

# BETALINGSBALANCE, UDLANDSFORMUE OG VALUTARESERVE

Søren Lejsgaard Autrup,  
Paul Lassenius Kramp, Erik Haller Pedersen  
og Morten Spange, Økonomisk Afdeling

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Danmark har siden 1990 haft overskud på betalingsbalancens løbende poster<sup>1</sup>. Forud var gået en lang periode med underskud. Som konsekvens heraf er en udlandsgæld, som toppede i anden halvdel af 1980'erne på ca. 45 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, vendt til en udlandsformue af samme størrelsesorden, jf. figur 1. Bevægelsen fra debitor- til kreditornation afspejler en betydelig stigning i bruttoopsparingen i samfundet over de seneste 30-35 år.

Overskuddet på betalingsbalancen udgør aktuelt næsten 8 pct. af BNP. Det har ikke været højere i efterkrigstiden og afspejler i nogen grad konjunktursituationen, hvor investerings- og forbrugskvoterne ligger lavt. Men selv med en normalisering af disse og en tilbagevenden til en neutral konjunktursituation skønnes Danmark aktuelt at have et betalingsbalanceoverskud i størrelsesordenen 4-5 pct. af BNP.

Dette underliggende betalingsbalanceoverskud stammer fra et opsparingsoverskud i den private sektor især som følge af indbetalinger til arbejdsmarkedspensioner kombineret med sunde offentlige finanser, som er tilrettelagt, så de er holdbare på langt sigt.<sup>2</sup>

Husholdninger og virksomheder har bl.a. via et veludviklet finansielt system gode muligheder for at tilrettelægge deres forbrug og investeringer,

som de ønsker. Husholdningerne sparer op for at kunne forbruge senere, og fx bidrager pensionsopsparing til, at man efter endt arbejdsliv kan opretholde et nogenlunde jævnt forbrug. Udbygningen af især arbejdsmarkedspensioner har bidraget til øget bruttoopsparing i den private sektor og har medført, at den private pensionsformue er steget kraftigt. Antallet af danskere på pension stiger imidlertid, og forskellen mellem pensionsindbetalinger og -udbetalinger falder. Hermed vil opbygningen af pensionsformue efterhånden aftage, og husholdningerne vil begynde at bruge af formuen. Det medvirker til, at overskuddet på betalingsbalancen ventes at falde. Tilpasningen forventes imidlertid at blive gradvis, herunder fordi formueindkomsten fra nettofordringer på udlandet, der sidste år udgjorde 4 pct. af BNP, kun langsomt giver øget indenlandsk efterspørgsel.

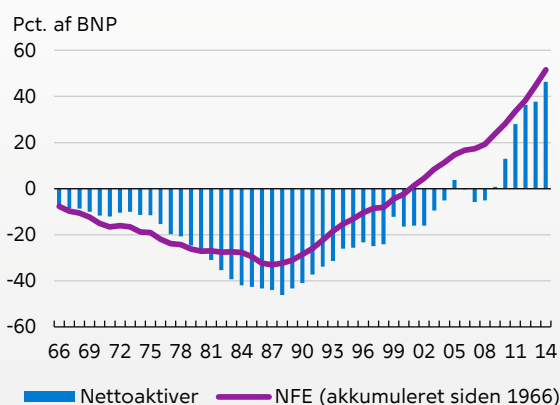
Det store overskud på betalingsbalancen afspejler således især den aktuelle konjunktursituation, holdbare offentlige finanser og opsparing til en fremtid med en væsentlig anden befolkningssammensætning med flere ældre. Overskuddet giver derfor ikke i sig selv anledning til at justere den økonomiske politik hverken nu som følge af det aktuelt store overskud eller fremadrettet, når overskuddet begynder at falde. Det er fx ikke tilrådeligt

1 Betalingsbalancens løbende poster<sup>1</sup> og "betalingsbalancen" anvendes her som synonymmer.

2 Opsparingsoverskud bruges som synonym for nettofordringerhvervelse.

## Danmarks aktiver over for udlandet, netto

Figur 1



Anm.: Danmarks aktiver over for udlandet, netto. Nettofordringsserhvervelsen (NFE), er den indenlandske bruttoopsparing minus investeringer i realkapital. Den akkumulerede NFE svarer til nettoformuen korrigeret for formuegevinster og -tab. Disse udlignes erfaringsmæssigt over tid. Danmarks nettofordringsserhvervelse svarer til betalingsbalancesaldoen tillagt kapitalposter, netto, fx udbetaling af forsikringspræmier.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

at forsøge at nedbringe overskuddet på betalingsbalancen ved at søge at modvirke det private opsparingsoverskud med store offentlige underskud.

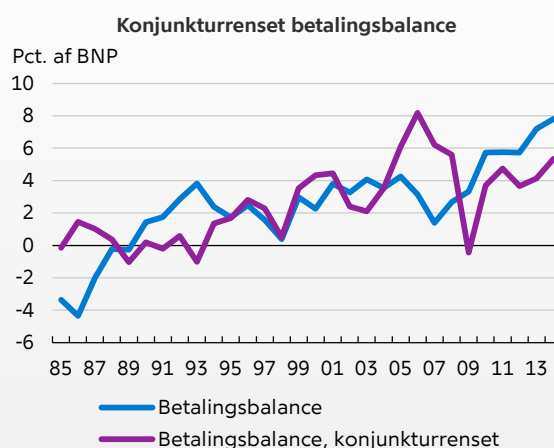
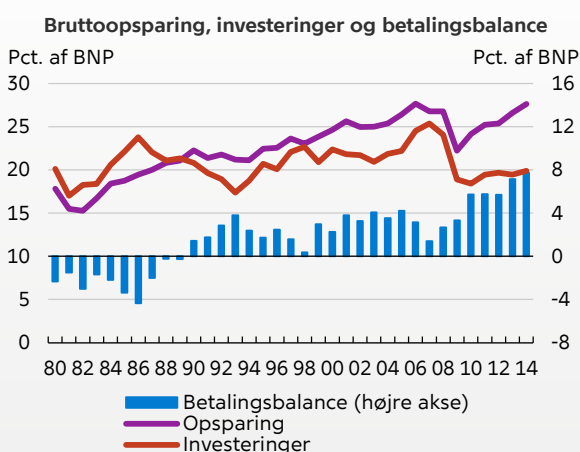
Endvidere har opbygning af en udlandsformue afledte konsekvenser for pengepolitikken. En stor udlandsformue kan være med til at sikre et lavt rentespænd over for euroområdet, men kan også i perioder forårsage kapitalindstrømning og et opadrettet pres på kronen, så der opbygges en stor valutareserve. Køb af valuta til valutaresserven giver ikke anledning til at ændre reservens risikoprofil.

## HVORFOR ER DER OVERSKUD PÅ BETALINGSBALANCEN?

Betalingsbalancen er i nationalregnskabet forskellen mellem den samfundsmæssige opsparing og de indenlandske investeringer i realkapital. Forbedringen af betalingsbalancen siden begyndelsen af 1980'erne har især baggrund i en højere indenlandsk bruttoopsparing, som frem til begyndelsen af årtusindet blev forøget med ca. 10 pct. af BNP og har derefter ligget på et nogenlunde konstant niveau, jf. figur 2 (venstre). Investeringerne i Danmark har derimod svinget omkring et niveau på 20 pct. af BNP i hele perioden. Siden 2009 har de ligget i underkanten af dette niveau.

## Opsparing, investeringer og betalingsbalance samt konjunkturrenset betalingsbalance

Figur 2



Anm.: Venstre figur: Investeringer inkluderer lagerinvesteringer og faste bruttoinvesteringer i Danmark. Forskellen mellem bruttoopsparing og investeringer stemmer ikke helt overens med betalingsbalancen, idet kapitaloverførsler ikke er inkluderet. Betalingsbalancen er baseret på nationalregnskabet. Højre figur: Konjunkturrenset betalingsbalance er beregnet ved at antage, at formueindkomst og andre overførsler ikke svinger med produktionsgab (faktisk korrelation i perioden 1990-2014 er -0,02). Elasticiteten mellem vare- og tjenestebalancen og produktionsgab estimeres til ca. -1 i perioden 1990-2014. Denne elasticitet bruges til at beregne en konjunkturrenset vare- og tjenestebalance. De store udsving i den konjunkturrensete betalingsbalance fra 2005-12 skyldes kraftige udsving i produktionsgab i kølvandet på finanskrisen.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Under lavkonjunkturer stiger overskuddet på betalingsbalancen, især fordi virksomheder og husholdninger reducerer omfanget af nye investeringer i Danmark. Den indenlandske bruttoopsparing er derimod mindre konjunkturfølsom, bl.a. fordi opsparingen i den private og offentlige sektor typisk bevæger sig modsat af hinanden. Det viser sig ved, at under lavkonjunkturer øger den private sektor opsparingen, mens den offentlige sektor har større udgifter, færre indtægter og derfor en mindre opsparing.

