

# Sektorbalancer i Danmark i et historisk perspektiv 1950-2020

AF MIKAEL RANDRUP BYRIALSEN, ROBERT AYRETON BAILEY SMITH OG FINN OLESEN

Nationalregnskabet udgør rygraden i megen makroøkonomisk analyse, og adgangen til historiske nationalregnskaber for Danmark åbner derfor op for muligheden for at analysere udviklingen i den danske økonomi over en lang årrække. I denne artikel anvendes sektorbalanceanalysen som en metode til at foretage en analyse af udviklingen i den danske økonomi i perioden fra 1950-2020. Metoden fokuserer på ubalancerne i de enkelte økonomiske sektorer som årsagen til fx opbygningen af nettogæld eller formue i disse sektorer, til konjunkturudsving og strukturelle ændringer i økonomien. Dermed giver de tilgængelige historiske nationalregnskabstal for Danmark mulighed for på unik vis at undersøge, hvordan de enkelte sektorer har ageret i de forskellige konjunkturforløb over en længere periode, og hvorledes de enkelte sektorerers sammenspil har været med de andre sektorer. Udover den formelle analyse af sektorbalancerne, vil artiklen ligeledes give et kort rids af den historiske udvikling af nationalregnskaberne, som vi kender dem i dag, samt belyse udviklingen i sektorbalancemetoden, som i de senere år har fået en større udbredelse især blandt heterodokse økonomer. Endelig vil analysens resultater af udviklingstendenserne i den danske økonomi blive diskuteret især i forhold til mulige policy implikationer, der kan drages af disse.

## Indledning

Nationalregnskabssystemet udgør på mange måder rygraden i mange makroøkonomiske analyser som anført af eksempelvis Bergman (2015). Udarbejdelsen af nationalregnskaberne er derfor essentiel for muligheden for at opstille makroøkonomiske analyser. I denne proces var de nordiske lande tidligt ude med at forsøge at beregne nationalregnskabstal. Selvom opgørelsen af nationalregnskaberne på tværs af forskellige økonomier er blevet standardiseret gennem FN's nationalregnskabssystem fra 1953 og senere i europæisk regi, så er traditionen for at arbejde analytisk med disse regnskaber ikke så lang, som umiddelbart forventet.

Selve opbygningen af nationalregnskaberne indeholder bogholderiprincipper der, selvom de ofte undervurderes, jf. Bergman (2015), faktisk indeholder megen relevant information om en given økonomi. Et eksempel på dette er at belyse nationalregnskabet ud fra de tre institutionelle sektorer; den offentlige sektor, den private sektor og udlandet. Som resultat af bogholderiprincipperne, så er summen af balancerne på tværs af disse tre sektorer altid 0 – udgiften for den ene sektor, genererer en tilsvarende indtægt i mindst en af de to andre sektorer. Er der ikke balance mellem indtægterne og udgifterne i den ene sektor, må det derfor pr. definition medføre en tilsvarende ubalance (dog med modsat fortegn) hos mindst en af de andre sektorer – alle sektorer kan ikke være i enten

---

Mikael Randrup Byrialsen, f. 1984, cand. oecon., ph.d., lektor ved Aalborg University Business School, Aalborg Universitet.

Robert Ayreton Bailey Smith, f. 1985, MA of Commerce, ph.d., adjunkt ved Aalborg University Business School, Aalborg Universitet.

Finn Olesen, f. 1959, cand. oecon., ph.d., professor ved Aalborg University Business School, Aalborg Universitet. Leder af forskningsgruppen Macroeconomic Methodology, Theory and Economic Policy (MaMTEP).

overskud eller underskud på samme tid. Denne sektorbalancetilgang rummer potentialet til interessante analyser af en given økonomi over tid: hvilke sektorer er i overskud henholdsvis i underskud, og hvordan påvirker adfærden i den ene sektor adfærden i de andre sektorer?

Nærværende artikel har til formål dels at belyse udvalgte træk af den tidlige udvikling af nationalregnskaberne i de nordiske lande, dels at anvende sektorbalanceanalysen, baseret på opdelingen i den offentlige sektor, den private sektor og udlandet, til at undersøge, hvorvidt opbygningen af ubalancer i den danske økonomi i perioden fra 1950-2020 kan forklare den makroøkonomiske udvikling i den udvalgte periode. På denne måde kan såvel kortsigtede som langsigtede ubalancer identificeres og diskuteres.

Artiklen er organiseret på følgende vis: I næste afsnit gives et kort historisk rids af det nordiske arbejde med nationalregnskabet. Dernæst beskriver det følgende afsnit nogle af de seneste bidrag i litteraturen, der anvender en sektorbalanceanalyse som tilgang til den makroøkonomiske analyse. De to næste afsnit præsenterer dels kort de anvendte data og metoder dels resultaterne af vores analyse af Danmark. Endelig rundes artiklen af med en kort konklusion.

## **Et kort historisk rids af arbejdet med nationalregnskaber i Skandinavien**

Som påpeget af van Ark (1995) og Stone & Corbit (1997), har selve anvendelsen af nationalregnskabsbegreber rødder langt tilbage i tiden. Det var dog først med den keynesianske revolution, at der for alvor blev fokuseret på nationalregnskabet som egentlig redskab bag økonomiske analyser. Med erfaringerne fra 1930'ernes depression var ønsket om at kunne gennemføre en konjunkturtilblødering blevet økonomisk politisk vigtigt. Derfor var behovet for relevante data presserende i forhold til at kunne træffe de mest effektive finans- som pengepolitiske beslutninger. Makroøkonometriske modeller for de enkelte lande skulle udvikles, hvilket øgede efterspørgslen efter såvel flere som bedre data. Derfor blev der sat mere fokus på nationalregnskabsopgørelser.

