

DANMARKS NATIONALBANK

DE VIGTIGSTE FOKUSOMRÅDER FOR DE DANSKE PENGEINSTITUTTER, SET I ET NATIONALT OG GLOBALT ØKONOMISK PERSPEKTIV

Nationalbankdirektør Per Callesen, 3S Bestyrelsesseminar 2. oktober 2017



DANMARKS
NATIONALBANK

Vigtigste fokusområder

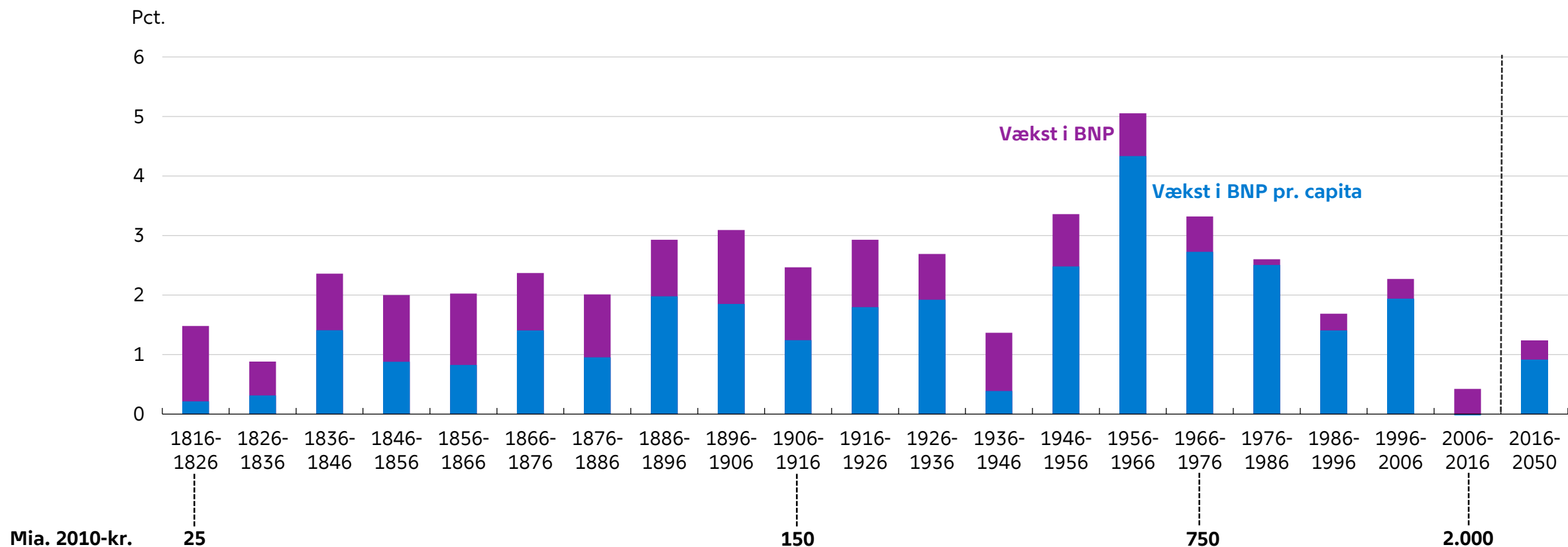
- Økonomisk vækst i samfundet
- Ubalancer i samfundsøkonomien
- Kreditvækst
- Kreditkvalitet
- Håndtering af nødlidende institutter

**Hvilken vækst i BNP er realistisk
på længere sigt?**



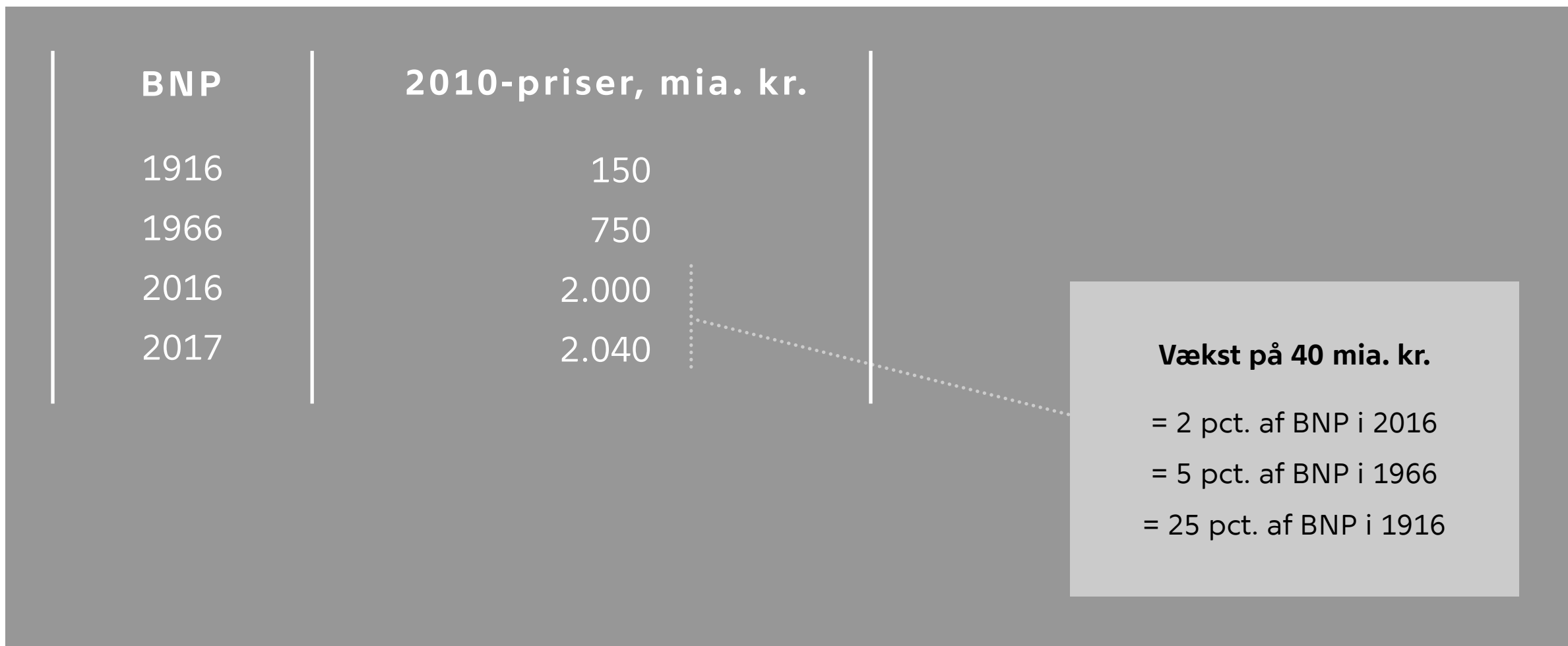
DANMARKS
NATIONALBANK

Den underliggende vækstrate er lavere i dag end tidligere



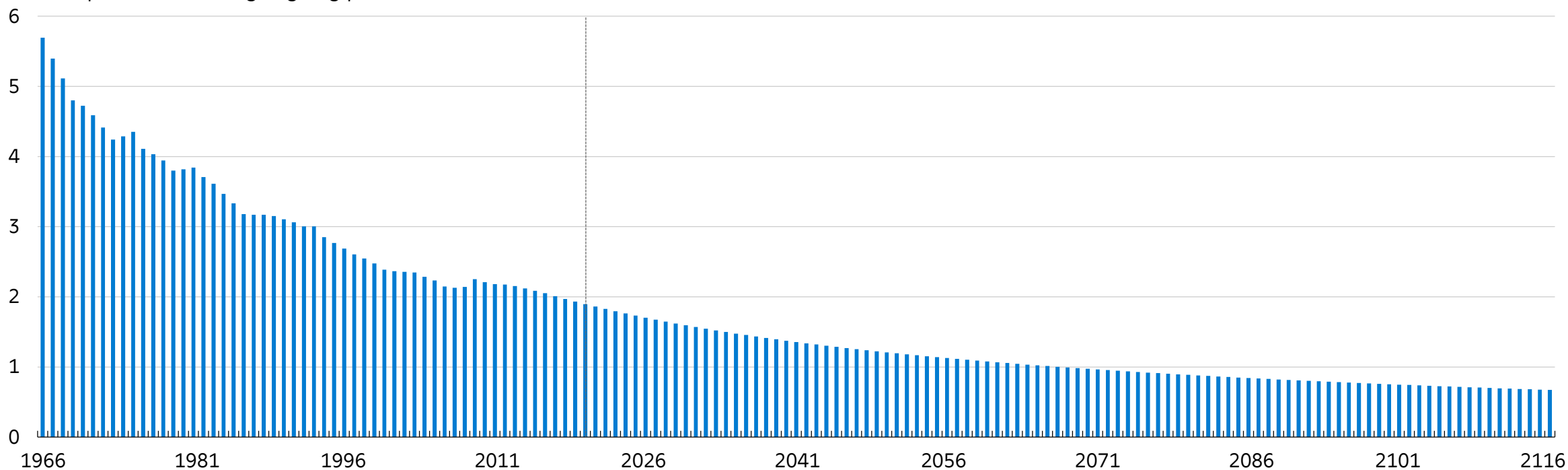
Anm.: Fremskrivning fra OECD.
Kilde: Kim Abildgren.

Hvad er vækst?



