationale centralbanker.

Husholdningernes nettoformue kan ikke ses isoleret fra den resterende økonomi. Har den offentlige sektor betydelig nettogæld, må husholdningerne forvente øgede skatter og/eller dårligere offentlig service i fremtiden, mens stor gæld i virksomhederne vil betyde, at husholdningerne må forvente lavere udbyttebetalinger. Begge dele trækker i retning af, at husholdningerne opbygger en større nettoformue gennem opsparing.

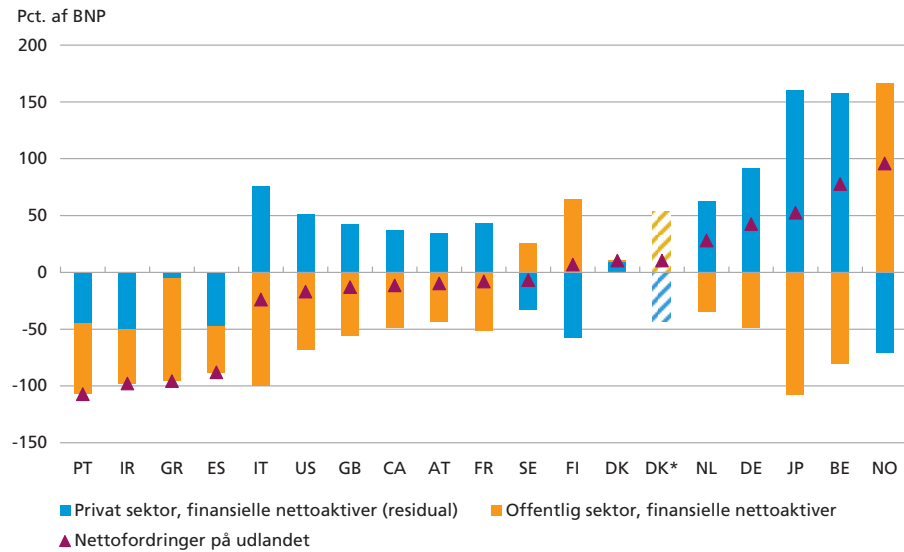
Nettoformuen for alle sektorerne under ét er lig med et lands nettofordringer på udlandet, også kaldet udlandsgælden. Et land vil opbygge gæld til udlandet, hvis det har vedvarende betalingsbalanceunderskud som følge af et samlet samfundsøkonomisk opsparingsunderskud.

Danmark er gået fra at have en betydelig udlandsgæld i 1980'erne til at have en nettoformue i forhold til udlandet på omtrent 10 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, i 2010, jf. figur 4. Det afspejler en lang periode med vedvarende betalingsbalanceoverskud.

Den offentlige sektor har i de fleste lande en nettogæld, mens den private sektor har en nettoformue. De nordiske lande skiller sig ud ved, at det er den offentlige sektor, som har en finansiell nettoformue. I Danmark har den offentlige sektor en lille positiv finansiell nettoformue, bl.a. som følge af beholdninger i diverse fonde. Tages der højde for, at en del af husholdningernes pensionsformue er udskudt skat, som tilfalder den offentlige sektor ved udbetaling af pension, har den danske offentlige sektor imidlertid en betydeligt større nettoformue.

UDLANDSGÆLD OG FINANSIELLE NETTOAKTIVER PÅ SEKTORNIVEAU (2010)

Figur 4



Anm: På grund af manglende data er tal for Italien, Frankrig, Tyskland, Japan og Irland fra 2009. DK* angiver sektorbalancer for Danmark korrigeret for udskudt skat på husholdningernes pensioner.

Kilde: IMF, Eurostat og OECD.

Samlet set er den danske økonomi derfor i en relativt gunstig finansiell position med offentlige nettoaktiver, et overskud på betalingsbalancen og nettofordringer på udlandet.

