

# Betalingsbalancen – fra langvarigt underskud til solidt overskud

Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling

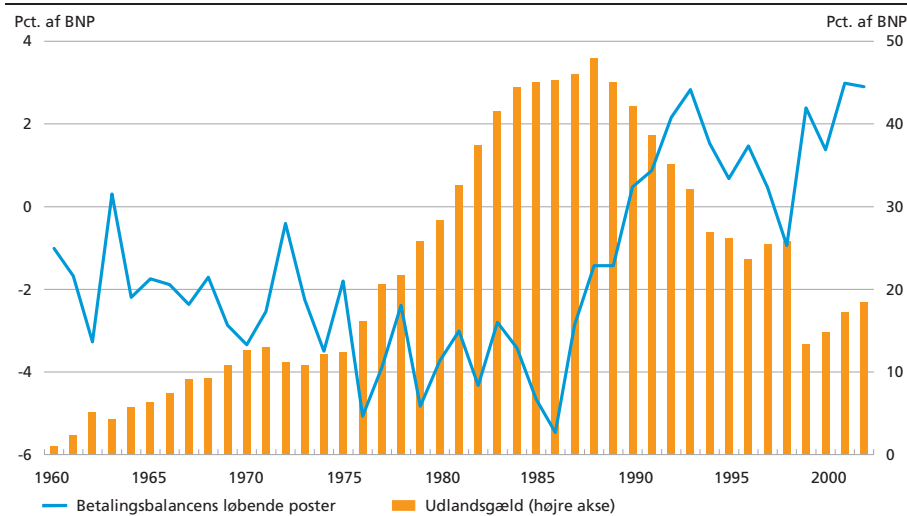
## INDLEDNING OG KONKLUSION

Underskud på betalingsbalancens løbende poster var i mange år akilleshælen i dansk økonomi og afgørende for megen af den førte økonomiske politik. I 1990 udviste betalingsbalancen et overskud for første gang i næsten 30 år, jf. figur 1, og den har siden da været i overskud bortset fra et enkelt år. I de senere år har overskuddet været robust omkring 2-3 pct. af BNP trods afmatning i den internationale økonomi og stærkere vækst i Danmark end hos mange af vore samhandelspartnere. I denne artikel beskrives baggrunden for denne udvikling, og det diskuteres, om saldoen på betalingsbalancens løbende poster med frie kapitalbevægelser overhovedet er noget, som de økonomisk-politiske beslutningstagere skal bekymre sig om ved fastlæggelsen af den økonomiske politik.

Det konkluderes, at vendingen i betalingsbalancesaldoen fra underskud til overskud har baggrund i, at tidligere tiders kroniske opsparings-

BETALINGSBALANCE OG UDLANDSGÆLD

Figur 1



Anm.: Udlandsgæld fra Danmarks Statistik (1960-75) og Nationalbanken (1991-2002). Tallene for perioden 1976-90 er beregnede, se appendiks til referencen i fodnote 1, side 32 for detaljer.

problem synes løst, hovedsageligt som følge af ændringer i skattesystemet, herunder først og fremmest reduktionen af rentefradragets skattemæssige værdi, samt sunde offentlige finanser.

De senere års solide overskud kan mere specielt tilskrives, at Danmark nu er nettoeksportør af energi, at eksport af søtransport er steget markant i både mængder og priser samt af, at der er vundet markedsandele i industrieksporten. Hertil kommer, at nettorentebetalingerne til udlandet har været faldende. Danmark synes ikke aktuelt at have noget konkurrenceevneproblem, men på længere sigt er det bekymrende, hvis den danske lønstigningstakt fortsætter med at overstige konkurrenternes.

Saldoen på betalingsbalancens løbende poster bør fortsat have en central rolle i fastlæggelsen af den danske økonomiske politik. At frie kapitalbevægelser i mange tilfælde har gjort det let at finansiere et underskud er ikke ensbetydende med, at et sådant er uproblematisk.

## OPGØRELSE OG TOLKNING AF BETALINGSBALANCEN

Som beskrevet i boks 1 er det ikke uden problemer i praksis at opgøre betalingsbalancen. I denne artikel er det Danmarks Statistiks opgørelse af de løbende poster, der lægges til grund.

Saldoen på betalingsbalancens løbende poster kan anskues ud fra i hvert fald fire synsvinkler. Saldoen er udtryk for forskellen mellem værdien af eksporten og importen samt transfereringer og rentebetalinger til udlandet netto, jf. tabel 1. Dette er den traditionelle tolkning. Saldoen

BETALINGSBALANCEREGNSKABET FOR DANMARK		Tabel 1
Nettobetaling i mia.kr.	2001	2002
<i>Løbende poster</i>		
Varer og tjenester (X-M) .....	86	81
Transfereringer <sup>1</sup> (T) .....	-20	-20
Rentebetalinger <sup>2</sup> (r*A) .....	-25	-22
Betalingsbalancens løbende poster (BBLP) ..	41	39
Kapitaleksport i alt .....	13	-6
<i>Heraf</i>		
Direkte investeringer .....	15	-9
Porteføljeinvesteringer .....	35	-3
Ikke-registrerede betalinger, lån mv. ....	-11	-14
Fejl og udeladelser .....	-26	20
Ændring af valutareserverne .....	27	45
Betalingsbalancen i alt .....	0	0

Anm.: BBLP = Kapitaleksport + Ændring af valutareserverne. På grund af afrunding summer posterne ikke eksakt til nul. Bogstaverne i parentes refererer til ligningerne i appendiks.

Kilde: Danmarks Statistik og Nationalbanken.

<sup>1</sup> Fx ulandsbistand, bloktilskud til Færøerne og Grønland, miljøstøtte, EU-betalinger mv.

<sup>2</sup> Posten indeholder alle former for forrentning af nettogælden til udlandet, dvs. renter, udbytter, indeholdt overskud af udenlandske investeringer mv.

Betalingsbalancen registrerer i princippet alle økonomiske transaktioner mellem valutaindlændinge og -udlændinge. Som valutaindlændinge betragtes alle virksomheder med hjemsted i Danmark, også datterselskaber og filialer af udenlandske virksomheder. Omvendt er danske virksomheders udenlandske enheder valutaudlændinge. Personer er valutaindlændinge, hvis de opholder sig i Danmark i over et år. En betalingsbalance registrerer således omfanget af transaktioner mellem geografisk afgrænsede områder, i vort tilfælde Danmark.

Betalingsbalancen kan opdeles i løbende poster og kapitalposter samt ændring i valutareserverne. Betalingsbalancen opgøres efter det dobbelte bogholderis princip, hvilket medfører, at den samlede betalingsbalance altid er nul. Når man lidt upræcist taler om under- eller overskud på betalingsbalancen, menes som regel under- eller overskud på betalingsbalancens løbende poster.

Tabel 1 viser nogle af hovedposterne på betalingsbalancen. Overskuddet på de løbende poster kan enten lånes ud til udlandet (kapitaleksport) eller placeres i valutareserverne. Som det fremgår af størrelsen på posten "fejl- og udeladelser", er der i praksis betydelige statistiske problemer med at få opgjort betalingsbalancen korrekt for det enkelte år. Set over en årrække er størrelsen på posten "fejl- og udeladelser" dog betydeligt mindre, da den svinger omkring nul.