Det store overskud på betalingsbalancen skyldes delvist, at dansk økonomi fortsat befinder sig under sit konjunkturmæssigt neutrale niveau, jf. figur 2 (højre). Beregninger på Nationalbankens makroøkonomiske model viser, at en normalisering af de aktuelt lave investerings- og forbrugsniveauer vil reducere overskuddet på betalingsbalancen som andel af BNP fra det nuværende niveau med ca. 3-4 procentpoint, jf. boks 1. Selv

med et lukket produktionsgab og med en genopretning af den forholdsvis lave investerings- og forbrugskvote i den private sektor vil der skønsomt fortsat være et betalingsbalanceoverskud i størrelsesordenen 4-5 pct. af BNP, hvilket er lidt over det gennemsnitlige overskud i perioden 1995-2014.

Saldoen på betalingsbalancen kan også opgøres som forskellen mellem værdien af eksporten og importen tillagt nettoformueindkomst fra udlandet. En sådan tilgang viser, at den stigende tendens i det faktiske overskud de senere år først og fremmest er et resultat af, at nettoafkastet af udlandsformuen stiger, jf. figur 3. Afkastet er øget i takt med væksten i udlandsformuen, men det afhænger også af sammensætningen af formuen på aktiver og passiver samt af renter og aktiekurser. Hvor der tidligere var en nettoudgift, har der siden 2005 været et positivt nettoafkast af udlandsformuen, som sidste år var 4 pct. af BNP.

### Betalingsbalancens størrelse ved en normalisering af forbrug- og investeringskvoter

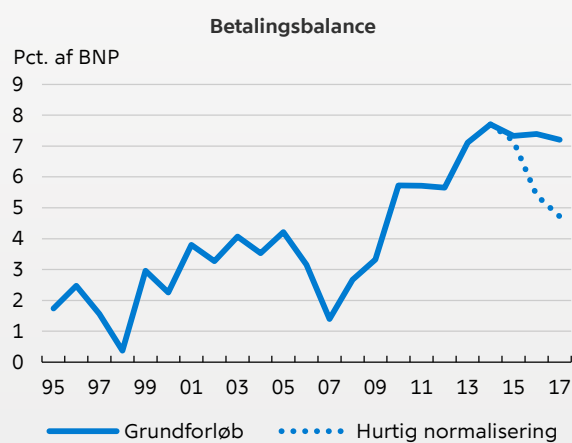
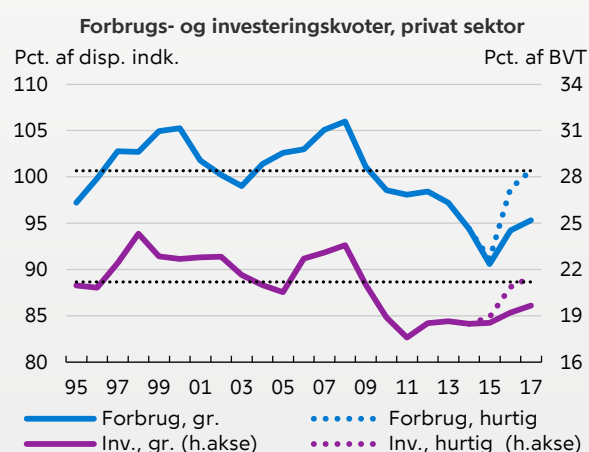
Boks 1

Dansk økonomi er inde i et opsving. Som udgangspunkt forventes væksten kun gradvist at tiltage. Det betyder, at forbrugs- og investeringskvoterne kun langsomt normaliseres, og de vil i de kommende år forblive lave i forhold til de seneste årtier, jf. figur nedenfor (venstre). Overskuddet på betalingsbalancen vil stort set forblive på det nuværende høje niveau, jf. figur nedenfor (højre).

I et alternativt scenarie med en hurtigere normalisering af forbrug og investeringer vil overskuddet på betalingsba-

lancen derimod falde fra det nuværende niveau med ca. 3-4 procentpoint frem til 2017. Men også i et sådant scenarie vil der være et betydeligt overskud på betalingsbalancens løbende poster i størrelsesorden 4-5 pct. af BNP. Beregningen er baseret på gennemsnitlige forbrugs- og investeringskvoter siden 1995, og det underliggende betalingsbalanceoverskud vil derfor ligge tæt på det gennemsnitlige overskud i perioden.

### Normalisering af forbrugs- og investeringskvote

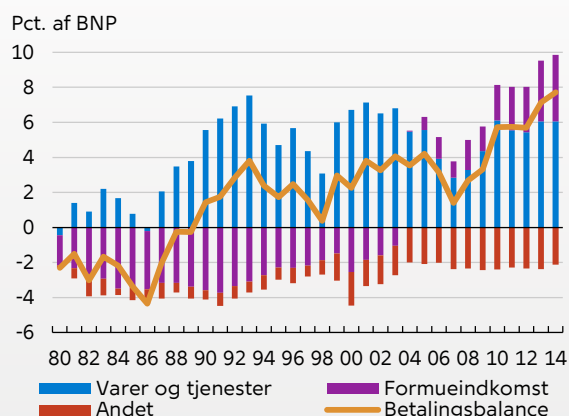


Anm.: Venstre figur: De sorte stiplede linjer er gennemsnittet i perioden 1995-2015, 2. kvartal. Grundforløbet, gr., er Nationalbankens centrale skøn. Det kraftigere opsving, (hurtig normalisering), sætter i begge scenarier ind i 2. kvartal 2015. Forbrugskvoten viser det private forbrug relativt til husholdningernes disponible indkomst korrejeret for den ekstraordinære skat fra omlægning af kapitalpensioner. Investeringskvoten viser erhvervsinvesteringerne relativt til BVT i den private sektor ekskl. bolig.

Kilde: Egne beregninger på Nationalbankens makroøkonomiske model, MONA.

### Betalingsbalancen fordelt på vare-tjenestebalance, formueindkomst og øvrige poster

Figur 3



Anm.: Der er tale om nettostørrelser. "Andet" dækker bl.a. over EU-betalinger og ulandshjælp.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Vare- og tjenestebalancen er derimod faldet svagt siden begyndelsen af 1990'erne.

Overskuddet på betalingsbalancen påvirkes af konkurrenceevnen. Under en højkonjunktur, hvor de indenlandske investeringer er høje, og betalingsbalanceoverskuddet er lavt, stiger de indenlandske lønninger mere end de udenlandske, og konkurrenceevnen svækkes. En dårlig konkur-

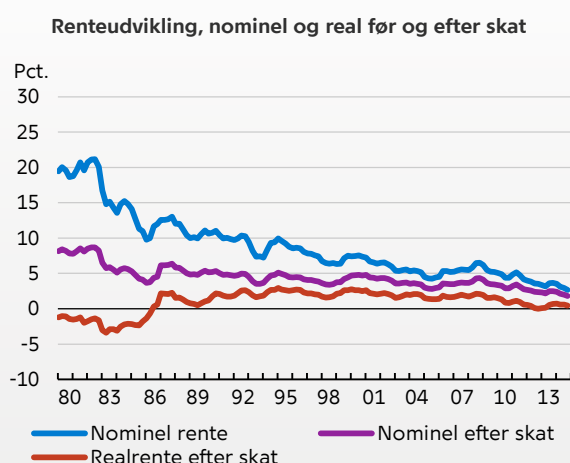
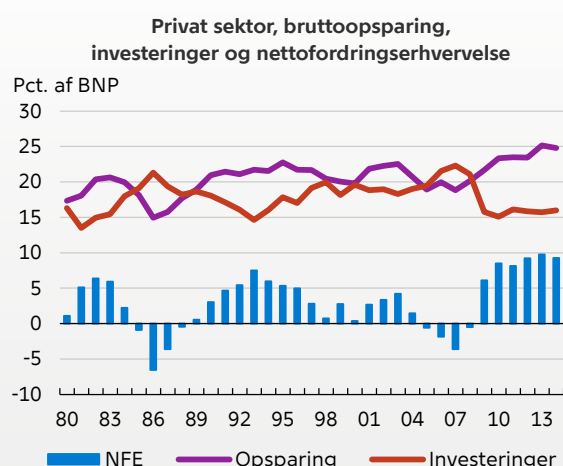
renceevne vil med tiden reducere eksporten og presse produktion og beskæftigelse ned. Det vil reducere de indenlandske lønninger, så konkurrenceevnen styrkes samtidig med, at svag indenlandsk efterspørgsel trækker de indenlandske investeringer ned, hvilket forbedrer betalingsbalancen. Danmark har aktuelt en god konkurrenceevne, og der er plads til lidt højere lønstigninger i de kommende år i takt med øget pres på arbejdsmarkedet. Problemer med konkurrenceevnen kan ikke være strukturelle, da økonomien efterhånden vil tilpasse sig, men det kan tage tid.

