

International sammenligning

# Danmarks offentlige finanser stadig helt i top

Analysen viser, at Danmark målt på de offentlige finanser og ikke mindst den finanspolitiske holdbarhed ligger helt i top blandt sammenlignelige lande. Målt på samlet balance og stilling i forhold til udlandet ligger vi også fortsat i superligaen. At man i den hjemlige økonomiske debat stadig kan få indtryk af, at Danmark er på vej mod græske tilstande, synes således uden hold i virkeligheden.

af Chefanalytiker **Frederik I. Pedersen** og  
Senioranalytiker **Signe Hansen**

15. marts 2012

## Analysens hovedkonklusioner

- Krisen har sat sine markante spor på de offentlige finanser i alle de lande, vi normalt sammenligner os med. Forskellen i finanspolitisk stilling er dog ikke blevet mindre - tværtimod.
- De nordiske lande har ingen eller meget lav nettogæld. De har lav bruttogæld og en meget begrænset gældsstigning under krisen. For de gældsplagede lande samt USA og Storbritannien har der været store stigninger i gælden fra et i forvejen højt niveau.
- Målt på den finanspolitiske holdbarhed, der viser robustheden af de offentlige finanser på lang sigt, ligger Danmark helt i top.
- I Danmark er den såkaldte ØMU-gæld steget med 460 mia. kr. Heraf forklarer de offentlige underskud kun 122,5 mia. kr. Resten af stigningen i ØMU-gælden forklares især af polstringen af statens konto i Nationalbanken. Analysen understreger, at man nemt kan få et fejlagtigt billede af de offentlige finanser ved udelukkende at se på den offentlige bruttogæld. Der bør i internationale sammenligninger være større fokus på den offentlige *nettogæld* og den finanspolitiske holdbarhed.
- Som information til de finansielle markeder foreslår AE, at der sammen med opgørelsen af den offentlige gæld, dels bringes en forklaring på udviklingen, og dels gives et estimat for nettogælden med indregning af de enorme udskudte danske pensionsskatter.
- De nordiske lande skiller sig sammen med Tyskland og Holland også positivt ud på betalingsbalancen, på nettostillingen over for udlandet og på det private opsparingsoverskud. Opgørelsen viser, at Danmark også er med helt i toppen her.

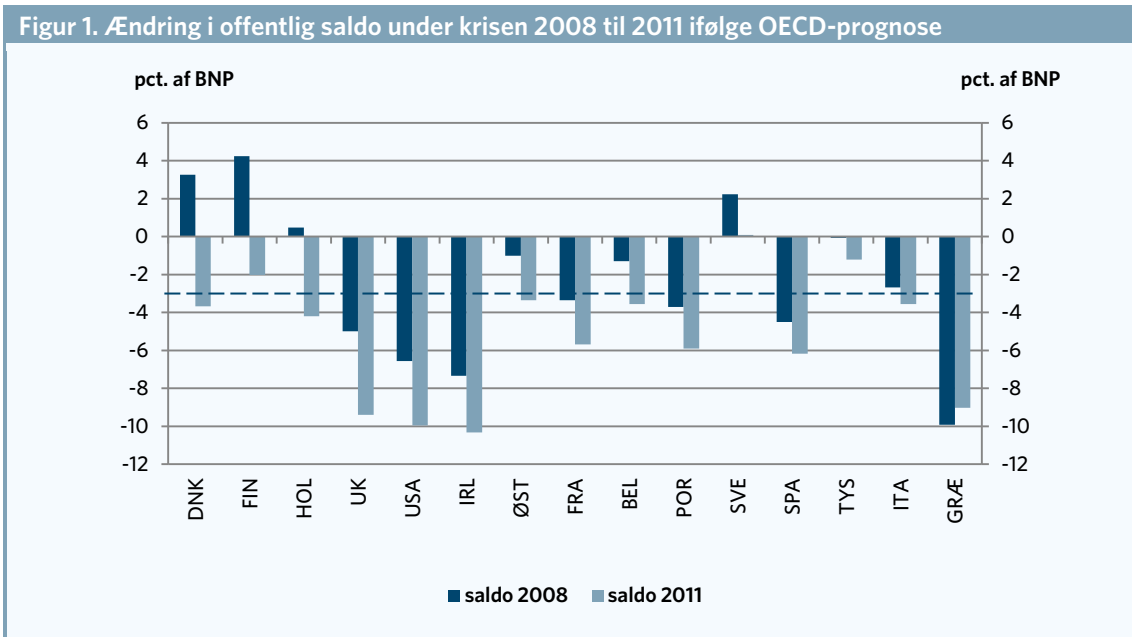
## Kontakt

Chefanalytiker  
Frederik I. Pedersen  
Tlf. 33 55 77 12  
Mobil 28 42 42 72  
fip@ae.dk