Som forfædrene til det moderne nationalregnskab nævnes ofte James Meade og Richard Stone fra Storbritannien og Morris A. Copeland fra USA, som i høj grad bidrog til oprettelsen af FN's Nationalregnskabssystem i 1953. Som bemærket af Godley & Lavoie (2012) var Copelands oprindelige interesse i 1940'erne at undersøge finansieringsbehovene for økonomisk aktivitet mellem de forskellige sektorer, hvilket førte til udviklingen af de pengestrømskonti, som nu er en integreret del af nationalregnskabet. Den finansielle balance blev i 1968 føjet til det nationale kontosystem. Det var imidlertid ikke før gennemførelsen af SNA 93-retningslinjerne, at der blev etableret et fuldt specificeret system for finansielle regnskaber.

På mange måder var de skandinaviske lande dog forud for Meade, Stone og Copeland. Christensen et al. (1995) daterer således de første forsøg på at beregne nationalindkomsten i Danmark og Norge til slutningen af 1800-tallet og til begyndelsen af det 20. århundrede for Sverige. Som de bemærker, var det første nordiske skøn for Finland, af K.E.F. Ignatius, hvor der blev foretaget beregninger af den anslåede skattepligtige og ikke-skattepligtige husstandsindkomst i 1881 og nationalindkomsten i 1882. Disse blev efterfulgt af rudimentære nationalregnskabs-skøn fra professor W. Scharling for Danmark i 1885 og af A.N. Kiær for Norge i 1891. For Sveriges vedkommende blev de første skøn anslået af G. Siösteen i 1903, efterfulgt af K.-G. Hagström i begyndelsen af 1920'erne. Alle de nævnte var fremtrædende forskere og medlemmer af deres respektive landes statistiske institutioner.

I Sverige blev fokuseringen senere skærpet. Dette skete især gennem et projekt med titlen *Løn, leveomkostninger og nationalindkomst i Sverige, 1860-1930*, der blev ledet af Erik Lindahl. Udviklingen af nationalregnskabet var forankret på Stockholm Universitet, og bortset fra opbygningen af historiske nationalregnskabsdata blev det suppleret med serier om løn,

leveomkostninger og demografiske data. Ifølge Christensen et al. (1995:33) var dette arbejde internationalt banebrydende, der gjorde "Sverige unikt i udviklingen af nationalindkomststatistik".

I Danmark i 1920'erne blev tilpasningen til den svenske produktionsmetode overvåget af H.N. Skade. Viggo Kampmann sikrede nationalregnskabsarbejdet som en kerneopgave for Danmarks Statistik og her videreudvikledes den output-statistiske metode gennem 1930'erne - udarbejdelse af input-output-tabeller, anvendelse af input-output-teknikker og beregningsserier i såvel løbende som faste priser.<sup>1</sup>

I Grytten (2020) krediteres de første estimater i Norge til Schweigaard i 1840, Tvethe i 1848 og til Kiær i 1887. Men det var først i 1930'erne, at dataindsamlingen tog fart. Som Christensen et al. (1995) bemærker, så understregede Ragnar Frisch tidligt behovet for at skelne mellem reelle (varer og tjenesteydelser) og finansielle aktiviteter; jf. hans arbejde med et såkaldt "Ecosirksystem", der blev afsluttet i 1940'erne.<sup>2</sup> Alligevel tog man i Norge udgangspunkt i Lindahls og Kampmanns tilgang i forbindelse med et projekt om udviklingen i nationalindkomsten for perioden 1935-43 uden eksplicit at inddrage de finansielle aspekter som ellers anbefalet af Frisch.

Jf. Fløttum et al. (2012), krediteres Norge som et af de første lande til at integrere input-output-tabeller i deres årsregnskaber. Ved hjælp af dette værktøj blev der i 1960'erne grundlagt et meget analytisk arbejde med forskellige aspekter af den nationale budgettering og makroøkonomiske planlægning med det formål at udvikle bedre makroøkonomiske modeller for den norske økonomi.

I Finland belyste Valter Lindberg og Eino Laurila data for udvalgte år i 1920'erne til 1940'erne, og i arbejdet med nationalregnskabsdata førte dette til regnskaber for perioden 1948-64 (offentliggjort i 1968); jf. Christensen et al. (1995). Den nye 1968 SNA-baserede serie kom ud i 1981 dækkende årene 1960-78.

Om end de nordiske lande oprindeligt forfulgte egne statistiske traditioner blev arbejdet med nationalregnskabsdata mere standardiseret – de første officielle SNA-retningslinjer blev givet af FN i 1947. Og med SNA-revisionen i 1968 konvergerede arbejdet med data i de nordiske lande til den internationale standard.

Udover at producere nutidige årlige nationalregnskaber blev der også arbejdet med at danne historiske serier. I Norge blev historiske serier dannet tilbage først til 1900, derefter til 1865 og senere til 1835. I Danmark blev der produceret data tilbage til 1820 og senere med et mål om at udvikle data tilbage til 1750<sup>3</sup>. I Sverige først data til 1861 senere til 1800<sup>4</sup>. I Finland data tilbage til 1861.