### SKATTESYSTEMET, DEMOGRAFI OG ARBEJDSMARKEDSPENSIONER HAR ØGET OPSPARINGEN I DEN PRIVATE SEKTOR

Overskuddet på betalingsbalancen stammer fra et stort opsparingsoverskud i den private sektor, dvs. det er resultatet af mange decentrale beslutninger. I 2014 var det private opsparingsoverskud ca. 9 pct. af BNP, når der korrigeres for fremrykningen af beskatning af kapitalpensioner, og har været svagt stigende siden 1980'erne, jf. figur 4 (venstre). Udviklingen har været drevet af især virksomhederne, mens husholdningernes opsparingsoverskud har svinget omkring et konstant lavt niveau. Opdelingen af den private sektors opsparingsoverskud i husholdninger og virksomheder er dog vanskelig, jf. boks 2. Fokus er derfor på den private sektor under ét.

### Privat sektors nettofordringserhvervelse samt renteutvikling

Figur 4



Anm.: Venstre figur: NFE er nettofordringserhvervelsen. Investeringer er inkl. lagerinvesteringer. Forskelle mellem NFE og opsparing minus investeringer er kapitaloverførsler og anskaffelse af ikke-finansielle ikke-producerede aktiver, netto. Opsparing og NFE er i 2013 og 2014 korrigeret for fremrykningen af beskatning af kapitalpensioner.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank, Macrobond og egne beregninger.

Styrkelsen af opsparingstilbøjeligheden i den private sektor afspejler bl.a. en kraftig reduktion af rentefradragets oprindeligt meget høje skattemæssige værdi, som blev påbegyndt med skatte-reformen i midten af 1980'erne og efterfølgende er blevet fulgt af yderligere reduktioner, jf. figur 4 (højre). Den lavere værdi af rentefradraget har gjort det mere attraktivt at spare op og bidrog

til at løfte den private sektors strukturelle opsparingsniveau i løbet af 1980'erne. For øjeblikket, hvor både inflation og nominelt renteniveau er meget lave, spiller det reducerede rentefradrag en mindre rolle end tidligere.

En anden medvirkende årsag til, at opsparingen er steget, har været den demografiske udvikling med store årgange, som har sparet op, mens

## Opsplitning af nettofordringserhvervelsen i den private ikke-finansielle sektor på husholdninger og virksomheder

Boks 2

Husholdningerne ejer en væsentlig del af de danske virksomheder og har dermed mulighed for at spare op i disse. Det betyder, at det er vanskeligt at adskille husholdningernes og virksomhedernes nettofordringserhvervelse. I stedet kan de to sektorer med fordel ses under ét.

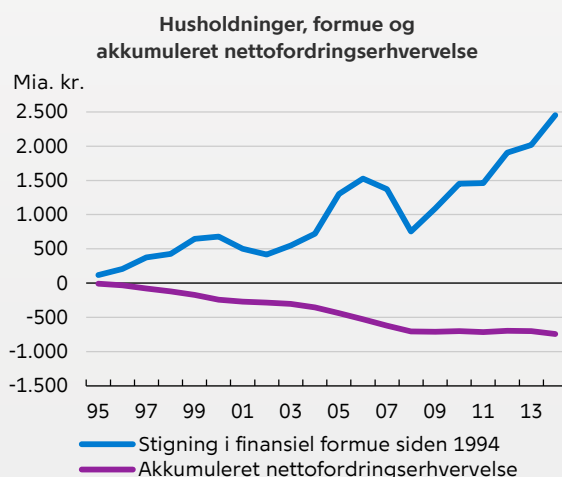
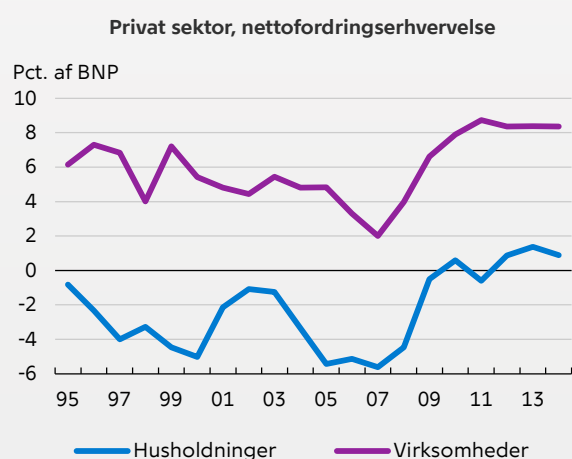
Ifølge nationalregnskabet har husholdningernes nettofordringserhvervelse i gennemsnit været -2,3 pct. af BNP årligt siden midten af 1990'erne, mens virksomhedernes nettofordringserhvervelse har været 5,9 pct. af BNP, jf. figur nedenfor (venstre). Husholdningernes nettofordringserhvervelse er forskellen mellem indkomsten efter skat og udgifter til forbrug og investeringer. En del af indkomsten stammer fra formueindkomst. Opgørelsen af denne er dog ikke helt simpel.

Overskud i en virksomhed bliver ikke nødvendigvis udloddet som udbytte. I stedet kan ejerne lade overskuddet blive i virksomheden eller få det udbetalt ved, at virksomheden opkøber egne aktier. Hvad ejerne vælger at gøre med overskuddet, kan bl.a. afhænge af skatteforhold. Vælger

ejeren – fx en husholdning – at spare op i virksomheden, er der ikke nogen udbetaling fra virksomheden til husholdningen, som i stedet får en kapitalgevinst, idet overskud efter udbyttebetalinger øger værdien af virksomheden. Hvis overskuddet udbetales ved, at virksomheden opkøber egne aktier, registreres det i nationalregnskabet som et salg af dele af ejerens formue og ikke som en udbetaling fra virksomheden til ejeren. Alt i alt kan opgørelsen af husholdningernes formueindkomst i nationalregnskabet give anledning til, at husholdningernes faktiske bruttoopsparing undervurderes, mens virksomhedernes bruttoopsparing overvurderes.<sup>1</sup>

Ser man alene på husholdningernes nettofordringserhvervelse i nationalregnskabet, har de siden 1995 netto akkumuleret gæld for 740 mia. kr., jf. figur nedenfor (højre). I samme periode er deres finansielle formue dog steget med over 2.450 mia. kr., hvilket svarer til, at de har haft kapitalgevinster på ca. 3.190 mia. kr. En del af disse kapitalgevinster er udtryk for, at ejerne af virksomhederne, herunder husholdningerne, har valgt at lade overskud forblive i virksomhederne.