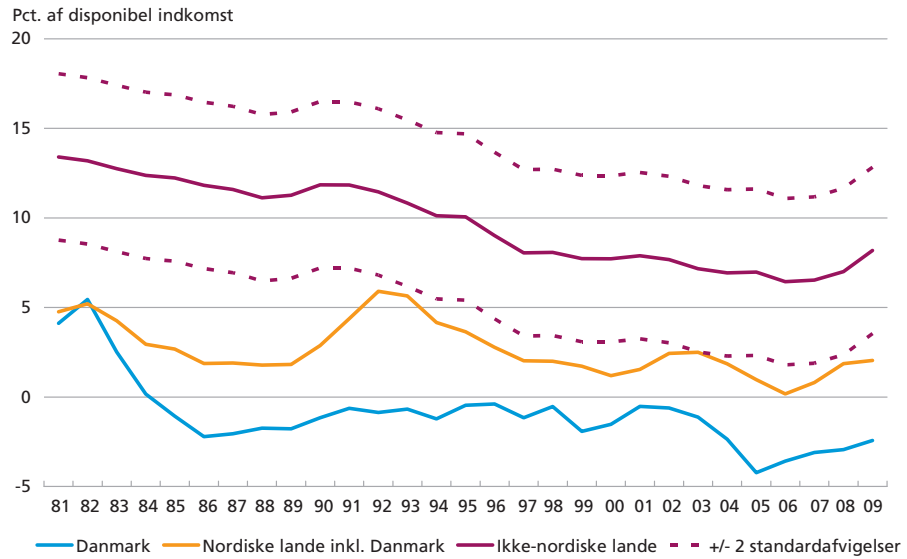
ANALYSE AF HUSHOLDNINGERNES OPSPARING

Husholdningernes opsparing er en af de faktorer, der påvirker husholdningernes finansielle balance. Opsparingskvoten, som er husholdningernes opsparing i forhold til den disponible indkomst, er i langt de fleste lande enten reduceret eller forblevet uændret siden 1980. I Danmark har den generelt været meget lav i sammenligning med andre OECD-lande. De øvrige nordiske lande og de angelsaksiske lande ligger også i den lave ende.

På baggrund af en økonometrisk analyse finder vi, at husholdningernes opsparingskvote for et bredt udsnit af OECD-lande forklares af realrenten efter skat, den demografiske udvikling, virksomhedernes opsparing, den konjunkturrensede offentlige budgetsaldo, og størrelsen af den offentlige sektor. Det er i tråd med tidligere studier. Analysen viser, at den estimerede opsparingskvote for Danmark er markant lavere end den gennemsnitlige estimerede opsparingskvote i de øvrige lande, jf. figur 5.

ESTIMEREDE NETTOOPSPARINGSKVOTER FOR HUSHOLDNINGSEKTOREN

Figur 5



Anm.: Estimation for 17 OECD-lande i perioden 1980-2008. Tal for 2009 er baseret på et out-of-sample forecast.
Kilde: OECD, Eurostat, IMF og egne beregninger.

Analysen viser endvidere, at en betydelig del af forskellen i opsparingsniveauet i Danmark og de nordiske lande i forhold til de øvrige avancerede økonomier kan forklares ved hjælp af strukturelle faktorer. Navnlige tyder det på, at virksomhedernes høje opsparring, en større offentlig sektor og en bedre konjunkturrenset offentlig budgetsaldo er hovedårsagerne til den lavere opsparingskvote. Resultaterne tyder endvidere på, at rentefradraget tidligere kan have spillet en rolle, navnlig for Danmark i 1980'erne, men næppe har nogen stor betydning for den aktuelle forskel.

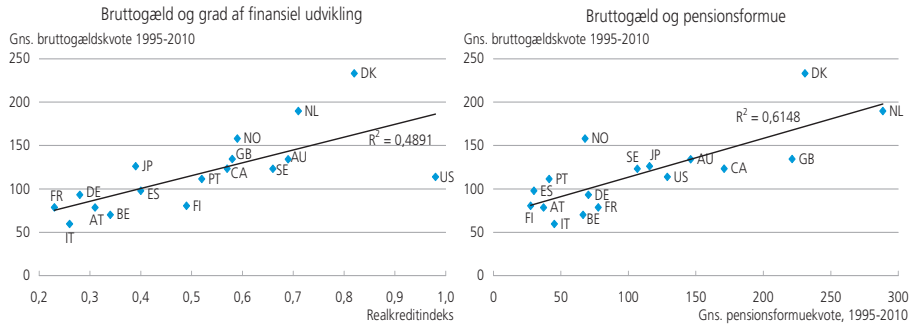
ANALYSE AF HUSHOLDNINGERNES BALANCE OG BRUTTOGÆLD

Der er især to årsager til den observerede stigning i de danske husholdningers bruttogældskvotestigning. For det første har finansiel innovation og liberalisering formentligt reduceret både omkostningerne ved at have gæld og kreditbegrænsningerne. Det har bidraget til en balanceoppustning via større boligformuer og gældskvoter. Der er således en klar sammenhæng mellem bruttogældskvoten og finansiel udvikling, jf. figur 6 (venstre).