Derudover blev der arbejdet med institutionelle sektorregnskaber, som opdelt økonomien i tre sektorer – den private sektor, den offentlige sektor og udlandet. Den private sektor er senere blevet opdelt i tre selvstændige sektorer: husholdninger, finansielle henholdsvis ikke-finansielle virksomheder, hvilket øger antallet af sektorer til fem. Om end arbejdet med den finansielle side af nationalregnskabet således blev forbedret, var der især stadigvæk mest fokus på at udvikle den reale side af økonomien; jf. Fløttum et al. (2012). Med et særligt fokus på Danmark påpeger Abildgren (2008), at Danmarks Statistik integrerede data for finansielle regnskaber i SNA-statistikkerne fra 2001, mens serier tilbage til 1995 senere fulgte senere. Selv giver Abildgren (2012) kvartalsvise nationalregnskaber for Danmark for perioden 1948-2010 i løbende som i faste priser.

## Om sektorbalancetilgangen

Sektorbalanceanalyser har i de senere år fået en vis opmærksomhed, idet disse analyser giver et interessant perspektiv på den økonomiske politik.<sup>5</sup> Og som nævnt tidligere er disse analyser baseret på det sektoropdelte nationalregnskab.

På sin vis er tilgangen en fortsættelse af Copelands oprindelige mål om bedre at forstå og belyse finansieringen af den realøkonomiske aktivitet<sup>6</sup>, hvor især Wynne Godley er blevet anerkendt som en af de væsentligste moderne bidragsydere i form af sit arbejde med at integrere den reale og finansielle del af økonomien i en samlet makroøkonomisk modelramme (de såkaldte Stock Flow Consistent-modeller); jf. Bezemer (2009) og Fiebiger (2013). Godleys påbegyndte sit arbejde, mens han var ansat i det britiske finansministerium fra 1956 til 1970. Hans tilgang blev efterfølgende udviklet i samarbejde med Francis Cripps via Cambridge Economic Policy Group, og senere på Levy-Institute i USA.<sup>7</sup>

Som fremhævet af Tissot (2016) har udviklingen af de finansielle sektorregnskaber som følge af den globale finanskrisen i 2007-2009 stået højt på den politiske dagsorden, da bestræbelserne på at gennemføre forskellige analyser af finansiell stabilitet blev et centralt anliggende for de monetære myndigheder. Tissot (2016) belyser konsekvenserne af bankkrisen i Sverige i begyndelsen af 1990'erne. Som følge af krisen begyndte den private sektor i Sverige at nedbringe gælden. Som et resultat heraf blev opsparringsoverskuddet for den offentlige sektor påvirket kraftigt. Reduktionen i den private sektors samlede efterspørgsel førte til en klar forringelse af den offentlige sektors budgetbalance.

Trods det øgede fokus på sektorbalancer, er antallet af empiriske analyser relativt lille. Et væsentligt bidrag er Glötzl and Rezai (2018), der anvender kvartalsvist data for 22 europæiske lande for perioden 1999-2013 til at undersøge mulige kausalitetsforhold mellem de enkelte sektorer. Det undersøges, hvordan opsparringsoverskuddet i de enkelte sektorer udvikler sig i forhold til konjunkturerne. Med hensyn til Danmark viser analysen, at opsparringsoverskuddet i husholdningssektoren og hos de finansielle selskaber leder konjunkturforløbet, mens opsparringsoverskuddet for ikke-finansielle selskaber og udlandet reagerer som en reaktion på konjunkturforløbet. Opsparingsoverskuddet hos den offentlige sektor synes derimod hverken at lede eller reagere på konjunkturforløbet.

I Semieniuk et al. (2012) gennemføres en sektorbalanceanalyse for at afdække eventuelle konsekvenser af den europæiske stabilitetspagt. Forfatterne anvender analysen til at sætte spørgsmålstegn ved pålideligheden af EU Kommissionens forventede økonomiske effekter af stabilitetspagten.

Et tidligt bidrag for den danske økonomi findes i Brink (1983), der fremførte, at hovedårsagen til det vedvarende underskud i den offentlige sektor i Danmark i 1970'erne og 1980'erne var lav efterspørgsel fra udlandet på grund af den globale økonomiske afmatning og den finansielle konsolidering i den private sektor. Analogt hermed bemærkede Krugman (2009), at offentlige budgetunderskud ofte er en konsekvens af de automatiske stabilisatorers funktion snarere end af aktive finanspolitiske ændringer, hvilket viser, at det offentlige opsparringsoverskud synes at udvikle sig passivt i forhold til ændringer i de andre sektorer opsparringsoverskud. I Byrialsen et al. (2021) anvendes sektorbalancetanken til at analysere udviklingen i de fire nordiske lande Danmark, Finland, Norge og Sverige i perioden efter 1980. I Vastrup (2014) anvendes en implicit sektorbalancetilgang til at analysere konsekvenserne af et nærmest permanent dansk betalingsbalanceoverskud. For en lille meget åben økonomi som den danske udgør en sådan situation en ubalance. Denne ubalance kan, som Vastrup påpeger, bedst løses gennem ekspansive ændringer i finanspolitikken.<sup>8</sup> Endelig har Jesper Jespersen gennem årene ofte anvendt en sektorbalancetilgang, når han løbende har kommenteret på aktuelle problemer i dansk og europæisk økonomi.<sup>9</sup>

## Empiriske data og metoder

I dette afsnit beskrives sektorbalanceanalysen mere formelt. Der tages udgangspunkt i forsyningsbalancen:

$$BNP = C + I_p + I_g + G + X - M \quad (\text{Ligning 1})$$

$C$  er det private forbrug,  $I_p$  og  $I_g$  er de private henholdsvis de offentlige investeringer,  $G$  er offentligt forbrug, mens  $X$  og  $M$  er eksport og import.

