



Working Paper Series

Department of Business & Management

Macroeconomic Methodology, Theory and Economic Policy (MaMTEP)

No. 1, 2014

**Den makroøkonomiske betydning af de danske husholdningers
store gæld –
behov for nærmere undersøgelse?**

By

Mikael Randrup Byrialsen

Mikael Randrup Byrialsen
Ph.D. stipendiant, cand. Oecon
Institut for økonomi og ledelse
Aalborg Universitet
E-mail: randrup@business.aau.dk

December 2013

Abstract

The Danish households have built up an enormous debt to disposable income ratio compared to the households in other countries. This paper shed light upon the economic situation of the Danish household. Thereafter some analyses on the subject presented by the Danish Central Bank among others will be evaluated. Furthermore this paper contains a review of the role of household debt in macroeconomic analysis, a link which should be developed further. In this paper it is argued, that the household debt should be a significant variable in a model analyzing the Danish economy. Analyzing the Danish economy is the subject for the forthcoming Ph.D.-thesis. The hypothesis and some research questions for the thesis will be presented at the end of this paper.

Keywords: Macroeconomic analysis, Household Debt, Macroeconomic activity, Consumption

JEL classification: E10, E12 & E21

Jeg vil gerne takke Finn Olesen, Jesper Jespersen og Peter Skott for værdifulde kommentarer til tidligere versioner af papiret. Eventuelle fejl og mangler er udelukkende mit ansvar.

ISBN 9788791646720

1 Indledning

Danske husholdninger er verdens mest gældsatte¹... Danskernes formue stiger med raket fart²... Husholdningernes gæld er et stort problem³... Danskernes formue har vokseværk⁴... Megagæld er værre end farlige lån⁵... Danskerne har en samlet nettoformue på 4.300 mia. kr.⁶...

Ovenstående citater er blot et lille udpluk af de overskrifter, der har været formidlet ud til danskerne de senere år og som har skabt forvirring hos den menige dansker om husholdningernes faktiske økonomiske tilstand.

De danske husholdningers store bruttogæld har da også fået forskellige institutioner til at sætte de danske husholdninger under lup, bl.a. IMF og Europa-kommissionen. Konklusionerne er dog ikke klare, og IMF konstaterer, at der faktisk ikke findes nogen accepteret konsensus om bruttogældens betydning i makroøkonomisk sammenhæng.

Heller ikke i den akademiske verden er der enighed om dette emne, hvor flere⁷ har gjort opmærksom på, at husholdningernes gæld har været ignoreret i makroøkonomisk teori.

De danske husholdningers bruttogæld i forhold til de disponible indkomster er på 15 år vokset fra i 1995 at have udgjort ca. 160 % af disponible indkomst til i 2010 at udgøre mere end 300 % af disponible indkomst. Alene denne voldsomme vækst kalder på en undersøgelse af effekterne af bruttogælden.

Den voldsomme vækst i husholdningernes bruttogæld kombineret med påstandene om, at 1) husholdningernes gæld udgør et problem eller antages at være værre end farlige lån samt 2) den manglende konsensus på tværs af såvel forskellige økonomiske institutioner som makroøkonomiske teorier om betydningen af husholdningernes gæld, har fungeret som motivation for en undersøgelse af betydningen af husholdningernes bruttogæld.

For at belyse behovet for denne undersøgelse, vil papiret være opbygget på denne måde;

¹ Berlingske tidende 2. november 2011

² Børsen 27. juni 2013

³ Børsen 11. juni 2012

⁴ Nordea 4. april 2013

⁵ Politiken 5. april 2011

⁶ Arbejderbevægelsens Erhvervsråd 2013

⁷ Som eksempler kan nævnes Keen(2009), Kim og Isaac(2010) samt Hein(2010)

Afsnit to indeholder en fremlæggelse af empiri vedrørende de danske husholdninger; bruttogæld, fordeling af gæld, samt fordelingen af gældstype. Herefter vil der være en gennemgang af husholdningernes formue, herunder fordelingen af denne.

Afsnit tre består af en redegørelse for forskellige institutioners vurdering af betydningen af husholdningernes høje bruttogæld. Institutionerne tæller bl.a. Nationalbanken, Økonomi- og Erhvervsministeriet, IMF og Europa-Kommissionen.

I fjerde afsnit vil der være en redegørelse for bruttogældens rolle i makroøkonomisk teori, herunder argumentation for, at de makroøkonomiske konsekvenser ved husholdningernes gæld har været ignoreret.

I femte afsnit, vil konklusionerne i de forrige afsnit blive diskuteret, hvilket vil ende ud i tre arbejdsspørgsmål. Disse spørgsmål søges besvaret for at kunne forholde sig til hypotesen om, at husholdningernes gæld spiller en rolle for makroøkonomien.

Sjette afsnit indeholder de konkluderende bemærkninger.

2 Status for den danske husholdningssektor

I dette afsnit vil der være en empirisk gennemgang af de danske husholdninger med fokus på bruttogæld, fordelingen af denne, samt husholdningernes formue.

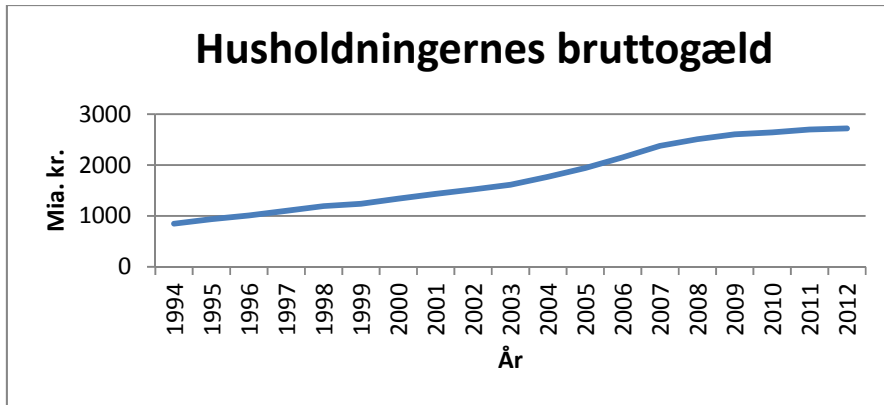
På baggrund af de fremlagte tal kan nogle kendetegn ved de danske husholdninger fremføres.

Først vil der blive set på bruttogælden, så husholdningernes formue for derefter at undersøge fordelingen af husholdningernes bruttogæld. Slutteligt nogle opsummerende bemærkninger om status for de danske husholdninger.

2.1 Udviklingen i bruttogælden

For at få et indblik i udviklingen i husholdningernes bruttogæld kan ses på nedenstående figur, hvor husholdningernes bruttogæld er opgivet i løbende priser.

Gælden er her opgjort som alle finansielle passiver, der besiddes af husholdningerne og non-profit institutioner rettet mod husholdninger (ikke udbytte-givende institutioner, som leverer varer og tjenester til husholdningerne, fx fagforeninger, politiske partier og nødhjælpsorganisationer).

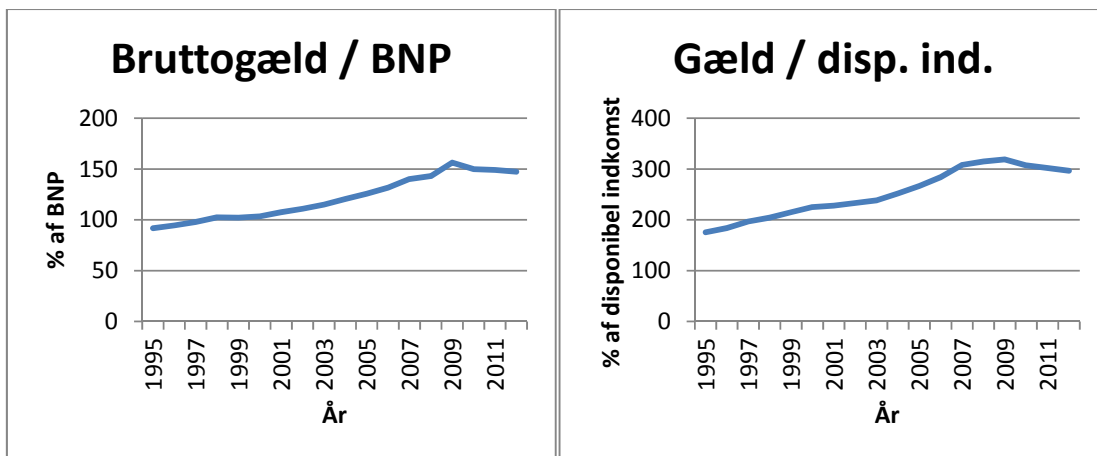


Figur 1 Kilde: Danmarks statistik

Grafen udviser en klar tendens til, at husholdningernes gæld er blevet kontinuerligt større. Stigningen fra 1994 til 2012 er over 300 %, hvilket må karakteriseres som en stor stigning.

Denne stigning bør dog holdes op mod udviklingen i andre variable, for at kunne sige noget om den relative udvikling, fx i forhold til BNP eller Disponibel indkomst.

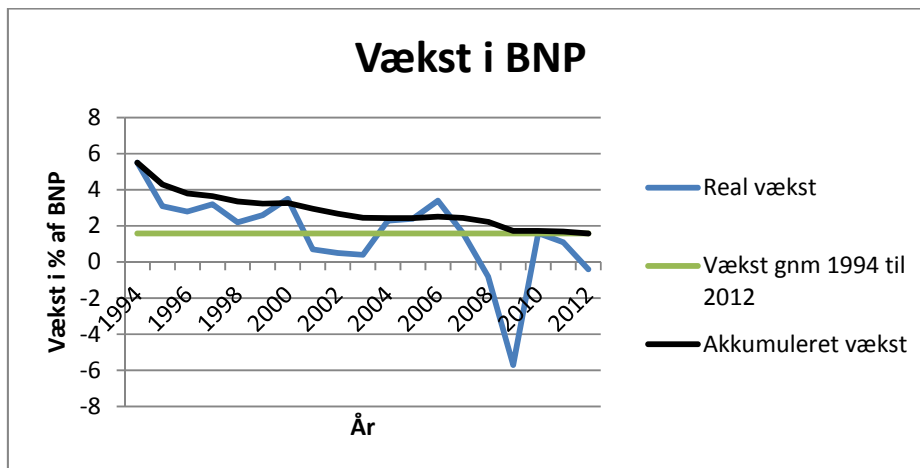
Sammenholdes udviklingen med udviklingen i BNP samt den disponible indkomst fremkommer nedenstående grafer.



Figur 2 kilde: Danmarks statistik samt egne beregninger

Af figuren ses, at der i hele perioden frem til 2009 har været en stigning i gældsrate, hvorefter den langsomt er faldet igen. De danske husholdninger har dermed, i lighed med amerikanerne (og det meste af den vestlige verdens befolkning) øget gældsrate.

Da en del af den underlæggende hypotese knytter sig til, at ændringer i husholdningernes bruttogæld har en effekt på bl.a. den økonomisk vækst, bør udviklingen i den danske BNP ligeledes illustreres.



Figur 3 kilde: Danmarks statistik samt egne beregninger

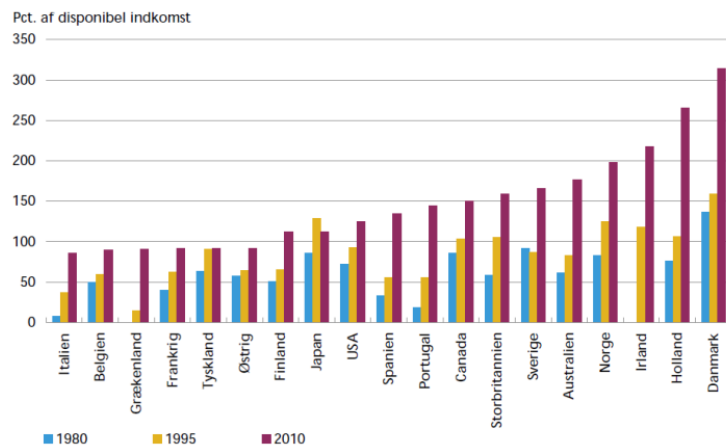
Figuren viser realvæksten i BNP i forhold til året før. Gennemsnitsvæksten for hele perioden er 1,6 %.

Til sammenligning kan nævnes, at den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970 – 1999 var 1,7 %, hvilket kun er marginalt højere end den beregnede rate for perioden 1994 til 2012.

Det kan dog ud fra figuren ses, at der har været en negativ trend i væksten i løbet af perioden. Over perioden som helhed har der dog været en stigning i BNP.