For det andet mindsker en stor pensionsformue behovet for at være gældfri inden pensionering. I det omfang husholdningerne har bruttogæld i flere år, fx ved at de sparer op i pensionsordninger i stedet for at nedbringe boliggyld, vil bruttogældskvoten for husholdningssektoren som helhed stige. Hermed fremkommer en tydelig sammenhæng mel-

FINANSIEL UDVIKLING, PENSIONSFORMUE OG BRUTTOGÆLD

Figur 6



Anm.: Data for 2010 er delvis estimeret. Venstre figur: For en nærmere beskrivelse af realkreditindekset, se boks 4.1 i artiklen i del 2 af denne kvartalsoversigt. Højre figur: Pensionsformuen er opgjort for skat.

Kilde: OECD, nationale centralbanker, IMF (2008) og egne beregninger.

lem størrelsen af pensionsformuen og bruttogældskvoten, jf. figur 6 (højre).

En økonometrisk analyse bekræfter delvis denne konklusion.¹ Den store stigning i bruttogældskvoten i Danmark er ifølge den estimerede model især resultatet af stigningen i pensionsformuen, der alene kan forklare omkring en tredjedel af stigningen i bruttogældskvoten fra 1995 til 2010. Estimationen viser, at når pensionsformuen stiger med 1 pct. af disponibel indkomst, vil bruttogælden stige med ca. 0,4 pct. af disponibel indkomst.

Nedbringelsen af den offentlige sektors nettogæld – som er vendt til nettoformue – har også bidraget, om end i mindre grad. Estimationen viser, at en reduktion af den offentlige sektors nettogæld på 1 pct. af husholdningernes disponible indkomst vil øge husholdningernes bruttogældskvotepct med 0,25 procentpoint.

Ud over pensionsformue, finansiell udvikling og offentlig nettogæld inkluderer vi en række andre variable, nemlig realrente, inflation og strukturel arbejdsløshed.² Disse faktorer forklarer samlet en fjerdedel af stigningen i bruttogældskvoten siden 1995.

KONSEKVENSER AF HØJ BRUTTOGÆLD

Bruttogæld og tab i den finansielle sektor

En bekymring vedrørende det høje bruttogældsniveau i Danmark er, at det kan føre til, at den finansielle sektor i økonomiske tilbageslag eller

¹ Den finansielle udvikling har ifølge den estimerede model kun haft relativt lille betydning for stigningen i gældskvoten. Det skyldes formentlig, at det anvendte indeks for graden af finansiell udvikling ikke fuldt ud fanger den reelle udvikling eller forskellene på tværs af lande (realkreditindekset, der er vist i figur 6 ovenfor, findes kun for et enkelt år).

² Boligformuen er udeladt i hovedmodellen, idet den vurderes at være drevet af de samme underliggende faktorer som gældskvoten, bl.a. finansiell udvikling. Inkluderes boligformue, vil de estimerede effekter af de andre forklarende variable derfor blive undervurderet.

ved stigende renter vil få øgede tab på udlån til husholdningerne. Den større bruttogæld betyder fx, at den danske husholdningssektor er mere følsom over for renteændringer, særligt hvis den danske konjunkturcykel ikke følger euroområdet, således at renterne stiger samtidig med, at arbejdsløsheden er høj og/eller stigende. Igennem de seneste 15 år – hvor bruttogældskvoten næsten er fordoblet – har den finansielle sektor i Danmark dog kun haft små tab på udlån til husholdningssektoren i forhold til krisen i begyndelsen af 1990'erne.

Også efter den finansielle krise har penge- og realkreditinstitutternes tab på udlån til husholdningssektoren været forholdsvis små. Det afspejler bl.a. en relativt lav ledighed, et meget lavt renteniveau og husholdningernes store formue. Husholdninger med stor gæld vil typisk have en stor formue (både bolig- og pensionsformue), da en stor del af gælden er med sikkerhed i boligen.