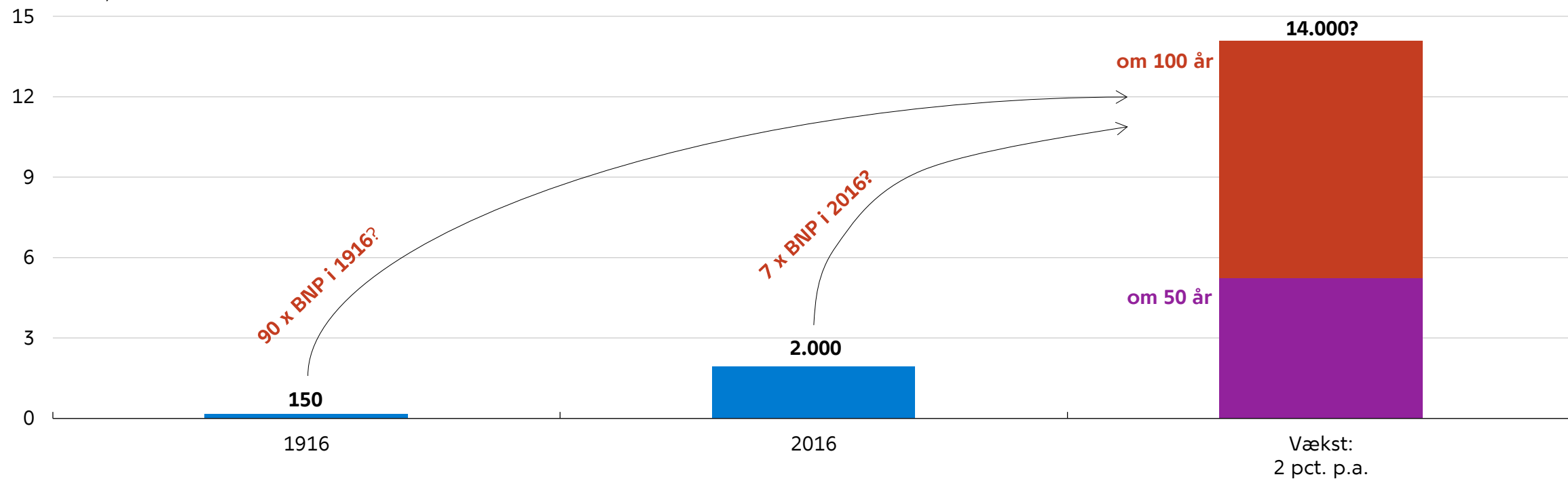
BNP-vækstraten kan ikke ses isoleret fra BNP-niveauet

Vækst i procent med årlig stigning på 40 mia. kr. i BNP



BNP-vækstraten kan ikke ses isoleret fra BNP-niveauet

Realt BNP, mia. 2010-kr.