Der kan således i henhold til figur 1 og 2 skabes empirisk belæg for at tale om en voldsom stigning i de danske husholdningers bruttogæld.

For at sætte de danske husholdningers bruttogæld ind i en international kontekst, kan nedenstående figur anvendes, idet den illustrerer husholdningernes bruttogæld i forhold til disponibel indkomst for en række europæiske lande, samt USA, Canada, Japan og Australien.



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

Figur 4 Kilde: Nationalbanken, OECD og Cecchetti et. al

Som det fremgår af ovenstående figur, så er der stor forskel på størrelsen af husholdningernes bruttogæld de enkelte lande imellem – en forskel der ser ud til at være blevet større siden år 1995.

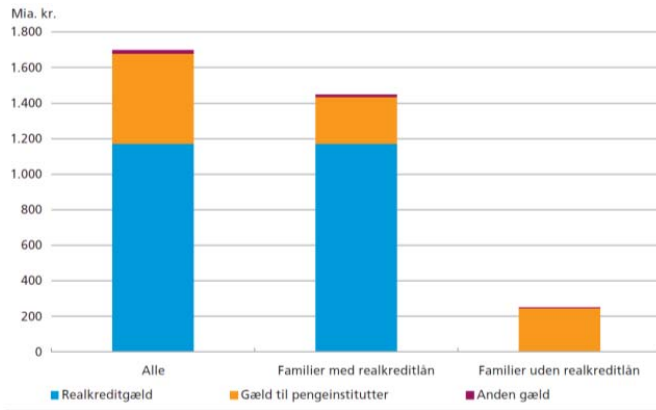
Alle landene med undtagelse af Tyskland og Japan har oplevet en stigning i bruttogældsrate. Hvorfor udviklingen i disse to lande går imod udviklingen i de andre lande, er dog uden for denne opgaves rækkevidde.

Selvom de græske husholdninger, sammen med en række andre landes husholdninger, har en bruttogæld, der er lavere end 100 %, så er det alligevel værd at bemærke, hvor meget gælden for de græske husholdninger er vokset fra 1995 til 2010.

De amerikanske husholdninger, der har været meget fokus på, har ganske vist oplevet en stigning i bruttogælden i perioden, men ikke kraftigere end de fleste andre lande. Ud fra denne figur, kan der ikke foretages en geografisk opdeling af landene, hvor enkelte regioner viser et bestemt mønster. Derimod kan der peges på, at bruttogældens størrelse til en vis grad, kan ses som værende strukturelt betinget. Husholdningernes bruttogæld er størst i henholdsvis Norge, Irland, Holland og Danmark. Fælles for disse lande er, at samtidig med at husholdningerne optager gæld, så opsparer de en stor pensionsformue, ligesom alle fire lande oplevede en stor stigning i boligpriserne, der ligeledes kan have drevet husholdningernes bruttogæld i vejret. For at tallene kan sammenlignes på tværs af landene, bør der ses på, om bruttogælden er opgjort på samme måde i de forskellige lande?

Hvis der ses nærmere på hvilken type gæld husholdninger har, så viser en oversigt over de samlede lån at lidt over 2/3 af gælden i 2010 udgøres af realkreditlån, mens lidt under 1/3 udgøres af banklån. Den

resterende del udgøres i denne opgørelse af "anden gæld", er gæld til andre kreditorer, fx finansieringsselskaber.⁸



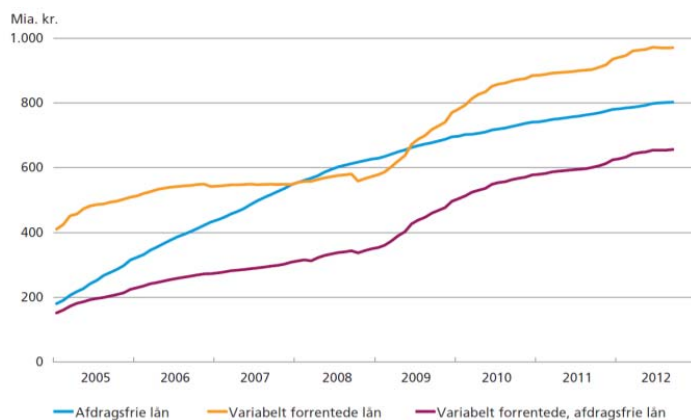
Anm.: Anden gæld medtager al anden opgjort gæld end gæld til realkredit- og pengeinstitutter.

Figur 5 kilde: Danmarks nationalbank

Værd at bemærke er, at husholdninger med realkreditlån har optaget ca. 85 % af den samlede mængde lån. Den gruppe udgøres kvantitativt af 38 % af husholdningerne.

Hvor realkreditlånene tidligere typisk var fastforrentede lån med afdrag, så har der specielt siden de afdragsfrie låns indtræden i 2003 været et skifte i typen af realkredit lån.

Nedenstående figur viser, hvordan andre typer har vundet indpas.



Anm.: "Afdragsfrie lån" dækker både over fastforrentede og variabelt forrentede afdragsfrie lån. "Variabelt forrentede lån" dækker over variabelt forrentede lån både med og uden afdrag.

Figur 6 kilde: Danmarks nationalbank

⁸ Analysen inddrager dog ikke alle familier i Danmark, men da det samlede antal familier i analysen omfatter godt 2,5 mio. familier (91 %), anses analysens fordelingsmæssige resultater at være repræsentative for de danske husholdninger.

For de afdragsfrie låns vedkommende kan det ses, at de har været stigende i hele perioden. Den vertikale afstand mellem kurven for de afdragsfrie lån og variabelt forrentede, afdragsfrie lån må udgøre mængden af afdragsfrie lån med fast rente. Mens perioden frem mod 2008 var kendetegnet ved en stigning i denne type lån, så ser det ud til, at andelen af afdragsfrie lån, der er med fast rente har været aftagende siden. Den vertikale afstand mellem de variabelt forrentede lån og de variabelt forrentede, afdragsfrie lån må svare til værdien af variable lån med afdrag. Det ser ligeledes ud til, at værdien af disse aftog frem mod 2008 for derefter at stige igen for derefter at udgøre en konstant andel af lånene.

Den samlede værdi af lånene med variabel rente udgør en fordobling i forhold til år 2005. Lånene med variabel rente overstiger dermed også lånene med fast rente.

Dette afspejler naturligvis den lave rente, men hvad hvis renterne stiger?

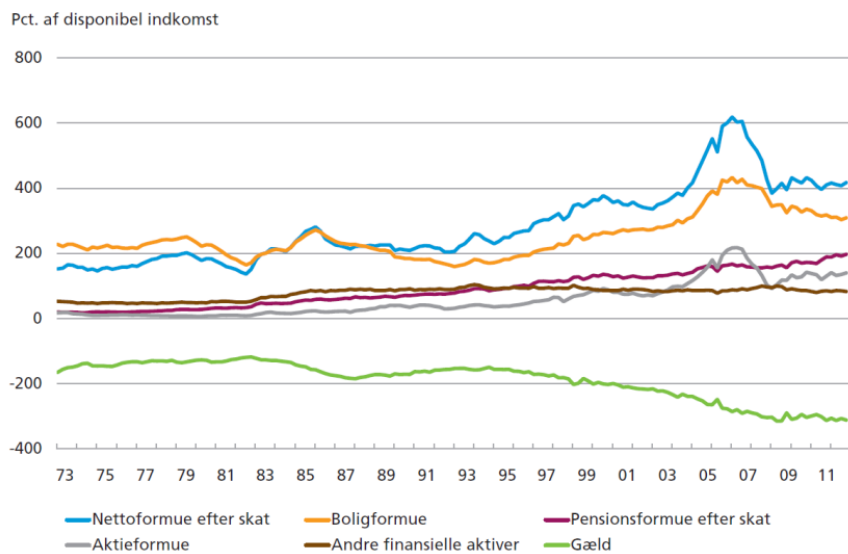
De danske husholdninger har i henhold til ovenstående gældssat sig i stigende grad – også set i et internationalt perspektiv.

2.2 Udviklingen i husholdningernes formue

At danskernes formue stiger med raket fart var en af de overskrifter, der blev præsenteret indledningsvist, bør ligeledes dokumenteres.

En oversigt over husholdningernes balance fordelt på forskellige komponenter kan ses af nedenstående figur, hvor balancen er inddelt i samlet nettoformue, boligformue, pensionsformue efter skat, aktieformue, andre finansielle aktiver samt gæld – alle set i forhold til den disponible indkomst.

Hvad angår udviklingen i bruttogælden, så gentages blot den udviklingen der er blevet illustreret af tidligere figurer. Så vidt vurderes, vender udviklingen i midten af 1990'erne, hvorefter gælden kun er blevet større frem mod 2008.



Figur 7 kilde: Danmarks nationalbank

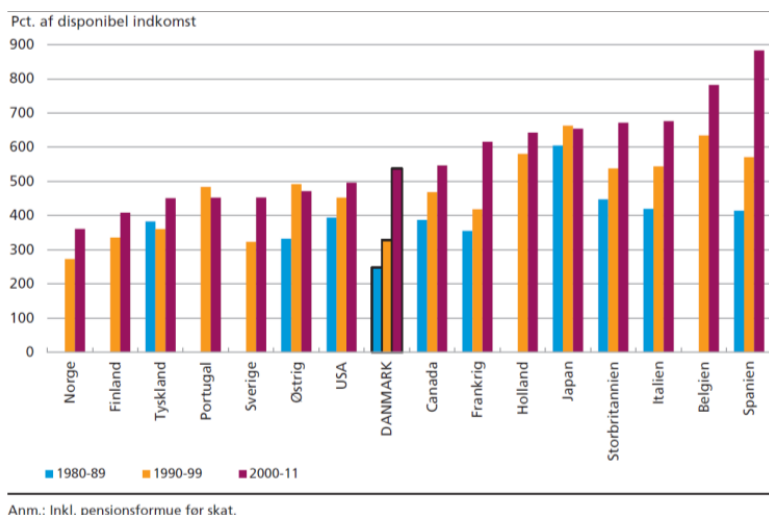
Posten *andre finansielle aktiver* ser ud til at udgjort en fast andel af den disponible indkomst siden midten af 1990'erne hvor den har udgjort under 100 % af disponible indkomst. Pensionsformuen efter skat har vist sig at følge en stigende trend i hele forløbet og er fordoblet i perioden 1995 til 2010.

Aktieformuen steg fra starten af 1990'erne med en udfladning omkring år 2000 fra 2003 og frem til 2007 skete der en kraftig stigning i husholdningernes aktieformue. Herefter aftog den kraftigt i de næste år. Udviklingen i boligformuen ligner til forveksling udviklingen i aktierne. Dog har boligformuen udgjort en noget større del af husholdningernes balance.

Tilsammen udgør disse formuer husholdningernes bruttoformue, der ikke fremgår direkte af ovenstående figur. I stedet fremvises husholdningernes nettoformue, der er forskellen mellem bruttoformuen og bruttogælden. At de danske husholdninger har en positiv nettoformue, der i 2007 udgjorde ca. 600 % af den disponible indkomst, betyder at husholdningernes samlede aktiver overstiger passiverne.

I perioden 2000 og frem har udviklingen i den samlede nettoformue udvist samme tegn som udviklingen i aktieformue og boligformuen. Dog ser det umiddelbart ud til, at udviklingen i nettoformuen ligner mest udviklingen i aktieformuen.

Sammenholdes husholdningernes nettoformue målt i forhold til disponibel indkomst med andre lande, fremkommer nedenstående figur



Anm.: Inkl. pensionsformue før skat.