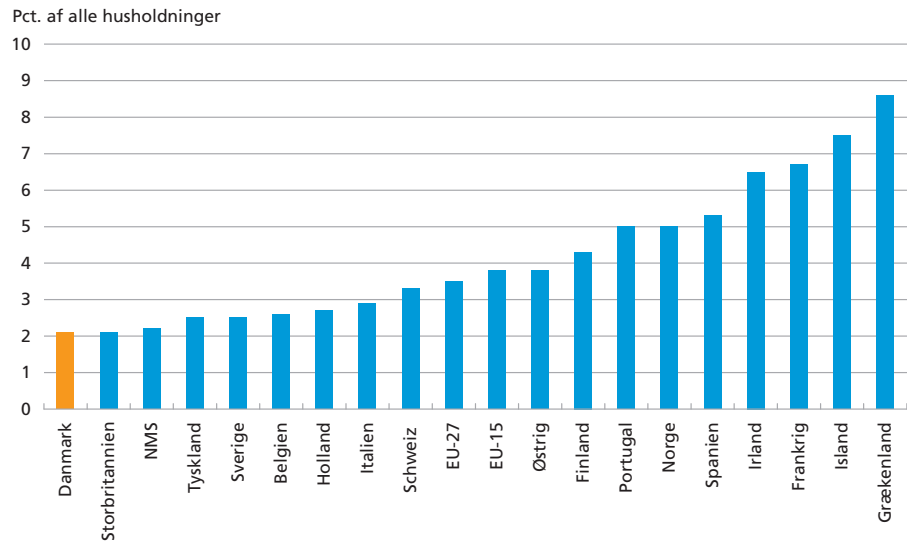
En del af stigningen i bruttogældskvoten i Danmark kan skyldes, at flere husholdninger har bruttogæld i længere tid – bl.a. ved at benytte afdragsfrie boliglån, og at flere husholdninger har gæld som følge af bedre lånemuligheder. Det peger i retning af, at toppunktet for den enkelte husholdnings bruttogældskvot over livsforløbet ikke er steget så meget som bruttogældskvoten for husholdningssektoren som helhed.

Dansk realkredit- og konkurslovgivning betyder, at danske husholdninger formentligt vil gå langt for at undgå betalingsproblemer i forhold til boliglån. En nærmere beskrivelse af det danske realkreditsystem, og af hvordan det har klaret sig under krisen, præsenteres i artiklen Dansk realkredit i denne kvartalsoversigt. Andelen af husholdninger, der i 2009 var i restance med boliglån eller husleje, er meget lav i Danmark i forhold til andre europæiske lande, jf. figur 7. Det tyder på, at husholdningernes samlede balance og den økonomiske situation har en sådan karakter, at det ikke har medført større tab for den finansielle sektor på udlån direkte til husholdningerne. En økonometrisk analyse i del 2 af denne kvartalsoversigt baseret på data for ni lande for perioden 1994-2009 bekræfter denne konklusion. Det lave tabsniveau skal imidlertid ses i lyset af det aktuelt lave renteniveau. Den høje rentefølsomhed betyder, at husholdningerne vil være mere sårbare over for rentestigninger, særligt hvis stigningerne indtræffer på et tidspunkt med stor ledighed og svag vækst. En fyldestgørende analyse af sårbarheder med henblik på at vurdere finansiell stabilitet vil kræve detaljerede data over fordelingen af formuer og bruttogæld på husholdninger samt de enkelte finansielle institutioners eksponering.

På trods af at husholdningernes store bruttogældskvot ikke direkte synes at påvirke den finansielle sektors tab, vil der være indirekte effekter. Det skyldes, at en stor gæld øger udsvingene i privatforbruget.

RESTANCER PÅ BOLIGLÅN ELLER HUSLEJE, 2009

Figur 7



Anm.: NMS: Nye medlemsstater.

Kilde: European Union Statistics on Income and Living Conditions.

Hermed er det muligt, at der kommer øgede tab på udlån til virksomheder, hvis produktion er rettet imod indenlandsk privatforbrug. Det kan også tænkes, at den høje bruttogældskvote har forstærket faldet i boligpriserne, hvilket har øget tabene på udlån til byggesektoren.