Konjunkturbilledet



DANMARKS
NATIONALBANK

Prognose: højkonjunktur uden overophedning



BNP



FORBRUGERPRISER



BESKÆFTIGELSE

+60.000

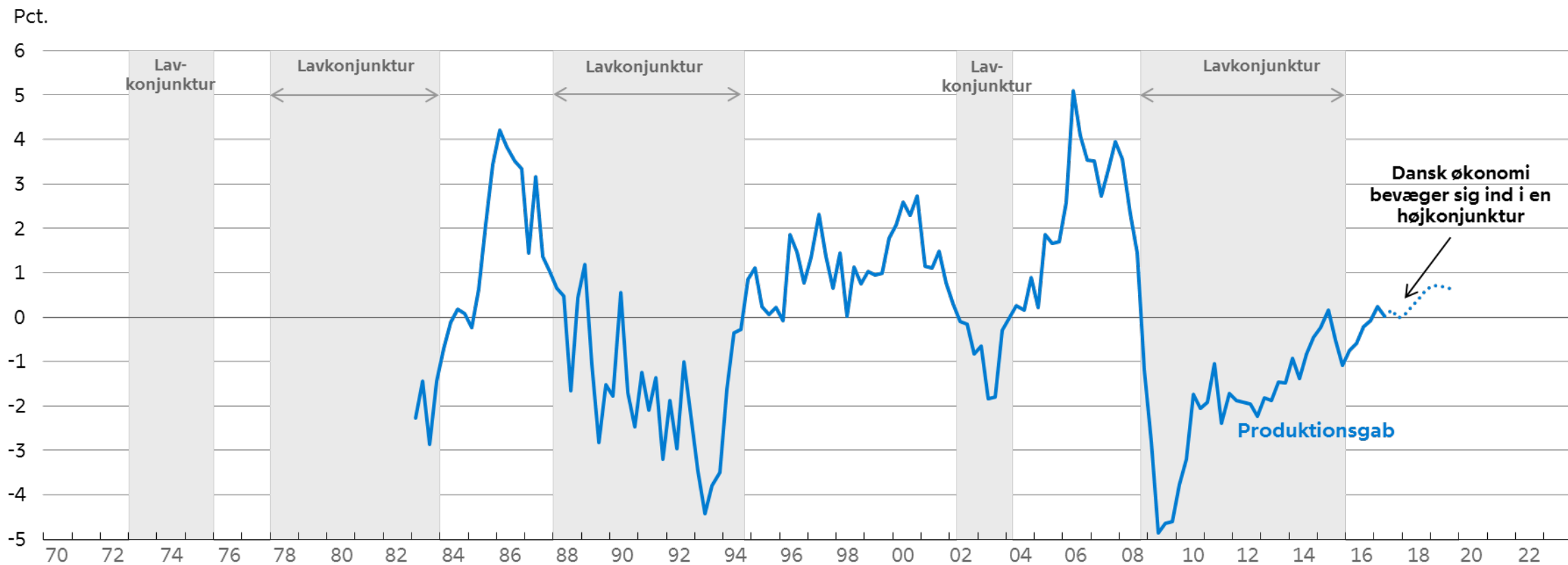
Frem mod slutningen af 2019



LØNSTIGNINGER

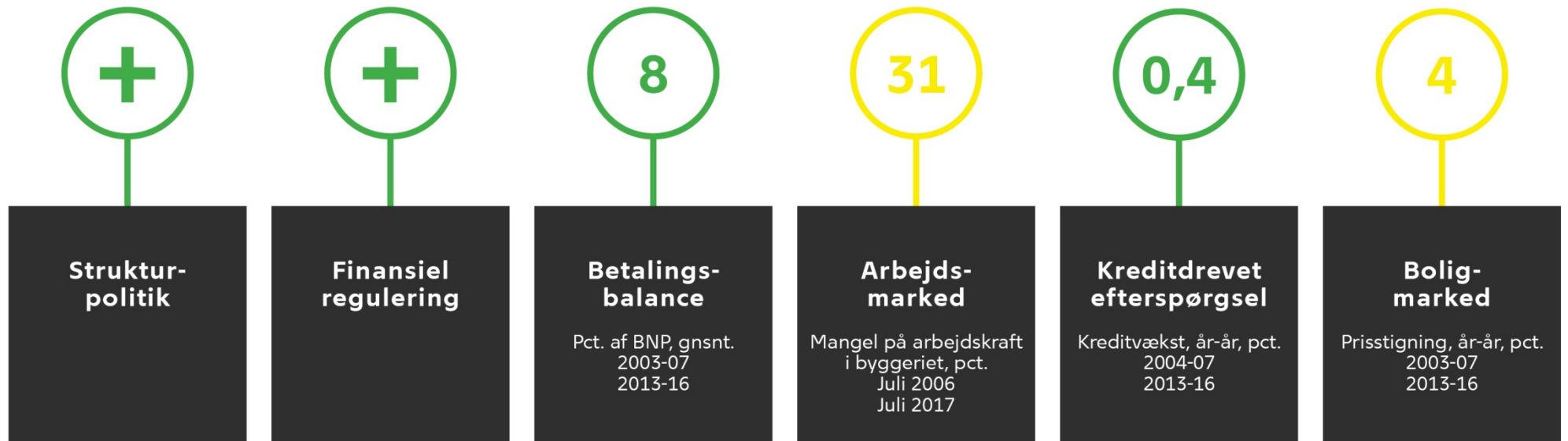


Tre lange lavkonjunkturer efter overophedning de seneste fire årtier



Grunde til opsvinget har været bedre balanceret end i 00'erne

AKTUELT OPSVING

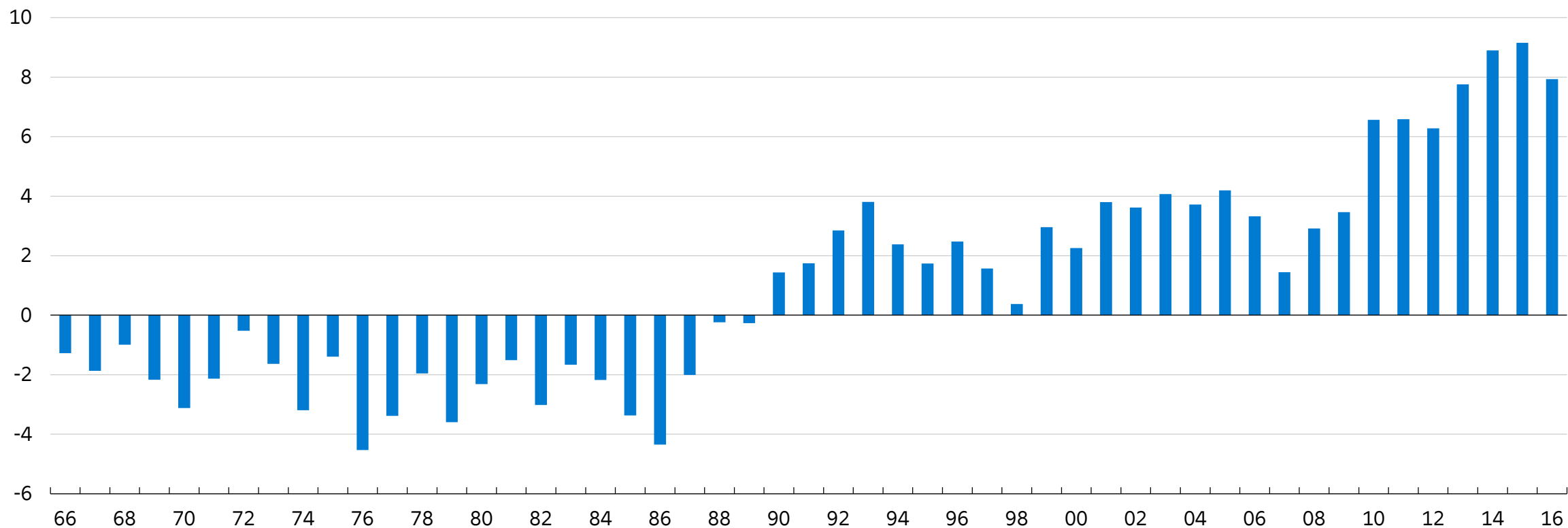


OPSVINGET I 00'ERNE

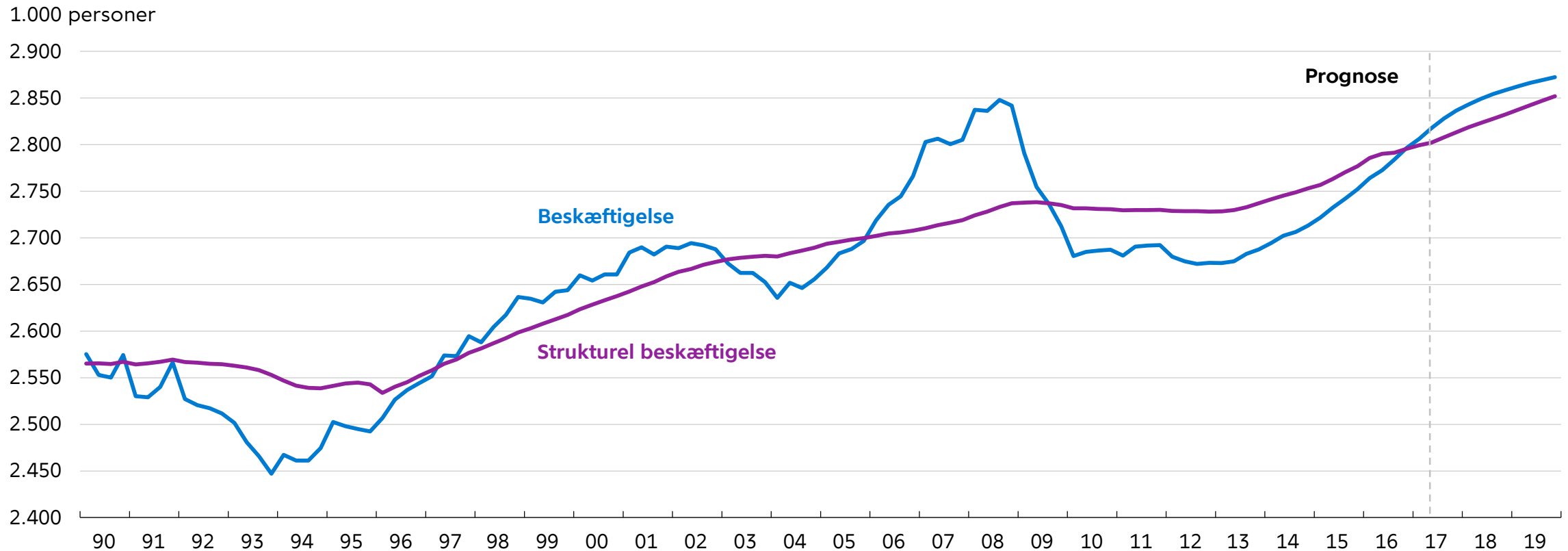


Betalingsbalancen giver god plads til øget import

Pct. af BNP

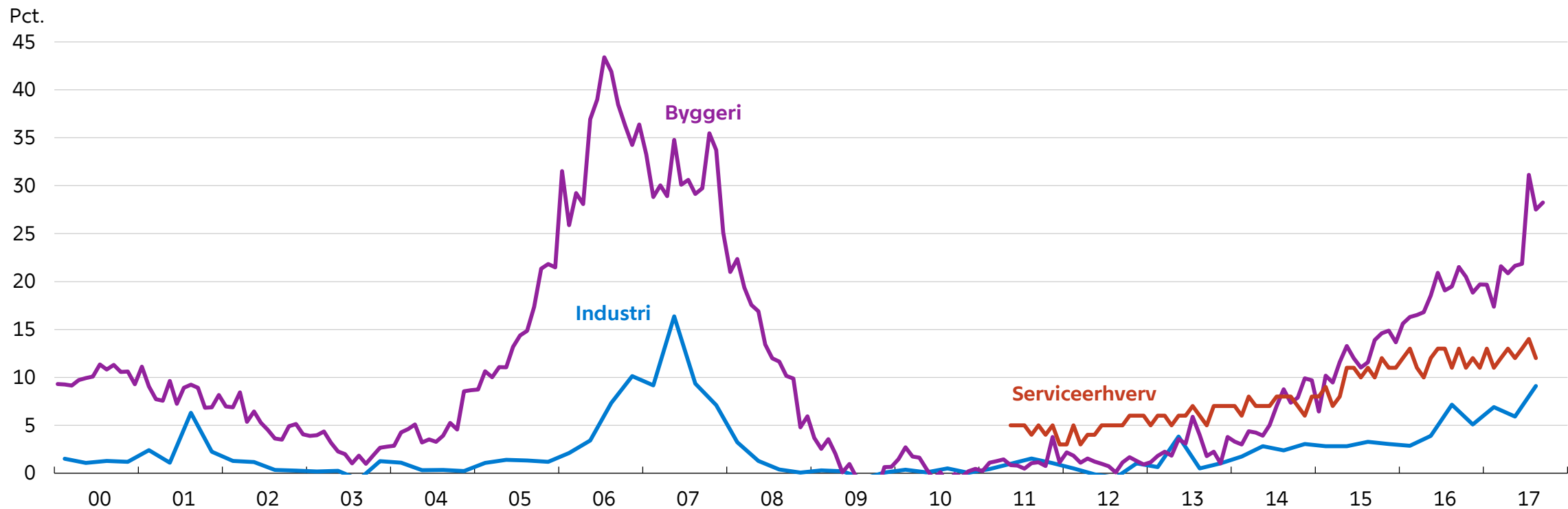


BNP-vækst over potentialet de kommende år – skærper kravene til arbejdsudbuddet



Kilde: Danmarks Nationalbank:

Mangel på arbejdskraft er blevet mere udtalt



Note: Andel af virksomheder (størrelseskorrigeret) der angiver mangel på arbejdskraft som en produktionsbegrænsende faktor



Økonomisk politik

(Fortsat lave importerede renter)

Finanspolitikken bør ikke skubbe yderligere til efterspørgslen

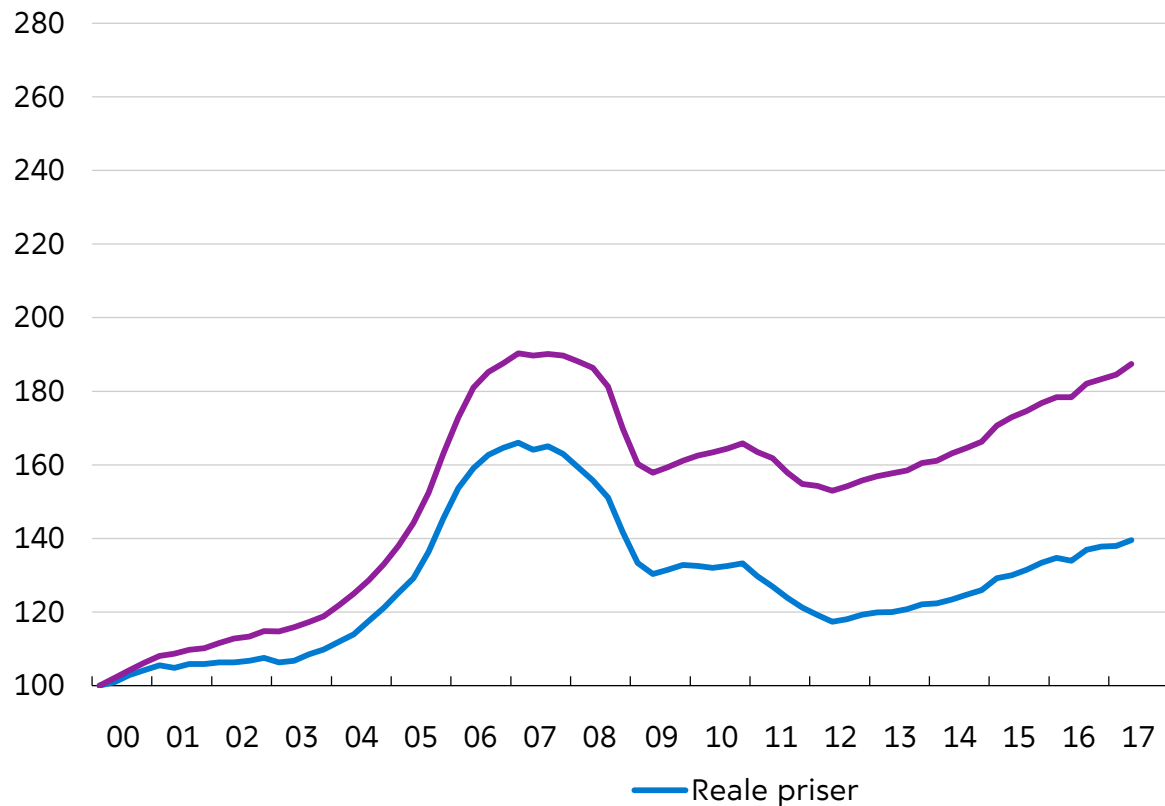
Regeringen bør være forberedt på at kunne iværksætte en finanspolitisk opstramning

Man bør ikke forlade sig på, at yderligere strukturreformer kan afhjælpe det aktuelle pres på arbejdsmarkedet – men strukturreformer kan skabe stabilitet og velstand på længere sigt