Opgørelsesproblemerne afspejler sig også i, at der løbende typisk forekommer ganske betydelige revisioner af de offentliggjorte betalingsbalancetal. Dette er bl.a. et resultat af, at Danmarks Statistik offentliggør betalingsbalancestatistikken første gang, inden alle indberetninger er behandlet. Det er et stort ønske fra brugerne at få statistikken så hurtigt som muligt.

Mere generelt vil der være en tendens til at underdeklarere indtægter, herunder eksport, og overdeklarere udgifter, herunder import. Dette afspejler sig bl.a. i, at summen af saldi på de løbende poster for alle verdens lande under ét udviser et betydeligt underskud, hvor summen burde være nul. I Danmark og andre europæiske lande modvirkes dette af moms-systemet, der giver et økonomisk incitament til at indberette eksporten korrekt, da denne er afgørende for virksomhedernes momsrefusioner. På importsiden er der ikke samme tilskyndelse.

kan også betragtes som et resultat af, at den indenlandske indkomst kan være større eller mindre end den indenlandske efterspørgsel. En tredje tilgang er at betragte saldoen som forskellen mellem indenlandsk opsparing og investering. Den fjerde og sidste tolkning udspringer af det faktum, at saldoen altid er lig med nettokapitalimporten. Kapitalposterne angiver, hvordan et underskud på betalingsbalancens løbende poster er blevet finansieret, eller hvordan et overskud er blevet placeret. De fire tolkninger af saldoen på betalingsbalancens løbende poster er nært beslægtede, som nærmere behandlet i artiklens appendiks. For at forstå omsvinget i betalingsbalancesaldoen fra langvarigt underskud til solidt overskud er opsparings-investeringsvinklen den mest frugtbare tilgang.

## OPSPARING OG INVESTERING

---

Saldoen på betalingsbalancens løbende poster kan tolkes som forskellen mellem dansk opsparing, privat såvel som offentlig, og investeringerne. Ved et betalingsbalanceunderskud overstiger investeringerne den samlede indenlandske opsparing svarende til, at Danmark lægger beslag på udenlandsk opsparing. Modstykket til dette er, at der oparbejdes en udlandsgæld, hvorved de udenlandske opsparere får et krav på en del af den fremtidige danske produktion.

Baggrunden for det robuste betalingsbalanceoverskud under højkonjunkturen i 1990'erne var den markante konsolidering, der fandt sted i den private sektor fra midten af 1980'erne og frem til 1993. I denne periode blev den private sektors nettoopsparing forbedret fra et underskud på 8 pct. af BNP til et overskud på 6 pct. af BNP, jf. figur 2. Dette skete samtidigt med, at det offentlige underskud blev holdt nogenlunde i skak. Gennem 1990'erne faldt det private opsparringsoverskud igen, men uden at det kom til længerevarende underskud på betalingsbalancens løbende poster, bl.a. fordi saldoen på de offentlige budgetter blev holdt i overskud. Det var et i historisk perspektiv enestående fænomen, at betalingsbalancen forblev i overskud under en højkonjunktur<sup>1</sup>.

En forbedret saldo på betalingsbalancen kan fremkomme enten som følge af faldende investeringer, hvilket vil gå ud over den fremtidige vækst i økonomien, eller som resultat af stigende opsparing eller en kombination heraf. Som det fremgår af figur 3, kan det aktuelle overskud på betalingsbalancen hovedsagligt tilskrives en højere opsparing. Fra midten af 1980'erne og frem til 1993 var der ganske vist også en betydelig nedgang i investeringskvoten, men dette er siden redresseret. Investeringskvoten ligger dog stadig markant under niveauet i 1960'erne, hvor der bl.a. var højere boliginvesteringer samtidig med, at Danmarks transformation fra landbrugs- til industriland tog fart.

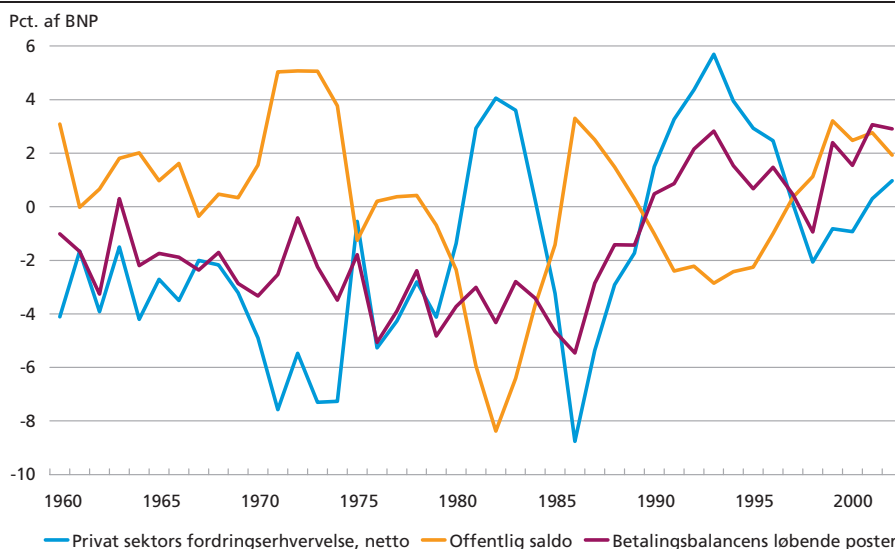
Lidt firkantet kan man sige, at mens betalingsbalanceunderskuddet i 1960'erne skyldtes et højt investeringsniveau, var underskuddet fra midten af 1970'erne og 1980'erne resultatet af en lav indenlandsk opsparing. Dette opsparringsproblem synes i dag at være blevet løst. Der kan være flere årsager til dette, men den væsentligste er givet den opsparringsfremmende effekt af den markante beskæring af rentefradragsrettens skattemæssige værdi, der gradvist er sket med skattereformerne i 1985, 1993 og 1998. Dette har sammen med en mere hensigtsmæssig beskatning af pensionsopsparing gjort det mindre fordelagtigt at gæld-

---

<sup>1</sup> For nærmere diskussion se Jørgen H. Gelting, (1972), *Betalingsbalancen 1872-1972, Nationaløkonomisk Tidsskrift*, Bind 110, Hefte 5-6.

## SEKTOROPSPARINGSBALANCER

Figur 2



Anm.: Saldoen på betalingsbalancens løbende poster = offentlig saldo + private sektors nettofordringshvervelse.

sætte sig. Høje rentefradrag gør typisk det private afkast ved opsparing mindre end det samfundsmæssige, da den enkelte private låntager kan overvælde en del af låneomkostningerne på resten af samfundet<sup>1</sup>. Problemet forstærkes af en høj prisstigningstakt, da det er hele den nominelle renteudgift, der kan trækkes fra og dermed også den del, der blot er kompensation for inflationen. Ved tilstrækkeligt høje prisstigningstakter bliver realrenten efter skat negativ svarende til, at man præmieres for at gældsætte sig, hvilket typisk var tilfældet for private låntagere i 1970'erne og første del af 1980'erne. Aktuelt har det historisk lave renteniveau igen gjort realrenten efter skat lav for private opsparende og investorer, uden at det dog på kort sigt truer betalingsbalanceoverskuddet.

