



---

**FINANS  
DANMARK**

# Finans Danmarks bemærkninger til Vismandsrapporten, oktober 2019

## **De aktuelle konjunkturer samt finans- og pengepolitikken**

Finans Danmark deler grundlæggende formandskabets vurdering af den aktuelle konjunktursituation, herunder den svagere og mere usikre situation i den internationale økonomi. Vi vil i den sammenhæng påpege, at de kortsigtede udsigter i Sverige også er forværret betydeligt, hvilket kan få mærkbare negative effekter på den danske eksport. Finans Danmark er enig med formandskabet i, at den danske konjunktursituation umiddelbart tilsiger en neutral finanspolitik.

Det er dog værd at hæfte sig ved diskussionen i euroområdet, hvor ECB's afgangende direktør Draghi fortsat gør gældende, at finanspolitikken bør bidrage mere til at styrke den økonomiske udvikling og øge kapacitetsudnyttelsen, så inflationen løftes. Det vil samtidig lette presset på pengepolitikken, som er øget med den seneste forværring af konjunkturerne, der har fået ECB til at sætte deres negative renter yderligere ned og genstarte deres opkøbsprogram. I den situation bør det overvejes, om EU-lande med sunde offentlige finanser kan bidrage til en mere ekspansiv finanspolitik.

De stadig mere negative markedrenter har desuden rejst spørgsmål blandt både centralbanker og uafhængige forskere, om gennemslaget fra de pengepolitiske renter til bankernes rentesatser bliver mindre i takt med, at renteniveauet falder – og om et fald i de allerede negative renter ligefrem kan føre til, at bankernes kreditpolitik faktisk strammes frem for at lempes. Videre diskuteres det, om rentenedsættelser gradvist mister deres ekspansive effekt på samfundsøkonomien i takt med, at renteniveauet falder, og om effekten for tilpas negative renter ligefrem kan blive kontraktiv.

Med afsæt i disse overvejelser har ECB nu ændret deres pengepolitiske setup, så de europæiske banker delvist friholdes fra de negative renter på deres indskud i ECB. Det sker for at lette de negative renters gennemslag på bankernes indtjening og derigennem sikre en bedre transmission af den ekspansive pengepolitik til lempeligere kreditvilkår i bankerne. Finans Danmark opfordrer formandskabet til at undersøge denne sammenhæng nærmere i en dansk kontekst.

## **Notat**

8. oktober 2019

Dok. nr. FIDA-1941317218-688933-

v1

Kontakt Flemming Densø Nielsen

## Den naturlige rente

De senere års konjunkturer og pengepolitik har samtidig medført en omfattende diskussion af den såkaldte naturlige rente, som formandskabet også tager op. Finans Danmark deler synspunktet, at den naturlige rente er lavere end, hvad mange har lagt til grund i de senere år. Formandskabet påpeger, at blandt andet demografiske forhold har øget den underliggende opsparing hos husholdningerne. I det lys må vi igen opfordre formandskabet til at genbesøge sin forventning om et mærkbart løft i forbrugskvoten i de kommende år.

Formandskabet nævner også, at tiltag i den finansielle regulering og den ikke-konventionelle pengepolitik har bidraget til øget efterspørgsel på sikre aktiver og dermed en lavere naturlig rente. Også af den grund er Finans Danmark derfor enig i formandskabets nedjustering af den skønnede renteudvikling i de kommende år. Det er samtidig værd at slå fast, at den aktuelle pengepolitik dermed heller ikke er så ekspansiv, som flere tidligere har lagt til grund. Det bør indtænkes i fastlæggelsen af såvel finanspolitikken som udmøntningen af den makroprudentielle politik, herunder den kontracykliske buffer.

## Bankernes indtjening

Formandskabet viderebringer uden kommentarer Nationalbankens vurdering, at der "fortsat er høj indtjening" i kreditinstitutterne. Finans Danmark finder – blandt andet med afsæt i de ovenstående forhold – denne fremstilling noget unuanceret; på trods af ekstraordinære indtægter på de omfattende låneomlægninger er indtjeningen i bankerne faldende, hvilket bekræftes af de seneste regnskaber for 1. halvår 2019. Blandt de drivende faktorer er netop de lave renter, som presser bankernes nettorentindtægter, samtidig med at en intensiveret indsats for at forhindre hvidvask øger omkostningerne.