Fremgang på boligmarkedet

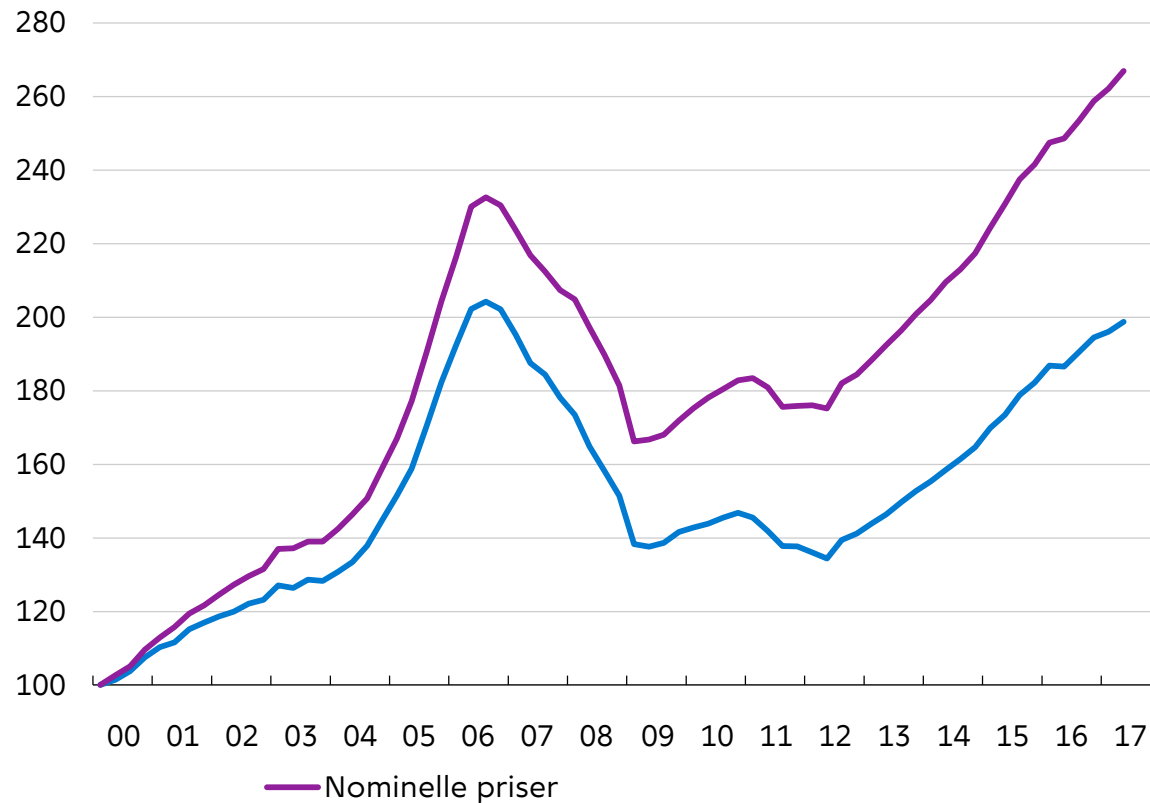
Huspriser

Indeks, 2000 = 100



Lejlighedspriser

Indeks, 2000 = 100



Boligskatteaftale bidrager til at stabilisere boligmarkedet

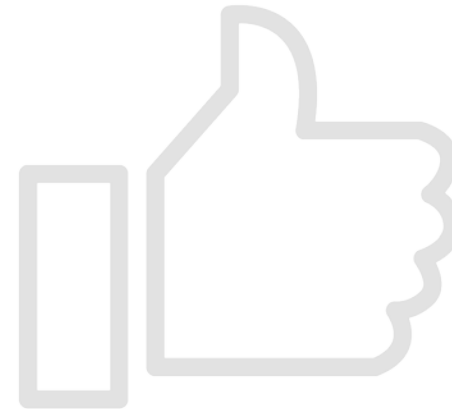
Boligskatterne dæmper udsving i boligpriserne fra 2021