## Nettofordringserhvervelse samt formueudvikling og akkumuleret nettofordringserhvervelse i husholdningerne



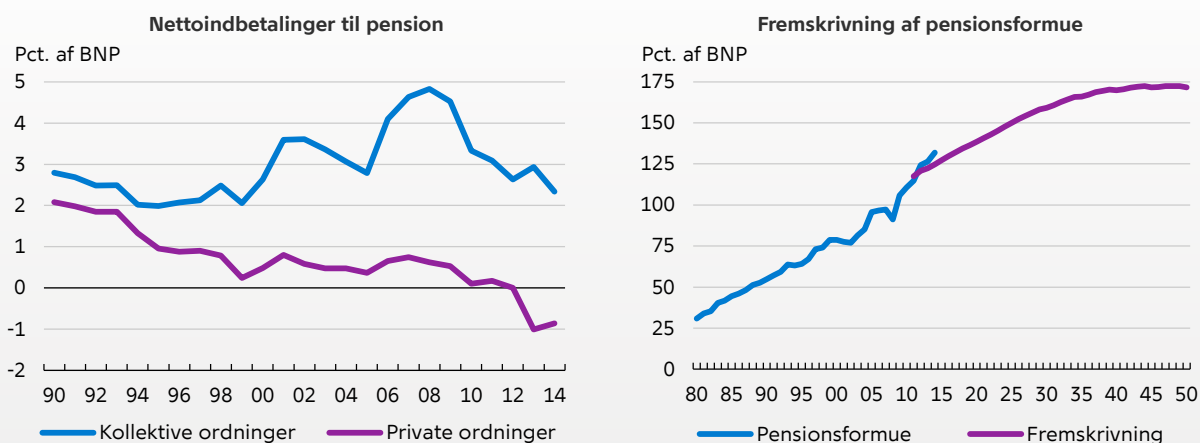
Anm.: Venstre figur: Husholdningernes nettofordringserhvervelse er i 2013 og 2014 korrigeret for fremrykningen af beskatning af kapitalpensioner. Højre figur: Akkumuleret nettofordringserhvervelse og ændring i finansiell nettoformue.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. For danske virksomheder ejet af udlandet er nationalregnskabets opgørelse af opsparingen anderledes. Ikke-udbetalt overskud bliver registreret som formueindkomst til udlandet via posten reinvesteret indtjening. Det bidrager til, at ændringerne i udlandsformuen over tid i vid udstrækning følger den akkumulerede betalingsbalance, jf. figur 1.

## Nettoindbetalinger til pension og udvikling i husholdningernes pensionsformue

Figur 5



Anm.: Venstre figur: Nettoindbetalinger er forskellen på indbetalinger inkl. pensionsafkast minus skatter og udbetalinger. Der er korrigeret for fremrykningen af beskatning af kapitalpensioner. Højre figur: Pensionsformuen er privat sektors samlede pensionsformue, dvs. både private og kollektive ordninger. Pensionsformuen som andel af BNP er fremskrevet med DREAM's strukturelle pensionsformue i forhold til strukturelt BNP. I 2011-14 er der forskel på den strukturelle og den faktiske kvote, da sidstnævnte påvirkes af konjunkturelle forhold.  
Kilde: ADAM, Danmarks Nationalbank og egne beregninger. DREAM – Langsigtet økonomisk fremskrivning 16. november 2015.

de var erhvervsaktive – erfaringsmæssigt særligt i den sidste del af den erhvervsaktive periode. Men store årgange trækker sig tilbage i disse år og erstattes af mindre, yngre årgange.

For at sikre pensionister en højere indkomst end folkepensionen alene har arbejdsmarkedets parter siden begyndelsen af 1990'erne indgået aftaler om indbetaling til arbejdsmarkedspensioner. Indbetalingerne overstiger i opbygningsfasen udbetalingerne, jf. figur 5 (venstre). Større indbetalinger til arbejdsmarkedspension betyder dog, at nogle husholdninger vælger at reducere anden opsparring eller optage gæld. En krone indbetalt på en arbejdsmarkedspension øger således ikke husholdningernes samlede opsparring med en krone. Studier baseret på individdata viser, at en krone ekstra i arbejdsmarkedspension øger husholdningernes samlede opsparring med ca. 70-85 øre, jf. DØR (2008). Indbetalinger på private pensionsordninger har en mindre effekt på husholdningernes opsparring.<sup>3</sup> Pensionsindbetalinger kan trækkes fra i skat på indbetalingstidspunktet, hvilket reducerer skatteindtægterne og dermed

trækker i retning af en lavere offentlig opsparring. Den offentlige og private opsparring under ét vil derfor øges mindre end husholdningernes opsparring isoleret.

Arbejdsmarkedspensionerne er fortsat under opbygning og vil være det de næste 25-30 år. Pensionsformuen forventes at toppe på omkring 170 pct. af BNP i 2040-50, jf. figur 5 (højre). Hastigheden, hvormed pensionsformuen opbygges, falder dog, og fremadrettet vil det langsomt føre til, at den strukturelle opsparring bliver lavere, og dermed at overskuddet på betalingsbalancen falder.

Skattesystemet kan påvirke incitamenterne til at spare op. Beskatningen afhænger af typen af opsparring, dvs. om det er pensionsopsparring, anden finansiel opsparring eller opsparring i bolig. Derudover vil størrelsen af både formue og formueindkomst kunne medføre en reduktion i de offentlige ydelser. Det betyder, at der er store forskelle i den sammensatte afkastbeskatning på tværs af individer og opsparingsform, jf. DØR (2008).<sup>4</sup> Det er således ikke klart, om skattesystemet samlet set tilskynder til opsparring.

<sup>3</sup> Effekten af pensionsopsparring på husholdningernes samlede opsparring varierer med alder, samt hvorvidt man er boligejer eller lejer. Andersen (2015) estimerer, at en krone indbetalt på en privat pensionsordning øger husholdningernes samlede nettoopsparring med ca. 20 øre. Den mindre effekt fra private pensionsordninger end fra arbejdsmarkedspensionerne skyldes især, at indbetalingerne er frivillige.

<sup>4</sup> Den sammensatte afkastbeskatning er defineret som den samlede effekt af beskatning af afkast og reduktion i offentlige ydelser.

Det er også uklart, om olie- og gasudvindingen i Nordsøen har bidraget til at øge opsparingen i den private sektor, idet indtægterne herfra påvirker og er drevet af både forbrug og investeringer. Hertil kommer, at udenlandske selskaber står for en stor del af udvindingen. Noget af overskuddet ved olie- og gasproduktionen tilfalder derfor disse selskaber, som henter en del heraf hjem i form af udbyttebetalinger, hvilket isoleret set reducerer overskuddet på betalingsbalancen. Udbytterne lå i en årrække på 8-10 mia. kr. pr. år, men er de senere år faldet til et noget lavere niveau.

Det store opsparingsoverskud i den private sektor er resultatet af mange decentrale beslutninger. Arbejdsmarkedspensioner er frivillige aftaler indgået af arbejdsmarkedets parter, og det er vanskeligt at pege på forvridende forhold i fx skattesystemet, som samlet set trækker i retning af højere privat opsparing. Endvidere har husholdninger og virksomheder i Danmark gode muligheder for at optimere deres forbrugs- og investeringsbeslutninger, bl.a. har vi et meget veludviklet finansielt system, som giver både husholdninger og virksomheder mulighed for at spare op eller låne. Hermed kan de tilrettelægge deres opsparing, forbrug og investeringer over tid, stort set som de selv ønsker. Det er derfor ikke tilrådeligt at forsøge at nedbringe overskuddet

på betalingsbalancen ved at søge at modvirke det private opsparingsoverskud med store offentlige underskud.