Figur 8 kilde: Nationalbanken

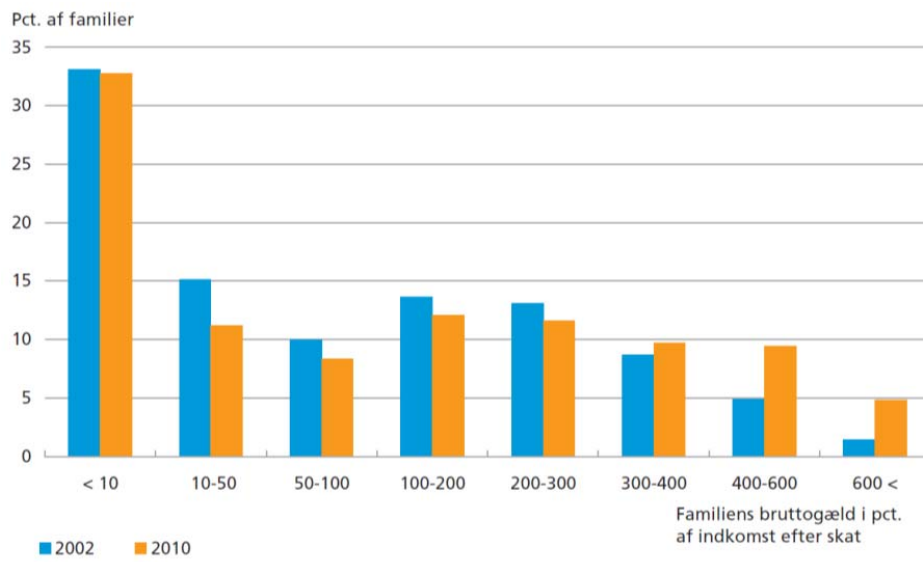
Ovenstående figur sammenholder nettoformuen i Danmark i forhold til andre landes nettoformue. Af figuren ses, at størrelsen på nettoformuen i Danmark i forhold til husholdningernes disponible indkomst er placeret ca. midt i feltet. Det kan dog også ses ud fra grafen, at nettoformuekvoten er vokset kraftigt i perioden 2000-2011 i forhold til tidligere opgørelse. Holland, Irland og Norge var også lande, hvor husholdningernes var karakteriseret ved en høj bruttogæld. De hollandske husholdningers nettoformue overstiger danskernes, mens de norske husholdninger befinder sig nederst i denne skala.

Det er værd at bemærke, at de danske husholdningers nettoformue i perioden 1990-1999 var blandt de laveste i gruppen, endda hvor pensionsformuen er opgjort før skat. Den store stigning, tilskrives nationalbanken i høj grad stigninger i såvel boligformue som pensionsformue og andet finansiel formue. Boligformuen udgjorde i 2006 mere end 400 % af husholdningernes disponible indkomst (Nationalbanken 2011). På samme tid udgjorde pensionsformuen godt 275 % af disponible indkomst før skat (hvilket giver ca. 175 % efter skat). Stigninger i disse har derfor stor effekt på den samlede bruttoformue. Der er dog behov for en dybere beskrivelse af udviklingen.

Da nettoformuen og bruttogælden begge er vokset kraftigt i samme periode, må der være sket en kraftig stigning i balancen af husholdningernes bruttoformue og bruttogæld. For så vidt angår balanceopbygningen, skiller de danske husholdningers balance sig ud ved store aktiver og passiver. Det meget veludviklede danske realkredit- og pensionssystem vurderes at være en af hovedårsagerne.

2.3 Hvordan er gælden fordelt

I dette afsnit, vil der blive set på, hvilke husholdninger, der bærer bruttogælden.



Anm.: Bruttogældskvoten er udregnet som bruttogælden ultimo året i pct. af familiens indkomst i alt efter skat.

Figur 9 kilde: Danmarks nationalbank

Ovenstående figur viser fordelingen af familiernes bruttogældskvot over for indkomsten efter skat. Den blå sølje illustrerer fordelingen i 2002, hvoraf det kan ses, at godt 58 % af husholdningerne havde en bruttogæld, der var lavere end indkomsten efter skat. Kun godt 7 % havde en bruttogæld der var mere end fire gange så stor som indkomsten efter skat. De resterende 35 % havde en bruttogæld, der antog mellem 100 – 399 % af indkomsten efter skat. Situationen er ændret i 2010, hvor andelen af familier med en bruttogæld under 100 % af indkomsten efter skat er faldet til godt 52 %. Andelen af husholdninger, der har en bruttogæld på mellem 100 og 399 % af indkomsten efter skat er ligeledes faldet til godt 33 %, mens andelen der har en bruttogæld på over fire gange indkomsten efter skat er vokset til godt 15 % - altså en fordobling siden 2002.

Hvilken form for bruttogæld (boliggæld, forbrugsgæld eller andet) der er tale om, afsløres dog ikke af denne figur.

Hvis der ses på gennemsnitsbruttogælden ved forskellige indkomstgrupper, kan dette illustreres ud fra nedenstående tabel

1.000 kr.	2002	2010	Ændring 2002-10	Relativ ændring, pct.
Indkomstdecilgrupper				
1. indkomstdecilgruppe	51,1	100,9	49,8	97,5
2. indkomstdecilgruppe	56,4	142,0	85,6	151,7
3. indkomstdecilgruppe	78,5	150,1	71,5	91,1
4. indkomstdecilgruppe	120,7	237,1	116,5	96,5
5. indkomstdecilgruppe	190,8	346,3	155,5	81,5
6. indkomstdecilgruppe	277,9	497,5	219,6	79,0
7. indkomstdecilgruppe	400,1	717,1	317,0	79,2
8. indkomstdecilgruppe	613,8	1042,6	428,8	69,9
9. indkomstdecilgruppe	836,8	1406,8	570,0	68,1
10. indkomstdecilgruppe	1251,0	2216,3	965,3	77,2
Aldersgrupper				
15-24 år	79,7	82,3	2,7	3,4
25-29 år	279,7	379,9	100,3	35,9
30-34 år	510,5	831,0	320,5	62,8
35-39 år	621,3	1079,1	457,8	73,7
40-44 år	638,6	1098,9	460,3	72,1
45-49 år	609,5	1058,2	448,7	73,6
50-54 år	573,7	988,9	415,2	72,4
55-59 år	498,2	879,1	380,9	76,5
60-64 år	360,5	746,8	386,3	107,2
65-69 år	226,6	589,1	362,5	160,0
70+ år	86,0	249,6	163,7	190,4
Boligform				
Familier i ejerbolig	717,0	1268,3	551,3	76,9
Familier i lejebolig	120,4	187,2	66,8	55,5

Anm.: Alle gennemsnit er beregnet for de familier, der tilhørte den pågældende befolkningsgruppe i det pågældende år. Eksempelvis er den gennemsnitlige bruttogæld i 2002 for familier i aldersgruppen 30-34 år beregnet for de familier, hvis ældste medlem var mellem 30 og 34 år i 2002. Det tilsvarende 2010-tal er beregnet for de familier, hvis ældste medlem var mellem 30 og 34 år i 2010. Inddelingen i indkomstdeciler er foretaget ud fra familiens indkomst efter skat.

Tabel 1 kilde: Danmarks nationalbank

Af denne tabel kan ses, hvorledes den gennemsnitlige bruttogæld har ændret sig i perioden 2002-2010 for forskellige indkomstgrupper, aldersgrupper samt boligform. Det er værd at bemærke, at den gennemsnitlige bruttogæld er steget for samtlige grupper i perioden. Dog er stigningen ikke så mærkbar i aldersgruppen 15-24 år.

Ses der indkomstgrupper er den procentvise stigning har været størst i de laveste indkomstgrupper, hvor den i 2. indkomstdecilgruppe har været over 150 %. Målt i faktiske kroner, har der dog været en klar sammenhæng mellem stigning i bruttogælden og stigning i indkomsten.

Ses der på aldersinddelingen, så ser det ud til at stigningen målt i kroner er relativt konstant i alderen fra 35 år til 64 år, hvorefter den falder lidt. Det samme billede viser sig for aldersgruppen 30-34 år, der er væsentlig højere end for 25-29 år, men lidt lavere end for 35 – 64 år.

Skelnes der mellem ejerbolig og lejebolig er bruttogælden steget kraftigst hos husholdninger i ejerbolig. Målt i procentvis ændring er der også sket en stigning på over 55 % for familier i lejebolig, men gennemsnits bruttogælden for disse familier udgør under 15 % af gennemsnits bruttogælden hos

familier i ejerbolig. Denne forskel kan, i lighed med tidligere, forklares ud fra en stigning i boligformuen hos familier i ejerbolig.

Da langt de fleste i ejerbolig har realkreditlån, er dette billede er en gentagelse af påstanden om, at husholdninger med realkreditlån har optaget langt størstedelen af de samlede lån.

Undersøgelser fra nationalbanken viser, at der kan tegnes et mønster med hensyn til valg af realkreditlån.

Husholdninger med afdragsfrie lån adskiller sig fra andre på en række punkter. Med hensyn til alder, så har husholdninger, hvis ældste medlem er under 40 år eller med medlemmer over 65 år en større andel af deres lån som afdragsfrie lån. Derudover, har disse husholdninger typisk en større bruttogæld end andre familier, andelen er familier med en bruttogæld på over 500 % af den disponible indkomst er merkant højere. Det er ligeledes mere almindelig for husholdningerne med afdragsfrie lån at have nettogæld, faktisk er nettogælden hos disse husholdninger 300.000 kr. højere. Opsparingen er ligeledes mindre, ligesom afdragsfriheden ikke benyttes til at afbetale dyrere gæld med.

Husholdninger med variabelt forrentede lån udnytter muligheden for at opnå en lavere rente, dog med den sikkerhed at renten pludselig stiger. Husholdningerne med variabel rente er kendetegnet ved at have en højere indkomst end gennemsnittet. Husholdninger, der allerede har høj gæld inden de optager realkreditlånet eller som optager et lån større end gennemsnittet, vælger oftest et realkreditlån med variabel rente. Disse husholdninger har ligeledes en højere nettogæld.

2.4 Status over de danske husholdninger

På baggrund af den ovenstående empiriske gennemgang kan det således konkluderes, at de ellers umiddelbart modstridende indledede citater om de danske husholdningers økonomiske situation er korrekte. De danske husholdninger har en kæmpe bruttogæld, der, set i forhold til den disponible indkomst, overstiger sammenlignelige landes. Samtidig, har husholdninger under ét en endnu større formue, hvilket betyder, at de danske husholdninger har en nettoformue.

For de danske husholdninger er der sket en balanceopbygning, hvilket skaber de simultant store aktiver og passiver. Årsagen til den opbygning skal findes i det danske realkredit- og pensionssystem, som muliggør opbygningen.

Ca. 2/3 af gælden er opstået på baggrund af realkreditlån, hvor der har været en tendens til, at disse lån er gået fra at have været fastforrentede lån med afdrag til i stigende grad at bestå af variabelt forrentede lån og/eller lån uden afdrag i en periode, oftest 10 år. Dette har naturligvis gjort husholdninger mere følsomme i forhold til bevægelser i renten.

Derudover viser empirien, at der er en positiv sammenhæng mellem størrelsen på den gennemsnitlige bruttogæld og husholdningens indkomst. Dog er andelen af husholdninger med en bruttogæld der overstiger indkomsten med mere end 400 % vokset fra 7 % til 15 % i perioden 2002 til 2010.

Hvad konsekvenserne ved den høje bruttogæld er, samt bruttogældens rolle i makroøkonomiske teori, vil blive fremført i de næste afsnit.

3 Konsekvenserne ved høj bruttogæld

Nationalbanken analyserede i 2006 de danske husholdninger, hvor konklusion var, at *"selv om danske husholdninger er nettoformuende, giver den høje bruttogæld en betydelig sårbarhed over for rentestigning og indkomstnedgang"* (Nationalbanken 2006, p. 51). OECD(2006) stillede samme år spørgsmålet om husholdningernes sårbarhed og konkluderede, at undersøgelser ikke viste tegn på øget sårbarhed.

Det vurderes i nationalbankens analyse, at der synes at være en sammenhæng mellem, hvor komplette realkreditmarkederne er og husholdningernes gæld, idet fx tilgængeligheden til fx boligfinansiering og belåning af friværdisantages at forøge gælden.

Dette er skrevet i en periode, hvor renten var lav men dog stigende, boligformuen stigende, høj vækst i det private forbrug og lav arbejdsløshed. I 2013 er situationen er anden for den danske økonomi. Renten er fortsat historisk lav, men boligformuen har taget et dyk ligesom arbejdsløsheden er steget i forhold til den daværende situation.

Siden 2006 er husholdningernes bruttogæld vokset yderligere, hvilket de senere år har fået først IMF(2012) og siden Europa-kommissionen(2013)til at kommentere den høje bruttogæld for de danske husholdninger.

Sidstnævnte gør opmærksom på, at husholdningerne har nået et gælds niveau, hvor de er mere sårbare over for rentestigninger og fald i ejendomspriser. Specielt efter at boligboblen bristede steg risici for den finansielle sektor. Derudover vurderes det, at det private forbrug kunne lide under gælden på kort og

mellemlangt sigte, enten fordi husholdningerne ville nedbringe gældsraten eller fordi rentebyrden ville stige og dermed fjerne penge fra forbruget.