Aftalen kan allerede i dag dæmpe prisudviklingen i hovedstaden



Ingen klar gevinst ved at købe bolig for at få skatterabat

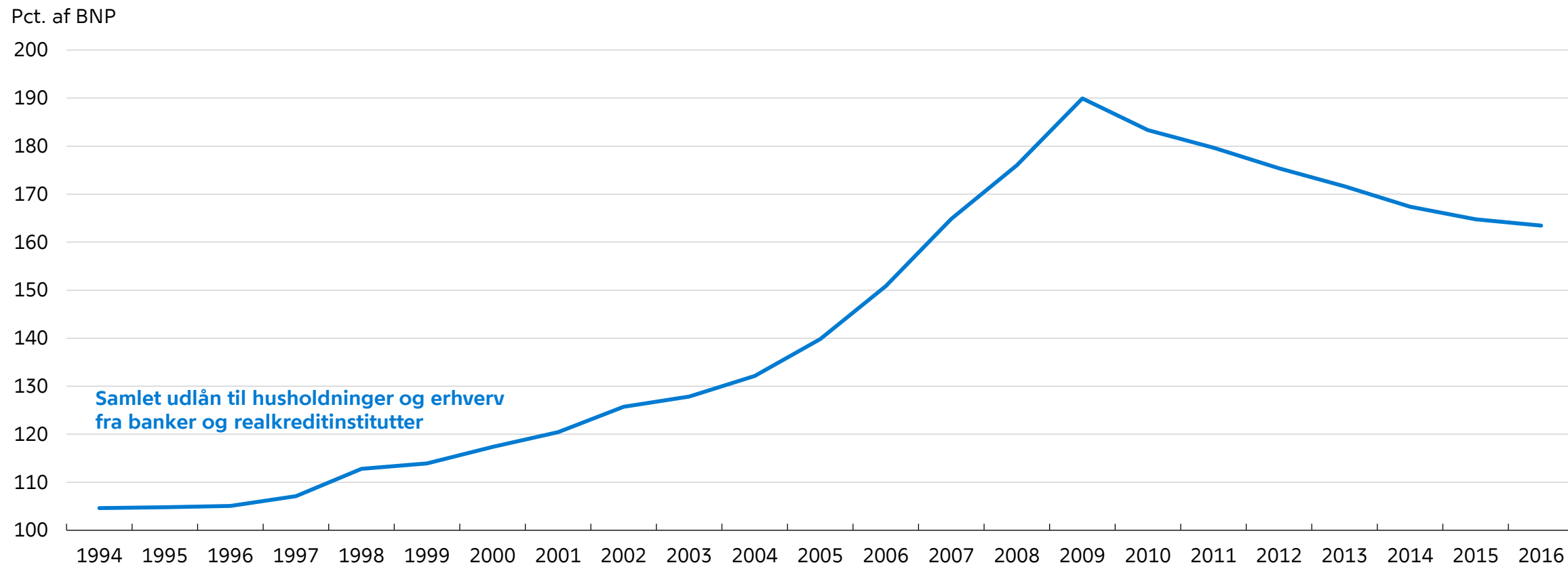


Kreditvækst



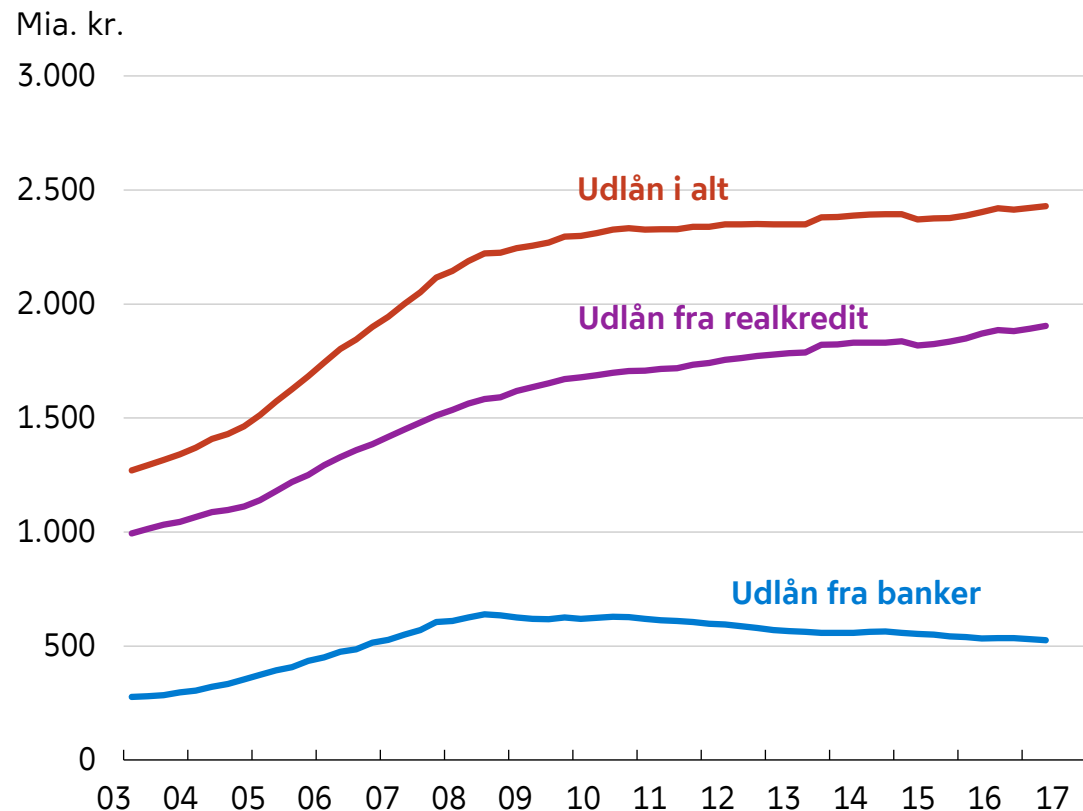
DANMARKS
NATIONALBANK

Opsvinget er ikke drevet af kreditvækst

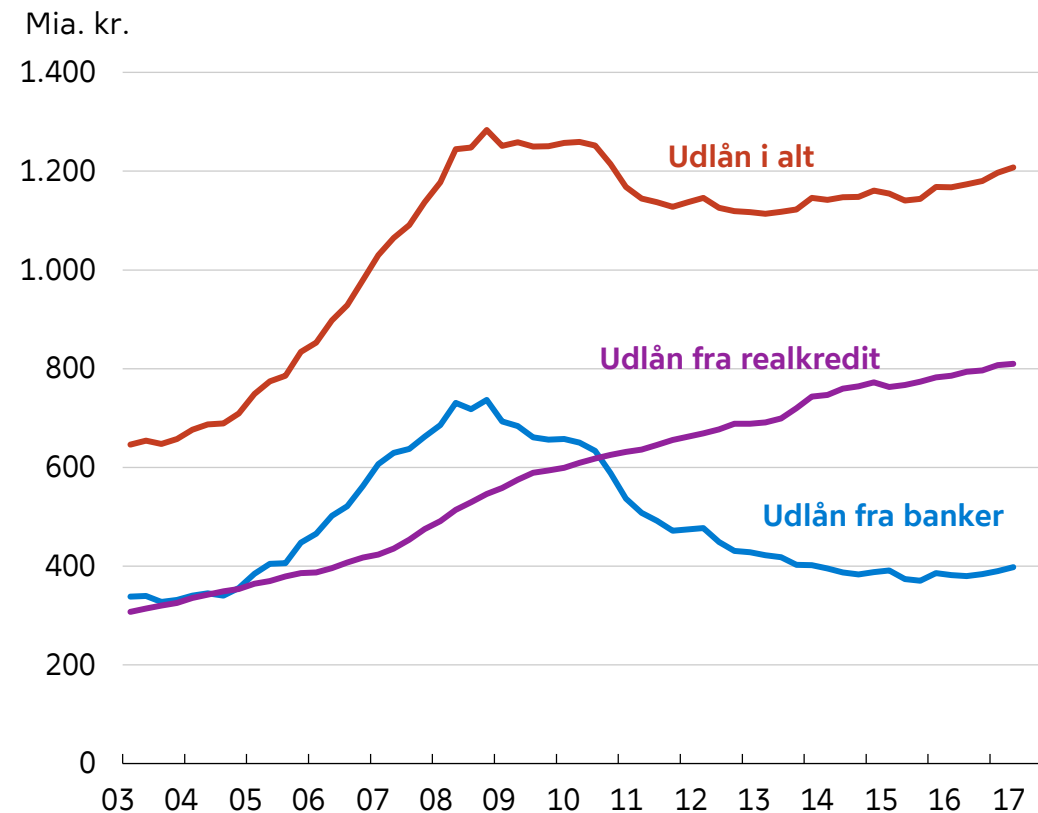


Væksten i udlån kommer primært fra realkredit

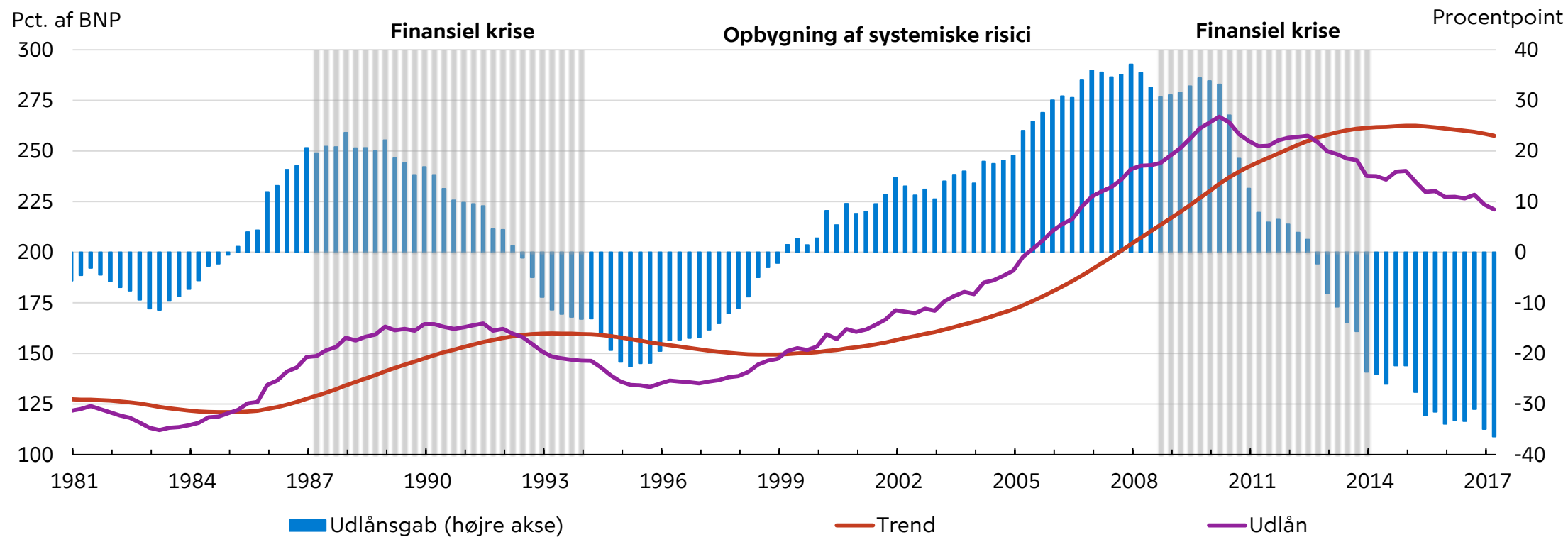
Udlån til husholdninger



Udlån til erhverv

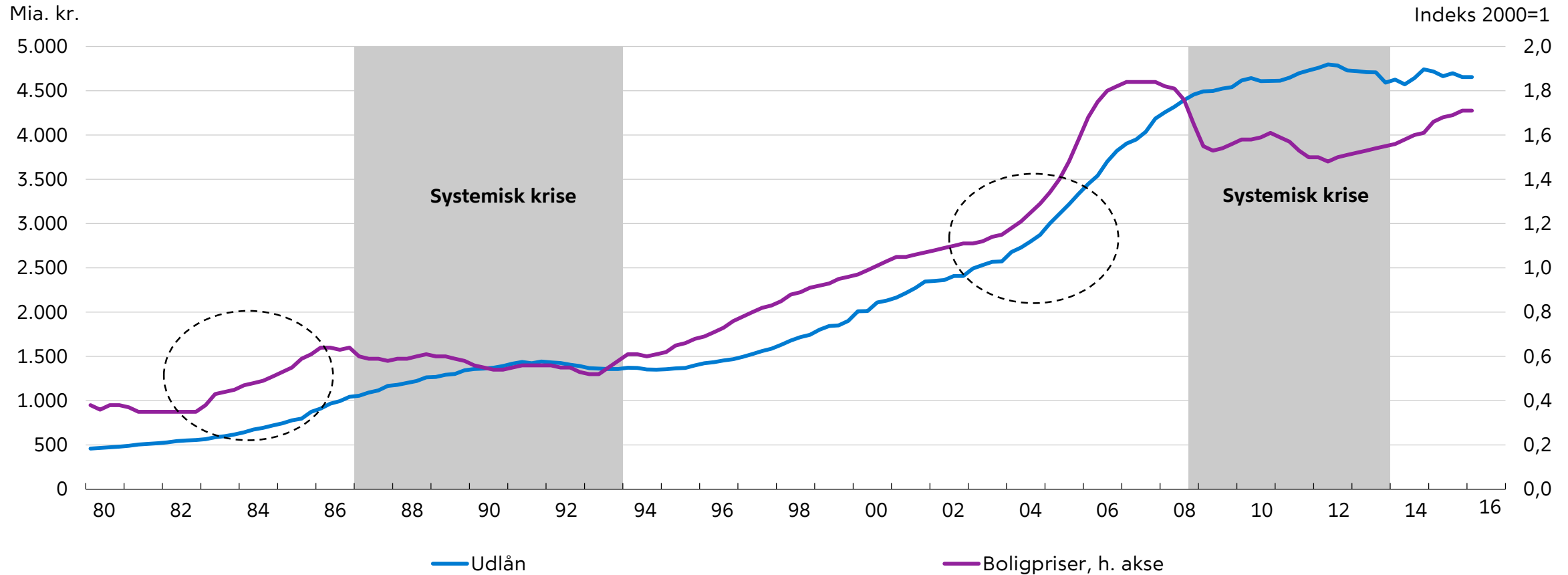


Pas på fortolkning af udlånsgab



Note: Udlånsgab for husholdninger og erhverv er defineret som afvigelser mellem udlån/BNP og en langsigtet trend.

Stigninger i boligpriser og kreditvækst forud for systemiske kriser

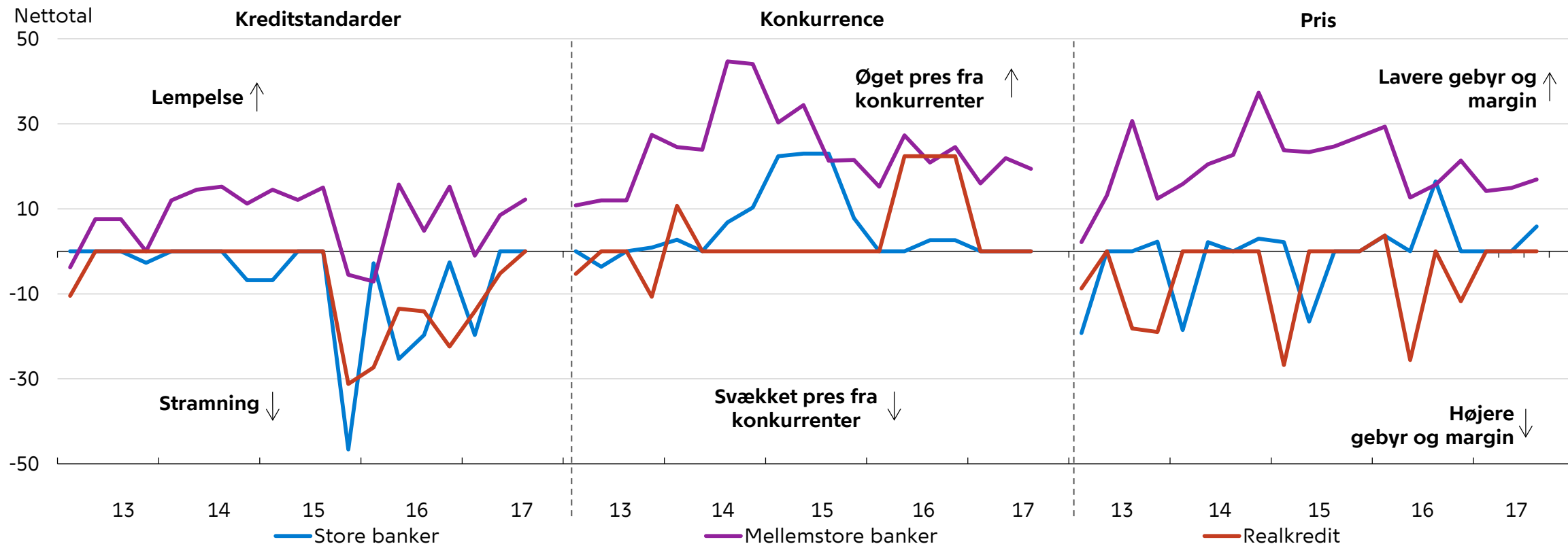


Note: Udlån omfatter udlån til husholdninger og MFI-sektoren. Boligpriser er givet ved priser på en-familiehuse