Kommunikationsmedarbejder  
Mikkel Harboe  
Tlf. 33 55 77 28  
Mobil 28 36 87 50  
[mh@ae.dk](mailto:mh@ae.dk)

**Offentlige finanser, gæld og opsparing i internationalt perspektiv**

Der er ingen tvivl om, at krisen har sat sine markante spor på de offentlige finanser i alle de lande, vi normalt sammenligner os med. Som figur 1 viser, havde kun Danmark, Finland, Sverige og Holland overskud på de offentlige finanser i 2008, da krisen satte ind. Resten havde altså underskud, og Storbritannien, USA, Irland, Frankrig, Portugal, Italien og Grækenland havde alle underskud over eller omkring 3 pct. af BNP.



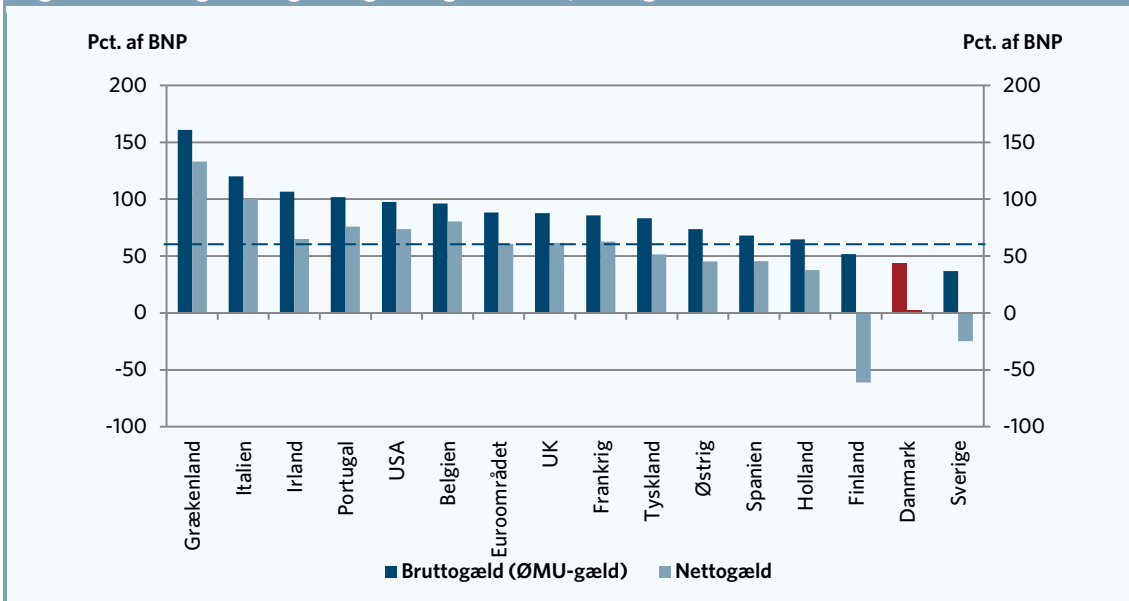
Anm.: Vi har endnu ikke regnskabstal for den offentlige saldo i 2011, hvorfor OECD's prognose danner grundlag. Alt tyder dog på, at Danmark, bl.a. sfa. store PAL-skatter, og et markant dyk i det offentlige forbrug, får et markant mindre underskud end det, der lå i OECD's seneste prognose. Kilde: AE pba. OECD.

For alle lande på nær Grækenland er saldoen blevet forværret fra 2008 til 2011. Danmark, Finland og Holland har haft de største ændringer i den offentlige saldo, mens Grækenland, Italien, Tyskland og Spanien har haft de mindste ændringer. Sverige adskiller sig ved som den eneste også at have en positiv saldo i 2011.

Det kan måske undre, at flere af de gældsplagede lande ligger i den bedre ende, hvad angår ændring i saldoen. Man burde forvente, at de lande, der var hårdest ramt på vækst og beskæftigelse, også havde de største ændringer, fordi faldende BNP og stigende arbejdsløshed betyder færre skatteindtægter og større udgifter til overførsler mv. Der er dog, for det første, stor forskel på gennemslaget fra ændringen i konjunktursituationen til de offentlige finanser, fordi der er forskel på skatte- og overførselsindkomssystemerne i de forskellige lande. For det andet er der markant forskel på, hvordan de forskellige lande har ageret finanspolitisk. Og endelig har landene rentemæssigt på den offentlige gæld været ramt forskelligt.