IMF udtrykker bekymring for, hvilken betydning den høje gæld har for Danmark. Bl.a. gennemgås det via regressioner på historisk data, at boligkriser efterfulgt af stigning i husholdningernes bruttogæld er associeret med større sammentrækninger i den økonomiske aktivitet. Sidestillet hermed konkluderer IMF, at der via deres regressioner kan findes en sammenhæng mellem husholdningerne akkumulation af gæld i opgangstider og den efterfølgende nedgangsperiode. Ved en højere akkumulering af gæld, vil nedgangsperioden ramme den økonomiske aktivitet hårdere. Europa-kommissionen gør dog opmærksom på, at husholdningerne er i gang med at konsolidere sig, ved at nedbringe den høje gæld. At husholdningerne samtidig sparer op har Arbejderbevægelsens Erhvervsråd gjort opmærksom på, idet de opgør stigningen i den private opsparing på hele 580 mia. kr. set over de seneste fire år.(AE 2013, p. 2)

Nationalbanken har ved flere lejligheder (Nationalbanken 2011, 2012 og 2013) analyseret de danske husholdninger. Bekymringen fra internationale institutioner nævnes, men den deles ikke af Nationalbanken, der hæfter sig ved, at fordelingen af gælden er afgørende. Dette leder for Nationalbankens vedkommende, frem til, at de danske husholdninger ikke er så udsatte, da husholdningerne med den største gæld også er de husholdninger, der har den største formue. Europa-Kommissionen støtter op om dette billede, da de foruden at bemærke fordelingen af gælden i forhold til indkomsten(gælden er overvejende stiftet af husholdninger med en høj indkomst), gør opmærksom på, at såfremt rentestigninger, yderligere fald i boligpriserne, fortsat lav vækst og øget arbejdsløshed opstod på samme tid, så stod det danske realkreditsystem over for en stor udfordring. Et sådant scenarium vurderes dog som værende usandsynligt.

I henhold til ovenstående, er de negative konsekvenser således begrænsede for de danske husholdninger, der ikke vurderes som værende udsatte eller sårbare ved den aktuelle bruttogæld.

Hvor hverken Europa-Kommissionen eller Nationalbanken forholder sig dybere til sammenhængen mellem husholdningernes gæld og den økonomiske aktivitet, konkluderer IMF derimod, at der ikke er nogen accepteret, hverken empirisk eller teoretisk konsensus om, hvorvidt bruttogælden virkelig sætter begrænsninger for den økonomiske aktivitet.

De anser dermed konsekvenserne ved husholdningernes bruttogæld, som værende et åbent spørgsmål.

3.1 Et nærmere blik på analyserne

Nationalbanken konstaterer, at de danske husholdningers internationalt set store bruttogæld, er koncentreret hos familier med de højeste indkomster, hvor størstedelen af gælden er bundet op på bolig. Ved udgangen af 2010 tegnede de 20 % af husholdningerne med højeste indkomst efter skat sig for ca. 53 % af familiernes samlede bruttogæld. Økonomi og Erhvervsministeriet konkluderer i deres rapport fra 2010, at de fleste familier i Danmark har en sund økonomi. (Økonomi og Erhvervsministeriet 2010)

Nationalbanken anerkender dog, at større bruttogæld er forbundet med en vis risiko, navnlig hvis kreditgivningen ikke er styret godt. Selv om danskerne har en nettoformue som følge af bolig- og pensionsformuer, kan det ved dårlige konjunkturer eller ved store rentestigninger være en udfordring at betale renter og afdrag på gæld. Det skyldes, at formuen er relativt illikvid og følsom over for kursjusteringer. Høj bruttogæld kan derfor i visse tilfælde udgøre en risiko for finansiel stabilitet og indebære større udsving i privatforbruget. Sårbarheden afhænger af, i hvilket omfang bruttogælden er fordelt på de samme husholdninger, som har aktiver. En høj gæld, kan med Nationalbankens ord hæmme privatforbruget og forstærke konjunkturudsvingene.

Nationalbanken har ved hjælp af en økonometrisk analyse undersøgt forklaringerne på udviklingen i bruttogældskvoten.

Den første faktor er **realrenten**, hvor lavere realrenter gør det muligt at servicere en større gæld, idet omkostningerne ved gælden reduceres. Den fungerer dog bedst sammen med en balanceoprustning.

En lav **inflation** vurderes at reducere lånebegrænsningerne, hvilket sker gennem de nominelle renter. En lavere inflation er desuden typisk forbundet med øget makroøkonomisk stabilitet. Den øgede stabilitet antages at muliggøre en forøgelse bruttogældsniveauet, såfremt husholdninger skulle ønske at optage yderligere lån. Optagelsen af de nye lån forhindrer dog ikke husholdningerne i, samtidig at forøge deres opsparinger. Lavere **Strukturel arbejdsløshed og usikkerhed** kan også mindske behovet for en stor nettoformue, idet risikoen for at miste sin indtægtskilde mindskes. Husholdningerne kan derfor vælge at forbruge i stedet for at spare op til en situation, hvor indtægten udebliver fx som følge af ledighed. **Pensionsopsparingerne** antages ligeledes at forøge bruttogælden, idet en stor pensionsformue mindsker behovet for at være gældfri inden pensionering. Hvis der spares op til pension i stedet for at betale ned på fx boliggyld og evt. optages nye lån, vil gældskvoten for husholdningen som helhed stige. En **Offentlig gæld** kan tænkes at medføre et ønske om at øge nettoformuen og ved fx at reducere

bruttogælden, idet det forventes øgede skatter eller dårligere offentlige services i fremtiden, som følge af offentlig gæld – en form for ricardiansk ækivalens, der dog ikke er fundet empirisk belæg for. Som den sidste forklarende faktor i modellen vælges den finansielle udvikling. Den variabel, der anvendes, er en sammenvæjning af 7 parametre; kreditregulering, renteregulering, konkurrencebarrierer, finanstilsyn, privatiseringer, internationale kapitalbevægelser og værdipapirmarkeder.

Derudover, kan boligpriserne også vurderes til at spille en central rolle. Dette skyldes, at stigende boligpriser muliggør, at der kan optages mere gæld gennem friværdien eller tillægslån med sikkerhed i huset. Dog vurderes det, at de kræfter der driver boligpriserne op er de samme, som driver bruttogælden op (se ovenstående gennemgang af variable). Derfor vurderes det, fra Nationalbankens side, at der ikke er belæg for at inddrage boligpriserne i modellen.

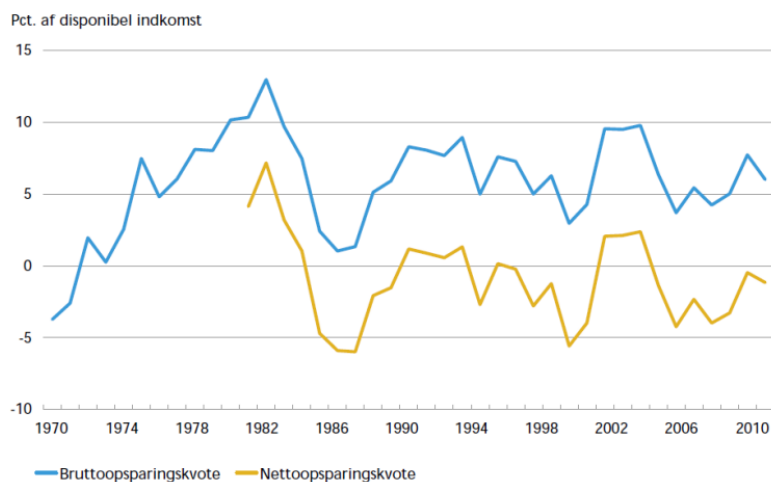
Ud fra modellen kan det konstateres, at for Danmarks og Hollands vedkommende, så er stigningen i bruttogældskvoten drevet af stigningen i pensionsformuen. Når pensionsopsparingen stiger med 1 % af disponibel indkomst, så stiger gælden med 0,4 %. Dette resultat antyder dermed stor effekt ved en ændring i pensionsopsparingen, hvilket godt kan overraske meget, da de fleste danskere næppe kender deres pensionsformue.

Resultat kan dog til dels understøttes med en observation af, at såvel husholdningernes samlede pensionsopsparing som bruttogæld er steget i den undersøgte periode. Dette kan dog også skyldes et mere et tilfældig sammentræf i udviklingen for de to størrelser.

3.1.1 Opsparing og forbrug

Foruden BNP, bruttogæld, bruttoformue og nettoformue hæfter nationalbanken sig ved andre kendetegn ved de danske husholdninger.

De danske husholdninger er kendetegnet ved at have en lav bruttoopsparingskvote i forhold til andre lande. I perioden 1994-2010 var bruttoopsparingskvoten konsekvent været under 10 %.



Figur 10 Kilde: Danmarks Statistik

Husholdningernes opsparingskvote defineres som opsparingen sat i forhold til husholdningernes disponible indkomst. Husholdningernes bruttoopsparing opgøres som indkomsten (inkl. pensionsbidrag) efter skat fratrukket privatforbrug. Bruttoopsparingskvoten er således bruttoopsparingen i forhold til indkomsten (inkl. pensionsbidrag) efter skat. (Nationalbanken 2011, p. 51)

Nettoopsparingen opgøres som bruttoopsparingen fratrukket afskrivninger på kapitalapparatet.

De danske husholdningers bruttoopsparing har i henhold til ovenstående figur kontinuerligt været under 10 % siden starten af 1980'erne. Ifølge Nationalbanken, har bruttoopsparingskvoten i gennemsnit været ca. 6 % i perioden 1995-2010. I perioden 2000-2005 var den 7,2 %, mens den var 5,6 % i 1995-2000 og 5,4 % i 2005-2010. Til sammenligning var opsparingen ca. 8 % i USA over samme periode, 9 % i Sverige, 10,3 % i Norge, 14 % i Holland og 16 % i Tyskland. Dog har opsparingen været lavere i Storbritannien, hvor den har været 5,5 % for hele perioden, men 4,7 % for 2000-2005 og 3,9 % for 2005-2010.

En af årsagerne til den lave danske kvote ift. andre landes kvoter skal findes i selve opgørelsen. Fx kapitalgevinster på pensionsformue indgår ikke som en indtægt for husholdningerne i nationalregnskabet, men omvendt indgår pensionsafkastskatten som en udgift for husholdningerne. Derudover, har størrelsen af den offentlige sektor en afgørende indflydelse på opsparingskvoten. I nogle lande, skal husholdningerne selv betale for sundhedsydelser og uddannelse gennem fx indirekte skatter som moms eller punktskat. I andre lande, betales disse ydelser direkte gennem skattesystemet. Ved den samme nominelle opsparring på tværs af de to forskellige systemer, vil opsparingskvoten være højere i de lande, hvor udgifterne finansieres gennem skatten. Rent teknisk fremkommer dette ved, at det

højere skattetryk, der følger ved at skulle skattefinansiere de omtalte udgifter, reducerer den disponible indkomst, og dermed reducerer nævneren mere end tælleren i bruttoopsparingsbrøken.

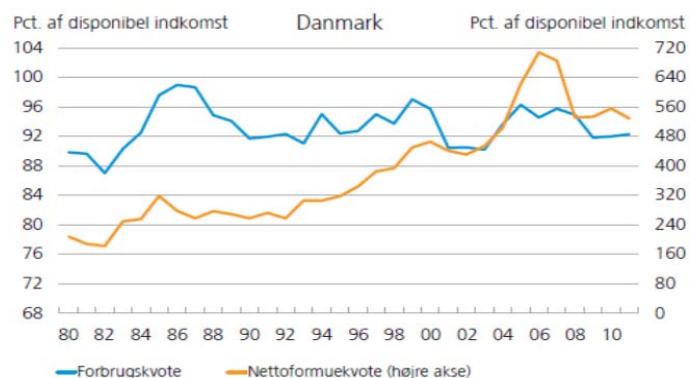
Nationalbanken vælger at beskrive husholdningernes opsparing og gæld ud fra *Life Cycle Hypothesis Model* af Modigliani og Brumberg. I Disse modeller søger agenterne at opnå en jævn udvikling af forbruget på tværs af den skiftende indkomst, der vil være lavest, når agenten er hhv. ung og gammel. Da der kan og vil være forskel mellem indkomst og forbrug for den enkelte agent, kan de finansielle markeder anvendes til at sikre denne jævne udvikling i forbruget fx i form af optagelse af lån.