Det er især de mellemstore banker, der slækker på kreditstandarder

Udlån til husholdninger

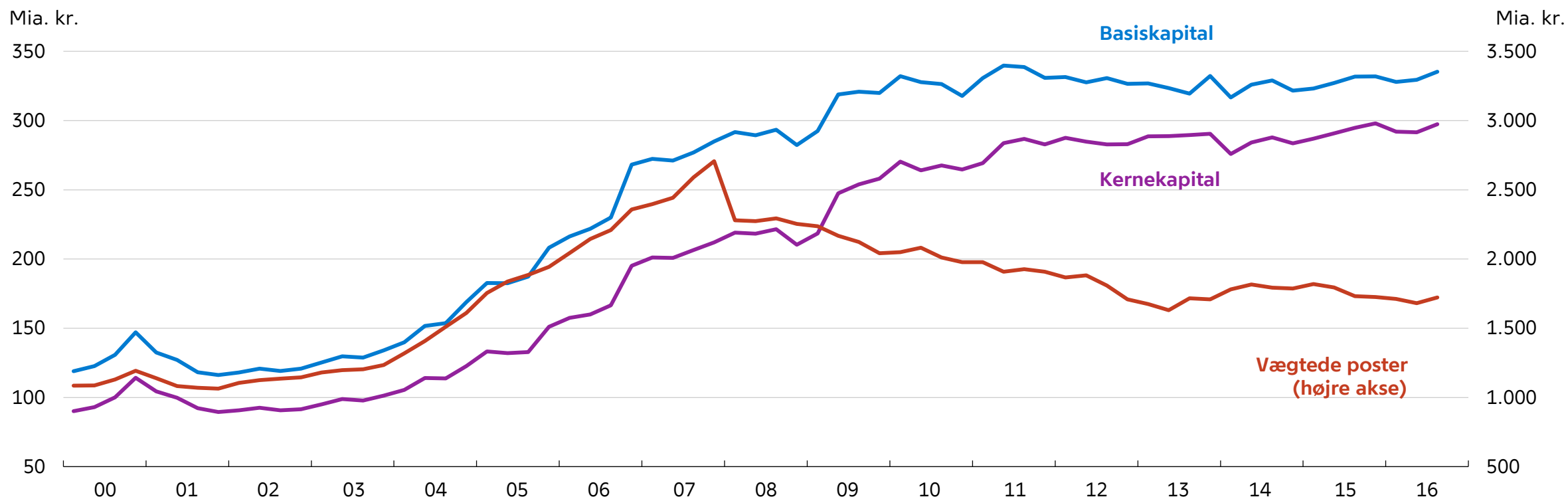


Regulering



DANMARKS
NATIONALBANK

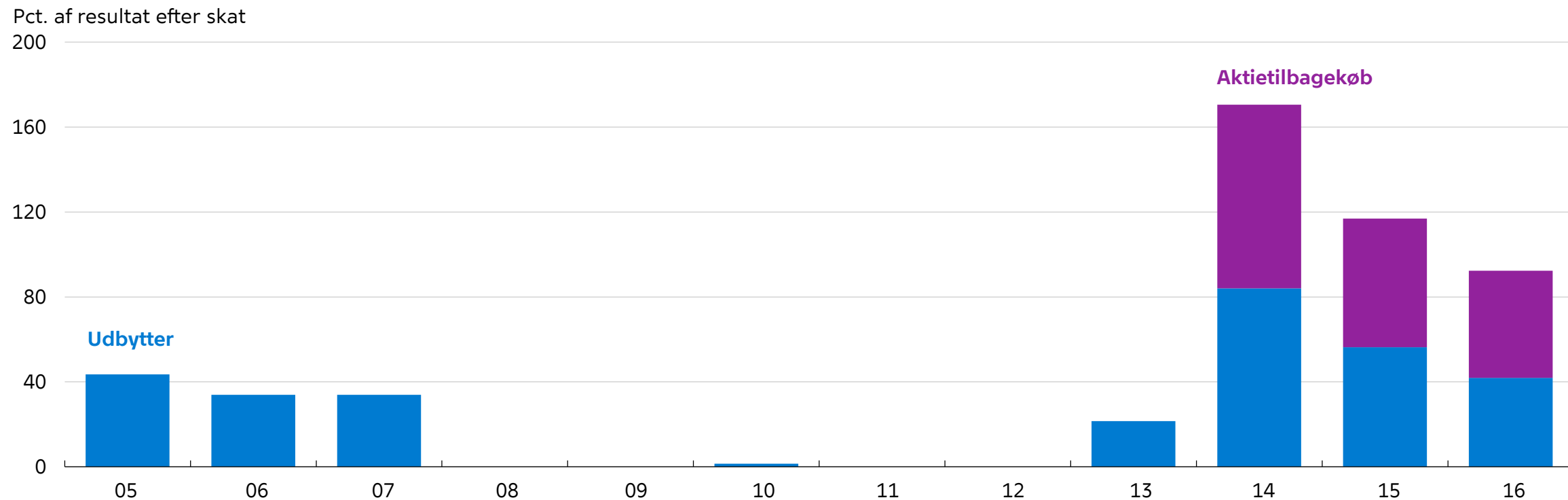
Bankernes kapitalprocenter er steget efter krisen – men stigningen er primært drevet af faldende risikovægtede poster



Kilde: Finanstilsynet og egne beregninger.
Anm.: Kapitalprocenterne er angivet for pengeinstitutterne i Finanstilsynets gruppe 1-3.



Stigning i børsnoterede bankers udbetalinger til aktionærer



Anm.: Figuren viser regnskaber for koncernerne Danske Bank, Jyske Bank og Sydbank.
Kilde: Thomson Reuters, årsregnskaber, selskabsmeddelelser og egne beregninger.

Afvikling af SIFI'er

- Skal gøre op med "too-big-to-fail" og dermed sikre mere lige konkurrence
- Videreførelse og restrukturering af SIFI'erne skal baseres på kreditorernes midler
- Det kræver:
 - Fastsættelse af NEP-krav
 - Troværdige afviklings- og genopretningsplaner

Vi er tættere på at have rammerne for afvikling på plads, men der udestår fortsat vigtige elementer – bl.a. afvikling af realkreditinstitutter

Afvikling af små og mellemstore banker

- Valgfrihed ved beskyttelsesniveau af kreditorer via kapitalniveau
 - hvor simple kreditorer er beskyttet, lige så meget som i en SIFI
- Sikring af simple kreditorer er et valg, men ikke nødvendigt for finansiel stabilitet
- Simple kreditorer: Brug klar og retvisende kommunikation
- Skal afvikles og ikke videreføres, derfor ikke behov for rekapitalisering
 - Kommissionen har netop statsstøttegodkendt "Bankpakke 3"-ordning
- Hvis man mener, at et institut skal afvikles som SIFI, skal der være fuld afviklingsplan og individuelt fastsat NEP-krav som en SIFI.

VÆKSTPROCENTER, REFORMER OG OPHEDNINGSRISICI¹

2. oktober 2017

Økonomisk vækst er ofte til debat. I det følgende uddybes, hvorfor væksten i bruttonationalproduktet, BNP, fremover kan forventes at blive lavere, end det har været tilfældet over de seneste årtier. Herefter ses på farerne ved overophedning på kort sigt, og om strukturreformer har potentialet til at modgå det. Der afsluttes med en boks om fortolkning af vækstprocenter.

Hvad kan man realistisk forvente, at væksten vil være i det lange løb?

Den mulige produktion i et samfund, dvs. den økonomiske kapacitet, er bestemt af, hvor meget der arbejdes, hvor stort et kapitalapparat der er til rådighed, og hvor "smart" der arbejdes (produktiviteten). Jo større den økonomisk aktivitet er, des mere efterspørgsel er der plads til. Efterspørgslen efter varer og tjenester kan dog også dækkes af import.

Den underliggende eller strukturelle vækst i den økonomiske kapacitet bestemmes af den underliggende udvikling i produktivitet og præsteret arbejdstid, men på kort sigt kan væksten være over eller under det strukturelle niveau, afhængigt af efterspørgslen.

Væsentlige ubalancer mellem efterspørgsel og den økonomiske kapacitet fører til inflation eller deflation. Derfor er en god balance i realøkonomien det afgørende for værdien af penge og finansielle aktiver og passiver.

Der er flere grunde til, at økonomiens fremtidige vækstrater, og dermed udvidelse af den økonomiske kapacitet, formentlig vil være mindre end i 1900-tallet. Den mest oplagte forklaring er den demografiske ændring fra en stigende til en stagnerende befolkning med flere på pension. Hertil kommer, at det historiske løft, der er sket i kvinders erhvervsfrekvens, ikke kan gentages.