Figur 2 viser den offentlige bruttogæld (ØMU-gæld) og den offentlige nettogæld i 2011. Ifølge Vækst- og stabilitetspagten må bruttogælden ikke udgøre mere end 60 pct. af BNP. Det er kun de skandinaviske lande, der ligger under 60-procentsgrænsen, mens Grækenland, Italien, Irland og Portugal alle har en gæld, der er større end BNP.

**Figur 2. Offentlig Bruttogæld og nettogæld i 2011, udvalgte lande**



Anm: Data for bruttogælden er ØMU-gæld på nær for USA, hvor det er OECD's bruttogælds definition. 2011-tal er prognose. Negativt fortegn = formue.

Kilde: AE på baggrund af OECD

Hvor ØMU-gælden dækker den offentlige sektors passiver, da omfatter nettogælden både finansielle aktiver og passiver. Boks 1 giver en mere detaljeret forklaring af de to gældsbegreber. Nettogælden i Danmark er i dag tæt på nul, og fra 2007-2010 havde Danmark en nettoformue. Som det fremgår af figur 2, er det kun Sverige og Finland, der ligger bedre på nettogælden, idet begge lande har nettoformue.

**Boks 1. Offentlige gældsbegreber**

**ØMU-gæld**

Opgørelsen af ØMU-gælden sker i henhold til EU-traktaten. ØMU-gælden opgøres til nominel værdi og omfatter gæld hos stat, regioner, kommuner samt sociale kasser og fonde. Gælden opgøres brutto, men den offentlige sektor kan konsolidere gælden med fordringer på sig selv. Det betyder, at beholdninger af statspapirer i de statslige fonde fratrækkes i gældsopgørelsen, hvorimod fx Den Sociale Pensionsfonds beholdning af realkredit- og indeksobligationer samt indestående på statens konto i Danmarks Nationalbank ikke fratrækkes.

**Offentlig nettogæld**

Omfatter alle finansielle aktiver og passiver i stat, regioner, kommuner samt sociale kasser og fonde. Offentlig nettogæld opgøres til markedsværdi og påvirkes således af værdireguleringer på de offentlige aktiver og passiver. På statens aktivside indgår blandt andet statens indestående i Danmarks Nationalbank, alle aktiver i statens fonde, genudlån til de statsgaranterede selskaber, kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter og statens beholdning af aktier (eksempelvis aktieposter i DONG Energy, Københavns Lufthavne, Post Danmark og SAS).

Kilde: Finansministeriet.

I Danmark har vi oplevet, at den offentlige ØMU-gæld er steget markant mere, end hvad der kan forklares af de offentlige underskud. Fra 3. kvartal 2008 til 3. kvartal 2011 er ØMU-gælden steget med hele 460 mia. kr., men af denne stigning kan de akkumulerede offentlige underskud kun forklare 122,5 mia. kr., eller hvad der svarer til ca. 26½ pct. Resten af stigningen i ØMU-gælden forklares især af polstringen af statens konto i Nationalbanken. Staten har således optaget lån og derved øget gælden for at indsætte mere end 200 mia. kr. på kontoen i Nationalbanken. Ved udgangen af 3. kvartal 2008 stod der godt 70 mia. kr. på statens konto i Nationalbanken. Ved udgangen af 3. kvartal 2011 stod der til sammenligning 287 mia. kr. Dertil kommer øget gæld i forbindelse med indskud og garantier til bankpakker og finansiell stabilitet, ligesom kursreguleringer kan spille ind. Det viser tabel 1.

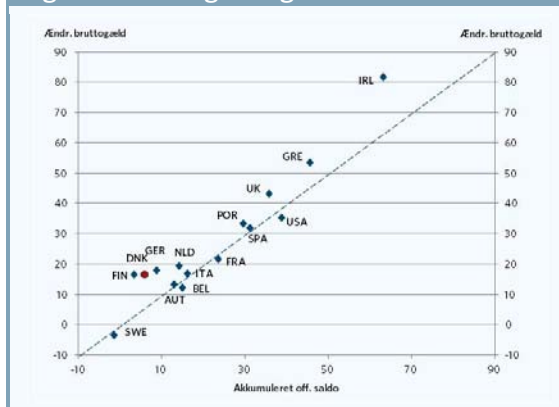
**Tabel 1. Udvikling i offentlig gæld og saldo 3. kv. 2008 til 3. kv. 2011**

Mia.kr.	3. kv. 08	3. kv. 2011	Ændring	- heraf off. Saldo	Andet
Off. ØMU-gæld	419,4	879,6	460,2	122,5	337,7
Off. Nettogæld (negativt fortegn=formue)	-112,6	41,2	153,8	122,5	31,3

Kilde: AE på baggrund af Danmarks Statistik.

