

Om udlands-, offentlig og privat gæld

Anders Ølgaard

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY: Estimates are presented of the net debt of the Danish private sector for the years 1974 onwards, based on figures for total net debt of the public sector and the Danish net foreign debt. These stock figures are compared with corresponding flow figures for savings surpluses/deficits of the three sectors. Year-by-year figures of savings surpluses/deficits of the domestic private and public sectors nearly always change in opposite directions. Year-by-year figures of private consumption and private investment as per cent of disposable gross income nearly always change in the same direction.

Indledning

1. Som bekendt er de to klassiske målsætninger bag udformningen af den økonomiske politik at opnå *fuld beskæftigelse* og samtidig *prisstabilitet*. Målsætningen om prisstabilitet giver kun anledning til få begrebsmæssige overvejelser (hvilke priser? – eller måske pengelønsatser?). Derimod kan målsætningen om fuld beskæftigelse samtidig betragtes som repræsenterende en række andre målsætninger (vækst i nationalproduktet, lav ledighed osv.) Men under alle omstændigheder opstår der afvejningsproblemer, fordi man, i hvert fald på kort sigt, typisk må prisgive den ene af de to målsætninger for at tilgodese den anden, jfr. f. eks. diskussionen omkring Phillips-kurven.

Ud over disse to klassiske målsætninger, som i tidens løb ofte har været analyseret for en lukket økonomi uden offentlig sektor, er der imidlertid i debatten omkring små, åbne økonomier som den danske blevet fokuseret på overskud på betalingsbalancen – eller nedbringelse af *udlandsgælden* – som en selvstændig målsætning, der har spillet en betydelig rolle i den økonomisk-politiske debat her i landet. En anden målsætning af tilsvarende type er at opnå overskud på de offentlige finanser eller at nedbringe *den offentlige nettogæld*. Det er ikke mindst de sidstnævnte målsætninger – og sammenhængen mellem dem – der i det følgende vil blive kommenteret ud fra, hvad man kunne kalde et samfundsbeskrivelsessynspunkt.

Henrik Thomsen fra Det økonomiske Sekretariat og Andreas Wildt fra Danmarks Statistik har hjulpet mig med at opstille tabellerne, og medarbejdere fra Danmarks Statistik og her fra instituttet har bidraget med talrige forslag til forbedringer, som jeg delvis har fulgt. Under alle omstændigheder takker jeg for deltagelsen.

Om udlands-, offentlig og privat gæld

Anders Ølgaard

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY: Estimates are presented of the net debt of the Danish private sector for the years 1974 onwards, based on figures for total net debt of the public sector and the Danish net foreign debt. These stock figures are compared with corresponding flow figures for savings surpluses/deficits of the three sectors. Year-by-year figures of savings surpluses/deficits of the domestic private and public sectors nearly always change in opposite directions. Year-by-year figures of private consumption and private investment as per cent of disposable gross income nearly always change in the same direction.

Indledning

1. Som bekendt er de to klassiske målsætninger bag udformningen af den økonomiske politik at opnå *fuld beskæftigelse* og samtidig *prisstabilitet*. Målsætningen om prisstabilitet giver kun anledning til få begrebsmæssige overvejelser (hvilke priser? – eller måske pengelønsatser?). Derimod kan målsætningen om fuld beskæftigelse samtidig betragtes som repræsenterende en række andre målsætninger (vækst i nationalproduktet, lav ledighed osv.) Men under alle omstændigheder opstår der afvejningsproblemer, fordi man, i hvert fald på kort sigt, typisk må prisgive den ene af de to målsætninger for at tilgodese den anden, jfr. f. eks. diskussionen omkring Phillips-kurven.

Ud over disse to klassiske målsætninger, som i tidens løb ofte har været analyseret for en lukket økonomi uden offentlig sektor, er der imidlertid i debatten omkring små, åbne økonomier som den danske blevet fokuseret på overskud på betalingsbalancen – eller nedbringelse af *udlandsgælden* – som en selvstændig målsætning, der har spillet en betydelig rolle i den økonomisk-politiske debat her i landet. En anden målsætning af tilsvarende type er at opnå overskud på de offentlige finanser eller at nedbringe *den offentlige nettogæld*. Det er ikke mindst de sidstnævnte målsætninger – og sammenhængen mellem dem – der i det følgende vil blive kommenteret ud fra, hvad man kunne kalde et samfundsbeskrivelsessynspunkt.

Henrik Thomsen fra Det økonomiske Sekretariat og Andreas Wildt fra Danmarks Statistik har hjulpet mig med at opstille tabellerne, og medarbejdere fra Danmarks Statistik og her fra instituttet har bidraget med talrige forslag til forbedringer, som jeg delvis har fulgt. Under alle omstændigheder takker jeg for deltagelsen.