Desuden er der over de sidste 10-20 år indtruffet en forholdsvis markant afdæmpning af vækstraterne i produktiviteten. En del af dette skyldes skiftet i økonomiernes struktur bort fra landbrug og industri over mod serviceerhverv, hvor de tekniske muligheder for effektivisering har været mindre. For andre dele af afdæmpningen er årsagen ikke helt åbenlys. Det er ikke et specielt dansk fænomen, men gælder i næsten hele den vestlige verden. I OECD's fremskrivninger regnes med årlige BNP-vækstrater på 1,5-2,0 pct. i de vestlige lande på langt sigt. Det er mindre end over de forudgående 50 år.

Ét spørgsmål er, om yderligere strukturreformer kan ændre disse udsigter. Generelt er der gode grunde til at gennemføre strukturreformer, da de kan medvirke til at øge økonomiens kapacitet. Ved vellykkede strukturreformer bliver den økonomiske kapacitet højere end den ellers ville blive.

¹ Papiret er baggrundsmateriale for et indlæg på 35 bestyrelsesseminar den 2. okt. 2017. Beregningerne af vækstprocenter mv. har endvidere været anvendt i indlæg for LOPI den 18. maj og i et interview i Børsen den 6. juli 2017.

Men det er langt fra oplagt, at reformer kan give højere vækstprocenter i fremtiden, end det vi har set tidligere.

For det første stammer hovedparten af vores teknologiske fremskridt fra udlandet. Danmark er en del af den vestlige verden, hvor produktiviteten i forvejen er højest. Der er ikke – som i fattigere lande – et stort urealiseret potentiale for lette gevinster ved at kopiere, hvad andre har gjort. Det er ikke realistisk, at Danmarks produktivitet over en længere periode skulle stige hurtigere end de lande, som vi bedst sammenlignes med.

For det andet skal der sondres mellem niveau og vækst. Mange strukturreformer kan have potentiale til at løfte produktionsniveauet, fx ved at løfte arbejdsudbuddet. Det vil i en overgang øge økonomiens vækstrate. Men det er et meget stort krav at stille, at strukturreformer skal kunne løfte vækstraten permanent – dvs. ikke kun give et niveauløft, men stimuli, der er konstant accelererende i størrelse over tid. I forhold til vækstraten fokuseres i økonomisk teori ofte på forskning og udvikling, mens det er mere omdiskuteret hvilken politik, der kan medføre både større ressourceforbrug og flere resultater fra forskning og udvikling.

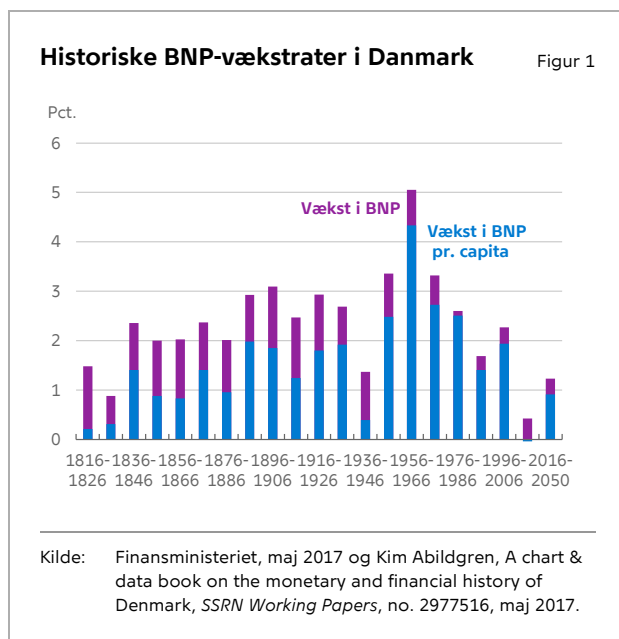
For det tredje har man historisk – både i Danmark og internationalt – i den økonomiske politik vedvarende øget – eller søgt at øge - produktionspotentialet med bl.a. øget frihandel, stærkere konkurrence, uddannelse, forskning og incitamenter til at arbejde mere og være mere produktiv. Det er også lykkedes, og der kan gøres mere. Men for at få højere vækst fremadrettet er kravet dermed ikke kun, at der gøres mere, det skal faktisk gøres i et tempo, som er højere end med de strukturreformer, der er gennemført historisk.

Endelig kan betydningen af vækstprocenter ikke ses uafhængigt af, hvor højt niveauet for BNP er blevet, jf. boks 1 sidst i papiret. Eksempelvis er den ventede stigning i BNP ca. 40 mia. kr. i 2017. Det er en vækst (i forhold til 2016) på ca. 2 pct. Men i 1960'erne ville en BNP-vækst på 40 mia. nutidskroner være en vækst på 5-6 pct. – fordi BNP var så meget lavere. Det kan være sværere at opnå høje vækstprocenter, jo højere BNP bliver.

Væksten kan ligge over den underliggende udvidelse af kapaciteten, men kun kortvarigt

Det underliggende potentiale for vækst, dvs. hastigheden hvormed produktionen kan stige, skal ikke forveksles med kortsigtede konjunkturbevægelser drevet af udsving i efterspørgslen. Den gennemsnitlige vækst herhjemme har over de seneste 20 år været ca. 1,5 pct., jf. figur 1. Perioden rummer både en overophedning og en dyb lavkonjunktur, så det er vanskeligt at udlede noget om den strukturelle vækstrate, men den er efter alt at dømme lavere end i de forudgående årtier. Der kan sagtens være et eller flere år i træk med en højere årlig vækst end den strukturelle, fx i en konjunkturopgang.

Over længere perioder hænger aktuel og strukturel vækst dog sammen. Risikoen ved for hastig vækst på kortere sigt, dvs. for at der opbygges ubalancer i økonomien, er nemlig lange efterfølgende tilbageslag med lav eller negativ vækst. I tre af de sidste fire årtier har dansk økonomi efter overophedninger oplevet lange tilbageslag, som har varet op til syv år.



Risikoen for ubalancer opstår ofte, hvis man overvurderer den indenlandske kapacitet og udløser for megen efterspørgsel, fx med ekspansiv finanspolitik eller lempelser af den finansielle regulering. Det er ikke god økonomisk politik at gøre sådan i et opsving, hvor den faktiske vækst overstiger den strukturelle.

Den aktuelle situation (efteråret 2017)

De traditionelt vigtigste områder for ubalancer i økonomien er boligmarkedet, arbejdsmarkedet og kreditvæksten fra de finansielle institutioner. Boligmarkedet har nu været i fremgang i en årrække, men med undtagelse af markedet for ejerlejligheder er det ikke overophedet, endnu. Arbejdsmarkedet har også været i klar fremgang, og der er et stigende pres med tegn på mangel på arbejdskraft. Men heller ikke arbejdsmarkedet set under ét kan siges at være overophedet, endnu. Udlånvæksten har hidtil været begrænset under det igangværende opsving. Det er et tegn på, at efterspørgslen fortrinsvis har været drevet af tjente og opsparede midler. Endelig rummer det store overskud på betalingsbalancen og den bedre finansielle regulering mulighed for at udfordre kapacitetsgrænsen lidt mere end tidligere.

Den økonomiske fremgang har denne gang været bedre balanceret end mange gange tidligere. Det skulle gerne fortsætte. Der er endnu ikke behov for at træde hårdt på den finanspolitiske eller finansielle bremse for at dæmpe efterspørgslen. Men der er heller ikke behov for en lempeligere økonomisk politik.

Kan overophedning bekæmpes med strukturreformer?

Overophedning opstår, når efterspørgslen i samfundet efter forbrug og investeringer samt fra udlandet markant overstiger økonomiens kapacitet. Derfor er det relevant at spørge, om overophedning kan undgås dels ved at bremse en stigning i efterspørgslen, dels ved ekstraordinære udvidelser af økonomiens kapacitet, herunder om det sidste ligefrem kan erstatte det første.

Svaret på de sidste spørgsmål er grundlæggende nej, eller rettere, det er meget usandsynligt. Det forudsætter, at der gennemføres udbudsreformer, hvor kapacitetsudvidelsen virker lige så hurtigt, lige så kraftigt og med lige så stor sikkerhed som tiltag, der bremser efterspørgslen.

Der er et historisk eksempel på, at det til dels kan lade sig gøre. Anden halvdel af 1990'erne rummede et langvarigt opsving, hvor truende økonomisk ophedning adskillige år i træk blev undgået ved at indføre/lave hurtigt virkende tiltag på arbejdsmarkedet, der udvidede arbejdsudbuddet og sænkede den strukturelle ledighed. Men dels var det en ganske anden situation, dels kan de anvendte instrumenter ikke genbruges. Dengang var den strukturelle ledighed 8-10 pct., i dag er den 3-4 pct. og udgøres overvejende af kortvarig ledighed ved jobskifte. Dengang kunne ordninger som orlov og overgangsydelse, der var indført få år tidligere, afskaffes igen med kort varsel. De kan ikke afskaffes en gang til.

Og selv i 1990'erne kunne kapacitetsudvidende tiltag ikke stå alene. I 1998 blev der således gennemført en skattereform, der ikke kun gav langsigtede strukturelle forbedringer, men også dæmpede efterspørgslen på kortere sigt (pinsepakken). Det medvirkede til, at det efterfølgende konjunkturtilbageslag blev mildt og kortvarigt.

I teorien findes et beslægtet tiltag i dag, nemlig omgående forhøjelse af aldersgrænserne for efterløn og folkepension. Men de er i forvejen ved gradvist at blive forhøjet, og der synes at være en bred politisk holdning om, at aldersgrænserne for tilbagetrækning bør forhøjes med længere varsel. Det er en politisk prioritering.

Overvejelser om andre mulige tiltag bliver mere spekulative, men fælles for dem er, at det er langt mere usikkert, hvor hurtigt, hvor kraftigt, og i nogen grad ligefrem *om* de overhovedet virker. Det gælder, uanset om sådanne tiltag retter sig mod produktiviteten eller incitamenterne til at arbejde mere.