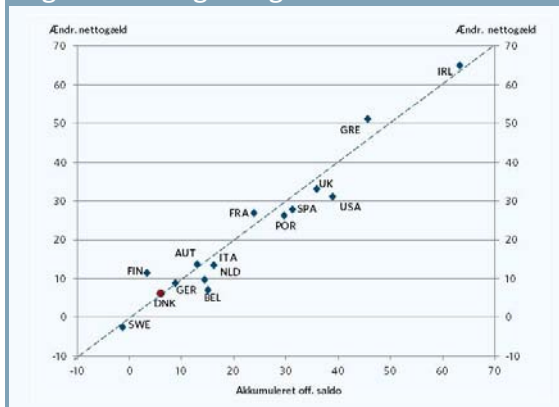
Problemet med ØMU-gælden er, at det er en bruttogæld, der ikke tager hensyn til, at en del af de lånte penge kan være sat i finansielle aktiver. Nettogælden, der også tager hensyn til de finansielle aktiver, herunder statens konto i nationalbanken, har udviklet sig langt mere i tråd med udviklingen i den offentlige saldo. Nettogælden er således steget knap 154 mia. kr. fra 3. kvartal 2008 til 3. kvartal 2011, hvoraf den offentlige saldo forklarer knap 80 pct. Resten vurderes primært at være værdireguleringer, hvilket man især så i 3. kvartal 2011, hvor nettogælden blev påvirket negativt med 54½ mia. kr., mens underskuddet på den offentlige saldo kun på var på knap 16 mia. kr. Som man kan se af tabel 1, er den offentlige sektor i perioden gået fra at have en nettoformue på 112½ mia. kr. til at have en lille nettogæld på 41 mia.kr. (2,3 pct. af BNP).

Figur 3.A og figur 3.B viser den akkumulerede offentlige saldo plottet mod ændringen i henholdsvis bruttogæld og nettogæld under krisen i et internationalt perspektiv pba. OECD's tal og prognose. Med forbehold for kursreguleringer af aktiver og passiver burde der under normale omstændigheder være en én til én-sammenhæng (stiplet linje) mellem saldo og gældsudvikling. Lande, der i figur 3.A ligger over den stiplede linje, har haft større stigninger i bruttogælden under krisen, end de offentlige underskud tilsiger. Som man kan se, gør lignende forhold sig gældende for flere andre lande, herunder Tyskland og Finland.

**Figur 4.A Bruttogæld og akk. off. saldo**


Anm.: 1. aksens angiver den akkumulerede offentlige saldo fra 2008-2011, mens 2. aksens angiver ændringen i bruttogælden fra 2007-2011. 2011-tal er prognose. Data for Bruttogælden er ØMU-gæld, på nær for USA, hvor det er OECD's bruttogældsdefinition.

Kilde: AE pba. OECD

**Figur 4.B Nettogæld og akk. off. saldo**


Anm.: 1. aksens angiver den akkumulerede offentlige saldo fra 2008-2011, mens 2. aksens angiver ændringen i nettogælden fra 2007-2011. 2011-tal er prognose.

Kilde: AE pba. OECD

Nettogælden i Danmark har, som man kan se af figur 3.B, udviklet sig helt i tråd med den offentlige saldo i perioden, jf. at Danmark ligger på den stiplede linje. Som man kan se, ligger landene generelt tættere på den stiplede linje, om end flere lande ligger både over og under. At landene kan ligge under linjen må afspejle en bedre kursudvikling på aktiverne end på passiverne.

Figurerne illustrerer, at man nemt kan få et fejlagtigt billede af de offentlige finanser ved udelukkende at se på bruttogælden. I Danmark har man fx valgt at låne penge for at polstre statens konto i Natio-

nalbanken. Det har øget ØMU-gælden markant, men ikke påvirket nettogælden. Det har tilsyneladende også være tilfældet i andre lande.