Nettogæld ult. 1974 – ult. 1990

2. Den eksterne målsætning kan formuleres med henblik på betalingsbalancens løbende poster eller med henblik på udlandsgælden. Ved *kortsigtede* vurderinger af, om den danske økonomi er i balance, er det nærliggende at hæfte sig ved betalingsbalanceunderskuddet, som jo ikke mindst i 1985-86 tydeligt afspejlede et efterspørgselspres. Betragter man derimod udviklingen ud fra et *længere perspektiv* end det, der danner grundlaget for stabiliseringspolitikken, må det være mere relevant at hæfte sig ved størrelsen af udlandsgælden, evt. som pct. af BNP.

3. I det følgende belyses det længere perspektiv med udgangspunkt i tidsserier for nettogæld eller -tilgodehavender og det korte perspektiv på baggrund af tal for over- og underskud. Som bekendt er der definatorisk sammenhæng mellem "beholdningstal" ultimo årene og de løbende over- eller underskud. Dette forudsætter dog konsistente data. De nedenfor anvendte tidsserier for over- eller underskud stammer alle fra nationalregnskabsstatistikken, der jo vedrører Danmark og ikke hele det danske Rige, idet Riget er defineret som Danmark plus Færøerne plus Grønland. Tallene for nettogælden, jfr. den danske kapitalbalance, bør derfor også omfatte Danmark og ikke – som normalt – Riget.

4. I de første kolonner af tabel 1 er for ult. 1974 – ult. 1990 vist *Danmarks nettogæld* til udlandet, den tredje af de indledningsvis nævnte målsætninger. Tallene illustrerer udviklingen, set fra udlandets synspunkt, hvorfor der i alle årene er tale om tilgodehavender og dermed positive fortegn.

I de midterste kolonner er anført tal for den *offentlige nettogæld* – eller i årene op til 1978: nettotilgodehavende. Hermed illustreres den fjerde og sidste af de indledningsvis nævnte målsætninger, idet tallene for den offentlige nettogæld omfatter såvel nettogæld til udlandet som til den private sektor.

Den *private sektors nettogæld* følger residualt. Tallene illustrerer dermed sektorens samlede nettogæld til omverdenen, den offentlige sektor såvel som udlandet. Og tallene i hver række summerer følgelig til nul.

Udlandsgælden

5. Som ovenfor nævnt vedrører tallene for udlandsgælden Danmark. Udgangspunktet har været de traditionelle kapitalbalancetal for Riget, og korrektionerne for Færøerne og Grønlands nettogæld er sket på basis af bl. a. Det rådgivende udvalg vedrørende Færøerne 1990 pp. 23-24, Det rådgivende udvalg vedrørende Grønland 1990 pp. 50-51 samt Nationalbankens beretning 1990 p. 46. Korrektionerne er foretaget på primitiv vis, men er iøvrigt ud fra et kvantitativt synspunkt helt marginale. Dette følger allerede af, at Færøernes og Grønlands nettogæld til omverdenen (inkl. Danmark) i de anførte kilder anslås til hhv. 9 og 3 mia. kr. ult. 1990.

Tabel 1. Nettotilgodehavender ult. 1974-90, årets priser.

Ult.		Udlandet		Danmark			
		Ialt ^(a)		Off. sektor ialt ^(b)		Privat sektor ialt ^(c)	
		Mia. kr.	(Pct. af BNP)	Mia. kr.	(Pct. af BNP)	Mia. kr.	(Pct. af BNP)
1974	+22.8	(+11.8)	+26.4	(+13.6)	-49.2	(-25.4)	
1975	+25.7	(+11.9)	+21.9	(+10.1)	-47.6	(-22.0)	
1976	+39.3	(+15.7)	+19.4	(+ 7.7)	-58.7	(-23.4)	
1977	+55.6	(+19.9)	+14.0	(+ 5.0)	-69.6	(-24.9)	
1978	+63.4	(+20.4)	+ 6.7	(+ 2.1)	-70.1	(-22.5)	
1979	+83.1	(+24.0)	- 6.4	(- 1.9)	-76.7	(-22.1)	
1980	+96.7	(+25.9)	-26.8	(- 7.2)	-69.9	(-18.7)	
1981	+120.6	(+29.6)	- 66.6	(-16.3)	-54.0	(-13.3)	
1982	+155.9	(+33.6)	-121.3	(-26.1)	-34.6	(- 7.5)	
1983	+188.5	(+36.8)	-170.5	(-33.3)	-18.0	(- 3.5)	
1984	+219.3	(+38.8)	-207.8	(-36.8)	-11.5	(- 2.0)	
1985	+238.1	(+38.7)	-211.3	(-34.3)	-26.8	(- 4.4)	
1986	+256.1	(+38.4)	-189.8	(-28.5)	-66.3	(- 9.9)	
1987	+270.0	(+38.6)	-179.2	(-25.6)	-90.8	(-13.0)	
1988	+285.7	(+38.8)	-195.9	(-26.6)	-89.8	(-12.2)	
1989	+280.3	(+36.1)	-197.9	(-25.5)	-82.4	(-10.6)	
1990	+271.1	(+33.5)	-203.3	(-25.1)	-67.8	(- 8.4)	