### SUNDE OG HOLDBARE OFFENTLIGE FINANSER

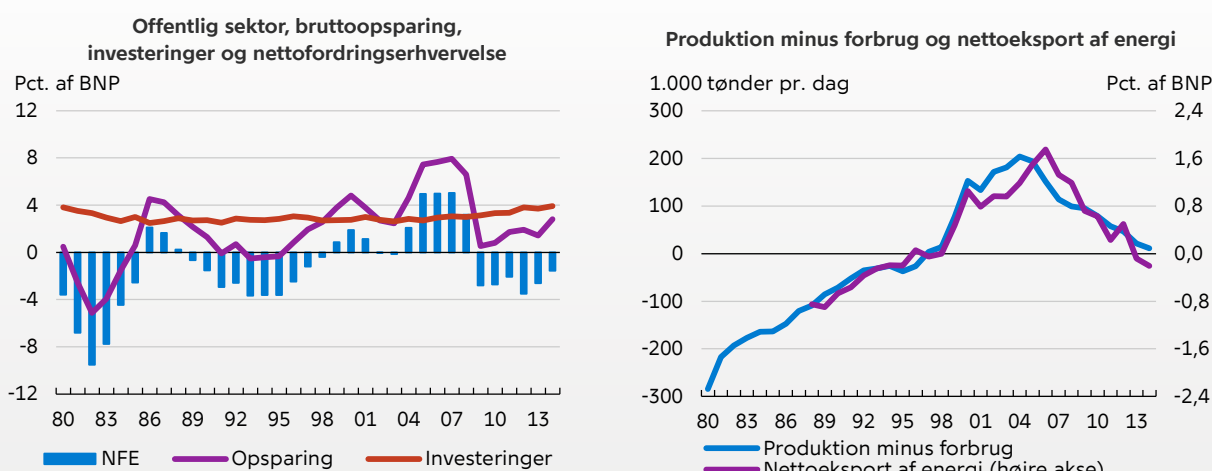
I begyndelsen af 1980'erne havde den offentlige sektor store underskud, jf. figur 6 (venstre). Siden slutningen af 1990'erne har der imidlertid været fokus på at tilrettelægge finanspolitikken, så den er holdbar, hvilket har bidraget til at øge den offentlige opsparing med omkring 5 pct. af BNP fra begyndelsen af 1980'erne til slutningen af 1990'erne. Holdbare offentlige finanser og et ønske om en jævn udvikling i de offentlige udgifter indebærer, at store men midlertidige indtægter kun i mindre grad vil slå ud i øget offentligt forbrug eller skattelettelser og i højere grad blive sparet op. Det gælder fx for statens indtægter fra udvindingen af olie og gas.

Danmark har i efterhånden en del år udvundet olie og gas, og der har siden 1997 været overskud på betalingsbalancen for energi, jf. figur 6 (højre). Udvindingen er faldet gennem det seneste årti, og i 2014 var Danmarks handel med energi stort set i balance. Produktionen reducerer dog behovet for at importere energi.

Produktionen af olie og gas beskattes, og statens andel af overskuddet skønnes af Energi styrelsen at have været ca. 60 pct. i 2014. Skatte-

Offentlig sektors nettofordringserhvervelse og produktion og handel med energi

Figur 6



Anm.: Venstre figur: NFE er nettofordringserhvervelsen. Investeringer er inkl. lagerinvesteringer. Forskelle mellem NFE og opsparing minus investeringer er kapitaloverførsler og anskaffelse af ikke-finansielle aktiver, netto. Opsparing og NFE er i 2013 og 2014 korrigeret for fremrykningen af beskatning af kapitalpensioner.

Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond og egne beregninger.

provenuet har i perioden 1963-2014 været 404 mia. kr. i 2014-priser, hvilket svarer til 21 pct. af BNP i 2014, koncentreret i sidste del af perioden. Med udgangspunkt i at de offentlige finanser skal være holdbare, er en del af statens olieindtægter formentlig blevet sparet op og har derfor bidraget til, at statens gæld siden midten af 1990'erne blev reduceret fra over 50 pct. af BNP til blot 11 pct. af BNP i 2008. Lavkonjunktoren i kølvandet på finanskrisen og det deraf følgende offentlige underskud har siden da øget statens gæld, som ved udgangen af 2014 udgjorde ca. 24 pct. af BNP.

Den lavere statsgæld har sammen med det lave renteniveau i sig selv bidraget til at forbedre de offentlige finanser, så den offentlige sektors nettoformueindkomst er gået fra at udgøre -5 pct. af BNP i midten af 1980'erne til i dag at være positiv, når offentlige fonde inkluderes.

## ER OVERSKUDET PÅ BETALINGSBALANCEN ET PROBLEM?

### ET OVERSKUD KAN VÆRE FORNUFTIGT

Et overskud på betalingsbalancen er ikke nødvendigvis udtryk for, at der er en ubalance i økonomien. Et overskud er en måde at udskyde forbrug til senere. Det kan være fornuftigt i en situation, som den Danmark står i med en befolkning, som gennemsnitligt bliver ældre over de kommende årtier. Aldringen af befolkningen de kommende årtier er et vilkår for de fleste avancerede økonomier, men ikke i samme grad alle steder.

Ikke alle lande kan have overskud på betalingsbalancen samtidigt. Det ene lands overskud modsvares af andre landes underskud. Danmark adskiller sig især fra de fleste andre lande ved, at vi har valgt at finansiere en del af de fremtidige udgifter til pension ved at spare op – ved siden af at vi korrigerer pensionsalderen med den forventede levetid. Det sker i såvel privat, kollektivt som offentligt regi. Mange andre lande skal betale størstedelen af fremtidige pensioner ud af de offentlige løbende fremtidige indtægter, dvs. fremtidige skatter på de erhvervsaktive. I Danmark er der fokus på at sikre holdbare offentlige

finansier, således at fremtidige skatteopkrævninger ikke skal stige for at kunne dække de løbende udgifter til bl.a. offentlig pension og sundhed. Det har bidraget til, at vi gennemsnitligt har bedre offentlige finanser i Danmark end i andre lande.

Det er desuden naturligt, at forholdsvis velstående lande som Danmark og en række andre nordeuropæiske lande har overskud på betalingsbalancen, mens lande i fx Syd- og Østeuropa med et mindre kapitalapparat og et større vækstpotentiale ("catching up") har underskud. Disse lande har behov for kapital udefra for at udvikle deres økonomi og realisere dens vækstpotentiale. Det er på den anden side vigtigt, at lande med betalingsbalanceunderskud ikke opbygger for stor udlandsgæld. Gælden skal være holdbar, ellers kan udenlandske investorer miste tilliden til landet, hvorved det kan blive vanskeligere at finansiere underskuddet.

Lande, der vokser, kan dog godt have et permanent over- eller underskud på betalingsbalancen. Så en lang periode med overskud eller underskud er ikke nødvendigvis udtryk for en uholdbar udvikling. Det kræver dog, at sammensætningen af betalingsbalancen på formueindkomst og andre poster tilpasser sig. Tænkes Danmarks betalingsbalanceoverskud fx permanent at være 5 pct. af BNP, vil udlandsformuen konvergere mod 130 pct. af BNP, hvis den nominelle vækst er 4 pct.<sup>5</sup> Hvis det videre antages, at det nominelle afkast af udlandsformuen er 5 pct., vil formueindkomsten alene være 6,5 pct. af BNP ( $130 \cdot 5 / 100$ ). Det betyder, at vare- og tjenestebalancen samt overførsler permanent skal være -1,5 pct. af BNP for at fastholde et overskud på betalingsbalancen på 5 pct. En stor udlandsformue trækker således i retning af, at overskuddet på vare- og tjenestebalancen skal være mindre, hvis udviklingen skal være holdbar.

En positiv udlandsformue kan virke som en buffer, der mindsker risikoen for en pludselig stor kapitaludstrømning. Endvidere kan den være med til at sikre et lavt rentespænd over for euroområdet, jf. senere. Der er dog også en kreditrisiko forbundet med at opbygge store fordringer på udlandet. Opstår der problemer med at servicere gælden for lande, der har vedvarende betalings-

<sup>5</sup> Hvis overskuddet er x pct. af BNP og den nominelle vækst er y pct., vil udlandsformuen konvergere på  $x \cdot (1+y) / y$ , fx  $5 \cdot (1+0,04) / 0,04 = 130$  pct. af BNP.



balanceunderskud og stor udlandsgæld, bliver det naturligvis også et problem for kreditorlande som Danmark, der risikerer, at noget af udlandsformuen går tabt.

En stor udlandsformue giver endvidere en eksponering over for renteutviklingen samt aktie- og valutakurser, og evnen til at placere midlerne rigtigt bliver vigtig. I det danske tilfælde tages disse placeringsbeslutninger decentralt i de enkelte virksomheder og pensionskasser i modsætning til lande som fx Norge, hvor hovedparten af de

udenlandske aktiver er koncentreret i Statens Pensionsfond. For Danmarks vedkommende ejer udlandet en stor del af danske realkredit- og statsobligationer, som aktuelt giver en lav forrentning, mens danskerne har placeret formuen i udenlandske aktiver med større risiko og dermed større forventet afkast. I 2014 var der således en nettoformueindkomst på knap 75 mia. kr. fra en nettoformue på ca. 860 mia. kr., hvilket giver et implicit afkast på ca. 8,5 pct. Det høje afkast er delvist et udtryk for, at danskerne har opbygget

### Nedbringelse af danske husholdningers store bruttogæld kan medføre et endnu større overskud på betalingsbalancen

Boks 3

Danske virksomheder og husholdninger har gennem en årrække opbygget både en betydelig bruttogæld og -formue. Det er også slået igennem på gæld og formue over for udlandet. Bruttostørrelserne – dvs. både danskernes aktiver i udlandet og udlandets aktiver i Danmark – er vokset kraftigt, jf. figur nedenfor (venstre). Ultimo 2. kvartal 2015 ejede danskerne aktiver i udlandet for 6.070 mia. kr., mens udlændinge ejede danske aktiver for 5.210 mia. kr. Dermed havde danskerne en nettoformue i udlandet på 860 mia. kr., svarende til ca. 43 pct. af BNP.