**Finanspolitisk holdbarhed**

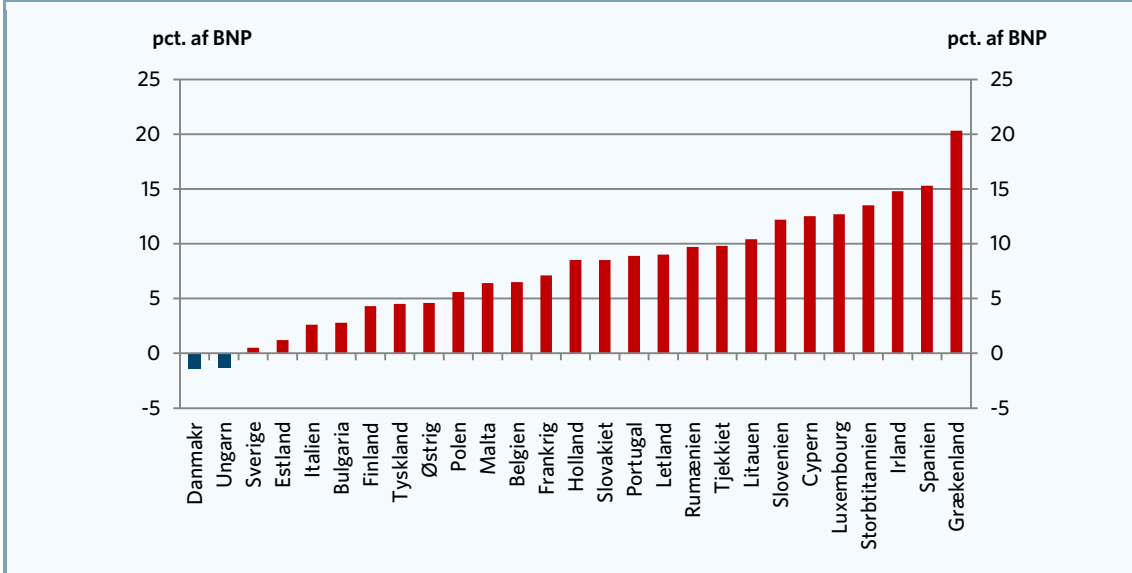
En ting er, hvordan den aktuelle situation er på de offentlige finanser. Mere interessant er, om de offentlige finanser er holdbare på længere sigt, givet den indretning, der findes af de offentlige velfærdssystemer (skatte-, service- og udgiftssystemer) og givet den befolkningsmæssige udvikling. Finanspolitikens holdbarhed handler populært sagt om, hvorvidt man kan aflevere de offentlige velfærdssystemer til de fremtidige generationer, samtidig med at befolkningsudviklingen presser de offentlige finanser, uden at den offentlige gæld eksploderer, jf. boks 2.

**Boks 2. Flerårig tradition for fokus på finanspolitisk holdbarhed i Danmark**

Fokus på de mellem- og langfristede udfordringer har efterhånden været en mangeårig tradition på tværs af skiftende danske regeringer. Danmark har her på mange måder været et foregangsland. Det var således et finanspolitisk holdbarhedsproblem (permanent ubalance mellem offentlige indtægter og udgifter) på mere en 60 mia. kr., der ledte til 2006-velfærdsaftalen. Den seneste tilbagetrækningsreform fra 2011 med kortere efterlønsalder og den hurtigere forhøjelse af folkepensionsalderen forbedrer også den finanspolitiske holdbarhed. Endelig er finanspolitisk holdbarhed også et omdrejningspunkt i S-SF-R-regeringsgrundlaget.

Den seneste sammenlignelige opgørelse fra EU af den finanspolitiske holdbarhed fra 2010 viser, at Danmark sammen med Ungarn er det eneste land, der *ikke* har et finanspolitisk holdbarhedsproblem. Som figur 4 viser, ligger Danmark ifølge EU helt i top med en overholdbar finanspolitik. Danmark ligger også bedre end Sverige og Finland på trods af, at disse lande aktuelt har offentlig nettoformue. Det må afspejle, at de reformer, der indtil nu er lavet i Danmark, tager bedre hånd om de fremadrettede demografiske udfordringer, og at der i Danmark ligger enorme udskudte skatter i den danske pensionssektor.