Kilde: (a) Se teksten. (b) Det økonomiske Sekretariat, *Økonomisk Oversigt* april 1984 p. 79 og oktober 1990 p. 99. (c) Beregnet residualt.

Den offentlige nettogæld

6. Mens der i nationalregnskabsstatistikken foreligger udførlige oplysninger om opsparring, investering m.v. fordelt på offentlig og privat sektor, jfr. nedenfor, er der (endnu) ikke tilsvarende tal for de to indenlandske sektors nettogæld.

Imidlertid har Det økonomiske Sekretariat, 1984 p. 79 og 1990 p. 99, beregnet den offentlige nettogæld ultimo årene siden 1974, jfr. de midterste kolonner i tabel 1. For at gøre det muligt at bestemme den private nettogæld residualt er det naturligvis afgørende, at tallene for Danmarks gæld og den offentlige sektors nettogæld til de to øvrige sektorer under ét er konsistente. Det indebærer bl. a., at den offentlige sektor afgrænses som i nationalregnskabsstatistikken, at den offentlige sektors gæld beregnes som en *nettogæld* samt at den anføres til *kursværdi*. Disse betingelser opfylder tallene i tabel 1. De omfatter såvel stat som kommuner og sikringsordninger, og i disse delsektors bruttogæld er der modregnet for deres aktiver, herunder Den sociale pensionsfonds og sikringsordningernes (ATP, LD m.v.) beholdninger af obligationer m.v. Derimod er der ikke taget hensyn til offentlige aktiver i form af voksende kumulerede skatterestancer.

7. Helt siden tiden efter den anden verdenskrig og frem til 1970'erne var der overskud på statens drifts- og anlægsbudget, jfr. f. eks. Det økonomiske Sekretariat, Statsfi-

nanserne 1968-69. Hos kommunerne var der stort set balance. Det kan derfor ikke undre, at den offentlige sektor ult. 1974 havde et nettotilgodehavende på godt 13 pct. af BNP. Det følgende år var imidlertid præget af voksende underskud på de offentlige finanser, og i midten af 1980'erne nåede den offentlige nettogæld op på godt 200 mia. kr. eller ca. 35 pct. af BNP. De følgende års overskud på de offentlige finanser formindskede den offentlige nettogæld til ca. 25 pct. af BNP, men på det seneste er billedet som bekendt atter vendt.

Den private nettogæld

8. Hvis man ikke er for sart, kan man på basis heraf finde den private sektors nettogæld for årene siden 1974 ved simpel subtraktion, jfr. de sidste kolonner i tabel 1. Midt i 1970'erne havde den private sektor en nettogæld på ca. 25 pct. af BNP – som modstykke til at både udlandet og den offentlige sektor i den foregående årrække havde opbygget tilgodehavender hos omverdenen. Men i den følgende periode formindskedes den private sektors nettogæld som pct. af BNP, især i begyndelsen af 1980'erne med denne periodes betydelige private opsparingsoverskud.

Der kan imidlertid være grund til at fremhæve, at "Den private sektor" ifølge nationalregnskabsstatistikken er en særdeles heterogen størrelse. Den omfatter ikke blot husholdninger og selskaber, men også forsikringssektoren samt den finansielle sektor incl. Nationalbanken. En opdeling af den private sektor er derfor en nærliggende opgave, som imidlertid ikke vil blive taget op i det følgende.

En vurdering af udviklingen i gælden

9. Som omtalt indledningsvis må udviklingen i udlandsgælden vurderes i lyset af de øvrige målsætninger for den økonomiske politik. Herunder må en målsætning tillægges øget betydning, i jo højere grad udviklingen indebærer en manglende opfyldelse af den. Da udlandsgælden i 1980'erne var nået op på næsten 40 pct. af BNP, måtte hensynet til at få den nedbragt opprioriteres, bl. a. fordi en konsekvens af en stor udlandsgæld er betydelige årlige nettorentudgifter, der belaster den løbende betalingsbalance.