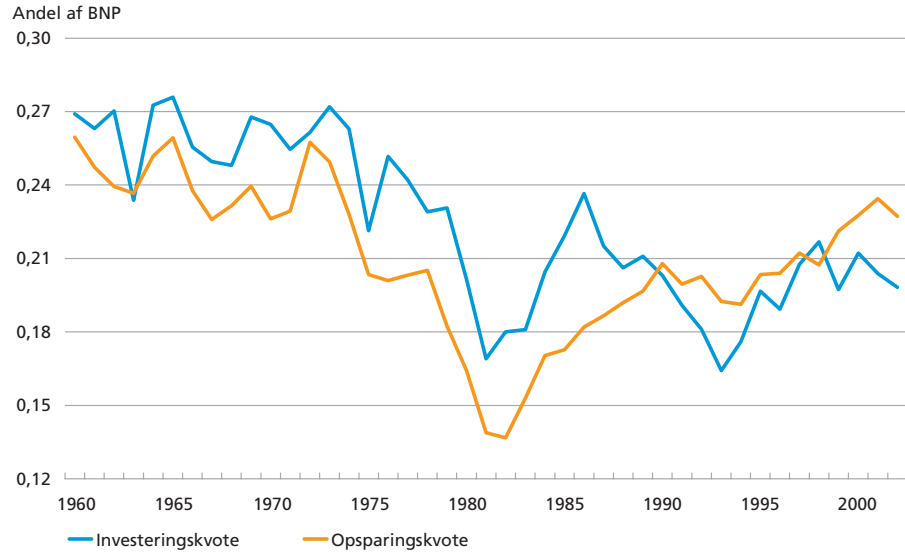
Opbygningen af arbejdsmarkedspensioner er et andet vigtigt element, der i opbygningsfasen styrker den samlede opsparing, såfremt en del af de personer, der sparer op via disse ordninger, ellers ikke ville have nogen opsparing af betydning.

På investeringssiden er skatte- og afskrivningsreglerne samt de direkte investeringssubsidier blevet færre og mindre, så der i mindre grad investeres i projekter, der kun er privat- men ikke samfundsmæssigt rentable. Vi har således i dag et skattesystem, som er mere neutralt over for

<sup>1</sup> Det er dog vigtigt at understrege, at der stadig er betydelige asymmetrier i den danske kapitalindkomstbeskatning. Se Kristian Kjeldsen og Erik Haller Pedersen, Kapitalafkastbeskatningens betydning for kapitalmarkedene, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002.

## OPSPARINGS- OG INVESTERINGSKVOTER

Figur 3



opsparings- og investeringsbeslutningerne og dermed betalingsbalancen end tidligere. Lav inflation trækker i samme retning. Alt i alt må en fornuftig og fremsynet økonomisk politik siges at have givet et væsentligt bidrag til det overskud på betalingsbalancens løbende poster, vi har i dag.

## EKSPORT OG IMPORT SAMT RENTEBETALINGER OG TRANSFERERINGER

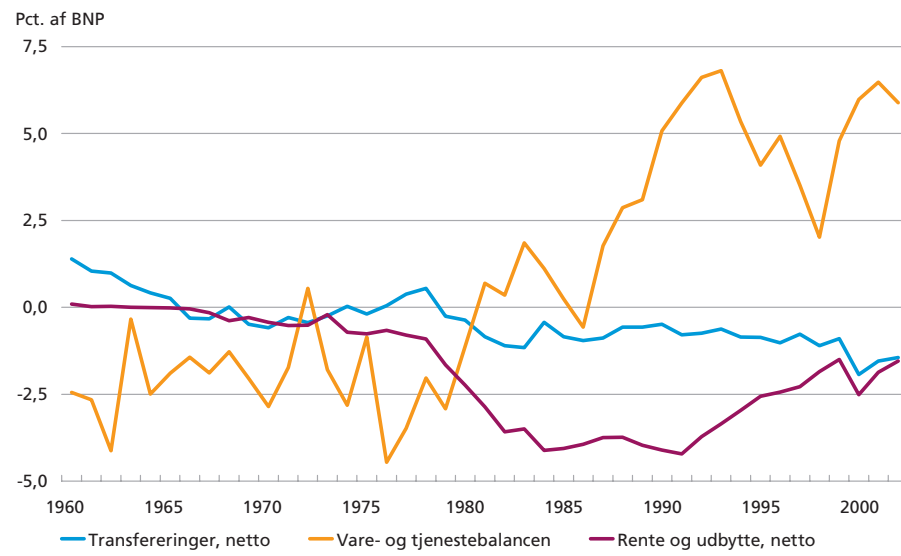
Figur 4 viser udviklingen i hovedposterne på betalingsbalancens løbende poster siden 1960. Vare- og tjenestebalancen var negativ op gennem 1960'erne og 1970'erne, men vendte til overskud omkring 1980 og har stort set været positiv lige siden. Det har således været reglen gennem de seneste tyve år, at værdien af det, vi eksporterer, overstiger værdien af det, vi importerer.

Eksporten bestemmes af væksten på eksportmarkederne, konkurrenceevnen samt graden af indenlandsk kapacitetsudnyttelse. Eksporten er historisk vokset hurtigere end økonomien som helhed som følge af den stigende internationale arbejdsdeling.

Den tyske genforening gav omkring 1990 et løft i den danske eksport, uden at der var tale om en forbedret priskonkurrenceevne. Timingen var heldig, da dansk økonomi på daværende tidspunkt befandt sig i en lavkonjunktur med masser af ledig kapacitet til at producere til eksportmarkederne. Dette affødte en midlertidig stigning i dansk industris mar-

HOVEDPOSTER PÅ BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER

Figur 4



kedsandel. De senere år har industrien igen vundet markedsandele, jf. boks 2.

Den stigende produktion af olie og gas fra Nordsøen har medført en betydelig underliggende forbedring af vare- og tjenestebalancen. Mens anlægsinvesteringerne i opbygningsfasen bidrager negativt til betalingsbalancesaldoen, bliver bidraget positivt, når feltet begynder at producere. Fra at udgøre en udgift på omkring 3 pct. af BNP i 1980'erne blev nettoenergieksporten i 1998 positiv og viste sidste år et overskud på 2 pct. af BNP. Forbedringen har således været markant specielt de senere år, efter at en række nye felter er begyndt at producere. Samtidig har olieprisen været høj, men volatil. Det hører dog med, at en væsentlig del af Dansk Undergrunds Consortium (DUC), der er operatør i Nordsøen, er udenlandsk ejet. Et overskud på olieudvindingen vil således også give sig udslag i udbyttebetalinger til udlandet og dermed påvirke betalingsbalancens rentepost negativt.