Ved at fokusere på bruttonationalindkomsten, kan de enkelte sektorer balance opstilles på baggrund af opsparringsoverskuddet for hver sektor:

$$(S_p - I_p) + (NT - G) + (M - X - NIA) = 0 \quad (\text{Ligning 2})$$

Her er  $S_p$  privat opsparing angivet som den del af den disponible indkomst, der ikke anvendes til forbrug,  $NT$  er den offentlige sektors nettoskatter efter transfereringer og  $NIA$  nettotransfereringer fra udlandet. Første parentes viser sektorbalancen for den private sektor, anden parentes illustrerer sektorbalancen for den offentlige sektor, mens den tredje parentes udgør balancen for udlandet.

Fra ligning 2 kan udledes, at summen af alle sektorenes opsparringsoverskud må summere til nul, hvorfor alle sektorer ikke kan være enten positive eller negativ på samme tid: En ubalance i en sektor må derfor modsvares af en tilsvarende ubalance hos mindst anden sektor.

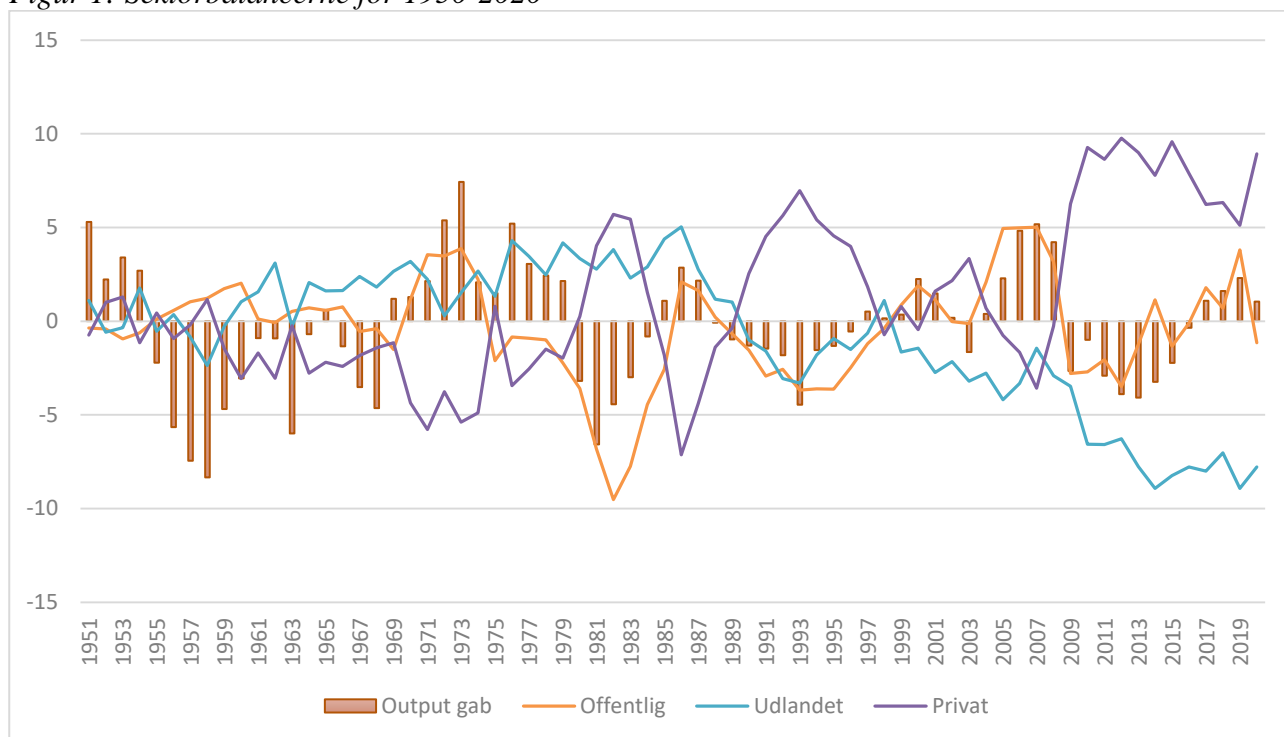
Ved at undersøge korrelationen mellem de enkelte sektorer opsparringsoverskud kan den indbyrdes afhængighed mellem de enkelte sektorer identificeres, ligesom korrelationen mellem de enkelte sektorer og output gab kan anvendes til at undersøge, hvorvidt sektoren agerer modcyklisk eller procyklisk i forhold til konjunkturudviklingen: Hvis korrelationen mellem opsparringsoverskuddet i en sektor og outputgab er positivt, er opsparringsoverskuddet modcyklisk. Er forholdet negativt er opsparringsoverskuddet pro-cyklisk. For eksempel hvis en sektors udgifter overstiger indtægterne for en given periode samtidig med, at outputgab er positivt, må sektoren have opsparringsunderskud; altså udtrykkende et modcyklisk opsparringsoverskud. Forholdet for de enkelte sektorer indikerer altså, hvordan adfærden inden for en given sektor udspiller sig i forhold til konjunkturforløbet.