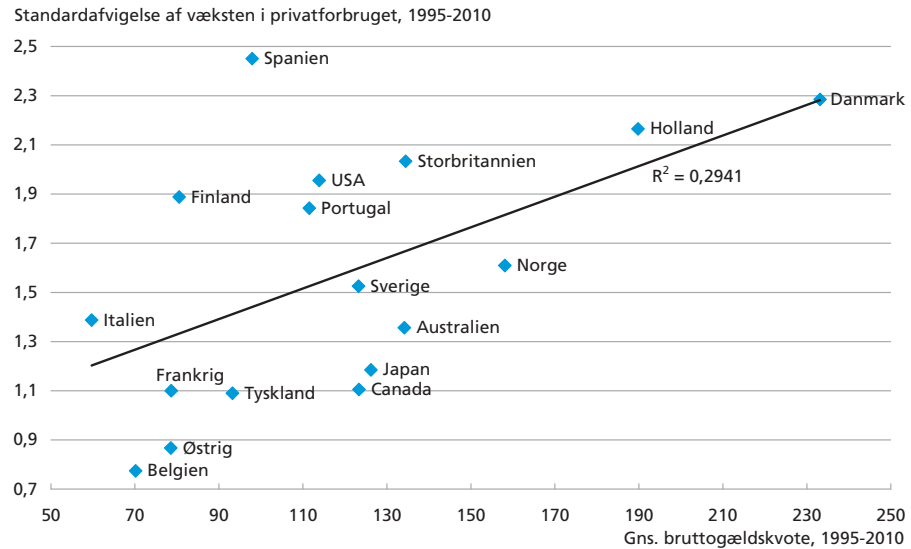
Konjunkturudsving og gæld

Set over de sidste 30 år er udsvingene i privatforbruget faldet, selv om bruttogældskvoten er steget. Det hænger sammen med en tendens til, at konjunkturudsving generelt er mindre. På trods heraf er der dog forskel på, hvor stabil væksten i privatforbruget er på tværs af lande. Danmark er et af de lande, der har store udsving i privatforbruget, og udsvingene er størst i lande, hvor husholdningerne har stor bruttogæld, jf. figur 8.

Det hænger sammen med, at en højere bruttogæld forstærker effekten af stød til økonomien. Rentestigninger reducerer den disponible indkomst for husholdninger med bruttogæld – især for husholdninger med stor kort gæld – og derigennem reduceres også forbruget. For husholdninger med formue vil rentestigninger kunne reducere værdien af boligerne. Nettoeffekten af rentestigninger må forventes at være en lavere disponibel indkomst (og på kort sigt lavere formue) og dermed lavere forbrug. Effekten forstærkes, jo større bruttogæld den enkelte husholdning har, og jo flere husholdninger, der har bruttogæld.

HUSHOLDNINGERNES BRUTTOGÆLD OG VOLATILITET I FORBRUG

Figur 8



Anm.: Data for 2010 er delvis estimerede. Udelades Spanien, stiger R^2 til 0,45.
Kilde: OECD, nationale centralbanker og egne beregninger.

Husholdninger med stor bruttogæld, der rammes af midlertidig arbejdsløshed, vil ikke i samme grad som husholdninger med lille bruttogæld kunne udjævne forbruget via øget låntagning. Alternativt kan husholdningerne forsøge at sælge deres aktiver for at nedbringe bruttogælden. Det kan føre til faldende boligpriser og derved reducere privatforbruget. En analyse baseret på 17 lande for perioden 1995-2010 bekræfter, at højere gæld medfører større udsving i økonomien, selv når der tages højde for strukturelle forskelle, generelle konjunkturudsving og udsving i væksten i nettoformue. Det taler for, at husholdningernes høje bruttogælds niveau har bidraget til, at faldet i privatforbruget under finanskrisen var større i Danmark, end det ville have været med en mindre bruttogældskvot.

LITTERATURLISTE

Cecchetti, Stephen G., M. S. Mohanty og Fabrizio Zampolli (2011), The real effects of debt, *BIS Working Papers*, nr. 352.

IMF (2008), The housing sector and the business cycle, *World Economic Outlook*, april, kapitel 3.