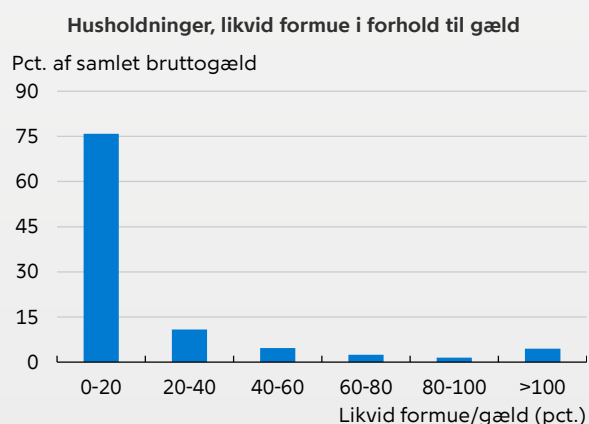
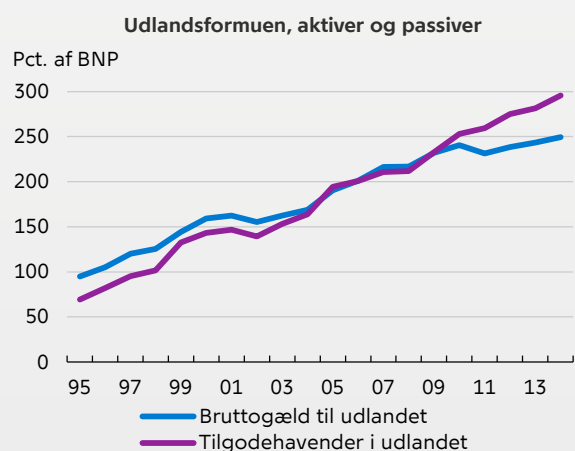
Der har fra observatører af dansk økonomi været en del fokus på især husholdningernes høje bruttogældsætning. En nedbringelse af bruttogælden kan – hvad enten den er national eller international – imidlertid vanskeligt ske uden en afledt effekt på betalingsbalancen, hvor overskuddet i givet fald vil tendere at blive endnu større.

Givet at husholdningerne har en betydelig nettoformue, kunne de i princippet reducere gælden ved at sælge dele af deres aktiver. Det er dog i praksis kun muligt i begrænset omfang. En stor del af husholdningernes formue er placeret i pensionsordninger og bolig, som ikke umiddelbart kan sælges. Husholdningerne har bankindsud for ca. 600 mia.

kr. og værdipapirer for ca. 1.700 mia. kr. Halvdelen af disse er dog ejerandelsbeviser udstedt af virksomheder ejet fuldt ud af husholdningerne, bl.a. af små håndværksvirksomheder, butikker, tandlæger eller lignende. Disse aktiver kan heller ikke umiddelbart sælges. Den resterende værdipapirbeholdning er ejet af et relativt lille antal husholdninger. Størstedelen af husholdningerne har derfor en beskedent likvid formue i forhold til deres bruttogæld. Langt størstedelen af den samlede bruttogæld, ca. 75 pct., holdes af husholdninger med en likvid formue (bankindsud og værdipapirer i depot), som udgør mindre end 20 pct. af deres bruttogæld, jf. figur nedenfor (højre). Husholdningerne har således samlet set kun i begrænset omfang mulighed for at reducere deres gæld ved at sælge ud af aktiverne.

Husholdningernes store bruttogæld afspejler bl.a., at de lånefinansierer formueopbygning, især i boliger, men i et vist omfang også i pension og fri finansiel formue, jf. Isaksen mfl. (2011). En mere symmetrisk beskatning af gæld og formue vil reducere husholdningernes incitament til at puste deres balance op. Alternativt kan de reducere gælden via løbende opsparing, men højere opsparing fører let til et endnu større overskud på betalingsbalancen.

### Danskernes aktiver og passiver over for udlandet samt likvide formue i forhold til gæld



Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik og egne beregninger.

meget store bruttobalancer, dvs. danskerne har på samme tid stor formue i udlandet og stor gæld til udlandet. Især har der været fokus på husholdningernes store bruttogæld, som kan øge deres følsomhed over for renteudsving og derfor medføre større makroøkonomiske udsving. Der kan derfor være et samfundsøkonomisk ønske om at få bruttogælden nedbragt især i husholdningerne, men det kan medføre et endnu større overskud på betalingsbalancen, jf. boks 3.

### AFKASTET PÅ UDLANDSFORMUEN KOMMER IND I DEN DANSKE ØKONOMI MED FORSINKELSE

Husholdningerne ejer kun i begrænset omfang udenlandske fordringer direkte og får dermed i første omgang kun i mindre grad del i afkastet af udlandsformuen. De umiddelbare effekter på det private forbrug er derfor begrænsede.

Afkastet på udlandsformuen tilfalder hovedsagelig de store virksomheder, pensionskasser og investeringsforeninger. Det kan måske i et vist

omfang fremme investeringer i realkapital, men generelt er investeringerne overvejende drevet af efterspørgslen i økonomien. Noget af indkomsten kanaliseres videre i form af udbyttebetalinger, men da mange af de største danske virksomheder er fonds- eller familieejede, rammer det stadig kun husholdningerne i begrænset grad, jf. boks 4. Hertil kommer, at det kun er et fåtal af velhavende husholdninger, som ejer aktier i større stil.

En del af den stigende nettoformueindkomst fra udlandsformuen tilfalder den offentlige sektor som følge af en reduktion af den offentlige gæld og dermed lavere renteudgifter. Det forbedrer holdbarheden af de offentlige finanser.

Formueindkomsten fra udlandet kanaliseres ind i husholdningernes økonomi dels via pensionsformuen og dermed på sigt højere pensionsudbetalinger, dels gennem højere lønstigninger. Erfaringsmæssigt udgør løn på langt sigt en nogenlunde fast andel af nationalindkomsten, BNI, i samfundet, jf. figur 7. Når BNI øges via afkastet på udlandsformuen, er der plads til højere lønninger.

#### De største danske virksomheder

Boks 4

De største danske virksomheder er i høj grad familie- eller fondsejede, jf. tabellen. Det betyder, at de optjente overskud efter skat i første omgang kun i begrænset omfang kommer bredere dele af husholdningerne til del. De betalte sel-

skabsskatter er omvendt med til at finansiere de offentlige udgifter mere bredt, ligesom det er tilfældet for indkomstbeskatningen af virksomhedernes medarbejdere i Danmark samt øvrige betalte skatter og afgifter.

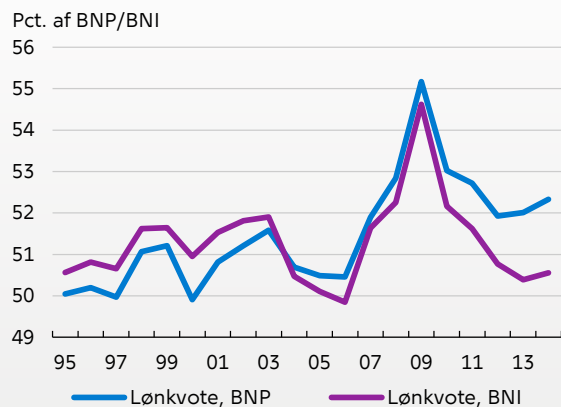
#### De største danske virksomheder målt på driftsresultat i 2014

	Navn	Type	Driftsresultat (mia. kr.)	Egenkapital, bogført værdi (mia. kr.)	Egenkapital, markedsværdi, ultimo 2014 (mia. kr.)	Ansatte i alt (1.000 pers.)
1	A.P. Møller - Mærsk	Fond	29	259	273	89
2	Novo Nordisk	Fond	26	40	677	40
3	LEGO	Fond	7	13	-	13
4	Nordea Bank Danmark	Aktie	6	45	-	6
5	Carlsberg	Fond	5	56	73	47
6	Danske Bank	Aktie	4	153	167	18
7	TDC	Aktie	3	19	38	9
8	Pandora	Aktie	3	7	61	10
9	Jyske Bank	Aktie	3	28	30	3
10	Vestas Wind Systems	Aktie	3	18	50	18

Anm.: Fondsdominerede og familieejede selskaber er benævnt "Fond", Aktieselskaber med en bredere ejerkreds er benævnt "Aktie". Egen opdeling.  
Kilde: Børsen Analyse 2014 og Bloomberg.