## Data

Data i denne analyse er hentet fra Abildgrens database for Danmark, Abildgren (2017). I modsætning til metoden i fx Glötzl & Rezai (2018) anvendes årligt data fremfor kvartalsvise data, idet disse er opgjort for en længere tidsperiode. Derved kan udviklingen over tid bedre belyses, hvilket giver mulighed for at fange eventuelle strukturelle ændringer i adfærden inden for de enkelte sektorer. I nedenstående Figur 1 illustreres sektorbalancerne for de tre sektorer og output gab, defineret som forskellen med det aktuelle output og det potentielle output, for perioden 1950-2020.

Som det ses af Figur 1 kan forskellige interessante udviklingstræk ved de danske sektorbalancer identificeres. I forhold til udlandets balance over Danmark (spejlbillede af betalingsbalancens løbende poster), så var denne i overskud frem til 1989, hvorefter Danmark har haft overskud i forhold til udlandet siden (læst i figuren som et underskud set fra udlandets side). Den private balance har svinget omkring 0-linjen, men har siden slutfirserne været i overskud med undtagelse af årene op til den finansielle krise i 00'erne. De senere år, har opsparringsoverskuddet i

Figur 1: Sektorbalancerne for 1950-2020



den private sektor været i underkanten af 10 % af BNP som set i Figur 1. Endelig har den offentlige balance ligeledes svinget omkring 0-linje, hvor specielt perioden med underskud i 1980'erne og 1990'erne samt det store overskud for den finansielle krise springer i øjnene. Udviklingen i sektorbalancerne vil blive analyseret mere detaljeret i det kommende afsnit.

## Analyse og diskussion af resultater

Kan sektorbalancetilgangen anvendes til at identificere ubalancer med henblik på at forklare den makroøkonomiske udvikling i Danmark?

Ved at undersøge udviklingen i de individuelle sektorbalancer dannes et fundament for at undersøge såvel kortsigtede som langsigtede ubalancer i økonomien, ligesom det kan undersøges, hvorledes de enkelte sektorer agerer over konjunkturforløbene i forhold til at fastslå, hvilke sektorer, der er henholdsvis konjunkturmedløbende som konjunkturmodløbende.

I perioden fra 1950-2020 er den mest opsigtsvækkende ændring fra et sektorbalancerperspektiv skiftet fra et længerevarende underskud på betalingsbalancens løbende poster til et længerevarende overskud fra slutningen af 1980'erne. Det vedvarende underskud på betalingsbalancens løbende poster fra 1950-1989 opbyggede en stor gæld til udlandet. Kombinationen af den voksende gæld og det øgede renteniveau i specielt 1970'erne og 1980'erne øgede gældsbyrden for den danske økonomi. Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster er afspejlet i et opsparingsoverskud for udlandet rettet mod Danmark, hvilket i henhold til sektorbalanceligningen er enslydende med et samlet opsparingsunderskud for den danske økonomi af tilsvarende størrelse. I perioden 1950-1989 som helhed ses, at opsparingsoverskuddet i den private sektor er konjunkturmodløbende (se Figur 1), idet specielt forbrugs- og investeringstilbøjelighederne øges i en højkonjunktur og aftager i en lavkonjunktur. En stigende økonomisk aktivitet i Danmark påvirker ligeledes niveauet for import, hvilket skaber en positiv sammenhæng mellem udlandets opsparingsoverskud og den danske økonomiske aktivitet, som illustreret i Figur 1. Endelig ses en lidt svagere positiv sammenhæng

mellem den økonomiske aktivitet og det offentlige opsparringsoverskud, hvilket hovedsagligt kan forklares via de automatiske budgetposter i det offentlige budget (et højere skatteprovenu kombineret med et lavere niveau for indkomstoverførsler).

Den høje økonomiske aktivitet i perioden fra slut 1950'erne og frem til slutningen af 1970'erne medførte et opsparringsunderskud i den private sektor via såvel et højt forbrugs- som investeringsniveau. Den høje økonomiske aktivitet gav dog ligeledes grobund for et højt niveau for importen, hvilket var medvirkende til underskuddet på betalingsbalancens løbende poster, der også blev påvirket negativt af et strukturelt konkurrenceevneproblem. Opsparingsunderskuddet i den private sektor stimulerede den samlede efterspørgsel, hvilket via de automatiske budgetposter skabte et opsparringsoverskud i den offentlige sektor.

I sidste halvdel af 1970'erne og op gennem 1980'erne opstod et længerevarende underskud på den offentlige saldo og dermed en voksende offentlig gæld blandt andet som en naturlig følge af den internationale økonomiske krise som fulgte i kølvandet på oliekriserne, der ramte dansk økonomi hårdt. Underskuddet på den offentlige saldo kan ses som et udslag af stigende opsparingsrate i den private sektor samt underskuddet i forhold til udlandet:

$$(NT - G) = -((M - X - NIA) + (S_p - I_p)) \quad (\text{Ligning 3})$$

Specielt det store private opsparringsoverskud i første halvdel af 1980'erne skabte et stort underskud på den offentlige saldo. I anden halvdel af 1980'erne var den private sektor atter tilbage i et opsparringsunderskud. Underskuddet oversteg denne gang underskuddet på betalingsbalancens løbende poster, hvilket resulterede i et overskud på den offentlige saldo.