En nedbringelse af udlandsgælden gennem en årrække med betalingsbalanceoverskud kan imidlertid ikke gennemføres problemfrit. Den forudsætter en omlægning af produktionsapparatets sammensætning, så ressourcerne i højere grad beskæftiges i betalingsbalanceerhvervene, altså de eksporterende eller importkonkurrerende erhverv. Denne omlægning kan vanskeligt gennemføres, uden at der opstår en betydelig ledighed undervejs, især naturligvis hvis der er problemer m.h.t. konkurrenceevnen i betalingsbalanceerhvervene.

I denne forbindelse må det med i billedet, at en nettogæld jo under alle omstændigheder kun udgør en del af en status, og at udlandsgælden derfor bør sættes i forhold til den samlede danske realkapital. I så fald kan nettogælden (fremmedkapitalen) vel næp-

Tabel 2. Ændringer i nettotilgodehavender i årene 1975-90 mia.kr., årets priser.

	Udlandet			Danmark					
	Ialt			Off. sektor ialt			Privat sektor ialt		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
1975	+ 2.9	- 0.4	+ 3.3	- 4.5	- 3.2	- 1.3	+ 1.6	+ 3.6	- 2.0
1976	+13.6	+1.3	+12.3	- 2.5	- 4.0	+ 1.5	-11.1	+ 2.7	-13.8
1977	+16.3	+5.1	+11.2	- 5.4	- 5.1	- 0.3	-10.9	0.0	-10.9
1978	+ 7.8	- 0.7	+ 8.5	- 7.3	- 8.0	+ 0.7	- 0.5	+ 8.7	- 9.2
1979	+19.7	+3.4	+16.3	-13.1	- 9.0	- 4.1	- 6.6	+ 5.6	-12.2
1980	+13.6	- 0.1	+13.7	-20.4	-10.2	-10.2	+ 6.8	+10.3	- 3.5
1981	+23.9	+11.6	+12.3	-39.8	-16.4	-23.4	+15.9	+ 4.8	+11.1
1982	+35.3	+15.6	+19.7	-54.7	-16.5	-38.2	+19.4	+ 0.9	+18.5
1983	+32.6	+19.4	+13.2	-49.2	-16.6	-32.6	+16.6	- 2.8	+19.4
1984	+30.8	+12.3	+18.5	-37.3	-17.6	-19.7	+ 6.5	+ 5.3	+ 1.2
1985	+18.8	- 9.6	+28.4	- 3.5	+ 5.7	- 9.2	-15.3	+ 3.9	-19.2
1986	+18.0	-18.2	+36.2	+21.5	- 3.4	+24.9	-39.5	+21.6	-61.1
1987	+13.9	- 6.7	+20.6	+10.6	- 7.4	+18.0	-24.5	+14.1	-38.6
1988	+15.7	+ 6.9	+ 8.8	-16.7	-22.8	+ 6.1	+ 1.0	+15.9	-14.9
1989	- 5.4	-14.8	+ 9.4	- 2.0	- 2.1	+ 0.1	+ 7.4	+16.9	- 9.5
1990	- 9.2	- 2.4	- 6.8	- 5.4	+ 2.7	- 8.1	+14.6	- .03	+14.9

Kolonner: (1) Stigning i nettotilgodehavende, jfr. tabel 1. (2) Kursregulering m.v. (+ = gevinst) (3) Opsparingsoverskud.

Anm.: For hver af de tre sektorer er summen af opsparingsoverskud og kursgevinst lig med stigning i nettotilgodehavende.

pe anslås til mere end et tal i størrelsesordenen 10-15 pct. af de reale aktiver. Men dertil er bl. a. at sige, at de lande, der finansierer vor låntagning, jo herudover samtidig finansierer opbygningen af deres egen realkapital. Nettogæld skulle ud fra dette synspunkt især kunne forsvares, hvis den indenlandske realkapital er vokset mere end udlandets.

10. Man kan også hævde, at problemerne i forbindelse med udlandsgælden stiller sig forskelligt, alt efter om det er den private eller den offentlige sektor, der er debitor. Er det den private sektor, som er nettodebitor, sådan som det var tilfældet her i landet frem til midten af 1970'erne, jfr. tabel 1, er det ud fra dette synspunkt de enkelte private beslutningstagere på mikroniveau, der er ansvarlige for de til låntagningen knyttede problemer, herunder m. h. t. at finansiere rentebetalingerne. Er det derimod den offentlige sektor, der som nettodebitor modsvarer den overvejende del af udlandsgælden, sådan som det har været tilfældet i 1980'erne, kan man hævde, at der er tale om et fælles problem i form af en indskrænkning i den finanspolitiske handlefrihed.