**Figur 4. Finanspolitisk holdbarhed i EU, 2010**



Anm.: Holdbarhedsindikatoren er her S2-indikatoren. Beregningerne er en opdatering til fra "Sustainability Report 2009"  
 Kilde: AE på baggrund af EU-kommissionen "Public finances in EMU - 2010"

Kigger man på de gældsplegede lande, har de meget markante finanspolitiske holdbarhedsproblemer. For Grækenland ligger der en permanent ubalance mellem de offentlige indtægter og udgifter på godt 20 pct. af BNP, i Spanien 15 pct. af BNP, i Irland knap 15 pct. af BNP. Havde vi i Danmark haft tilsvaren-

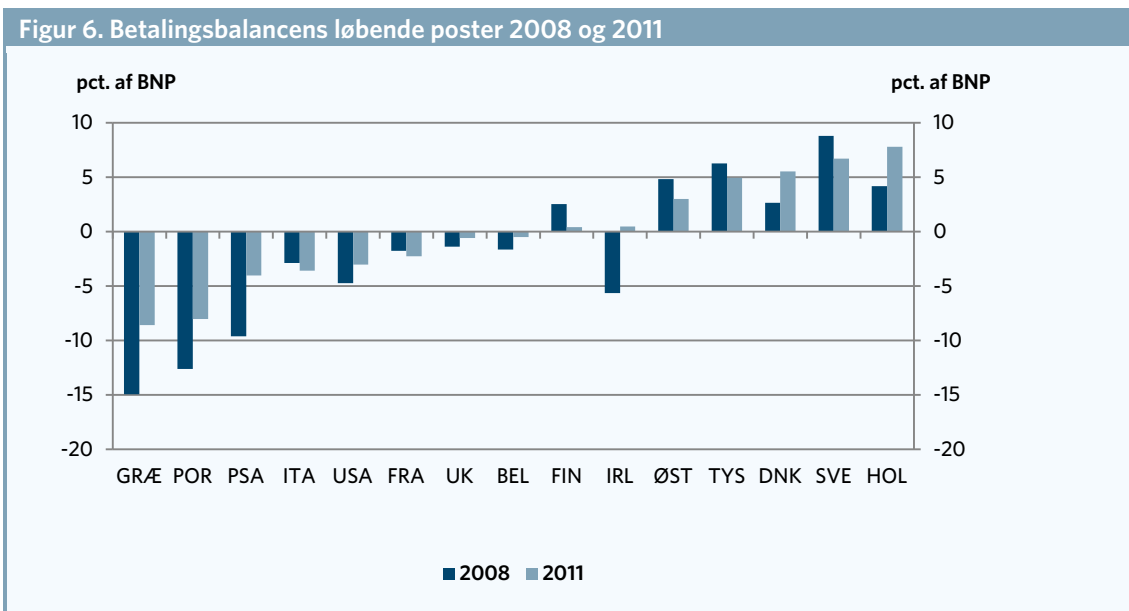
de problemer, skulle der spares, opkræves skatter eller laves reformer svarende til 270-360 mia. kr. i permanent effekt.

Selv i Finland, Tyskland og Holland udestår der ret betydelige tilpasninger for at sikre finanspolitisk holdbarhed. Det fortæller noget om, at den øjeblikkelige saldo og gæld ikke nødvendigvis siger ret meget om, hvor godt de offentlige finanser er rustet til at klare de store fremadrettede demografiske udfordringer, der er i de fleste lande.

Helt generelt viser figur 2, 3 og 4, at der er milevid afstand mellem den situation, der kendetegner de nordiske lande, herunder Tyskland, og de gældsplagede lande, USA og til dels Storbritannien. De nordiske lande har ingen eller meget lav nettogæld, lav bruttogæld og en meget begrænset gældsstigning under krisen. Målt på den finanspolitiske holdbarhed ser tingene også relativt fornuftige ud for de nordiske lande. For de gældsplagede lande samt USA og Storbritannien har der været store stigninger i gælden fra et i forvejen meget højt udgangspunkt, og samtidig tegnes der enorme udfordringer med at sikre den finanspolitiske holdbarhed. At de danske offentlige finanser i den hjemlige økonomiske debat nogle gange bliver opfattet som værende på vej mod græske tilstande er således helt ude i skoven.