Kombinationen af den kontraktive politik fra regeringens side, tænk blot på den såkaldte kartoffelkur fra 1986, stigende opsparingsrate i den private sektor samt en lavere importkvote kombineret med indtægterne fra Danmarks salg af olie og gas fra Nordsøen skabte et overskud på først handelsbalancen og senere selve betalingsbalancens løbende poster, hvilket fra et sektorbalance perspektiv ændrede den danske økonomi markant. Dette indikerede et begyndende strukturelt skifte i danske økonomi.

Fra 1990 ændredes status over for udlandet sig altså skiftede fra et underskud til et vedvarende overskud. Dette betyder, at såvel den offentlige sektor som den private sektor i teorien kan være positiv på samme tid. At begge sektorer kan have opsparringsoverskud på samme tid, hører dog til en sjældenhed, som illustreret i Figur 1. I stedet er tendensen, at den private sektor i højere grad har haft opsparringsoverskud, mens den offentlige sektor har svinget mere omkring 0-linien. I perioden siden 1990 ses, at opsparringsoverskuddet i den private sektor i langt højere grad end i perioden før 1990 er konjunkturmodløbende, idet specielt forbrugs- og investeringstilbøjelighederne er mere følsomme overfor ændringer i konjunkturerne. Sammenhængen mellem den økonomiske aktivitet i Danmark og udlandets opsparringsoverskud er svag for perioden efter 1990. Til gengæld er der en meget stærk positiv sammenhæng mellem den økonomiske aktivitet og det offentlige opsparringsoverskud, hvilket kan tilskrives de efterhånden høje automatiske stabilisatorer i den danske økonomi, som illustreret i Figur 1.

Det vedvarende opsparringsoverskud over for udlandet genererer en nettoindkomst til den danske økonomi, hvilket trods et højt niveau for forbrug og investering alligevel tillader den private sektor at udvise et opsparringsoverskud. Situationen forud for den finansielle og økonomiske krise i 2007-09 er en undtagelse, hvor den høje forbrugs- og investeringslyst i den private sektor faktisk medfører et opsparringsunderskud trods store stigninger i indkomsten. Den høje økonomiske aktivitet i den periode er stimuleret af en høj efterspørgsel fra såvel den private sektor som udlandet, hvilket skaber et historisk højt opsparringsoverskud i den offentlige sektor på op til 5 % af BNP i 2006 og 2007. Efterdønningerne efter krisen har dog resulteret i øgede opsparingsrater i den private

sektor og dermed et historisk højt opsparingsoverskud i perioden efter 2010. De høje opsparingsrater har ligeledes påvirket importen til den danske økonomi, som stadig er lavere end eksporten. Dette kombineret med en vækst i eksporten og store kapitalindkomster fra udlandet til den danske økonomi har øget overskuddet på betalingsbalancen. Det indbyrdes størrelsesforhold mellem den private sektors opsparingsoverskud og udlandets opsparingsunderskud er dermed bestemmende for udviklingen for den offentlige sektors balance.

En anden væsentlig forskel på perioden før og efter 1989 er sektorenes indbyrdes påvirkning på hinanden. I perioden med underskud på betalingsbalancens løbende poster var der en negativ sammenhæng mellem udviklingen i opsparingsoverskuddet i udlandet og opsparingsoverskuddet i den offentlige sektor, mens den negative sammenhæng var svag mellem udlandet og den private sektor. Omvendt var den negative sammenhæng mellem de to hjemlige sektorer meget stærk, så når den ene sektor havde et opsparingsoverskud (oftest den offentlige sektor), så havde den anden sektor et opsparingsunderskud (oftest den private sektor), der samlet set resulterede i et samlet opsparingsunderskud for den hjemlige økonomi. Dette kontinuerlige opsparingsunderskud medførte en stadig større gæld til udlandet, hvis renteforpligtelser sendte en stadig større kapitalindkomst ud af Danmark.

Fra 1990 ændredes sammenhængen mellem de enkelte sektorer, idet sammenhængen i udviklingen af opsparingsoverskud mellem udlandet og den offentlige sektor er stort set forsvundet, mens udviklingen i opsparingsoverskuddet i den private sektor fortsat har en stærk negativ sammenhæng med udviklingen i de to resterende sektorer, som illustreret i figur 1. Den svækkede sammenhæng mellem udlandet og den offentlige sektor er bemærkelsesværdig, idet den danske økonomi kan karakteriseres som en lille åben økonomi med en stor offentlig sektor. Forklaringen på den svækkede sammenhæng skal dog ikke forklares ved, at den offentlige sektor eller udlandets ikke har stor betydning for den danske økonomi, men gennem den private sektors stigende betydning for de to resterende sektorer. Såvel den offentlige sektors som udlandets opsparingsunderskud finansieres af opsparingsoverskuddet i den private sektor, hvilket skaber en tæt forbindelse i form af kapitalstrømme mellem implicerede sektorer. De store kapitalstrømme kombineret med højere opsparingsrater efter den finansielle krise forklarer det store opsparingsoverskud i den private sektor siden 2010.