Landbrugseksporten i faste priser er vokset stærkt, men priserne har været stagnerende de seneste tyve år. Selv om Danmark stadig har en stor nettoeksport af landbrugsvarer i størrelsesordenen 3 pct. af BNP i 2002, har overskuddet været faldende over perioden.

Der er ikke bare overskud på varehandelen med udlandet, men også på handlen med tjenester. Dette kan i første række tilskrives en stor eksport af søfragt. Værdien af søfragteksporten tog et spring opad i 2000 og 2001 bl.a. som følge af markante stigninger i fragtraterne. Mængdemæssigt har eksporten af søfragt været stigende ikke mindst

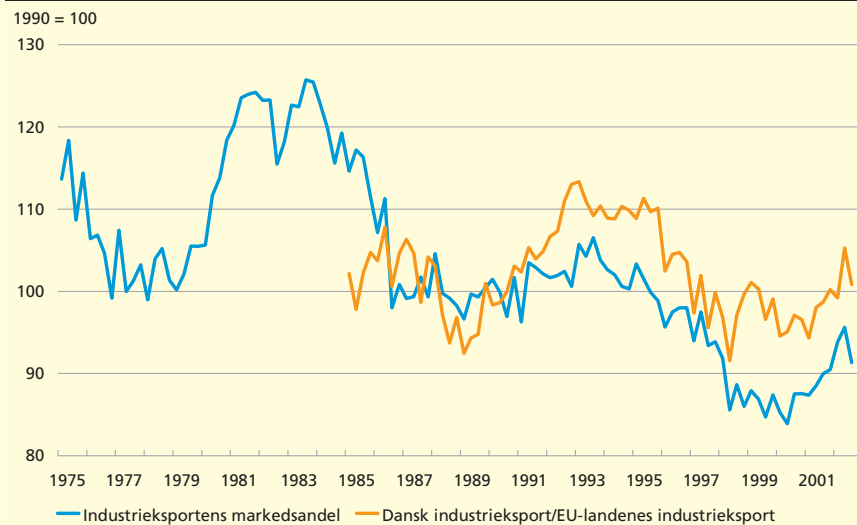
Dansk industris markedsandel<sup>1</sup> steg i kølvandet på den tyske genforening, jf. figur 5, men fortsatte i løbet af 1990'erne sin faldende trend. De sidste par år har industrien igen vundet markedsandele, bl.a. fordi den danske eksport er mindre konjunkturfølsom end mange andre landes eksport. Dette skyldes, at der er et stort indhold af varer, som er ufølsomme over for konjunktursvingninger, bl.a. farmaceutiske produkter, og et lille indhold af investeringsvarer som fx maskiner. Konsekvensen er, at Danmark typisk vinder markedsandele i konjunkturedgange og taber markedsandele i konjunkturopgange.

I det lange perspektiv har dansk industris markedsandele været faldende i takt med, at nyindustrialiserede lande er begyndt at gøre sig gældende på verdensmarkedet. Det spiller også ind, at den danske eksport bliver stadig mere diversificeret på tværs af lande, og i markedsandelsberegningerne indgår kun et udsnit af eksportmarkederne. For at rense for disse effekter er forholdet mellem den danske og EUs industrieksport afbildet. Målt på denne måde har den danske eksport ikke klaret sig dårligere end EU-landenes eksport over perioden.

Der er ikke noget problem i tab af markedsandele så længe, der ikke er balanceproblemer i økonomien i form af arbejdsløshed og uholdbare underskud på betalingsbalancen. Set over en længere periode har stort set alle industrilande tabt markedsandele, og vurderet ud fra overskuddet på vare- og tjenestebalancen synes dansk industri ikke at have noget akut konkurrenceevneproblem. Dette skyldes bl.a. en positiv udvikling i produktiviteten.

DANSK INDUSTRIK MARKEDSANDDEL

Figur 5



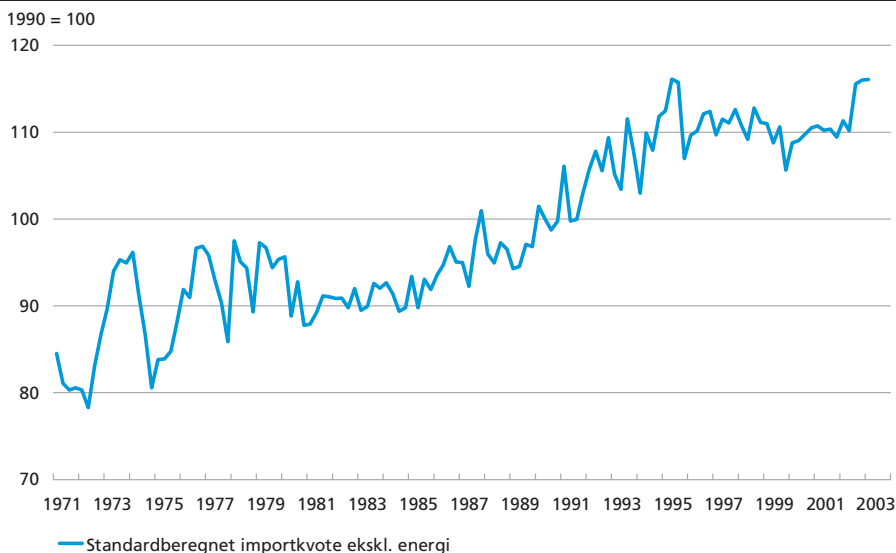
Anm.: Markedsandelen angiver størrelsen af dansk industrieksport til 13 større markeder i forhold til disse landes samlede import af industrivarer, alt sammen i løbende priser.

<sup>1</sup> For en nærmere analyse se Heino Bohn Nielsen, Industrieksportens markedsandele og konkurrenceevne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigten*, 2. kvartal 1999.



STANDARDISERET IMPORTKVOTE

Figur 6



Anm.: Importen til Danmark som andel af samlet indenlandsk efterspørgsel renset for sammensætningseffekter.

de senere år, hvor handelsflåden er øget, og rederivirksomhed er i dag et af vore største eksporterhverv.

Importen er tæt knyttet til væksten i den indenlandske efterspørgsel, men internationaliseringen af verdensøkonomien har også her betydet, at importen til Danmark som andel af indenlandsk efterspørgsel har været stigende over tid, jf. figur 6, der viser den standardiserede importkvote. Der var ikke nogen vækst af betydning i importkvoten i anden halvdel af 1990'erne trods fremgang i indenlandsk efterspørgsel svarende til, at danske producenter vandt markedsandele på hjemmemarkedet. I sidste kvartal 2002 steg importkvoten brat igen, hvilket kan være et tilfældigt udsving.

### Rentebetalinger og transfereringer

Når betalingsbalancens løbende poster trods overskud på vare- og tjenestebalancen blev ved med at udvise underskud op gennem 1980'erne, var det først og fremmest resultatet af stærkt stigende renteudgifter som følge af en stigende international rente på den i den forudgående periode akkumulerede gæld til udlandet. Renterne, netto, på udlandsgælden voksede til at udgøre ca. 4 pct. af BNP igennem 1980'erne. I det følgende årti kom dansk økonomi ind i en positiv spiral med overskud på de løbende poster og dermed nedbringelse af gælden samtidig med, at renteniveauet faldt og dermed gjorde forrentningen af gælden lette-

re, hvilket i sig selv øgede overskuddet osv. Renteudgifterne, netto, udgjorde i 2002 stadig godt 1,5 pct. af BNP.