Med en faldende indtjening og et afkast til investorerne, der i udgangspunktet ligger lavt i sammenligning med virksomheder i andre brancher, er det svært at se gode økonomiske argumenter for den ekstrabeskatning af den finansielle sektor, som regeringen og dens støttepartier har diskuteret længe. Finans Danmark opfordrer formandskabet til at forholde sig til, om en særlig bankskat fagligt kan forsvares.

Internationale institutioner som IMF og EBA har understreget, at en robust indtjening i bankerne er en forudsætning for et stabilt og velfungerende finansielt system, og de har i den sammenhæng udtrykt bekymring for indtjeningen i de europæiske banker. Mens de danske bankers indtjening fortsat genererer et afkast, der er pænt i europæisk sammenhæng, ligger niveauet nu lavt i forhold til, hvad der efter IMF's opfattelse karakteriserer en sund bank.

## Notat

8. oktober 2019

Dok. nr. FIDA-1941317218-688933-  
v1



## Kapitalafkast

Mens især de risikofrie renter altså er faldet betydeligt, viser formandskabet gennem nye beregninger, at kapitalafkastet ikke er faldet i samme omfang. Det er en vigtig pointe, som formandskabet fortjener ros for at tage op. Det understreger behovet for at se grundigt på forhold og forvridninger, der er med til at fastholde en høj risikopræmie på erhvervsinvesteringer. Det gælder blandt andet reguleringsbyrden på erhvervslivet og den samlede kapitalindkomstbeskatning, herunder ordninger der skal sikre incitamentet til at investere risikofyldt, såsom aktiesparekontoen og investorfradraget. I sidste ende vil en nedbringelse af risikopræmien på reale kapitalinvesteringer bidrage til øget vækst og en højere naturlig rente.

## Finanspolitisk holdbarhed og budgetlov

Finans Danmark glæder sig over, at formandskabet gennem grundig analyse har fundet, at aldringen faktisk er sundere end hidtil antaget. Det er vigtig viden for vurderingen af den finanspolitiske holdbarhed, som nu tegner stærkere end nogensinde. Det understreger, at Danmarks offentlige finanser er blandt de stærkeste i Europa, og at Danmark derfor er blandt de EU-lande, der har bedst plads til at lempe finanspolitikken.

Finans Danmark deler ligeledes formandskabets synspunkt, at den fleksibilitet i den løbende finanspolitik, som faktisk er indeholdt i Stabilitets- og Vækstpagten, med fordel kan indarbejdes i det danske finanspolitiske rammeværk i forbindelse med det forestående gennemsyn af budgetloven.

Vi opfordrer samtidig formandskabet til kritisk at gennemgå det bagvedliggende fundament for gælds- og underskudsgrænserne i Vækst- og Stabilitetspagten, da de er formuleret i en tid, hvor vækst, renter og inflation var væsentlig højere end i dag.

## Omkostninger ved konjunkturudsving

Formandskabet åbner endelig en væsentlig og relevant diskussion om omkostninger ved konjunkturudsving. Finans Danmark hæfter sig i den forbindelse særligt ved resultatet, at der ikke er samme varige effekter af individspecifikke stød i Danmark, som man har fundet i fx USA og Storbritannien, især når det gælder den disponible indkomst.

Det afspejler i stort omfang de stærke automatiske stabilisatorer i dansk økonomi. De medvirker blandt andet til, at danske familier generelt oplever mindre fald i

## Notat

8. oktober 2019

Dok. nr. FIDA-1941317218-688933-  
v1



deres disponible indkomst end familier i andre lande, hvis de rammes af arbejdsløshed eller andre negative stød. Det er med til at forklare, hvorfor danske familier kom så godt gennem den finansielle krise uden store stigninger i restancer og tvangsauktioner mv.

Det stærke økonomiske sikkerhedsnet bidrager således til, at danske familier er mindre sårbare end familier i andre lande; det er en vigtig pointe, når man skal forstå fx de danske husholdningers finansielle balancer, herunder den høje bruttogæld.

## Notat

8. oktober 2019

Dok. nr. FIDA-1941317218-688933-  
v1