## Lønkvoter

Figur 7



Anm.: BNP er bruttonationalproduktet, og BNI er bruttonationalindkomsten.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Fra midten af 1990'erne til midten af 2000'erne steg de danske lønninger i industrien hurtigere end i udlandet. I årene op til finanskrisen i 2008 blev kapacitetssituationen strammere som følge af en overophedning af økonomien drevet af en lånefinansieret boligboble. Tabet af lønkonkurrenceevne i disse år er dog indhentet igen, men forløbet understreger vigtigheden af et roligt, ikke forceret forløb.

Siden midten af 1990'erne har Danmark endvidere haft en løbende forbedring af bytteforholdet, idet danske virksomheder har formået at sælge deres varer og tjenesteydelser til stadig bedre priser, mens de har nydt godt af det nedadrettede pres på importpriserne. Ikke alle overskudslande har haft en forbedring af bytteforholdet. Sverige, som i høj grad producerer produkter, som er underlagt et stærkt nedadrettet prispres, fx elektronik, har haft en forværring af sit bytteforhold.

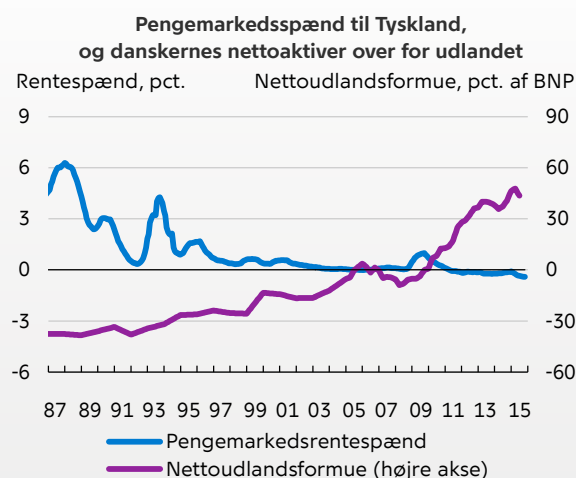
Indkomsten fra udlandet øger nationalindkomsten, men ikke den indenlandske produktion, BNP. Som en konsekvens heraf har lønnens andel af den indenlandske produktion været stigende. Den stigende lønandel i den indenlandske produktion svarer til en løbende intern revaluering og dermed en forværring af konkurrenceevnen. Ses der bort fra perioden med overophedning, er dette sket i et roligt og afmålt tempo. I et fastkursregime som det danske er det på denne måde, at en (for) god konkurrenceevne korrigeres.

## UDLANDSFORMUENS BETYDNING FOR RENTER OG VALUTARESERVE

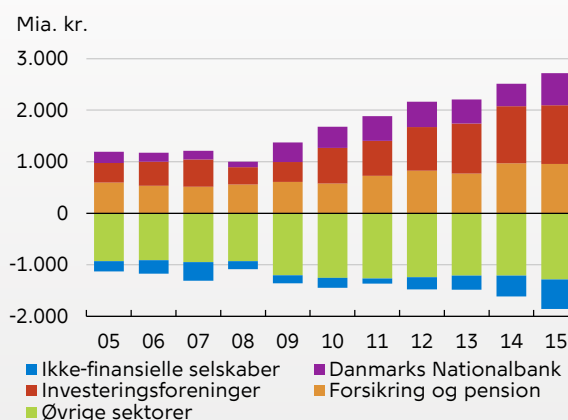
Danmarks overskud på betalingsbalancens løbende poster indebærer en løbende kapitaleksport, som har betydet, at der er opbygget en betydelig

## Rentespænd og nettoudlandsformue samt nettoaktiver over for udlandet for sektorer

Figur 8



### Sektoropdelt, nettoaktiver over for udlandet



Anm.: Venstre figur: Rentespænd er spændet mellem 3 måneders-depositrenter i Danmark og Tyskland. Spændet er et 12-måneders gennemsnit. Nettoudlandsformuen er opgjort på årsbasis til og med 2004 og på kvartalsvis basis fra og med 2005. Højre: 2015 er for ultimo 1. halvår.

Kilde: Thomson Reuters Datastream og Danmarks Nationalbank.

udlandsformue, jf. figur 8 (venstre). Den ventes at stige yderligere de kommende år. Formuen er fordelt på forskellige sektorer, og Danmarks samlede nettoudlandsformue er summen af alle indenlandske sektors nettobeholdninger af udenlandske aktiver. Derfor er nettoudlandsformuen ikke en portefølje, der kan forvaltes af en myndighed eller institution, sådan som det for eksempel er tilfældet med statens gæld eller Nationalbankens valutareserve. De enkelte husholdninger, investorer, finansielle institutioner og virksomheder foretager deres individuelle investeringsvalg.

I Danmark er der primært tre sektorer, der holder flere udenlandske aktiver end passiver, jf. figur 8 (højre). Forsikrings- og pensionssektoren har netto placeret ca. 950 mia. kr. i udenlandske aktiver. Det svarer til lidt mere end hele Danmarks samlede nettoudlandsformue. Investeringsforeningerne har også en betydelig nettoudlandsformue, da ejerne af investeringsbeviserne typisk har et krav på investeringsforeningen i kroner, mens foreningen kan have investeret pengene i fx udenlandske aktier og obligationer. Endelig har Nationalbanken en stor nettoudlandsformue, der afspejler, at valutareserven placeres i fremmed valuta, mens passiverne er i danske kroner. Omvendt har særligt realkreditinstitutter negativ nettoudlandsformue. Det skyldes, at mange udenlandske investorer investerer i danske realkreditobligationer.

## NETTOUDLANDSFORMUEN

### KAN HAVE REDUCERET RENTERNE

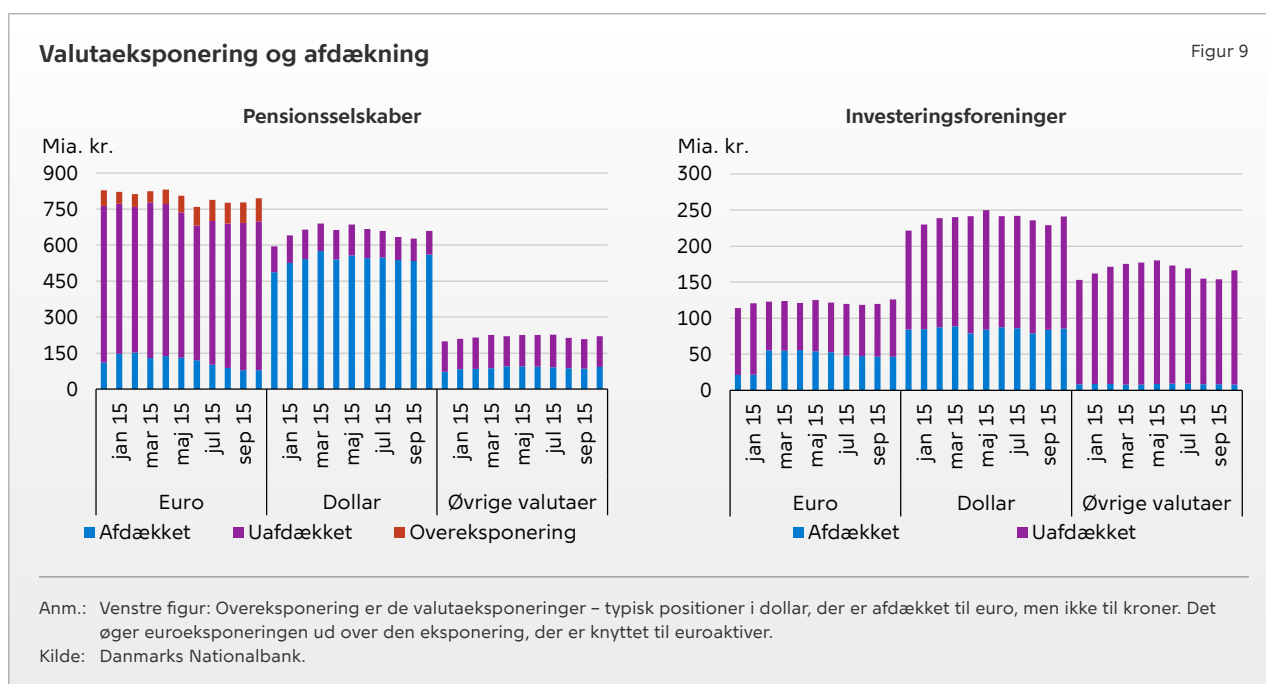
Den øgede nettoudlandsformue har formentligt bidraget til at reducere de pengepolitiske renter i Danmark. Det afspejler, at investorerne placerer deres formue på baggrund af en række forhold, herunder forventninger til afkast og den tilknyttede usikkerhed, som potentielt afhænger af udlandsformuen.