Det er værd at bemærke, at nettorentebetalingerne er resultatet af nogle stadig større bruttobetalingstrømme som følge af stadig større bruttobalancer. Danmarks aktiver over for udlandet er således steget fra knap 90 pct. af BNP i 1993 til 165 pct. af BNP i 2002, og noget tilsvarende er sket for passiverne. Dette har gjort sammenhængen mellem det enkelte års saldo på betalingsbalancens løbende poster og udlandsgælden svagere, da der kan forekomme store værdireguleringer af gælden som følge af ændringer i børs- og/eller valutakurser<sup>1</sup>. Kursgevinster og -tab indgår ikke i betalingsbalancens løbende poster, men påvirker gælden direkte. De senere år er nettogælden steget trods betydelige overskud på de løbende poster, men når den internationale konjunktur vender, og hvis vi igen ser stigende renter og aktiekurser<sup>2</sup>, er det med fortsat overskud på de løbende poster på det nuværende niveau realistisk, at Danmarks nettogæld til udlandet passerer nul inden for en relativ kort tidshorizont. Selv i denne situation vil der i første omgang være nettorentebetalinger til udlandet, da passiverne over for udlandet traditionelt har været højere forrentet end aktiverne.

De ensidige overførsler ud af Danmark, her kaldet transfereringer, er steget støt siden 1960'erne, hvor Danmark var nettomodtager, og de udgør nu ca. 1,5 pct. af BNP. Til transfereringer hører u-landsbistand, bloktilskud til Færøerne og Grønland, miljøstøtte mv. samt EU-betalinger.

Alt i alt kan det solide betalingsbalanceoverskud tilskrives stigende olie- og gasproduktion i Nordsøen, øgede indtægter fra søtransport, en positiv udvikling i industrieksporten samt faldende rentebetalinger til udlandet. Vurderet ud fra de makroøkonomiske balancer er der ikke noget, der tyder på et akut konkurrenceevneproblem for den danske økonomi. Beskæftigelsen er stadig høj, den offentlige saldo og betalingsbalancens løbende poster udviser solide overskud, og inflationen er på niveau med euroområdet's inflation. På sigt kan det dog blive et problem, hvis den danske lønstigningstakt vedvarende overstiger konkurrenternes.

---

<sup>1</sup> For en nærmere analyse se Tom Nordin Christensen og Jens Hald, Danmarks udlandsgæld fra 1960-99, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2000.

<sup>2</sup> Stigende renter og aktiekurser giver begge kursgevinster på udlandsgælden for givne valutakurser. Værdien af udlandets beholdning af danske obligationer er højere end værdien af danskeres beholdning af udenlandske, dvs. obligationskursfald giver kursgevinst på nettogælden. Det omvendt gør sig gældende for aktier, hvor danskernes beholdninger af udenlandske aktier er større end udlandets beholdning af danske aktier, således at stigende aktiekurser giver en kursgevinst til Danmark og dermed reduktion af udlandsgælden.

## RELATIV EFTERSPØRGSEL OG KONKURRENCEEVNE

---

Konkurrenceevnen er af afgørende betydning for eksportudviklingen. Figur 7 viser en tæt sammenhæng mellem relativ timeløn og markedsandele gennem 1970'erne og frem til midten af 1980'erne. Det store positive udsving i eksporten i sidste halvdel af 1970'erne kan forklares med en forbedring af konkurrenceevnen som følge af nedskrivninger af kronen, hvilket sammen med ledig kapacitet fik eksporten til at stige trods aftagende udenlandsk efterspørgsel.

Fra midten af 1980'erne er korrelationen mellem relativ løn og markedsandel betydeligt mindre end tidligere. Det svarer til tidspunktet, hvor fastkurspolitikken begynder at vinde troværdighed. Til gengæld er korrelationen mellem eksport og relativ indenlandsk efterspørgsel<sup>1</sup> blevet tættere.

Den indenlandske lavkonjunktur i kølvandet på kartoffelkuren og skattereformen i 1987 skabte kapacitetsmæssig plads til øget eksport, hvilket sammen med pæn udenlandsk efterspørgsel fik overskuddet på de løbende poster til at stige, jf. figur 8. Under højkonjunktoren fra 1993 til 1998 vendte billedet med faldende saldo på de løbende poster, der udviste underskud i 1998. De senere år har væksten i den indenlandske efterspørgsel ligget på linje med væksten i udlandet, men betalingsbalancesaldoen er alligevel forbedret. Det synes som om, at sammenhængen mellem betalingsbalance og efterspørgsel de senere år generelt er skiftet i retning af, at betalingsbalancen ligger højere for et givet forhold mellem udlandets og vor efterspørgsel, jf. figur 8. Det afspejler et løft i indtjeningen fra energi og søtransport, som ikke umiddelbart har skabt større forbrug og investering. Hvis dette varer ved, fungerer det som en konkurrenceevneforbedring på den måde, at man for et givet overskud på betalingsbalancen kan have en højere indenlandsk efterspørgsel.

Skiftet fra konkurrenceevne til relativ indenlandsk efterspørgsel som hovedforklaring på betalingsbalanceudviklingen kan ses som et resultat af fastkurspolitikken, som gør konkurrenceevneforholdene mere stabile over tid i og med, at valutakursen ikke ændres over for en stor del af vore samhandelspartnere. Konkurrenceevnen spiller dog stadig en rolle på det mellemlange sigt, da lønudviklingen kan være forskellig. Det er fortsat centralt, at de danske lønstigninger ikke kommer for meget ud af takt med konkurrenternes. Effekten af en dansk merlønstigning viser sig kun langsomt, men er svær at rette op på, når den

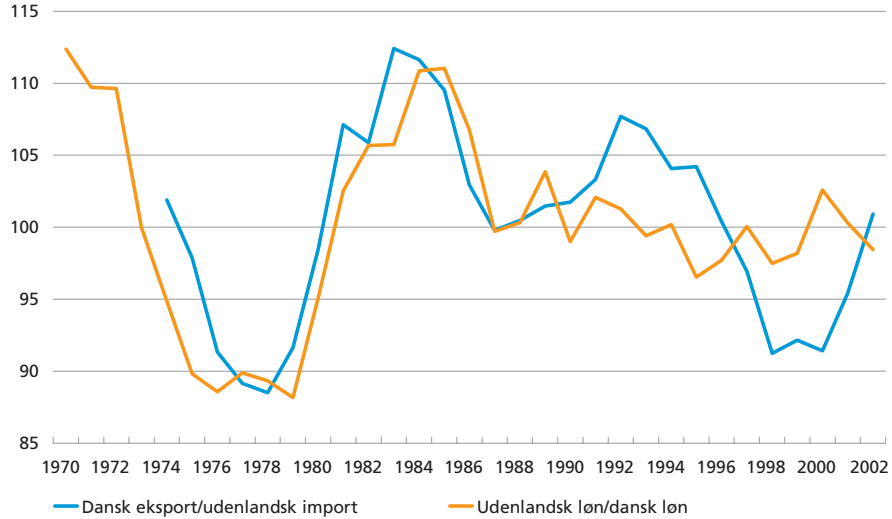
---

<sup>1</sup> Relativ efterspørgsel defineres som indenlandsk efterspørgsel i udlandet sammenvejet med kronekursvægtene relativt til dansk indenlandsk efterspørgsel.