Deres estimerede model viste, at på tværs af landene, indgik husholdningernes formue ikke som en signifikant variabel. Tanken var ellers, at en stigning i formuen ville reducere opsparing, idet incitamentet til at spare op ville falde, da de ressourcer der er til rådighed til forbrug ville blive øget. Hvorvidt formueændringen bliver tolket som værende permanente eller midlertidige har dog også indflydelse på påvirkningen af opsparingen. Midlertidige ændringer, ville ikke have nogen effekt på opsparingen, mens permanente eller sikre ændringer påvirker forbruget og dermed opsparingen. Nationalbanken(2011) påpeger, at studier har vist, at boligformuen er sikker og der har større påvirkning på husholdningernes opsparing og forbrug. I omtalte model blev det illustreret, at andelen af befolkninger der er over 64 år, har en negativ effekt på opsparingen, hvilket kan forklares ud fra, at ældre i livscyklusmodellen vil have en lavere opsparing, da de nedsparer. En forbedring af den offentlige saldo vil ligeledes have en negativ effekt på opsparingen, hvilket kan forklares ved tanken om ricardiansk ækvivalens, hvor de fremadskuende agenter integrerer fremtidig ændring i skatter og afgifter i deres beslutninger. De offentlige udgifter som andel af BNP bidrager også negativt til opsparingen, hvilket kan skyldes, at lande med en større offentlig sektor ofte anvender skattesystemet til at skabe øget lighed i indkomsterne på tværs af husholdningerne. Da opsparingen stiger i takt med indkomsten, vil et større skattetryk skabe en lavere indkomst og dermed en lavere opsparingskvote. Derudover havde realrenten efter skat en positiv effekt på opsparingen, mens virksomhedernes opsparing(som andel af BNP) havde en negativ effekt på opsparingen.

Som skrevet indledningsvist, så antager livscyklusmodellerne bl.a. at agenterne handler rationelt og at fx gældssætning og opsparing er en velovervejet del af en større livsplan for at udligne midlertidig skævhed mellem indkomst og forbruget. Spørgsmålet er imidlertid, om de lave danske bruttoopsparingskvoter(og tendensen i langt de fleste lande til enten et fald eller stilstand i kvoterne siden 1980) virkelig er et led i en rationel beslutning eller måske nærmere et resultat af større lånelyst/lånemuligheder for husholdningerne?

Da forbruget har været nævnt en række steder, er det ligeledes på sin plads, at se nærmere på udviklingen i de danske husholdningers forbrugskvoter, hvilket dog indirekte kan aflæses som 1 – bruttoopsparingskvoten.

Forbrugskvoten for de danske husholdninger er stort set uændret siden 1980, såfremt de opdeles i perioden fra 1980-1989, 1990-1999 samt 2000-2011 på 92-93 %. Ses der i stedet på en graf, der beskriver udviklingen i hele perioden, vil den give et lidt anderledes billede:



Figur 11 Kilde: Nationalbanken 2013, p.61

Hvor den gule linje afspejler den omtalte stigning i formuekvoten, så viser den blå linje udviklingen i forbrugskvoten i forhold til den disponible indkomst. Der kan godt ses en vis sammenhæng mellem stigninger i formue og ændringer i forbruget, om end denne sammenhæng ikke er så tydelig.

Selvom der ikke ses nogen opadgående eller nedadgående trend i udviklingen, så er der dog en vis form for udsving i løbet af perioden. Fra 1982-1990 voksede forbrugskvoten fra under 88 til lige under 100 i 1986 for derefter at falde til 92. I perioden var 1990-2000 var en (flad)opadgående trende, der sluttede omkring 1999, hvorefter der skete et fald i forbrugskvoten til under gennemsnittet. Fra 2003 begyndte kvoten igen at stige for derefter at holde sig stabil omkring 96 %, inden krisen indtraf og forbrugskvoten faldt igen.

Disse udsving, om end de kan forekomme små, har medført, at volatiliteten i dansk forbrugsvækst er generelt større end i de fleste andre sammenlignelige lande, fx Tyskland, hvor det danske forbrug svinger mere end dobbelt så meget som det tyske. (Nationalbanken 2013, p. 62)

For at se lidt nærmere på udsvingene i forbruget, så kan dette tænkes at afhænge af den offentlige sektor. I lande, som Danmark, med en stor offentlig sektor, bliver fx uddannelse og sundhedsydelser

betalt direkte via skatteopkrævningen og er derfor ikke en del af den enkelte husholdnings private forbrug. Da husholdningerne i lande, hvor omtalte ydelser ikke finansieres af staten, selv skal betale disse, indgår ydelserne i det private forbrug. Da fx uddannelse og sundhedsydelser af bl.a. nationalbanken anses for at værende nødvendigheder, der svinger mindre i takt med konjunkturerne, så betyder dette, at det samlede private forbrug svinger mindre i lande, hvor husholdningerne selv skal betale disse ydelser. Da situationen i Danmark er, at uddannelse og sundhed ikke indgår i det private forbrug, er det i henhold til ovenstående forklaring ikke så underligt, at det danske forbrug svinger mere end andre landes forbrug.

3.2 Vurdering af analysen

Nationalbanken inddrager mange faktorer i sine analyser og kan derfor tilbyde en detaljeret beskrivelse af udviklingen for de danske husholdninger.

På baggrund af ovenstående redegørelse kan det påpeges, at de danske husholdningers store bruttogæld ikke på nuværende tidspunkt udgør nogen trussel for stabiliteten i den danske økonomi, da langt størstedelen af husholdninger er i stand til at imødekomme gældsforpligtelserne. Dette skyldes en positiv sammenhæng mellem bruttogældens størrelse og husholdningernes indkomst, hvor folk med de største forpligtelser også er de husholdninger, der har bedst råd til det.

Der gøres dog opmærksom på, at dårlige konjunkturer eller rentestigninger, vil kunne ændre dette billede.

Den del af analysen er derfor helt efter bogen.

Der hvor analysen i stedet bliver problematisk er forklaringen om, hvorfor bruttogælden er steget samt hvilke konsekvenser bruttogælden kan have for den økonomiske aktivitet i Danmark.

I ovenstående er præsenteret en empirisk analyse af årsagerne til den store stigning i de danske husholdningers bruttogæld. I analysen anvendes en række variable, såsom realrenten, inflation, pensionsopsparing, offentlig gæld, ledighed og usikkerhed.

Dog bør det påpeges, at der i analysen ikke er taget eksplicit højde for psykologiske faktorer. Disse kan naturligvis til en vis grad være indirekte repræsenteret fx gennem lavere usikkerhed, øget makroøkonomisk stabilitet osv., men specielt et øget fokus på, hvilken adfærd der driver forbrugspræferencerne kunne være ønsket.

Derudover kan der stilles generelle spørgsmål til anvendelsen af livscyklusmodeller, hvor optagelse af gæld er en del af en optimal forbrugsplan og gæld derfor ikke kan blive for stor eller uholdbar. En stigning i gælden som den der er observeret de sidste 15 år kalder på en vurdering af, hvorvidt dette blot er en del af en optimal forbrugsplan.

Modellerne kan forklare hvilke ændringer, der kan have drevet stigningen i husholdningernes bruttogæld, jf. den empiriske analyse, men ikke hvorfor disse ændringer har fundet sted.

Et andet kritikpunkt til analysen af de danske husholdninger omhandler effekten af bruttogælden på den samlede økonomiske aktivitet. Det er ikke en sammenhæng, der bliver belyst klart i den ovenstående redegørelse. Det fremføres, at den høje bruttogæld for husholdningernes vedkommende, kan resultere i et fald i det private forbrug på såvel kort som mellemlang sigt, såfremt husholdningerne ville nedbringe gældsraten eller fordi rentebyrden ville stige og dermed fjerne penge fra forbruget og dermed bremse væksten. Denne konklusion virker i og for sig korrekt. Dog mangles en dybere argumentation for, hvorledes dette resultat fremkommer. Hvis rentebyrden stiger for låntager, må indkomsten vel stige tilsvarende for långiver?, jf. *one person's liability is another person's asset* (Eggertsson og Krugman 2012)

Hele omfordelingsaspektet mangler med andre ord i analysen – hvad betyder en omfordeling for den økonomiske aktivitet? Har alle agenter samme forbrugstilbøjelighed?

Derudover mangler en grundlæggende vurdering af, hvilken effekt husholdningernes gældsætning har på længere sigt.

Slutteligt, har det været ude for rammerne af analysen at undersøge, hvad effekterne kan være for den danske økonomi, såfremt gældsoptagelsen stiger.

I næste afsnit, vil der blive set på, om der kan hentes inspiration i den nuværende makroøkonomiske litteratur.

4 Makroøkonomisk teori

"Private debt is largely ignored by conventional macroeconomics" (Steve Keen 2009, p. 347)

Ovenstående citat af Steve Keen kan bekræftes ved at kigge i en række makroøkonomibøger, hvor gæld kun henviser til offentlig gæld og ikke privat gæld, fx Galí 2008, Mankiw 2003, Gärtner 2009.

Cynamon og Fazzari gør ligeledes opmærksom på, at gælden i mainstream-modeller anses som værende en del af agenternes optimale forbrugsplan og derfor ikke udgør noget problem.(Cynamon og Fazzari 2013, p . 132).

Dette skyldes, at agenterne i disse modeller er rationelle og anvender de finansielle markeder til at fordele forbruget gennem hele livet. Husholdninger, der agerer fremadskuende, former en livsplan om allokering af forbrug ud fra den nuværende indkomst, aktivbeholdning samt forventede fremtidige indkomster. Den finansielle adfærd fremkommer implicit af denne optimale plan, hvor lån og opsparing afspejler en tidsmæssig forskydning mellem henholdsvis indkomst og forbrug, fx at forbruget overstiger indkomsten.

Eggertsson og Krugman(2012) gør opmærksom på, at gæld spiller en central rolle i diskussioner af de nuværende økonomiske problemstillinger. Derfor er forventningen *"one might have expected debt to be at the heart of most mainstream macroeconomic models – especially the analysis of monetary and fiscal policy"* Dette er dog ikke tilfældet, da det er *"quite common to abstract altogether from this feature of the economy"*. Forklaringen er at økonomer, herunder Eggertsson og Krugman selv, har anvendt modeller med repræsentative agenter, hvor alle er ens.

Cecchetti et. al. (2011, p. 3) har ligeledes analyseret sig frem til, at moderne makroøkonomer gennem det sidste halve århundrede har ignoreret gældsspørgsmålet. Dog peges der på, at der på nuværende tidspunkt er sket en ændring, sådan at gældens indflydelse diskuteres i enkelte såvel teoretiske som empiriske artikler. Hein (2012) peger på, at inden for den Kaleckianske og Minskyianske tradition har der været fokus på privat gæld, men dog hovedsagligt på den rolle virksomhedernes gæld spiller for konjunkturerne.

4.1 Mainstream

I mainstream-teorien har husholdningernes gæld, som skrevet ovenfor, været ignoreret i lange perioder. Til gengæld har effekten af den offentlige gæld været diskuteret vidt og bredt, hvilket kan bevidnes ved den megen debat, der er fulgt i kølvandet på Reinhart og Rogoff's artikel fra 2009.

Reinhart og Rogoff udregnede, at en stor offentlig gæld ville reducere væksten. Deres konklusion var, at mens linket mellem vækst og gæld er relativt svagt ved "normale" gælds niveauer, så vil median-væksten for lande med en offentlig gæld på over 90 % af BNP være 1 % lavere end væksten i lande med offentlige

gæld lavere end 90 % af BNP. Gennemsnitsvæksten vil være flere procent lavere ved en offentlig gæld, der overstiger 90 % af BNP. (Reinhart og Rogoff 2010, p. 573)

Deres artikel har siden vist sig at indeholde fejl og mangler, hvorved resultatet ikke længere bør betragtes som troværdigt (Krugman 2013 i New York Times). Krugman anerkender dog, at der kan være en mild korrelation mellem gæld (offentlig) samt vækst, dog ikke noget der retfærdiggør *"the debt panic of recent years"*. Faktisk påpeger Krugman i samme artikel, at der er *pretty good evidence* på at kausaliteten faktisk går fra lav vækst til høj offentlig gæld – en påstand han dog ikke uddyber. Krugmans kausalitet kan der dog godt argumenteres for; rent matematisk vil gæld/BNP raten automatisk stige, hvis den nominelle gæld er uændret og BNP samtidig falder, så vil et fald i BNP rent matematisk lede til en stigning i offentlig gæld som % af BNP. En anden mere intuitiv forklaring vil være, at i en situation med lavere vækst, vil fx arbejdsløsheden stige. Dette vil, via de automatiske stabilisatorer såsom overførselsindkomster, øge de offentlige udgifter. For at finansiere dette, kan staten vælge at optage lån og dermed øge den offentlige gæld.