**Betalingsbalance, privat opsparingsoverskud og udlandsgæld**

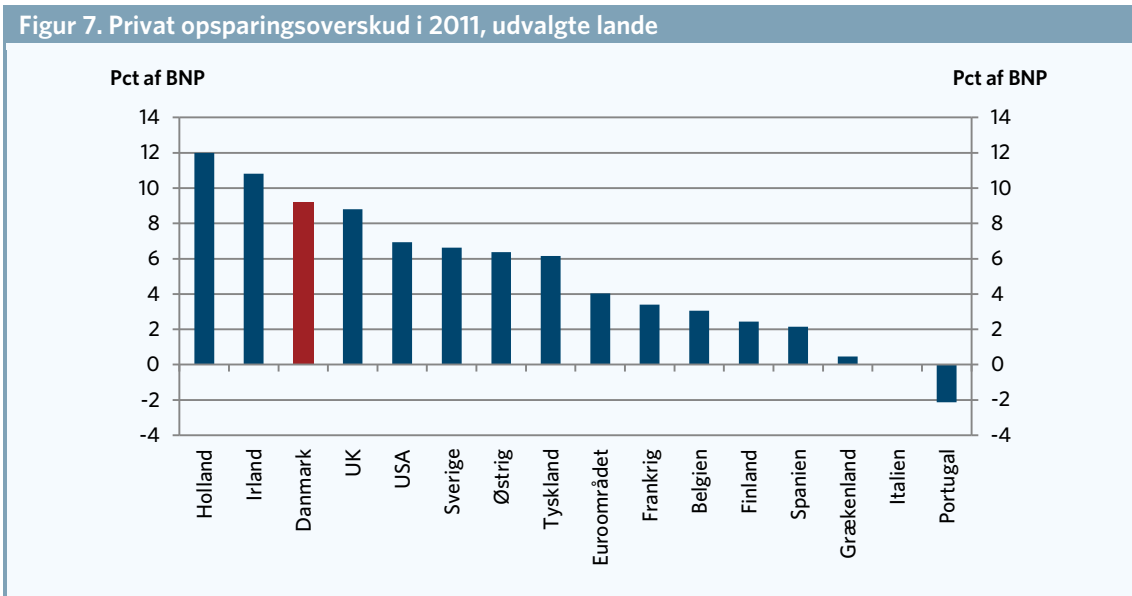
De nordiske lande skiller sig sammen med Tyskland og Holland også positivt ud på betalingsbalancen med løbende poster, der generelt er meget positive. Modsat har vi de gældsplagede lande, undtagen Irland, med store underskud på betalingsbalancen. For de gældsplagede lande er situationen forbedret. Blot er det sket fra et meget negativt til et mindre negativt niveau. Danmark skiller sig sammen med Holland ud ved at have store forbedringer fra et i forvejen pænt positivt niveau, mens Tyskland og Sverige har haft mindre forværringer fra et højt niveau. Det viser figur 6.



Anm.: 2011 er prognose fra OECD. Ifølge de foreløbige tal endte det danske betalingsbalanceoverskud i 2011 på 6½ pct. af BNP, dvs. 1 pct.enhed bedre end vurderet af OECD.  
 Kilde: AE på baggrund af OECD.

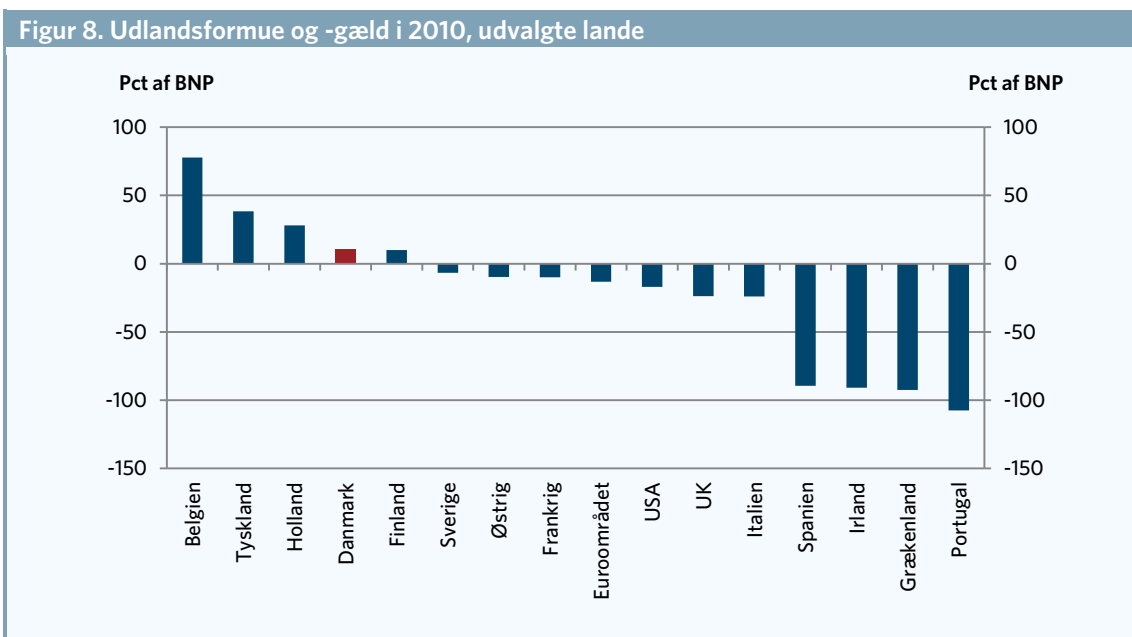
Forskellen mellem den offentlige saldo og betalingsbalancens løbende poster dækker stort set opsparingsoverskuddet i den private sektor. Danmark forventes i 2011 at have et af de største opsparings-