11. Mit eget synspunkt er, at hele denne debat om privat contra offentlig gæld fundamentalt afspejler forskellige syn på den økonomiske politiks rolle. Betragter man ikke

privat nettogæld som et problem, kan det bl. a. afspejle et politisk synspunkt, hvorefter det er en selvstændig målsætning, at erhvervslivets præferencer kan omsættes i praksis, mens det offentlige bør indtage en mere passiv rolle, herunder m. h. t. at gældsætte sig. Dette synspunkt er i modstrid til det dominerende i 1950'erne og 1960'erne, hvorefter det var de politiske målsætninger, sådan som de afspejlede sig i sammensætningen af parlamentet, der gennem udformningen af den økonomiske politik skulle være bestemmende for udviklingen.

I denne forbindelse opstår imidlertid spørgsmålet, om man gennem den økonomiske politik overhovedet er i stand til at nå de mål, man måtte have sat sig. Og her må det nok erkendes, at resultaterne af den økonomiske politik igennem 1960'erne og 1970'erne ikke levede op til forventningerne, hvad der i sig selv har været medvirkende til at dæmpe ambitionsniveauet.

12. Det er en nærliggende konsekvens, at jo lavere ambitionsniveau man har med hensyn til den hjemlige økonomisk politik, jo færre betæneligheder må man have ved en deltagelse i samarbejdet omkring en Økonomisk Monetær Union inden for rammerne af EF. Ved at være med i et sådant samarbejde mister man jo handlefrihed, i hvert fald på det valuta- og pengepolitiske område, men nok også på det finanspolitiske.

Nettogæld og opsparingsoverskud

13. Stigningen i en sektors nettotilgodehavende i løbet af en periode kan opspaltes i to komponenter: sektorens opsparingsoverskud og dens kursgevinst. Sædvanligvis beregnes kursreguleringerne (ændringerne i værdiansættelsen) residualt. Denne sammenhæng er velkendt fra den traditionelle betalings- og kapitalbalancestatistik for Riget, hvor opsparingsoverskuddet er lig med overskuddet på betalingsbalancens løbende poster. Men den gælder naturligvis også for Danmark – og for sektorer inden for økonomien.

I tabel 2 er vist sådanne tal for årene 1975-90 for de samme tre sektorer som i tabel 1. Betalingsbalancetallene er lige som i tabel 1 betragtet fra udlandets synspunkt, og følgelig vil summen af tallene for de tre sektorer i hvert enkelt år være lig med nul, lige som i tabel 1. For hver af sektorerne er tallene i den første kolonne hentet fra tabel 1, i den anden kolonne beregnet residualt og i den tredje kolonne hentet fra nationalregnskabsstatistikken som den pågældende sektors opsparingsoverskud i årets løb.

14. Som bekendt er en sektors *opsparingsoverskud* defineret som dens *opsparing minus investering*. Begrebet har vundet stigende indpas i debatten i de senere år, idet man alternativt har anvendt betegnelserne "opsparingsoverskud", "nettofordringserhvervelse" (som begrebsmæssigt ganske vist adskiller sig lidt fra opsparingsoverskud, men det vil vi se bort fra i det følgende) samt "finansiel opsparing" (en betegnelse, som i det følgende vil blive søgt undgået, bl. a. fordi begreberne "opsparing" og "finansiel opsparing" let sammenblandes, og det er jo i hvert fald ikke hensigtsmæssigt).

Tabel 3. Opsparing, investering og opsparingsoverskud i årene 1971-90, pct. af BNP.