Cecchetti et. al. (2011) fastslår – i overensstemmelse med de nævnte mainstreammodeller og Reinhart og Rogoff – at en gæld (såvel offentlig som privat) på "lavt" niveau, kan virke fremmende for den økonomiske vækst, idet muligheden for at låne og opspare giver mulighed for at forbruge, selv uden indkomst. Virksomheder kan låne til investering, husholdninger til fx huskøb eller andet forbrug, mens staten kan låne til at stabilisere økonomien. Ifølge Cecchetti et. al. har historien dog også vist, at lån kan skabe sårbarhed og med henvisning til Reinhart og Rogoff (2009) fastslås, at den offentlige gældsrate kan blive for stor.⁹ Ved at udføre en økonometrisk analyse på OECD-lande i perioden 1980-2010 af gældens indflydelse (såvel den offentlige som den private gæld) på den økonomiske vækst. Resultatet af analysen er, at når gælden overstiger en given grænse, så vil gælden have en negativ indflydelse på den økonomiske vækst. For statens vedkommende er denne grænse estimeret til 85 % af BNP, mens den for husholdningernes vedkommende ligeledes er estimeret til 85 % af BNP. Hvor effekten af en statslig gæld er analyseret og anvendt flere steder, bl.a. EU, så er resultatet for husholdningernes vedkommende mindre omtalt. Tanken bag resultatet er, at i takt med at gælden stiger, vil låntagers evne til at betale tilbage blive gradvist mere følsom over for fald i indkomst samt stigninger i renteniveauet. Ved et givent chok, vil en højere gæld øge sandsynligheden for misligholdelse af lånet. Dette kan føre til et fald i udlån,

⁹ Reinhart og Rogoff omtaler faktisk også privat gæld i deres analyse. De skriver: *"Private debt, in contrast, tends to shrink sharply in the aftermath of a financial crisis. Just as a rapid expansion in private credit fuels the boom phase of the cycle, so does serious deleveraging exacerbate the post-crisis downturn.. Thus, private deleveraging may be another legacy of the financial crisis that may dampen growth in the medium term.*

hvilket igen vil føre til et fald i investering og forbrug. Analysen viser, at en stigning i gældsgraden på 1 % over de 85 % af BNP, vil resultere i et fald i væksten på 2½ basis point. (Cecchetti et. al. 2011, p. 10)

Konklusionen for Cecchetti et. al. er derfor, at højere nominel husholdnings gæld øger sandsynligheden for reale udsving, finansiel ustabilitet samt reducerer den gennemsnitlige vækst.

IMF belyser dog en diskussion af, hvorvidt det er interessant at se på brutto- eller nettogæld? Krugman er citeret for, at bruttogæld blot er penge, som "(mostly) money we owe to ourselves", hvilket betyder, at byrden ikke involverer reale overførsler af ressourcer. Omvendt påpeger han dog også, at dette ikke betyder, at høj gæld ikke kan forårsage problemer. Dette er dog fordelingsproblemer og ikke gældsbyrde, som kendetegnet for den enkelte husholdning. (Krugman 2011)

Bernanke har tidligere udtrykt lignende holdning, idet omfordeling ifølge ham ikke har nogen makroøkonomisk effekt. Omvendt har der fra anden side været fokus på netop bruttogælden, fx Keen(2009), Hein(2012), Barba og Pivetti (2009). Der er derfor behov for at undersøge sammenhængen mellem husholdningerne bruttogæld og den økonomiske aktivitet.

Krugman har sammen med Eggertsson(2012) lavet et væsentlig bidrag til undersøgelsen af husholdningernes gæld, hvor de integrerer denne gæld i deres analyse.

I deres analysen fokuseres ikke kun på én repræsentativ agent, men i stedet to repræsentative agenter: én tålmodig og én utålmodig, hvor den utålmodige låner penge af den tålmodige.

Om gældens rolle skriver de: "*the overall level of debt makes no difference to aggregate net worth – one person's liability is another person's asset*"(Eggertsson og Krugman 2012, p. 1471)

Undersøges ovenstående lidt nærmere, betyder dette, at långivning ikke har nogen effekt på den samlede efterspørgsel, idet den samlede mængde penge ikke ændres. Der er i stedet kun tale om fordeling.

Dette kan dog anfægtes ved at se på endogene penge, hvor netop långivning til den utålmodige agent vil øge dennes købekraft uden at mindske købekraften hos den tålmodige agent. Der er derfor flere penge i omløb, hvilket på kort sigt kan øge den samlede efterspørgsel. Niveauet på gælden spiller derfor en rolle for den økonomiske aktivitet.

Netop opdelingen af agenter, hvor den ene del låner af den anden har også været udgangspunktet for Kumhof, Ranciére og Winant(KRW 2013) i deres DSGE-fremstilling.

Om deres resultater skriver KRW "To our knowledge, our model is the first to provide an internally consistent mechanism linking the empirically observed rise in income inequality, the increase in debt-to-income ratios, and the risk of a financial crisis."(KRW 2013, p.2)

Der er med andre ord tale om noget banebrydende ved denne model.

Modellen er bygget op omkring to grupper af *infinitely-lived* husholdninger, som er opdelt i en andel med de højest lønnede og en gruppe med resten af befolkningen. Begge grupper maksimerer deres intertemporale nyttefunktioner.

Modellen viser, at en stigning i kreditudbuddet tillader at husholdninger med middel eller lave indkomster kan opretholde høje forbrugsniveauer. I takt med at låntagning fortsætter, øges sandsynligheden for en krise, hvilket vil blive fulgt af en sammentrækning af økonomien. Når krisen først er indtruffet vil dette have en effekt på gældstagningen, hvorfor sandsynligheden for en forestående krise vil være lavere.

Selvom modellen indeholder en del interessante aspekter, lider den ligeledes under den kritik som rammer modellerne med uendelig tidshorizont i forbrugernes nyttemaksimering, hvor optagelse af gæld er en del af en nøje planlagt del af et livsforløb.

Som ovenstående gennemgang illustrerer, så er der ikke en tilfredsstillende model, til besvarelsen af effekten ved de danske husholdningers store gæld.

Inden for den heterodokse teoriverden, har den private gæld generelt spillet end mere central rolle.

4.2 Heterodox

Som nævnt tidligere, har den private gæld spillet en rolle i en række heterodokse vækst-modeller. Der har dog været tale om *corporate* gæld i stedet for husholdningsgæld(jf. Hein 2012, Kim og Isaac 2010 eller Dutt 1996)

Der har dog været flere interessante fremstillinger, hvor husholdningernes gæld spiller en central rolle.

Som eksempel kan nævnes bl.a. Cynamon og Fazzari(2013) samt Barba og Pivetti (2009) der argumenterer for, at forståelsen af den store stigning i husholdningernes gæld (med udgangspunkt i husholdningernes adfærd i USA) i forhold til disponible indkomst er uden for rammerne af livscyklus-modellerne. Den store stigning krævede to villige parter: forbrugerne, der i stigende grad efterspurgte

kredit samt udlånerne, der udbød kreditten. Hvad, der drev de to parter, bør derfor kræve en nærmere undersøgelse.

I Cynamon og Fazzari(2013) ydes en forklaring om, at udviklingen i husholdningernes bruttogæld har været drevet af sociale faktorer, såsom ændringer i lånenormer eller forbrugsnormer. Denne udvikling har, inspireret af Minsky, skabt grobunden for finansiel ustabilitet og en betydelig økonomisk nedtur.

Dutt(2006) er et andet eksempel, hvor betydningen af husholdningernes bruttogæld analyseres. På kort sigt vil en stigning i husholdningernes gæld have en ekspansiv effekt, hvilket vil ske gennem en stigning i forbrugsefterspørgslen. På længere sigt, er effekten dog knap så entydig, idet der vil ske en omfordeling mod rige borgere, der antages at have en højere opsparingstilbøjelighed, hvilket vil have en kontraktiv effekt. Såfremt produktet af de velhavendes opsparingsrate og renten overstiger akkumulationsraten(målt som forholdet mellem investering og kapital), vil omfordelingseffekterne af den højere gæld overstige de positive effekter. I den modsatte situation, vil effekten af en forøgelse af gæld være positiv.(Dutt 2006, p. 357)

I Dutt(2006) antages dog en grænse for forholdet mellem gæld og indkomst, hvilket gør, at kumulative stigninger i denne rate ikke kan analyseres. Såfremt målet er at undersøge sårbarheden i husholdningerne, kan en akkumulering af gælden være nødvendig at undersøge.

I såvel Kim og Isaac(2010) som Hein(2012) opstilles stock-flow konsistente modeller til at undersøge effekterne af husholdningernes gæld.

I Kim og Isaac(2010) følges traditionen hos neo-kaleckianske makromodeller, hvilket ifølge forfatterne betyder: *"emphasize demand-driven output and growth, the importance of profitability in the accumulation process, and the importance of income distribution for macroeconomic outcomes"*(Kim og Isaac 2010, p. 5)

I økonomien optræder tre typer af agenter: arbejder, rentier og virksomhed. Økonomien antages lukket og uden offentligt bidrag til den samlede efterspørgsel. Der ses på tre typer af aktiver: fysisk kapital, lån til husholdninger og lån til virksomheder, hvilket betyder, at såvel husholdningerne som virksomhederne kan akkumulere gæld.

Ved at integrere muligheden for gæld til husholdningerne, kan den makroøkonomiske retning opretholdes i længere tid end ellers. Dette undersøges ved at øge målet for husholdningernes kredittoptagelse relativt til kapitalbeholdningen. Den øgede lånemulighed åbner op for endnu en kilde til forbrug for arbejderen, hvilket øger den effektive efterspørgsel. Dette øger kapacitetsudnyttelsen,

hvilket øger virksomhedernes profit og dermed deres akkumulerings rate. En stigning i husholdningernes gæld har dog den kontraktive effekt, at husholdningerne skal betale højere renter, hvilket øger indkomsten for rentier. Da arbejderne antages at have en højere forbrugstilbøjelighed, har dette en kontraktiv effekt på det samlede forbrug. Over tid bliver husholdningerne desuden mere sårbare over for ændringer i strukturelle parametre som tillid, rente eller opsparingstilbøjeligheden hos rentier, i takt med at deres gæld stiger. Ændringer i disse kan føre en stabil makroøkonomisk situation over i en ustabil situation. Er gælden for husholdningernes vedkommende stor, vil den efterfølgende recession blive endnu dybere.

I forhold til en analyse af husholdningernes gæld i Danmark, så har Kim og Isaacs analyse den afgørende mangel, at de ikke tillader at husholdninger har aktiver, hvilket adskiller sig fra de danske husholdninger, der stort set alle har aktiver enten i form af bolig, pension eller aktieformue. Det er derfor vigtigt, at modellen bliver sat op, så der er taget højde for den simultane opbygning af såvel aktiver som passiver fra husholdningernes side.

I Hein (2012) er formålet: *"hope to identify the potential causes for systematic instability and thus to increasing financial fragility and financial crisis, caused by stock-flow or stock-stock dynamics in finance-dominated capitalism"*(Hein 2012, p. 16)

I lighed med Kim og Isaac opdeles agenterne i arbejder-husholdninger, rentier-husholdninger og virksomheder.

Kreditgivningen til arbejderne afhænger ikke af arbejdernes nettoindkomst som hos Dutt, men i stedet af indkomst og opsparing hos rentier-husholdningerne.

Hein finder, at en stigning i udlån til arbejder-husholdningerne også kan have en positiv effekt på længere sigt (på kort sigt er økonomien gælds-drevet, så derfor er effekten positiv) selv, hvis der tages højde for de negative effekter ved en stigning i gælden og højere rentebetalinger fra arbejderne. Det afhænger af det indbyrdes forhold mellem den eksogene rentesats og den endogent bestemte profitrate. Er renten lavere end profitraten er effekten positiv. Er rente derimod højere end profitraten, vil de negative effekter overstige de ekspansive effekter som ses på kort sigt og den samlede effekt vil være kontraktiv.

I henhold til ovenstående gennemgang af et par teorier, kan det fastslås, at der kan søges inspiration i heterodokse analyser af gældens rolle i makroøkonomien. Dog er der behov for, at disse modeller tilrettes, så de afspejler den danske økonomi.

Et sted, hvor de heterodokse modeller og mainstream-modellerne afviger fra hinanden, er når der ses på forbrugsfunktionerne. Da disse vil spille en central rolle i undersøgelsen af husholdningerne, vil næste afsnit se nærmere på forbrugsfunktionerne.

4.3 Hvad afgør forbruget?

Det er påstået, at det danske forbrug svinger mere end forbruget i flere andre sammenlignelige lande, men hvad afgør egentlig forbruget? Hvilke faktorer spiller en central rolle?