Den indbyrdes forskel mellem den private sektors opsparingsoverskud og udlandets opsparingsunderskud modsvares af opsparingsoverskuddet i den offentlige sektor, der svinger omkring 0-linien. Såvel det store overskud i den private sektor som underskuddet for udlandet er udtryk for en ubalance i den danske økonomi, selvom specielt overskuddet på betalingsbalancen fremstår som en positiv ting for den danske økonomi. I en lille åben økonomi som den danske med vedvarende overskud på betalingsbalancens løbende poster, kan der opstå et markedspress for en revaluering af kronen, som det sås i 2015. Som påpeget af Vastrup (2014) kan et sådan pres lattes ved at føre en mere ekspansiv finanspolitik, sådan at summen af den offentlige sektors og udlandets opsparingsoverskud går mod balance. Dette vil ligeledes i henhold til sektorbalancetanken sikre at den private sektor er i balance. I forbindelse med Corona-epidemien har Jesper Jespersen (2020) fremført samme argument, idet det fremføres, at kravet om balance på budgettet vil medføre et stort overskud på betalingsbalancens løbende poster. Ifølge Jespersen er det samfundsøkonomiske råderum ikke begrænset af den offentlige saldo, som ofte argumenteret af økonomer og politikere, men derimod af arbejdsløsheden og overskuddet på betalingsbalancen. Arbejdsløsheden opstår netop bl.a. som resultat for et opsparingsoverskud i den private sektor, hvilket igen bringer sektorbalancerne i spil; den offentlige saldo bør ikke analyseres isoleret, men derimod i samspil med de to andre sektorer. Et ensidigt politisk fokus om balance i den ene sektor, fx den offentlige saldo, kan derfor ikke forventes at være effektiv.



Hvad med den private opsparing? I disse tider med fokus på finansieringen af den grønne omstilling, kunne det private opsparingsoverskud jo passende placeres i den danske økonomi fremfor at finansiere investeringsprojekter i resten af verden. Dette kunne gøres gennem offentlige investeringer i den grønne omstilling, som finansieres gennem enten udstedelse af statsobligationer med lav rente eller reel låntagning målrettet den hjemlige private sektor. Selvom dette i sagens natur ikke vil mindske det private opsparingsoverskud, så må det forventes at påvirke såvel det offentlige opsparingsoverskud som betalingsbalancens løbende poster negativt og dermed mindskes én betydelig ubalance i den danske økonomi.

## Afsluttende bemærkninger

Med historiske nationalregnskabsdata kan man ved anvendelse af en sektorbalanceanalyse give et lidt anderledes bud på forløbet af en økonomis historiske udviklingstræk i en given periode end traditionelle makroøkonomiske analyser ofte tillader. Derved supplerer de to tilgange hinanden og gør tolkningsrummet for potentielle kausale sammenhænge i den belyste periode større. Et første bud på en sådan sektorbalanceanalyse for dansk økonomi er forsøgt givet i nærværende artikel. Og som belyst i det foregående afsnit så synes dansk økonomi at have undergået et strukturelt skifte fra slutningen af 1980'erne og fremefter. Udviklingen på betalingsbalancens løbende poster har over tid været markant: fra et permanent underskud til et lige så markant permanent overskud, ligesom vores udlandsgæld overfor udlandet er blevet ændret til en formueposition. Samtidig har visionen om et tættere økonomisk monetært samarbejde i Europa og etableringen af ØMU'en fra 1999 givetvis også haft en disciplinerende effekt på den offentlige budgetsaldos udvikling. Med forholdsvis stramme regler for udviklingen i såvel budgetunderskud som offentlig gæld er tendensen til længerevarende underskuds scenarier blevet markant mindre. At den private sektor således nu efterhånden længe har udvist et opsparingsoverskud på et forholdsvist højt niveau kan derfor ikke undre.

## Litteraturliste

Abildgren, K. (2008): "A First Go on Financial Accounts for Denmark, 1875–2005", *Scandinavian Economic History Review*, 56(2), pp. 103–21.

Abildgren, K. (2012): "Business cycles and shocks to financial stability: empirical evidence from a new set of Danish quarterly national accounts 1948–2010", *Scandinavian Economic History Review*, 60(1), pp. 50–78.

Abildgren, K. (2017): "A Chart & Data Book on the Monetary and Financial History of Denmark", *Working Paper*, May 2017 (Subsequently updated).

Bergman, B. (2015): "Balance-sheets. A financial/liability approach", fra *A concise macro-financial framework: SNA theory and concepts rapid estimates of market valued non-financial assets and national wealth*, 2015.

Bezemer, D. J. (2009): "No one saw this coming: understanding financial crisis through accounting models", Working Paper, University of Groningen.

Bjerve, P.J. (1986): "Ragnar Frisch og økosirksystemet", *Sosialøkonomen*, 40(9), pp. 17-23 og 40(10), pp. 26-30.

Brink, Helge (1983): *Statsbankerot?*, Aalborg Universitetscenter.