	Off. sektor ialt			Privat sektor ialt			Hele økonomien		
	S	I	(S-I)	S	I	(S-I)	S	I	(S-I)
1971	9.5	4.7	+4.8	12.9	20.1	-7.2	22.4	24.8	-2.4
1972	8.8	4.4	+4.4	15.6	20.4	-4.8	24.4	24.8	-0.4
1973	9.5	3.8	+5.7	14.9	22.3	-7.4	24.4	26.1	-1.7
1974	7.9	3.9	+4.0	14.2	21.3	-7.1	22.1	25.2	-3.1
1975	3.3	3.9	-0.6	16.1	17.0	-0.9	19.4	20.9	-1.5
1976	4.3	3.7	+0.6	14.8	20.3	-5.5	19.1	24.0	-4.9
1977	3.7	3.8	-0.1	15.2	19.1	-3.9	18.9	22.9	-4.0
1978	3.9	3.6	+0.3	14.9	17.9	-3.0	18.8	21.5	-2.7
1979	2.6	3.8	-1.2	14.0	17.5	-3.5	16.6	21.3	-4.7
1980	0.8	3.5	-2.7	14.1	15.0	-0.9	14.9	18.5	-3.6
1981	-2.7	3.0	-5.7	15.1	12.4	+2.7	12.4	15.4	-3.0
1982	-5.4	2.8	-8.2	17.5	13.5	+4.0	12.1	16.3	-4.2
1983	-4.0	2.4	-6.4	17.4	13.6	+3.8	13.4	16.0	-2.6
1984	-1.4	2.1	-3.5	16.5	16.3	+0.2	15.1	18.4	-3.3
1985	0.9	2.4	-1.5	14.1	17.2	-3.1	15.0	19.6	-4.6
1986	5.7	2.0	+3.7	10.4	19.5	-9.1	16.1	21.5	-5.4
1987	4.7	2.1	+2.6	11.4	16.9	-5.5	16.1	19.0	-2.9
1988	3.0	2.2	+0.8	13.7	15.7	-2.0	16.7	17.9	-1.2
1989	2.2	2.2	0.0	15.2	16.4	-1.2	17.4	18.6	-1.2
1990	0.9	1.9	-1.0	17.4	15.6	+1.8	18.3	17.5	+0.8

I nationalregnskabsstatistikken er Danmarks betalingsbalance belyst på kontoen for transaktioner med udlandet. Men herudover foreligger der (i tiårsoversigterne fra 1982 og fremefter) tal for bl. a. opsparing og investering i årene siden 1971, opdelt på offentlig og privat sektor. I tabel 2 er betalingsbalanceoverskuddet og den offentlige sektors opsparingsoverskud hentet herfra, mens de øvrige tal er beregnet residualt.

15. I tilknytning til tabel 2 kan der indledningsvis være grund til nogle kommentarer til de residualt beregnede *kursreguleringer* for de tre sektorer, idet de kan give et foreløbigt grundlag for at vurdere tallenes pålidelighed.

For udlandet (dvs. for hele Danmark med modsat fortegn) adskiller tallene sig ikke meget fra de traditionelle for hele Riget. Kursreguleringerne er særlig markante i 1980'ernes første halvdel, hvor de afspejler kronens svækkede stilling, ikke mindst over for US dollars. Udviklingen redresseres delvis i de følgende år.

Kursreguleringerne vedrørende *den offentlige gæld* tegner et mere broget billede. Tallene modsvarer i nogen grad de tilsvarende tal for udlandet som udtryk for, at en del af disse kursgevinster og -tab har været knyttet til den offentlige gæld. Herudover er tallene givetvis præget af periodiseringsproblemer, som jo imidlertid især skulle vise sig i kortsigtsfluktuationer. Desuden er kursreguleringerne som nævnt beregnet i for-

hold til det offentlige opsparingsoverskud og ikke til sektorens nettofordringserhvervelse; men det ville ikke have ændret billedet afgørende. Alt i alt bliver konklusionen, at der synes at være en systematisk tendens til offentlige kurstab. Sandsynligvis skal forklaringen findes i flere forskellige forhold. En mulig kandidat er de voksende offentlige tilgodehavender i form af skatterestancer, som der ikke tages hensyn til ved beregningen af den offentlige sektors nettotilgodehavende, jfr. ovenfor.

Vender man sig endelig til den heterogene private sektor, har dens kursreguleringer iflg. tabel 2 været præget af systematiske kursgevinster, modsvarende kurstabene for den offentlige sektor.

Betalingsbalancesaldo og opsparingsoverskud

16. I artiklens første del var det hovedsigtet at belyse og kommentere udviklingen i nettogælden for de tre behandlede sektorer (udland, offentlig og privat indenlandsk) ud fra det synspunkt, at mere strukturelt betingede målsætninger for den økonomiske politik må knytte sig til udviklingen i nettogæld eller -tilgodehavender snarere end til årlige over- eller underskud. Men disse sidste er jo også vigtige ved en belysning af, hvordan en økonomi som den danske fungerer.

I tabel 3 er for årene siden 1971 vist tidsserier for hver af de tre tidligere behandlede sektorer: Den offentlige sektor, den private sektor og hele den danske økonomi (eller udlandet under ét, alt efter hvilken indfaldsvinkel man anvender). I tabel 3 repræsenterer "Hele økonomien" imidlertid summen af privat og offentlig sektor, og tallene summerer derfor ikke længere til nul.

For hver af de tre sektorer er i tabel 3 vist tre tidsserier: dels sektorens (brutto)opsparing, dels dens (brutto)investering og endelig opsparingsoverskuddet, der repræsenterer differencen og iøvrigt svarer til de tilsvarende i tabel 2. I tabel 3 er alle tallene imidlertid anført som procent af det pågældende års BNP i årets priser.