Der er tidligere i papiret rettet kritik mod livscyklusmodellen, nedenfor vil det blive gennemgået, hvorledes forbrugsfunktionen fungerer i denne type modeller, hvorefter alternative forbrugsfunktioner vil blive præsenteret.

I livscyklusmodellerne antages agenterne, her husholdninger, rationelt at ville udjævne forbruget over hele livsforløbet. For at dette kan lade sig gøre, skal der gøres et par antagelser. For det første, skal agenterne kende den samlede mængde midler, de vil have til rådighed i hele perioden, hvilket kort kan opsummeres som værende summen af den samlede indkomst over livsforløbet samt eksisterende formue. Fra denne værdi, skal fratrækkes forskellige skatter og andre udgifter, fx renteforpligtelser.

For det andet, kan agenterne altid, via fx finansielle markeder, optage lån i tilfælde af, at forbruget i perioder er større end indkomsten. Da agenterne, rationelle som de er, nøje planlægger det aktuelle forbrug, vil de over livsforløbet, forbruge præcis den mængde midler, som de vil have til rådighed. Dette betyder med andre ord, at de lån agenterne optager, blot er en belåning af deres fremtidige indkomst.

En simpel model, kan opstilles på følgende vis:

$$C_t = m_t * (I_t + W_t)$$

Hvor C_t er forbruget på tidspunktet t , m_t er andelen af de samlede ressourcer, der forbruges på tidspunkt t , I_t er livsindkomsten fratrukket skatter og fx renteforpligtelser i tiden t og W_t er den eksisterende formue i tiden t .

I den simple model, vil forudsete ændringer i indkomst og formue ikke påvirke forbruget, idet de allerede indgår i beslutningsprocessen. Ændringer i formuen som følge af planlagt opsparing vil derfor heller ikke påvirke forbruget.

Uforudsete hændelser fx kapitalgevinster og – tab, som følge af stigninger i boligpriserne påvirker forbruget, men kun i det omfang, at værdiændringerne vurderes permanente. Vurderes de i stedet som værende midlertidige, vil de ikke påvirke forbruget nævneværdigt, men være fordelt ud over resten af livet.

Det samme gør sig gældende med uforudsete midlertidige indkomstændringer, de vil kun påvirke forbruget lidt, idet den midlertidige indkomstændring vil blive fordelt ud over resten af livet.

Det aggregerede forbrug er en funktion af den aggregerede formue og indkomst (både nuværende og fremtidig)

Da det i praksis er kompliceret at opgøre nutidsværdien af fremtidig indkomst, antages det, at den aktuelle indkomst anvendes som et mål for fremtidig indkomst, ved at antage proportionalitet mellem disse, sådan at

$$I_t = k * Y_t$$

Netop dette valg, sætter dog også begrænsninger for modellen, idet agenternes forventninger til fremtidig indkomst vil dermed være upåvirket af fx strukturelle ændringer. Dette mindsker modellens anvendelse til at beskrive, hvordan forbruget påvirkes af agenternes forventninger til fremtiden.

Det aggregerede forbrug kan skrives som

$$C_t = m_t * (k * Y_t + W_t) = \alpha_1 Y_t + \alpha_2 W_t$$

Hvor α_1 udtrykker, hvor stor en del af en ekstra kroneindkomst, der forbruges (den marginale forbrugstilbøjelighed af indkomst), og α_2 udtrykker, hvor stor en andel af en ekstra krone formue, der forbruges (den marginale forbrugstilbøjelighed af formue).

Omskrives ligningen, kan forbrugskvoten(C/Y) og formuekvoten(W/Y) siges at følges ad over tid. Dette betyder samtidig, at hvis formuekvoten falder(fx boligpriser), så vil forbruget falde. Lavere forbrug, men uændret indkomst vil medføre, at opsparingen stiger, hvilket vil forøge formuekvoten. Denne proces vil fortsætte, indtil husholdningerne igen har opbygget deres formuekvote til det ønskede niveau, hvormed forbruget stiger. Ved kapitalgevinster vil det modsatte ske.

Dog kan der med rette stilles spørgsmål ved dette, hvis der igen fokuseres på figur 7, hvoraf det kunne observeres, at mens formuekvoten var steget kraftigt siden 1980, så svingede forbrugskvoten om en konstant.

Et mainstream alternativ til ovenstående tilgang er DSGE-modellerne. I denne type modeller er husholdningernes forventninger til fremtiden af afgørende betydning for forbruget. Dette giver en fordel, når strukturelle ændringer skal analyseres.

Husholdningerne vælger forbrug og opsparing, så deres velbefindende bliver højest muligt inden for de rammer, som deres budget giver – agenterne vælger med andre ord at nyttemaksimere.

Forbrugerne er fremadskuende og forbruget i dag baseres derfor på forventninger til fremtidige indkomster og formue. Forventningerne spiller dermed en stor rolle i DSGE-modellerne. Er disse forventninger rationelle kendes ikke bare egen reaktionsfunktioner, men også hvordan de øvrige aktører i økonomien vil agere.

Derudover kan alle choks identificeres, fx hvorvidt en øget indkomst skyldes højere produktionsvækst eller øgede skattefinansierede overførsler.¹⁰ I tilfælde af, at den øgede indkomst skyldes højere produktionsvækst, vil resultatet være vækst i forbruget, da den fremtidige indkomst er øget. Forbrugseffekten i tilfælde af øgede skattefinansierede overførsler vil være 0, da livsindkomsten vil være uændret, eftersom de skattefinansierede overførsler, skal finansieres via øgede skatter (Ricardiansk ækvivalens).

En relevant udfordring for DSGE-modellerne er imidlertid, at forventningerne skal modelleres eksplicit.

Hvis der ses på forbrugsfunktionen i fx ADAM-modellen antages det aggregerede forbrug at kunne skrives ud fra sammenhængen:

$$C = \beta_0 Y^{\beta_1} W^{1-\beta_1}$$

I henhold til denne forbrugsfunktion afhænger forbruget af et autonomt forbrug β_0 , indkomsten med den marginale forbrugstilbøjelighed β_1 samt formuen.

Fælles for disse forbrugsfunktioner er bl.a. at de kun behandler bruttogælden som en del af nettoformuen, i stedet for at modellere gælden eksplicit. Da det er gældens rolle, der vil blive undersøgt

¹⁰ Agenterne antages dog ikke at kunne forudsige størrelse på disse choks.

i den kommende afhandling, er der behov for at dette ændres. Derudover tages der udgangspunkt i at agenterne individuelt former sit forbrug uden hensynstages til, hvad andre vælger at forbruge. Alternative tilgange, der tager højde for dette, vil blive gennemgået i næste afsnit.

4.3.1 Alternative svar

Netop forbrugeren som en del af et socialt samfund, der lader sig påvirke af sociale normer og relative forhold er i centrum i den relative indkomsthypotese.

Duesenberry udgav i 1949 værket *Income, Saving and the Theory of Consumer*, hvori der ikke tages udgangspunkt i en privat nyttefunktion, der optræder uafhængigt af andre personers forbrug. I stedet baseres analysen på to hypoteser for den relative indkomst.

Teorien, der først blev set som værende lovende, gled derefter ud i glemslen og derefter udeladt af ledende makroøkonomiske lærebøger (Palley 2008).¹¹

Den første hypotese går på, at forbrugere ikke er så meget optaget af deres absolutte forbrugsniveau, som de er af deres relative forbrug ift. resten af befolkningen. I Duesenberrys nyttefunktion stiger nytten kun, hvis det individuelle forbrug stiger ift. gennemsnitsforbruget. Dette betyder, at raten mellem det individuelle forbrug og indkomsten vil afhænge af positionen i indkomstfordelingen. Er indkomsten lavere end gennemsnittet, vil raten være høj, idet personen prøver at følge med det nationale gennemsnitsforbrug. Er indkomsten i stedet over gennemsnittet, vil raten være lavere, da en mindre andel af indkomsten skal anvendes til opfyldelse af standardforbruget. Duesenberry tager således udgangspunkt i, at beslutninger vedrørende forbruget træffes via relative forbrugsovervejelser.

Teorien kunne dermed forklare at den marginale forbrugstilbøjelighed var lavere end den gennemsnitlige forbrugstilbøjelighed samt forbrug/indkomstraten, der er konstant på lang sigt. Hvis indkomsten stiger langs en trend, vil den relative fordeling af indkomsten være stabil, og c/y vil derfor

¹¹ Når nu teorien kunne forklare den observerbare udvikling, hvorfor forsvandt den så pludselig? Palley (2008) foreslår, at det skyldes flere ting, bl.a. manglende mulighed for at putte teorien ind i et diagram, hvilket han påpeger nærmest har været et must. Derudover, krævede teorien, at nyttefunktionen blev udvidet, hvilket ikke var ønsket. Slutteligt, kan teorien med sit fokus på relative indkomster og forbrug anvendes som argumentation for et samfund med lighed som et mål. Da teorien blev udviklet i en tid med store politiske spændinger som følge af den kolde krig, var det ikke utænkeligt, at der blev blandet politik ind i diskussionerne. Hvorfor teorien "blev glemt" er dog ikke et diskussionsemne i dette papir.

ikke ændre sig. I takt med indkomsten stiger, vil forbruget stige med samme takt og forholdet mellem dem vil være uændret.

Den anden hypotese er at nuværende forbrug ikke alene bestemmes af det nuværende niveau af hhv. absolut og relativ indkomst, men også af forbrugsniveauet i tidligere perioder. Dette beror på en antagelse om, at det er sværere at justere et allerede opnået niveau af forbrug end at reducere opsparingen i en periode. Har forbrugeren først tillagt sig nogle vaner, er det svært at ændre disse i nedadgående retning.

Dette bevirker, at den samlede opsparingsrate afhænger af niveauet for nuværende indkomst relativt til tidligere topindkomst.

$$\frac{c}{y} = (1 - a_0) - a_1 \frac{y}{\hat{y}}$$

Hvis indkomsten følger en trend, vil indkomstens topniveau altid være seneste periode, hvorfor væksten i indkomsten vil være lig $1+g$, hvor g er væksten i indkomsten. Hvis væksten er 3 %, vil venstresiden være konstant, som data for USA, da Duesenberry udgav sit værk, viste var tilfældet.

Svinger indkomsten derimod om en trend, vil raten c/y variere invers med indkomsten, pga. den negative koefficient af y/\hat{y} . For at udregne den marginale forbrugstilbøjelighedsraten c/y kan multipliceres med y for at opnå

$$c = (1 - a_0)y - a_1 \frac{y^2}{\hat{y}}$$

Den marginale forbrugstilbøjelighed fremkommer derefter ved den partielle afledede af c med respekt til y :

$$MPC = \frac{\partial c}{\partial y} (1 - a_0) - 2a_1 \frac{y}{\hat{y}}$$

Hvis den første ligning angiver gennemsnits tilbøjeligheden på kort sigt med fast topindkomst vil $MPC < APC$, hvilket også var den fremførte sammenhæng.

Duesenberrys teori opfylder kravet om husholdninger som del af et socialt samfund, men dog ikke kravet om den eksplicitte fokus på husholdningernes gældsoptagelse.

Et bud på dette findes i Bhaduri (2010), hvor forbrugsfunktionen foruden at afhænge af en autonom del, indkomsten, formuen, også afhænger eksplicit af gælden. Funktionen er sat sådan op, at flows af ny gæld bidrager positivt til den samlede efterspørgsel, mens beholdningen af allerede optaget gæld bidrager negativt til den samlede efterspørgsel.

Bhaduri opstiller sin funktion på formen:

$$C = c_1 Y + c_2 \frac{dW}{dt} - c_3 \rho D + K_1$$

Hvor de tre konstanter c_1 , c_2 og c_3 alle > 0 og angiver forbrugstilbøjeligheder ift. indkomst, ændring i formue samt gæld. D er husholdningernes gæld, mens K_1 udgør den autonome del af forbruget og W er den private forbrugers formue. Ud fra denne ligning ses, at formueeffekten ikke fungerer gennem formuebeholdningen, men derimod gennem stigninger i fx aktivværdier eller kapitalgevinster.