Andelen af beskæftigede i forhold til antallet af 20-64-årige er tæt på et niveau, som ikke har været nået før gennem længere tid, heller ikke i andre lande. En mulighed kunne være at udvide den gennemsnitlige arbejdstid, som hverken er høj i historisk sammenhæng eller sammenlignet med andre lande. Arbejdstiden bestemmes imidlertid i et kompliceret samspil mellem individuelle valg, overenskomster og kulturelle normer. Selv om det var muligt at ændre markant på incitamenterne til at arbejde mere – fx ved markant at nedsætte marginalbeskatningen – vil det tage tid, før det slår fuldt igennem, og der er meget lidt viden om, hvor lang tid det tager. Hertil kommer, at usikkerheden om den endelige størrelse af et gennemslag er stor.

Hvis man, med henblik på at stimulere incitamentet til at arbejde mere, nedsatte marginals-katten som en finanspolitisk lempelse, dvs. ikke fuldt finansieret, er det meget usandsynligt, at kapacitetsudvidende effekter skulle kunne opveje den ekstra forøgelse af efterspørgslen.

En lavere marginals-kat behøver naturligvis ikke at være ufinansieret. Dels kunne den gennemføres som led i en egentlig skattereform, hvor finansieringen sker ved at udvide skattegrundlaget, dvs. ved at reducere eksisterende skattefradrag og reducere selektive skattebegunstigelser. Reduktion af skattefradrag har endda som hovedregel i sig selv en strukturforbedrende effekt, da skattefradrag ofte tilskynder til økonomiske aktiviteter, hvor motivationen er sparet skat frem for

andre økonomiske fordele. Der er dog væsentligt færre skattefradrag tilbage at sanere, end det var tilfældet for år tilbage.

Dels kunne den finansieres ved at reducere (væksten i) de offentlige udgifter. I så fald vil nettovirkningen på kapacitetspresset på både kortere og længere sigt være afhængigt af, hvilke former for skattereduktion og udgiftsreduktioner der er på tale. Fremskaffes finansieringen gennem et lavere offentligt forbrug, må det forventes, netto, at have en dæmpende effekt på den samlede efterspørgsel i økonomien. Det skyldes især at den importerede andel af offentligt forbrug er mindre end importandelen af det private forbrug, der udløses af lavere skat².

I forhold til presset på arbejdsmarkedet er spørgsmålet på kortere sigt, om den type arbejdskraft, der frisættes ved fx mindre vækst i det offentlige forbrug, helt eller kun delvist kan erstatte den ekstra arbejdskraft, der efterspørges, når lavere indkomstbeskatning øger det private forbrug. Langt hovedparten af det offentlige forbrug er således løn til personalet i skoler, daginstitutioner, sundheds- og sociale systemer, mens øget privat forbrug – afledt af lavere skat – øger efterspørgslen efter andre varer og tjenester, som produceres af arbejdskraft med ofte andre kvalifikationer.

I forhold til kapaciteten på arbejdsmarkedet på længere sigt kan det have betydning om den positive virkning på arbejdsbuddet af lavere marginalskat modvirkes af evt. negative virkninger på arbejdsudbuddet fra lavere offentligt forbrug. Det vil afhænge af om besparelsen retter sig mod områder, der har betydning for familiernes arbejdsudbud, fx daginstitutioner og plejehjem. Der er meget lidt viden om størrelsen af sådanne effekter.

Konklusion om ophedning

Alt i alt er der generelt gode grunde til at være meget opmærksom på både udviklingen i efterspørgslen og økonomiens kapacitet. Balancen mellem de to skal være på plads for at undgå store udsving i økonomien.

I den aktuelle situation leder det frem til, at der må advares mod at lempe finanspolitikken eller den finansielle regulering. Er der identificeret gode strukturreformer, bør de gennemføres inden for disse rammer. I teorien kunne det godt være, at virkningerne af fuldt finansierede strukturforbedringer undervurderes, dvs. enten hvor kraftigt de virker, eller hvor hurtigt de slår igennem. Hvis undervurderingen har en væsentlig samfundsøkonomisk betydning, er det ikke anderledes, end at den samlede finanspolitik efterfølgende kan tilpasses i takt med, at den økonomiske kapacitet, og dermed også de offentlige finanser, udvikler sig bedre end forventet.

Det er omvendt nemt at se fordele ved fuldt finansierede strukturreformer. De reducerer risikoen for, at der opbygges ubalancer, som medfører langvarige lavkonjunkturer med lav eller ingen vækst.

² I økonomijargon betegnes dette som "det balancerede budgets multiplikator".

Lidt om vækstdynamik

Boks 1

Der er grund til at klargøre, hvad der måles med vækstprocenter. Uændrede vækstprocenter er ikke udtryk for en stagnerede økonomi, heller ikke for en konstant voksende økonomi, men for en accelererende økonomi. En konstant vækstprocent udtrykker eksponentiel vækst. Vækstprocenter beregnes typisk ved at sætte størrelsen af produktionen i forhold til produktionen året før. Og med en stigende produktion bliver produktionen "året før" hele tiden større. Einstein kaldte rentes rente for den stærkeste kraft i universitet.

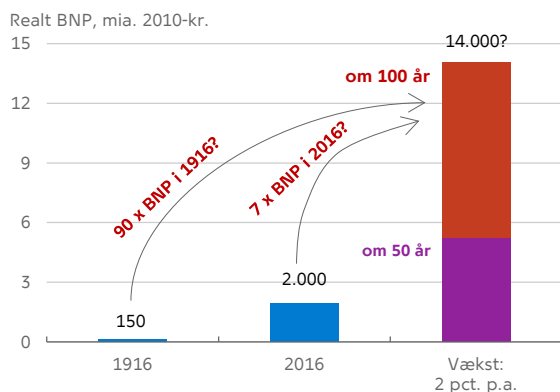
Fra 1916 til 2016 steg økonomien med 2,6 pct. i gennemsnit om året renset for inflation. Det er faktisk så meget, at økonomien er 12,5 gange større, end den var i 1916. En andel heraf skyldes befolkningsvækst. Målt pr. hoved har den gennemsnitlige årlige vækst de seneste hundrede år været 1,9 pct. Det svarer til, at BNP pr. hoved er blevet knap 7 gange større. BNP var i 1916, i nutidspriser, ca. 150 mia. kr. I dag er BNP ca. 2.000 mia. kr. Til sammenligning vil 100 års vækst på 3 pct. pr. år 19-doble BNP til knap 40.000 mia. kr.

Hvad er konsekvensen på en lidt mere beskeden fremadrettet vækst på fx 2 pct. om året de næste hundrede år, altså indtil 2116? 2 pct.s vækst hundrede år i træk vil syvdoble økonomien i forhold til i dag (og altså gøre den $12,5 \cdot 7 = \text{ca. } 90$ gange større end i 1916). BNP vil i så fald stige til ca. 14.000 mia. nutidskroner.

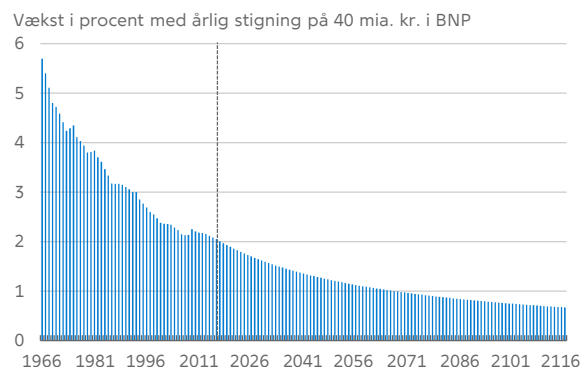
For at realisere 2 pct.s vækst i de næste hundrede år skal vi altså ikke "bare" gentage den fremgang, vi har haft i de foregående hundrede år. Vi skal have en *fremgang*, der er ikke mindre end 6 gange større, end den vi har haft de sidste hundrede år. Det er resultatet, når vi lægger vækstprocenter oven på en produktion, der er så umådeligt meget større end den produktion, vi tidligere har regnet vækstprocenter på.

En anden perspektivering: Aktuelt er en årlig fremgang i produktionen på 40 mia. kr. ensbetydende med en vækst på 2 pct., da BNP er ca. 2.000 mia. kr. I 1960'erne havde vi en periode med nostalgiske vækstprocenter på omkring 5 pct. Var den økonomiske fremgang i 1960'erne dermed hastigere end i dag? Det afhænger af øjnene, der ser. Dengang var BNP kun en tredjedel af, hvad BNP er i dag, dvs. ca. 750 mia. nutidskroner. Dengang var den økonomiske fremgang også på ca. 40 mia. kr., hvilket gav en årlig vækst på 5-6 pct., jf. højre figur. Vi har med andre ord i 2017 udsigt til en økonomisk fremgang, der i store træk er lige så stor som i et typisk år i 1960'erne.

En BNP-vækstrate på fx 2 pct. 7-dobler produktionen på 100 år



Vækstprocent er afhængig af BNP-niveauet



Anm.: Egne beregninger.

Lad os til sidst antage, at økonomien over de næste hundrede år fortsætter med at stige med 40 mia. kr. pr. år. Den årlige vækstprocent vil da gradvist aftage fra 2 pct. i dag til ca. 0,7 pct. i 2116 – og 40 mia. kr. pr. år i hundrede år i træk vil (med de faldende vækstprocenter det indebærer) alligevel tredoble BNP til ca. 6.000 mia. nutidskroner.

Tager vi i stedet udgangspunkt i en tro på fremadrettede vækstrater på 2 pct. årligt, og dermed et BNP i 2116 på 14.000 mia. kr., vil den årlige økonomiske fremgang om hundrede år skulle være ca. 280 mia. nutidskroner om året.

Det er bestemt ikke fejlagtigt at bruge vækstprocenter, men betydningen for den økonomiske fremgang kan ikke ses uafhængigt af, hvad niveauet for BNP er. Betydningen heraf bliver større, jo længere tidshorisont der betragtes.