## KONKURRENCEEVNE OG MARKEDSANDEL

Figur 7

Gennemsnit 1970-2002 = 100

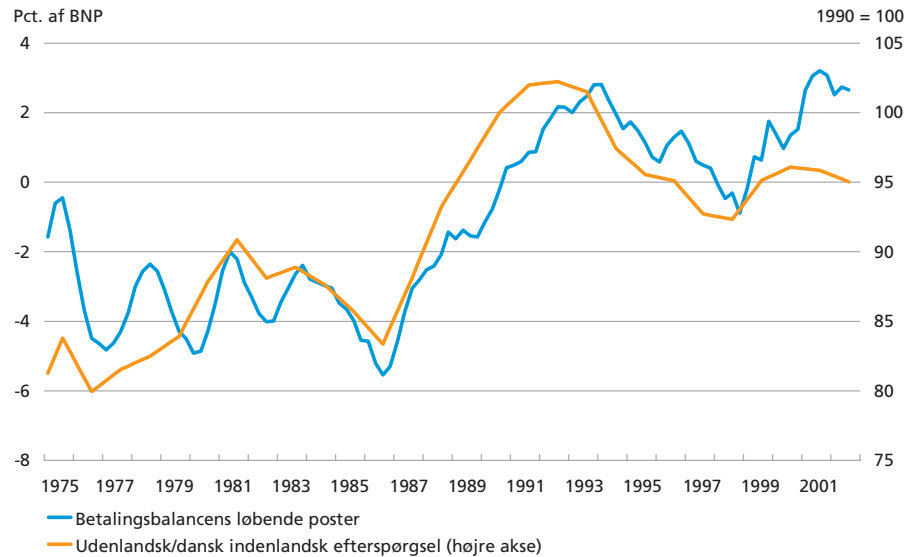


Anm.: Markedsandelsberegningen er i løbende priser.

først har fundet sted. Fastkurspolitikken har, i takt med at den har vundet stigende troværdighed, isoleret set forbedret konkurrenceevnen, da risikopræmien ved at placere produktion i Danmark er mindsket.

## RELATIV EFTERSPØRGSEL OG SALDOEN PÅ BETALINGSBALANCEN

Figur 8



Anm.: Relativ efterspørgsel er beregnet som indenlandsk efterspørgsel i OECD-lande sammenvæjet med vægtene i det effektive kronekursindeks sat i forhold til dansk indenlandsk efterspørgsel.

## SALDOEN PÅ DE LØBENDE POSTER OG NETTOKAPITALIMPORTEN

---

En sidste tilgang til saldoen på betalingsbalancens løbende poster udspringer af den kendsgerning, at et under- eller overskud pr. definition modsvarer af en modsat saldo på kapitalposterne, netto, inkl. ændringen i valutareserverne. Dele af litteraturen anlægger det synspunkt, at saldoen på de løbende poster ikke først og fremmest skal ses som resultatet af reale opsparings- og investeringsbeslutninger eller handelsstrømme, men er en følge af porteføljeovervejelser blandt investorerne, og at forventningsskift er den egentlige bestemmende faktor bag ændringer i saldoen på kapitalposterne og dermed de løbende poster. Fokus flyttes således fra de løbende poster til kapitalposterne. Med fastkurspolitik som i det danske tilfælde vil en ændring i kapitalposterne, netto, i første omgang slå ud i valutareserverne og eventuelt siden i de korte og lange renter, hvilket kan påvirke de løbende poster.

De fire tilgange til forståelse af saldoen på betalingsbalancens løbende poster kan hver især være pædagogisk og analytisk hensigtsmæssige afhængig af, hvad der fokuseres på, men det er grundlæggende den samme virkelighed, der beskrives, jf. appendiks. Antag fx at økonomien får et stød i form af en nedgang i afsætningsmulighederne på eksportmarkederne. Dette betyder et fald i eksporten og dermed alt andet lige en forværring af de løbende poster (ligning 3\*). Den indenlandske produktion falder som følge af den lavere eksport, hvilket med uændret indenlandsk efterspørgsel igen modsvarer forværringen af de løbende poster (ligning 4\*). Samtidig falder den indenlandske opsparring, da faldende produktion betyder lavere indkomster (ligning 5\*). Med lavere nettoopsparring er der færre midler at placere i udenlandske aktiver eller i valutareserverne (ligning 6\*). De fire tilgange er således ikke alternativer, men supplerer hinanden, ligesom de illustrerer, at flere forhold typisk spiller ind, når saldoen på de løbende poster ændrer sig.

### ER UNDERSKUD PÅ BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER NØDVENDIGVIS ET PROBLEM?

---

Som det fremgår af figur 3, er opsparings- og investeringskvoten i Danmark tæt korreleret. Det samme ses i mange andre lande. Det er naturligt i en verden med restriktioner på kapitalbevægelserne, da investeringerne så i vid udstrækning må finansieres med indenlandsk opsparring. Det er mere overraskende, at samvariationen også er høj i perioden med liberaliserede kapitalbevægelser. I en sådan verden vil investeringerne i princippet være drevet af, hvor afkastmulighederne er størst på tværs af lande, mens opsparringen bestemmes af opsparerens ønske om

at omfordele forbrug over tid samt isolere forbruget mod kortvarige udsving i indkomsten. Investerings- og opsparingsbeslutningerne skulle således være uafhængige, i hvert fald på kort og mellemlangt sigt. På det lange sigt vil den intertemporale budgetbegrænsning, jf. nedenfor, gøre opsparing og investeringer korrelerede.

Den tætte sammenhæng mellem opsparing og investeringer på det korte og mellemlange sigt kan være et resultat af, at det bliver opfattet som politisk uacceptabelt for et land at køre med vedvarende betalingsbalanceunderskud og dermed akkumulere en stadig større udlandsgæld. Dette har været holdningen herhjemme, hvor det at få underskuddet på betalingsbalancen vendt til et overskud, så vi kunne begynde at betale af på udlandsgælden, var en selvstændig målsætning i den økonomiske politik i mange år. Der findes lande, typisk råvareproducerende, som har anlagt en anden linje og kørt med underskud i årtier, fx Australien, selv om det ikke har været uden diskussion.

Synet på betalingsbalancen har varieret over tid. I perioden efter 2. verdenskrig frem til 1970'erne var fokus meget på eksport, import og relativ løn, dvs. konkurrenceevne. Denne var central, da en god konkurrenceevne for det enkelte land kunne forbedre betalingsbalancen og samtidig sikre lav ledighed. Underskud på betalingsbalancens løbende poster bekymrede, i og med at et sådant med restriktioner på kapitalbevægelserne og uudviklede internationale kapitalmarkeder kunne være svært at finansiere og dermed risikerede at tømme valuta-reserverne.