En af drivkræfterne bag en stigning i formuen kan være højere priser på aktiver, fx stigninger i huspriser eller aktiekurser. For den individuelle ejer af aktiver betyder stigningerne en øget kreditværdighed set fra udlånerens synspunkt. På baggrund af dette, kan kreditrammen udvides. Dette resulterer så i, at beholdningen af gæld, D , stiger hvilket vil have en negativ indflydelse på forbruget, da tilbagebetalingsbyrden stiger. ρ er et udtryk for tilbagebetalingskoefficienten. På makroniveau, er stigningen i aktiverne dog "imaginær" i den betydning, at stigningen ikke kan realiseres på et makroniveau uden at markedet udsættes for nedadgående tendenser. Dette skyldes, at aktiver handles på "margin", hvilket bedst kan illustreres ved effekten ved en stigning i aktiekursen. Hvis aktien stiger med fx 20 %, så vil kun de personer, der først vil sælge, forventes at få gevinsten på de 20 %, så snart alle andre vil sælge, vil salgssiden blive så stor, at kursen automatisk vil begynde at falde.

I Bhaduris model fungerede formueeffekten på forbruget, ved at en stigning i den finansielle formue stimulerede husholdningernes villighed til at forbruge. Dog opererer forfatterne med begrebet virtuel formue, der optræder på fx aktiemarkedet eller boligmarkedet, hvor husholdningerne kan opnå en stigning i formuen, hvormed forbruget stiger. Problemet med denne virtuelle formue kan være, at denne virtuelle formue aldrig bliver realiseret. Så på den ene side, realiseres formue aldrig og forbliver dermed virtuel, på den anden side, har denne virtuelle formue indflydelse på den reale modpart, hvilket sker gennem en øget efterspørgsel.

Denne tanke kan ledes over på de danske husejere, hvor hovedsaligt folk der købte hus før sommeren 2007 kan være teknisk insolvente, da den værdi huset var vurderet til på handelstidspunktet, var udtryk for en virtuel værdi. Nu har de i stedet en gæld, der overstiger den nuværende værdi af huset. Dette faktum må unægteligt have indflydelse på disse husholdningers forbrugsmønstre.

Ovenstående illustrerer, at der findes alternative modeller, hvormed husholdningernes gældsoptagelse kan spille en rolle for økonomien.

5 Husholdningernes bruttogæld bør spille en rolle

Her til sidst, vil fokus dog igen blive rettet mod, hvorvidt bruttogælden udgør et problem, hvorefter også de arbejdsspørgsmål, der vil blive rejst i afhandlingen, vil blive belyst.

Mens der ikke kan stilles spørgsmålstejn ved, hvorvidt der er sket en kraftig balanceoprustning for de danske husholdninger, hvad angår såvel bruttoformuen som bruttogælden, så er der ikke klarhed over, hvad den store bruttogæld betyder for udviklingen i den danske økonomi. Fokus har været rettet mod husholdningernes bruttogæld, men såvel nationalbanken som Europakommission nedtoner betydningen i Danmark, hvilket bl.a. forklares med fordelingen af bruttogæld i forhold til indkomstgrupper, hvor de rigeste husholdninger har optaget størstedelen af gælden.

IMF gør dog opmærksom på, at *"there is no accepted wisdom about whether and how gross debt may restrain economic activity"*(IMF 2012, p. 89). Sammenholdes dette citat med bl.a. Keens påstand om, at privat gæld er overset i konventionel makroøkonomisk teori, åbnes der op for et behov for en nærmere undersøgelse af effekten ved den private gæld.

Målet ved denne afhandling, er derfor netop at bidrage til forståelsen af effekten ved husholdningernes bruttogæld, da dette link ikke synes belyst i tilstrækkelig grad. Det er derfor nødvendigt at udvikle en model, hvormed de kanaler, der forbinder husholdningernes gæld med fx den samlede efterspørgsel, kan undersøges. I dette papir, er forbrugskanalen blevet fremhævet som værende det åbenlyse sted at starte en sådan undersøgelse. Ud over, at se på linket mellem husholdningerne bruttogæld og den økonomiske aktivitet, vil det ligeledes blive diskuteret, om Nationalbanken m.m. vurderer rigtigt, når de siger, at de danske husholdninger ikke er mere sårbare pga. den høje bruttogæld. Det teoretiske spørgsmål om effekten af husholdningernes bruttogæld på den økonomiske aktivitet, vil blive besvaret teoretisk. Besvarelsen vil være understøttet af en undersøgelse af de danske husholdninger, hvorfor det er vigtigt, først at foretage en beskrivelse af situationen for de danske husholdninger, der som beskrevet

i dette papir adskiller sig fra andre sammenlignelige lande, på flere punkter. Modellen vil derfor skulle afspejle det danske system og de særlige institutionelle kendetegn, der er ved det danske samfund, hvorfor dens konklusioner ikke ukritisk vil kunne anvendes på andre lande.

Afhandlingen vil blive foretaget ved hjælp af tre arbejdsspørgsmål:

1. *Hvorfor adskiller de danske husholdningers bruttogæld og bruttoformue sig væsentligt fra andre landes opgørelser?*

For at besvare dette spørgsmål, skal der foretages en dybere analyse af forholdene i den danske husholdningssektor, samt en analyse af udviklingen i sektoren og sammenholde denne med andre landes husholdningssektor.

2. *Kan landene sammenlignes?*

Såfremt der er tale om væsentlige strukturelle forskelle mellem de enkelte lande, giver det så overhovedet mening, at sammenligne husholdningernes gæld på tværs af landene?

3. *Udgør de danske husholdningers høje bruttogæld en trussel for den danske økonomi? Her tænkes der på såvel husholdningernes egen sårbarhed som den danske økonomi som helhed.*

Da der tilsyneladende ikke findes hverken teoretisk eller empirisk forankret konsensus om effekten af høj bruttogæld hos husholdningerne, kræver undersøgelsen af dette spørgsmål, at der i afhandlingen opbygges et fundament, hvorfra analysen kan foretages.

Det modelmæssige grundlag hvormed dette fundament vil blive opbygget er de såkaldte Stock-flow-konsistente modeller, hvor netop ændringer i beholdninger og flows og deres gensidige interdependens kan undersøges. Det vil derfor der muligt at undersøge denne undren, *“But does this empirical observation mean that economic expansion based on increasing household debt is necessarily bound to collapse for systemic reasons related to stock-flow or stock-stock dynamics? (Hein 2012)*

6 Konklusion

Hvor der de seneste år har været levende debatter om betydningen af den offentlige gæld størrelse, fx illustreret i USA eller ved det store fokus på gældskravet i EU på de 60 % af BNP, så har debatten været mindre, når det kommer til den private gæld.

Der har ganske vist med jævne mellemrum været bragt avisartikler med påstande som, at danskerne er det mest forgældede folkefærd, hvorefter næste uges artikel har fortalt at hver dansker har en nettoformue på flere hundrede tusinde kroner.

Dette papir har søgt at belyse dette, og konklusionen må umiddelbart være, at begge påstande er korrekte. De danske husholdninger sparer op og optager gæld på samme tid, hvilket muliggør denne simultane opbygning af aktiver på den ene side og gæld på den anden side.

I perioden fra 1995 og frem har de danske husholdninger desuden oplevet en stor stigning i såvel boligformue, pensionsformue som anden finansiel formue. På samme tidspunkt, er de danske husholdningers bruttogæld steget til at udgøre godt 300 % af den disponible indkomst.

Konsekvensen ved denne høje bruttogæld er ligeledes søgt undersøgt i dette papir.

På den ene side, viser undersøgelser, at gæld er væksthæmmende indtil gælden rammer 85 % af BNP, hvorefter den bliver væksthæmmende.

På den anden side, siger IMF at der ikke findes accepteret konsensus om hvorvidt bruttogælden virkelig sætter begrænsninger for den økonomiske aktivitet. At det skulle være tilfældet kan belyses af, at fx Steve Keen siger, at privat gæld ikke har været ordentlig undersøgt inden for makroøkonomisk teori, mens Krugman samtidig argumenterer for, at der højst kan være en mild korrelation mellem gæld og vækst, men at kausaliteten går den omvendte vej.

For Danmarks vedkommende, advarede IMF og Europa-kommissionen mod den høje gæld, men sidstnævnte har efterfølgende i lighed med Nationalbanken vurderet, at den høje gæld ikke udgør den store trussel for de danske husholdninger, bl.a. på baggrund af fordelingen af gælden.

Der er dermed ikke enighed om gældens indflydelse på realøkonomien.

En af de transmissionsmekanismer, hvorved gælden kan få indflydelse, er gennem forbruget. Der er i papiret gennemgået udviklingen i de danske husholdningers forbrug i perioden, mens flere forskellige forbrugsteorier er blevet gennemgået og kort diskuteret.

Det vurderes, at den faktiske anvendelse af de finansielle markeder, har overskredet grænsen for, hvad der i livscyklusmodellerne karakteriseres som rationel planlægning for at udjævne forbruget over livsforløbet.

Det konkluderes derfor, at der dels er behov for at se på, hvorfor de danske husholdninger skiller sig ud fra andre landes husholdninger hvad angår bruttogæld, opsparing og forbrug, samt en nærmere undersøgelse af konsekvenserne ved de danske husholdningers høje bruttogæld i forhold deres disponible indkomst.

Netop disse emner vil være centrale i den kommende afhandling.

7 Litteraturliste

Arbejderbevægelsens erhvervsråd(2013): *Opsparingsoverskud I den private sektor på ekstremt rekordniveau*, 2013.

Cevea(2012): *Gældskrisen er skabt i den private sektor*, 2012.

Cynamon og Fazzari(2013): *Household Spending and Debt: Source of Past Growth – Seeds of Recent Collapse*, del af *After the Great Recession: The Struggle for Economic Recovery and Growth*, ed. Cynamon, Fazzari, Setterfield, New York: Cambridge University Press, 2013, Chapter 6, 129-157.

Danmarks Nationalbank(2006): *Finansiel stabilitet 2006*, pp. 48-57.

Danmarks Nationalbank(2011): *Husholdningernes balancer og Gæld – et internationalt landestudie*, Kvartalsoversigt 4. kvartal, del 2, pp. 39 – 81, 2011.

Danmarks Nationalbank(2012): *Familiernes formue og Gæld*, Kvartalsoversigt 2. kvartal, del 2, pp. 1 – 40, 2012.

Danmarks Nationalbank(2013): *Forbrug, Indkomst og Formue*, Kvartalsoversigt 2. Kvartal, del 2, pp. 51 - 94, 2013

Eggertsson og Krugman(2012): *Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach*, Quarterly Journal of Economics(2012), pp. 1469-1513.

Europa-Kommissionen(2013): *Arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene*, Dybdegående undersøgelse af Danmark i henhold til artikel 5 i forordningen (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomisk ubalancer.

Finansrådet (2007): *Lån til forbrug – en undersøgelse af markedet for lån til forbrug*, 1997.

Gali(2008): *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle - An Introduction to the New Keynesian Framework*, Princeton University Press, 2008

Godley(1999): *Seven Unsustainable Processes – Medium-Term Prospects and Policies for the United States and the World*, Special Report, Levy Economics Institute, 1999.

Godley og Zezza(2006): *Debt and Lending: A Cri de Coeur*, Policy Note, The Levy Economics Institute of Bard College, 2006.

Gärtner(2009): *Macroeconomics*, 3rd udgave, Pearson Education Limited, Prentice Hall 2009.

Hein(2012): *Finance-dominated capitalism, re-distribution, household debt and financial fragility in a Kaleckian distribution and growth model*, PSL Quarterly Review, vol. 65 n. 260(2012) 11-51.

Keen(2009): *Household Debt: The Final Stage in an Artificially Extended Ponzi Bubble*, Policy Forum: Household Debt, The Australian Economic Review, vol. 42, no. 3, pp. 347-357

IMF (2012): *Dealing with Household Debt*

Kim og Isaac(2010): *The Macrodynamics of Household Debt*, Trinity College Department of Economics Working Paper 10-10

Krugman(2011): *Debt is (Mostly) Money We Owe to Ourselves*, The New York Times, December 28th 2011.

Krugman(2013): *Debt and Growth: the State of the Debate*, The New York Times, May 31st 2013.

Kumhof, Ranciére og Winant(2013): *Inequality, Leverage and Crises*, draft june 17, 2013.

Mankiw(2003): *Macroeconomics*, 5th udgave, Worth Publishers 2003

OECD(2006): *Has the Rise in Debt Made Household More Vulnerable?*, OECD Economic Outlook 80, III, 2006.

Palley(2008): *The Relative Income Theory of Consumption: A Synthetic Keynes-Duesenberry-Friedman Model*, Working Paper no, 170, PERI, UMASS, 2008

Reinhart og Rogoff(2010): *Growth in a Time of Debt*, American Economic Review, May 2010, pp. 573-578.

Økonomi- og Erhvervsministeriet(2012): *Familiernes økonomi*, økonomisk tema nr. 10, august 2010.