17. Det mest iøjnefaldende træk ved tallene i tabel 3 er, at opsparingsoverskuddene for såvel den private som den offentlige sektor svinger ganske meget, samt at disse svingninger – bortset fra 1977/78 og 1978/79 – altid er modsat rettede, hvorfor betalingsbalanceunderskuddet (det samlede negative opsparingsoverskud) har et langt mere stabilt forløb.

Den mest nærliggende forklaring herpå er de Keynesianske automatiske stabilisatorer. I perioder med en betydelig privat indenlandsk efterspørgsel – hvad enten det er forbruget eller investeringerne, det drejer sig om – afspejler en øget forbrugskvote sig i en faldende privat opsparing, der sammen med stigende investeringer indebærer et betydeligt privat opsparingsunderskud (hovedeksempler er naturligvis 1973 og 1986). Omvendt vil en afdæmpet privat indenlandsk efterspørgsel vise sig som en lavere privat forbrugskvote (en øget privat opsparing), der sammen med de små private investeringer indebærer et betydeligt privat opsparingsoverskud, jfr. 1982-83.

Tabel 4. Privat forbrug og private bruttoinvesteringer som pct. af disponibel bruttoindkomst.

	Privat forbrug	Priv. bruttoinv.	Ialt
1971	81.4	29.3	110.7
1972	77.5	29.6	107.1
1973	78.9	32.3	111.2
1974	79.5	31.1	110.6
1975	77.5	23.7	101.2
1976	79.5	28.5	108.0
1977	79.3	26.6	105.9
1978	79.2	25.2	104.4
1979	80.2	24.9	105.1
1980	79.8	21.5	101.3
1981	78.7	17.5	96.2
1982	75.9	18.6	94.5
1983	75.9	18.9	94.8
1984	76.8	23.0	99.8
1985	79.7	25.0	104.7
1986	84.3	30.0	114.3
1987	82.6	25.8	108.4
1988	80.1	23.5	103.6
1989	78.3	24.3	102.6
1990	75.5	22.6	98.1

Med de offentlige investeringer som en efterspørgselskomponent, der over tid har været meget stabil, omend med en faldende tendens, jfr. tabel 3, vil perioder med stigende privat efterspørgsel være ensbetydende med en øget aktivitet, der igen indebærer en forøgelse af den offentlige opsparring og dermed af det offentlige opsparringsoverskud, jfr. igen 1973 og 1986. Omvendt indebærer en faldende privat efterspørgsel et privat opsparringsoverskud, men samtidig et offentligt opsparringsunderskud.

Ud fra disse betragtninger er opsparringsoverskud i den private sektor ikke nogen hensigtsmæssig målsætning, hvis det drejer sig om at forbedre det samlede opsparringsoverskud (= betalingsbalancen). For der vil automatisk opstå et offentligt opsparringsunderskud, der vil trække i modsat retning, og iøvrigt være en afspejling af lav vækst og øget ledighed.

18. Det er en følge af disse sammenhænge, at den ofte fremførte målsætning om på én gang at øge de private investeringer med henblik på at udbygge produktionsapparatet og samtidig at øge den private opsparring af hensyn til betalingsbalancen, ikke lader sig realisere, eller i hvert fald ikke har ladet sig realisere i 1980'erne. Øgede private investeringer har tværtimod erfaringsmæssigt været ledsaget af et øget privat forbrug jfr. tabel 4, hvor det private forbrug og de private bruttoinvesteringer er anført for perioden siden 1971, begge som pct. af den disponible bruttoindkomst i den private sektor. Som tallene viser, svinger disse to indenlandske efterspørgselskomponenter i udpræget

grad i takt. Hvor summen af dem overstiger 100 pct., er der åbenbart tale om et privat opsparingsunderskud, hvad der bekræftes ved at sammenligne den sidste kolonne i tabel 4 med kolonnen for det private opsparingsoverskud i tabel 3.

19. På denne baggrund kunne der være basis for den afsluttende betragtning, at de systematiske svingninger i efterspørgselskomponenter m.v., som ovenfor er beskrevet, naturligt peger i retning af, at man ved tilrettelæggelsen af den økonomiske politik ikke blot interesserer sig for strukturproblemer, men også giver sig til at opprioritere stabiliseringspolitiske problemstillinger, selv om de økonomisk/politiske instrumenter, der her vil være påkævede, vil være af mere begrænset anvendelighed inden for en valutaunion.