overskud i den private sektor efter Irland og Holland. Generelt er der private opsparringsoverskud i de lande, vi normalt sammenligner os med, om end vi igen har gældsplagede lande som Spanien, Grækenland og Portugal, der sammen med Italien skiller sig ud med ingen eller meget beskedne overskud, jf. figur 7.



Kilde: AE på baggrund af OECD.

En årrække med overskud på betalingsbalances løbende poster har ført til, at Danmark ikke længere har udlandsgæld men udlandsformue. Figur 8 viser udlandsformuen ved udgangen af 2010 på tværs af landene. Danmark har den 4. største udlandsformue blandt de viste lande, kun overgået af Belgien, Tyskland og Holland. Igen har vi de gældsplagede lande i bunden med udlandsgæld over eller lige under 100 pct. af BNP.



Anm: Positivt fortegn = formue, negativt fortegn = gæld. Der er tale om prognosetal. For Danmarks vedkommende er der tegn på, at stillingen over for udlandet ender markant højere. Ved udgangen af 3. kv. 2011 var den offentlige nettoformue ifølge Nationalbanken helt oppe på 23 pct. af BNP.  
 Kilde: AE på baggrund af Eurostat.

## Danmark i både superliga og 2. division

Når vi kigger på lande, vi normalt sammenligner os med, har vi set en række meget forskellige økonomiske udviklinger, efter finanskrisen satte ind. Landene står i dag samtidig i helt forskellige økonomiske situationer.

Hvad angår de økonomiske balancer, har vi i den positive ende de nordiske lande *inklusive* Danmark, der sammen med Tyskland og Holland, på trods af offentlige underskud, har stærke eller fornuftige offentlige finanser, hvor der samtidig er betydelige private opsparingsoverskud, betalingsoverskud samt formue eller kun beskedne gæld til udlandet. Det er typisk også her, vi finder den relativt set bedste langsigtede holdbarhed af de offentlige finanser.

I den negative ende har vi de gældsplagede lande som Grækenland, Spanien, Portugal, Irland og til dels USA og Storbritannien, der har meget ringe offentlige finanser og samtidig en situation med underskud på betalingsbalancen og udlandsgæld. For Irland, USA og Storbritannien trækker det lidt i den positive retning, at de har betydelige private opsparingsoverskud

Hvad angår økonomisk udvikling, har vi de nordiske lande (Norge, Sverige og Finland) undtagen Danmark, der sammen med Tyskland, Belgien og Østrig har klaret sig godt gennem krisen. Mens vi har de gældsplagede lande (Irland, Grækenland, Portugal og Spanien), der sammen med Danmark er kommet skidt gennem krisen.

Det er således bemærkelsesværdigt, at Danmark målt på offentlige finanser, samlet balance og stilling i forhold til udlandet fortsat ligger i superligaen, mens vi målt på vækst og udviklingen på arbejdsmarkedet gennem krisen ligger og roder nede i 2. division.

Analysen understreger med al tydelighed, at man nemt kan få et fejlagtigt billede af de offentlige finanser ved udelukkende at se på den offentlige bruttogæld. Der bør i internationale sammenligninger sættes større fokus på nettogælden og ikke mindst den finanspolitiske holdbarhed.

Som et tiltag til oplysning af de finansielle markeder foreslår AE, at Danmarks Statistik dels gør mere ud af at forklare gældsudviklingen i relation til udviklingen i den offentlige saldo. Men derudover kunne man forestille sig et estimat på den offentlige nettogæld med indregning af de enorme udskudte pensionskatter.

Beregninger fra Nationalbanken (Kvartalsrapporten 4. kvartal 2011, del 2) viser, at der i dag ville være en offentlig nettoformue på mere end 50 pct. af BNP (900 mia.kr.), hvis man tog højde for de udskudte pensionskatter.