I takt med liberaliseringen af kapitalbevægelserne og stadigt dybere internationale kapitalmarkeder skiftede synspunktet på betalingsbalancens løbende poster til i højere grad at lægge vægt på det intertemporale aspekt, dvs. fokusere på opsparing og investering. Ifølge dette "nye" syn på betalingsbalancen er et underskud ikke nødvendigvis et problem, så længe det skyldes den private sektors gældsætning og blot afspejler et ønske om at omfordele forbrug over tid samtidig med, at der investeres der, hvor det risikostyret afkast af investeringen er størst. Problemet opstår ifølge dette synspunkt først, hvis betalingsbalanceunderskuddet skyldes offentlig gældsætning eller er et resultat af forvriddinger i incitamentsstrukturen for de private beslutningstagere, fx i form af rentebeskatning. Sigtepunktet i den økonomiske politik bør således i højere grad være at fjerne sådanne forvriddinger samt sikre balance på de offentlige finanser snarere end at fokusere på betalingsbalancesaldoen<sup>1</sup>. Dette er det vanskeligt at være uenig i. Der er næppe tvivl om, at overskud eller

---

<sup>1</sup> For en argumentation af denne type se Peter Birch Sørensen (1999), *Betalingsbalancemålsætningen – en kommentar*, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, nr. 137.

balance på de offentlige budgetter samt fravær af forvridninger i opsparrings- og investeringsincitamentene mindsker sandsynligheden for varige og uholdbare betalingsbalanceunderskud.

Selv om frie kapitalbevægelser i de fleste tilfælde gør det uproblematisk at finansiere et betalingsbalanceunderskud, kan langvarige underskud dog godt være problematiske. Først og fremmest er frie kapitalbevægelser ikke kun et gode, da de erfaringsmæssigt også i perioder kan virke destabiliserende. Dette er ikke et argument for restriktioner på kapitalbevægelserne, men for at man følger en sund økonomisk politik, og heri indgår saldoen på betalingsbalancens løbende poster som et væsentligt element i øvrigt sammen med saldoen på de offentlige finanser, arbejdsløshed, inflation mv. Dette gælder specielt i en lille åben økonomi, der fører fastkurspolitik, og som kan være sårbar over for pludselige forventningsskift og revurdering af risici på kapitalmarkederne.

Betalingsbalanceunderskud betyder akkumulering af gæld. Det er en tilstrækkelig betingelse for, at et land forbliver solvent, at forholdet mellem gæld og BNP stabiliseres. I en voksende økonomi er dette muligt selv med vedvarende underskud på vare- og tjenestebalancen plus transfereringer, netto, så længe økonomien vokser hurtigere end forrentningen af udlandsgælden, jf. formel 10 i appendiks. Er forrentningen af gælden derimod højere end økonomiens vækstrate, kræver det overskud at stabilisere gældskvoten på langt sigt.

Mens økonomiens nominelle vækstrate frem til midten af 1970'erne oversteg obligationsrenten, der kan anvendes som indikator på de marginale låneomkostninger<sup>1</sup>, skiftede billedet i anden halvdel af 1970'erne og frem, jf. figur 9, og nødvendiggjorde dermed et stadigt større overskud på betalingsbalancens løbende poster ekskl. renteudgifter<sup>2</sup> for at stabilisere gældskvoten. Dette illustrerer, at et land med høj udlandsgæld er sårbart over for skift i renteniveau og økonomiens vækstrate.

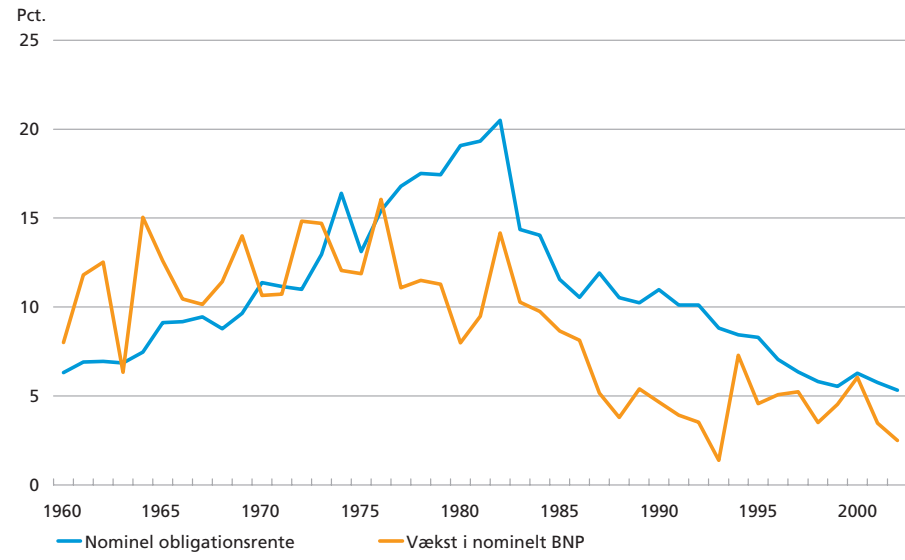
Gældsætning betyder, at en del af det fremtidige produktionsresultat må afleveres til udenlandske opsparere. Et klart eksempel er Irland, hvis bruttonationalprodukt pr. indbygger i dag er på højde med Danmarks, mens bruttonationalindkomsten pr. indbygger er betydeligt lavere, netop fordi en del af produktionsresultatet må afleveres til udlandet. En sådan strategi kan være hensigtsmæssig i nyindustrialiserede lande eller transitionslandene i Østeuropa, men for en moden økonomi som den

<sup>1</sup> Det relevante her er ikke, hvilken rente den udenlandske låntagning historisk er blevet optaget til, men derimod renten på nylåntagning. Størstedelen af den danske udlandsgæld er traditionelt blevet finansieret ved salg af (stats)obligationer til udlændinge.

<sup>2</sup> Betalingsbalancens løbende poster ekskl. rentebetalingen svarer til det, der kaldes den primære saldo, når det er holdbarheden af den offentlige budgetsaldo, der studeres.

LÅNERENTE OG VÆKST I NOMINELT BNP

Figur 9



danske er det et faresignal, hvis investeringerne ikke kan finansieres ud af egen opsparing. Dette gælder også, selv om der er store variationer over tid i andelen af befolkningen, der er erhvervsaktive og dermed nettoopsparende. Hvis der er tale om globale udviklingstræk, er det ikke muligt for alle lande at beslaglægge udenlandsk opsparing i perioder med mange ældre og få erhvervsaktive. Betalingsbalancesaldoen er således som udgangspunkt neutral over for globale ændringer i demografien. Til gengæld vil faldende global opsparing betyde en stigende realrente.