Frem til midten af 1990'erne svingede rentespændet mellem Danmark og Tyskland, udtrykt ved de korte pengemarkedsrenter, kraftigt, og var ofte på adskillige procentpoint, jf. figur 8 (venstre). I den følgende periode, til finanskrisen brød ud i 2008, lå spændet derimod meget stabilt på et moderat positivt niveau. Efter at spændet forbigående blev udvidet i forbindelse med finanskrisen, har det været negativt det meste af tiden siden 2012. Investorerne er dermed aktuelt villige til at holde finansielle investeringer i danske kroner, selv om de får et lidt lavere afkast end i euro. Det langfristede rentespænd mellem Danmark og Tyskland er dog positivt.

### INVESTORER FORETRÆKKER

#### OFTE INDENLANDSKE AKTIVER

Rentespændet påvirkes af såkaldte "preferred habitat"-præmier. De afspejler, at nogle investorer ønsker at investere i specifikke aktiver. Ofte foretrækker de fx aktiver i egen valuta. Det kan bl.a.



skyldes, at der er færre omkostninger til informationsindsamling og løbende overvågning. Hvis der er en overefterspørgsel efter bestemte aktiver, vil det reducere renten på dem via en preferred habitat-præmie.

Stigningen i nettoudlandsformuen har øget danske investorers placeringsbehov. I det omfang de har præferencer for indenlandske aktiver, er efterspørgslen efter kroneaktiver derfor øget. Der opstår således nogle betalingsstrømme, som reducerer ligevægtsrentespændet.

I forhold til villigheden til at omlægge valutaeksponering er det også relevant, i hvilke sektorer nettoudlandsformuen er, og hvor der løbende er opsparing. En betydelig del af opsparingen er i pensionsformuen, der forventes at stige indtil 2040-50, så sektorens placeringsbehov vil fortsætte med at stige. Sektorens størrelse gør det vanskeligt at placere alle pengene i kroneaktiver, uden at det resulterer i en høj koncentrationsrisiko. Sektorens passiver er pensionsudbetalinger i danske kroner, mens omtrent halvdelen af aktiverne er i udenlandsk valuta. Heraf er en del afdækket til kroner, jf. figur 9 (venstre). I kraft af sin størrelse har pensionssektorens dispositioner stor betydning for forholdene på kronemarkedet. Det blev tydeligt i begyndelsen af 2015, hvor den stod bag en væsentlig del af efterspørgslen efter kroner.

Også investeringsforeninger bidrog til efterspørgslen efter kroner, da sektoren samlet set afdækkede en del af eksponeringen til euro, jf. figur 9 (højre). Begge sektorer har fortsat meget store eksponeringer i euro og andre valutaer.

Opbygningen af Danmarks nettoformue forventes at være et langvarigt fænomen. Dermed er der også grund til at tro, at rentespændet til euroområdet vil være lavere end i årene forud for finanskrisen. Præcis hvor stort rentespændet til euroområdet skal være for at sikre balance i kapitalstrømmene ud og ind af landet, er dog svært at vurdere. Det vil afhænge af flere forhold, såsom tillid til euroområdet, tillid til kronkursen og dansk økonomi samt den generelle risikoaversion og omfanget af preferred habitat i de finansielle markeder.

De seneste år har været præget af nogle ekstraordinære begivenheder, herunder statsgældskrisen i en række eurolande, som førte til, at nogle investorer anvendte kroner som "sikker havn", jf. Jørgensen mfl. (2013). Disse år kan derfor ikke

give en sikker pejling af situationen på længere sigt. Desuden er spændet i de lidt længere forwardrenter aktuelt positivt, hvilket dog i et vist omfang afspejler, at ECB gennem sit opkøbsprogram har presset de længere renter ned. Et ligevægtsrentespænd på tæt ved nul forekommer sandsynligt, således at Nationalbankens renter på langt sigt vil ligge tæt på ECB's renter.

## **UDSVING I UDLANDSFORMUEN KAN SLÅ UD I VALUTARESERVEN**

Presset på kronen i januar-februar 2015 afspejlede bl.a., at en række udenlandske investorer købte kroner i stort omfang. Dermed stod de til at høste en gevinst, hvis fastkurspolitikken blev opgivet, og kronen i lighed med schweizerfrancen appreciere over for euroen. Det var dog også en væsentlig faktor bag presset på kronen, at forskellige indenlandske investorer, herunder dele af forsikrings- og pensionssektoren, ikke i så høj grad som tidligere ønskede at bære den eksponering over for udsving i kronkursen, som deres investeringsportefølje isoleret set medfører. Derfor øgede de deres afdækning, hvilket slog ud i en højere efterspørgsel efter kroner.

I løbet af de seneste måneder har de udenlandske investorer solgt kroner, så deres beholdning af kroneaktiver er lidt lavere end ved årets indgang. De indenlandske investorer har også solgt kroner, men bevægelsen har været trægere, og netto er de ikke tilbage ved situationen fra januar.

Langvarige skift i de indenlandske investorers villighed til at holde uafdækkede positioner i euro kan føre til langvarige udsving i størrelsen på Nationalbankens valutareserve. I lange perioder kan reserven blive betydeligt større, end den tidligere har været, og rentespændet til euroområdet kan blive lavere eller negativt.

Nationalbanken holder primært valutareserven for at kunne understøtte kronkursen, hvis den kommer under pres. Opstår der et overudbud af kroner, som tenderer mod at svække kursen over for euro, vil Nationalbanken intervenere i markedet ved at bruge valuta fra reserven til at støtteopkøbe kroner. Derfor er den eneste målsætning for valutareservens størrelse, at den skal være tilstrækkelig. Hensynet til på ethvert tidspunkt at kunne foretage støtteopkøb af kroner betyder, at valutareserven er investeret i likvide og værdifaste fordringer i euro. Derfor giver reserven et relativt stabilt, men lavt afkast.

Køb af valuta til valutareserven modsvares typisk af øget gæld til pengeinstitutterne. Nationalbankens egenkapital påvirkes derfor som udgangspunkt ikke, selv om balancen øges i takt med reserven. En større valutareserve giver ikke anledning til at ændre dens risikoprofil.

## LITTERATUR

Andersen, Henrik Yde (2015), Do tax incentives for saving in pension accounts cause debt accumulation? Evidence from Danish register data, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, kommende.

Chetty, Raj, John N. Friedman, Søren Leth-Petersen, Torben Heien Nielsen og Tore Olsen (2014), Active vs. passive decisions and crowd-out in retirement savings accounts: Evidence from Denmark, *The Quarterly Journal of Economics*, nr. 129 (3).

DØR (2008), *Dansk Økonomi*, kapitel 2, forår.

Isaksen, Jacob, Paul Lassenius Kramp, Louise Funch Sørensen og Søren Vester Sørensen (2011), Husholdningernes balancer og gæld – et internationalt landestudie, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, del 2.

Jørgensen, Anders, Christoffer Christen Larsen og Lars Risbjerg (2013), Har kronen været en sikker havn under statsgældskrisen?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, del 1.