Når denne problemstilling ikke skal forfølges, hænger det bl. a. sammen med, at en succesfuld stabiliseringspolitik jo – som ofte fremhævet – forudsætter, at man med rimelig sikkerhed er i stand til at forudsige det forløb, man ønsker at øve indflydelse på. Som det fremgår af det ovenfor anførte, ikke mindst af tabellerne, var det – set i bakspejlet – en fejl, at man ikke tidligere greb ind mod efterspørgselsstigningen i 1986, der bl.a. resulterede i det rekordstore betalingsbalanceunderskud på over 35 mia. kr. På denne baggrund må man spørge, om økonomerne havde tændt advarselslamperne i tide, dvs. senest omkring årsskiftet 1985/86? Allerede i 1985 var betalingsbalanceunderskuddet jo betydeligt – 28 mia. kr. iflg. tabel 2 ovenfor.

Finansredegørelsen, der dengang udkom i december (1985), havde på omslaget en illustration, hvoraf det fremgik, at det fra 1982 til 1984 var gået stadig fremad m. h. t. at leve op til de forskellige målsætninger, og at denne udvikling forventedes fortsat i 1986, bl. a. i form af en nedbringelse af betalingsbalanceunderskuddet.

Økonomisk Oversigt fra Det økonomiske Sekretariat, oktober 1985, regnede med, at betalingsbalanceunderskuddet ville formindskes med 5 mia. kr. fra 1985 til 1986 (p. 36) og "vismandsrapporten" fra december 1985 forudså en tilsvarende forbedring (p. 61). I Nationalbankens 1985-beretning hedder det (p. 12), at "betalingsbalanceunderskuddet i 1985 blev foruroligende stort, og man kan ikke regne med, at der i år indtræffer en klar forbedring af sig selv". Det var dog altid noget, men Nationalbanken ville med endnu større tilfredshed have kunnet se tilbage på formuleringen, hvis man havde udeladt ordet "klar" (mon det ikke er blevet indsat af en Forsigtigper i sidste korrektur?)

Alt i alt må man have lov til at konkludere, at det var småt med de røde lampers blinken. At det ikke har skortet på efterfølgende forklaringer herpå er velkendt, men her kan man ikke frigøre sig fra at tænke på generalerne, der fører fortidens krige.

Kort sagt ville jeg gerne have konkluderet, at vi på det område, der har været emnet for denne artikel, har bragt det vidt. Men anlægger man den betragtning, at "The proof of the pudding is in the eating", kan der måske snarere være grund til at sænke blikket.

I hvert fald mangler der ikke stof for den fremtidige forskning på instituttet – heller ikke på dette område.

Litteratur

- Danmarks Nationalbank. 1985 og 1990. *Beretning og regnskab*. København.
- Danmarks Statistik. 1982 ff. *Statistisk tiårsoversigt*. København.
- Finansministeriet. 1985. *Finansredegørelse 1986*. København.
- Rådgivende udvalg vedrørende Færøerne. 1990. *Den økonomiske udvikling på Færøerne*. København.
- Rådgivende udvalg vedrørende Grønlands økonomi. 1990. *Beretning om den økonomiske udvikling i Grønland*. København.
- Økonomiske Råd. Formandsskabet. 1985. *Dansk økonomi december 1985*. København.
- Økonomiske Sekretariat. *Statsfinanserne 1968-69*. København.
- Økonomiske Sekretariat. 1984. *Økonomisk Oversigt*. April 1984. København.
- Økonomiske Sekretariat. 1985. *Økonomisk Oversigt*. Oktober 1985. København.
- Økonomiministeriet. Det økonomiske Sekretariat. 1990. *Økonomisk Oversigt*. Oktober 1990. København.

I hvert fald mangler der ikke stof for den fremtidige forskning på instituttet – heller ikke på dette område.

Litteratur

- Danmarks Nationalbank. 1985 og 1990. *Beretning og regnskab*. København.
- Danmarks Statistik. 1982 ff. *Statistisk tiårsoversigt*. København.
- Finansministeriet. 1985. *Finansredegørelse 1986*. København.
- Rådgivende udvalg vedrørende Færøerne. 1990. *Den økonomiske udvikling på Færøerne*. København.
- Rådgivende udvalg vedrørende Grønlands økonomi. 1990. *Beretning om den økonomiske udvikling i Grønland*. København.
- Økonomiske Råd. Formandsskabet. 1985. *Dansk økonomi december 1985*. København.
- Økonomiske Sekretariat. *Statsfinanserne 1968-69*. København.
- Økonomiske Sekretariat. 1984. *Økonomisk Oversigt*. April 1984. København.
- Økonomiske Sekretariat. 1985. *Økonomisk Oversigt*. Oktober 1985. København.
- Økonomiministeriet. Det økonomiske Sekretariat. 1990. *Økonomisk Oversigt*. Oktober 1990. København.