- Byrialsen, M. R., Smith, R., & Olesen, F. 2021. Sektorbalanser förklarar offentliga finanser och bytesbalans i nordiska länder. *Ekonomiska Samfundets Tidskrift*, no. 1/2021, 12-19
- Christensen, J. P. et al. (1995): "Nordic historical National Accounts since the 1880s", *Scandinavian Economic History Review*, 43(1), pp. 30–52.
- Copeland, M. A. (1935): "National Wealth and Income—An Interpretation", *Journal of the American Statistical Association*, 30(Issue 190), pp. 377–86.
- Copeland, M. A. (1949): "Social accounting for moneyflows", *The Accounting Review*, 24(3), pp. 254–64.
- Fiebiger, B. (2013): "A constructive critique of the Levy sectoral financial balance approach", *Real-world Economics Review*, 64(1), pp. 59–80.
- Fløttum, E. J. et al. (2012): "History of National Accounts in Norway: From Free Research to Statistics Regulated by Law", *Social and Economic Studies 113*, Oslo-Kongsvinger, Statistisk sentralbyrå.
- Glötzl, F. and Rezai, A. 2018. A sectoral net lending perspective on Europe, *Cambridge Journal of Economics*, 42(3), pp., 779–95.
- Godley, W. (1999): "Money and credit in a Keynesian model of income determination", *Cambridge Journal of Economics*, 23(4), pp. 393–411.
- Godley, W. & Cripps, F. (1983): *Macroeconomics*, Fontana, Glasgow, Scotland, Fontana Paperbacks.
- Godley, W. & Lavoie, M. (2001): "Kaleckian Models of Growth in a Coherent Stock-Flow Monetary Framework: A Kaldorian View", *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(2), pp. 277–311.
- Godley, W. & Lavoie, M. (2012). *Monetary economics: An integrated approach to credit, money, income, production and wealth*, Basingstoke, UK, Palgrave Macmillan UK
- Godley, W. & Zezza, G. (1989): "Foreign Debt, Foreign Trade and Living Conditions, with Special Reference to Denmark", *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 127(2), pp. 229-35.
- Grytten, O. H. (2020): "Two centuries of economic growth: Norwegian GDP 1816-2020", Institutt for Samfunnsøkonomi, *Discussion Paper, no. 10/2020*, Norges Handelshøyskole, Bergen.
- Jespersen, Jesper (2017): "Structural budget deficits. Getting causality right", fra *Macroeconomics After the Financial Crisis – A Post-Keynesian perspective*, Madsen, M. O. & Olesen, F. (eds.), Routledge, pp. 73-85.
- Jespersen, Jesper (2020): "Det økonomiske råderum", *SOC DOK – platform for socialpolitisk dokumentation og debat*. 2. årgang nr. 4 – november 2020.
- Krugman, P. 2009. Deficits saved the world - The New York Times, July 15<sup>th</sup>, 2009.
- Mishkin, F. S. (1978): "The household balance sheet and the Great Depression", *The Journal of Economic History*, 38(4), pp. 918–37.
- Semieniuk, G. et al. (2012):. "Nothing learned from the crisis? Some remarks on the stability programmes 2011–2014 of the Euro area governments", fra *Keynes's general theory for Today Contemporary perspectives*, Jespersen, J. & Madsen, M. O. (eds.), Cheltenham, UK, pp. 186-206.
- Stone, R. & Corbit, J. D. (1997): "The Accounts of Society", *The American Economic Review*, 87(6), pp. 17–29.
- Tissot, B. (2016): "Development of financial sectoral accounts: new opportunities and challenges for supporting financial stability analysis", *34th general conference of the international association for research in income and wealth (IARIW), august 2016*.
- van Ark, B. (1995): "Towards European historical national accounts", *Scandinavian Economic History Review*, 43(1), pp. 3–16.
- Vastrup, Claus (2014): "Fastkurspolitik, penge- og finanspolitik", *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 2014:1, KOMMENTAR, pp. 1-6.

Waldenström, D. (2016): "The national wealth of Sweden, 1810–2014", *Scandinavian Economic History Review*, 64(1), pp. 36–54.

## Noter

---

<sup>1</sup> Som Christensen et al. (1995:34) konkluderer: "Danmarksserien for 1930'erne er et grundigt værk, der indeholder serier for brutto- og nettoindenlandske produkt, beregnet både i faktor- og markedspriser og med mange separate serier for både forbrug, investeringer, produktionsgrene etc."

<sup>2</sup> For en nærmere beskrivelse af dette system kan der henvises til Bjerve (1986).

<sup>3</sup> For Danmarks vedkommende har Abildgren (2008) fokuseret på opbygning af historiske finansielle nationalregnskabsdata for perioden 1875-2005.

<sup>4</sup> Se Waldenström (2016).

<sup>5</sup> Et tidligt forsøg på at forsøge at bruge en teknik er givet i Mishkin (1978).

<sup>6</sup> Se Copeland (1935 & 1949).

<sup>7</sup> Se f.eks. Godley (1999), Godley & Cripps (1983), Godley & Zezza (1989) og Godley & Lavoie (2001 & 2012).

<sup>8</sup> Som Vastrup (2014:5) noterer: "Som følge af den gradvise ekspansion henholdsvis kontraktion af finanspolitikken, der er afpasset efter betalingsbalancen, etablerer forslaget et træk mod ligevægt på sidstnævnte. Når betalingsbalancen er bragt i ligevægt, vil forslaget tendere mod at etablere ligevægt på de offentlige finanser".

<sup>9</sup> Se eksempelvis Jespersen (2017).