Låneomkostningerne vil i sig selv være afhængige af, hvor stor udlandsgælden er via kreditværdigheden. Denne spiller en særlig stor rolle ved finansiering af udlandsgælden ved hjælp af obligationer og direkte låntagning, men er mindre afgørende ved direkte investeringer. Sammensætningen af gældsfinansieringen kan således være bestemmende for, hvor følsomt et land er over for forventningsskift på de finansielle markeder. I finansieringen af den danske udlandsgæld har direkte investeringer traditionelt kun spillet en mindre rolle.

Synspunktet om, at betalingsbalanceunderskud i tilfælde af ligevægt på de offentlige finanser er en privat sag, som de økonomisk-politiske beslutningstagere ikke skal bekymre sig om, holder kun under en lang række af forsimplede antagelser. Tager man derimod udgangspunkt i modeller, hvor fremtidige generationers velfærd indgår eksplicit, samt hvor der ikke kan lånes ubegrænset til en fast rente, kommer man typisk



frem til, at store vedvarende betalingsbalanceunderskud vil udgøre et velfærdsproblem for et samfund som det danske<sup>1</sup>.

Der har nu i en årrække været overskud på betalingsbalancens løbende poster, og fokus er dermed flyttet noget bort fra denne. Betalingsbalancesaldoen er dog stadig en vigtig indikator i den forstand, at en hurtig forringelse kan være tegn på, at kapacitetsgrænsen i økonomien er ved at være nået, eller at der er blevet skabt nye forvriddinger.

Konkluderende må det konstateres, at der er al mulig grund til at bekymre sig om betalingsbalancesaldoen i fastlæggelsen af den økonomiske politik, hvis der er store vedvarende underskud. Dette gælder i særlig grad i den danske situation med fastkurspolitik som et bærende element i den økonomiske strategi. Ved en eventuel deltagelse i Den Økonomiske og Monetære Union falder dette argument væk, men det vil sandsynligvis alligevel være hensigtsmæssigt at undgå vedvarende udenlandsk gældsætning, da dette alt andet lige dels gør økonomien mere sårbar, dels betyder, at en stigende del af årets produktionsresultat må afleveres til udenlandske opsparende.

---

<sup>1</sup> For yderligere diskussion af dette synspunkt se Lars Haagen Petersen (1999), Velfærdseffekter af betalingsbalanceunderskud i en lille, åben økonomi samt Claus Vastrup (1999), Kan betalingsbalancen være et problem? Begge i L. Langhoff-Roos (red.), *Socialøkonomisk Debat Gennem 25 År*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

## APPENDIKS

---

Bruttonationalproduktet kan skrives som:

$$1) Y = C + G + I + X - M$$

hvor

- Y = bruttonationalproduktet, dvs. værditilvækst skabt i landet i en given periode.
- C = privatforbrug.
- G = offentligt forbrug.
- I = investeringer i alt.
- S = opsparing.
- X = eksport.
- M = import.

Herudover anvendes følgende betegnelser:

- T = overførsler til udlandet fx u-landsbistand eller EU-betalinger.
- r = den internationale lånerente.
- r\*A = rentebetalinger på udlandsgælden (A) inkl. aktieudbytter.
- BBLP = betalingsbalancens løbende poster. Denne størrelse angiver også ændringen i udlandsgælden, når der bortses fra værdireguleringer.

Lægges transfereringer (T) og rentebetalinger til udlandet (r\*A) til på begge sider af lighedstegnet fås:

$$2) Y + T + r*A = C + G + I + BBLP$$

hvor

$$3*) BBLP = X - M + r*A + T$$

Ifølge denne ligning er der underskud på BBLP, hvis værdien af importen er større end værdien af eksporten korrigeret for rentebetalinger til udlandet samt transfereringer. I Danmarks tilfælde er størrelserne r\*A og T negative, jf. tabel 1, dvs. værdien af eksporten må ud over værdien af importen også dække disse udgifter, før BBLP er i balance.

Ligning 2) kan også skrives:

$$4^*) \text{BBLP} = (Y + T + r^*A) - (C + G + I)$$

Ifølge denne ligning vil der være underskud på BBLP, såfremt den samlede indenlandske efterspørgsel ( $C + G + I$ ) overstiger produktionen ( $Y$ ) i landet korrigeret for den del af denne, der går til udlandet ( $T + r^*A$ ).

Ligning 4\*) kan også skrives som:

$$5^*) \text{BBLP} = (Y + T + r^*A - C - G) - I = S - I$$

Størrelsen ( $Y + T + r^*A$ ) er bruttonationalindkomsten. Fratrækkes yderligere offentligt og privat forbrug,  $C$  og  $G$ , fås den indenlandske opsparring. BBLP kan derfor tolkes som forskellen mellem et lands opsparring og investeringer. Overstiger investeringerne opsparringen vil der være et underskud på betalingsbalancens løbende poster. Dette svarer til at anvende udenlandsk opsparring til finansiering af investeringerne. Modstykket er en stigning i udlandsgælden, dvs. de udenlandske opsparere får en fordring på fremtidig indenlandsk produktion.

Den fjerde og sidste tolkning af BBLP er, at et underskud altid vil svare til en nettokapitalimport inkl. ændringen i valutaeserverne, og omvendt vil et overskud svare til en nettokapitaleksport, da betalingsbalancen altid skal saldere.

$$6^*) \text{BBLP} = \text{nettokapitaleksport}$$

Ligningerne 3\*, 4\*, 5\* og 6\* angiver de fire måder at anskue BBLP på.

Kaldes de danske aktiver på udlandet for  $A$  vil gælde at:

$$7) \text{BBLP} = A_{t+1} - A_t \quad \text{når der ses bort fra værdireguleringer og med tiden, } t, \text{ som fodtegn.}$$

Indsættes 7) i 3\*) fås:

$$8) X_t - M_t + T_t + (1 + r_t)^*A_t = A_{t+1}$$

Divideres igennem med BNP dvs.  $Y$  fås:

$$9) X_t/Y_t - M_t/Y_t + T_t/Y_t + (1 + r_t)^*A_t/Y_t = Y_{t+1}/Y_t^*A_{t+1}/Y_{t+1}$$

Kaldes væksten i det nominelle bruttonationalprodukt for  $g$  fås i langsigtsligevægt:

$$10) X/Y - M/Y + T/Y = (g - r) \cdot A/Y$$

Denne ligning er den intertemporale budgetbegrænsning, der kan anvendes til at vurdere, om et givet underskud på vare- og tjenestebalancen samt transfereringer, netto, er holdbart på langt sigt. Det vil være tilfældet, såfremt væksten i økonomien ( $g$ ) overstiger lånerenten ( $r$ ) på udlandsgælden. For et givet spænd ( $g - r$ ) kan der beregnes en maksimal langsigtet gældsbrøk ( $A/Y$ ) for givet underskud ( $X/Y - M/Y + T/Y$ )<sup>1</sup>. Er  $r$  derimod større end  $g$ , kræver det et overskud at stabilisere gældsbrøken på langt sigt.

---

<sup>1</sup> For nærmere diskussion se M. Obstfeld and K. Rogoff, The Intertemporal Approach To The Current Account, *Handbook of International Economics* (1997), Vol. 3, eds. G. M. Grossman and K. Rogoff.