

# Myter om holdbarheden\*

De økonomiske vismænd har i deres seneste rapport vurderet Danmarks finanspolitiske holdbarhedsproblem til at udgøre 0,6 pct. af BNP eller 11 mia. kr. årligt. Her gennemgås nogle af problemstillingerne i udarbejdelsen af holdbarhedsberegninger.



**POUL SCHOU,**  
cand. polit., ph.d., chefkonsulent,  
De Økonomiske Råds Sekretariat

Det er velkendt, at Danmarks finanspolitiske holdbarhed står over for store udfordringer i de kommende årtier. Den nuværende finanspolitiske linje anses af bl.a. de økonomiske vismænd for ikke at være holdbar. Holdbarhedsbegrebet er dog stadig relativt abstrakt for de fleste almindelige deltagere i den økonomiske debat herhjemme, og der er talrige eksempler på misforståede opfattelser af, hvori problemet består, og hvordan forskellige tiltag vil påvirke holdbarheden. I skrivende stund er der især fokus på spørgsmålet om efterlønnen. Denne artikel kommenterer ikke denne aktuelle debat. Formålet med artiklen er derimod at kaste lidt mere lys over selve begrebet finanspolitisk holdbarhed ved at forklare nogle af problemstillingerne i udarbejdelsen af sådanne holdbarhedsberegninger.

Groft sagt betyder finanspolitisk holdbarhed, at man kan fastholde den nuværende finanspolitik uændret i al fremtid, uden at den offentlige gæld stiger eksplosivt. Udtrykt lidt mere formelt er de offentlige finanser holdbare for en given finanspolitisk udvikling, hvis den indebærer, at den offentlige sektor overholder sin intertemporale budgetrestriktion. Denne restriktion siger, at gælden på ethvert tidspunkt ikke kan overstige nutidsværdien af alle de fremtidige primære

budgetoverskud. Hvad det vil sige at fastholde den "nuværende" finanspolitik er imidlertid til dels et fortolknings-spørgsmål. Der er bl.a. derfor næppe noget eksakt svar på, hvordan man mest korrekt skal måle størrelsen af et eventuelt holdbarhedsproblem. Det er da også naturligt nok sådan, at de vurderinger af holdbarhedsproblemets størrelse, som jævnlige foretages, dels er forskellige, alt efter hvilken institution der er ophavsmand til beregningen, og dels ændrer sig over tid. Det sker som følge af ændringer i den økonomiske politik som eksempelvis ændrede skatter, på grund af andre udefrakommende ændringer som finanskrisen, på grund af brugen af ændrede datagrundlag og tekniske metoder, og som følge af beslutninger om andre fremskrivningsprincipper hos de ansvarlige for fremskrivningerne.

I tabel 1 ses, hvordan holdbarhedsproblemet har været vurderet i forskellige vismandsrapporter i det sidste årti. Den gældende finanspolitik har aldrig i nogle af rapporterne været vurderet som holdbar, men som det fremgår, har holdbarhedsproblemets størrelse varieret noget i tidens løb. Størst vurderedes problemet at være i efteråret 2006 – i øvrigt lige EFTER vedtagelsen og indregningen af den ret betydningsfulde velfærdsaftale fra sommeren 2006. En hovedårsag

NOTE \* Kolleger til DØRS takkes for nyttige kommentarer. Synspunkterne i denne artikel er forfatterens egne og deles ikke nødvendigvis af De Økonomiske Råds formandskab.

hertil er, at vismændene fra efteråret 2006 har betjent sig af en befolkningsfremskrivning med en noget større stigning i den fremtidige middellevetid, end man gjorde i tidligere vismandsrapporter. I samme vismandsrapport beregnedes det, at holdbarhedsproblemet ville have været næsten dobbelt så stort uden vedtagelsen af velfærdsaftalen, nemlig 4 pct. af BNP. Velfærdsaftalen og især dens indeksering af tilbagetrækningsaldrene gennem hele det 21. århundrede har altså haft meget stor betydning for, hvor store de kommende finanspolitiske problemer er.

**TABEL 1** Vurderinger af det finanspolitiske holdbarhedsproblem i forskellige vismandsrapporter

VISMANDSRAPPORT	HOLDBARHEDSPROBLEM i pct. af BNP
Efterår 2002	1,0
Forår 2004	1,9
Efterår 2006	2,2
Efterår 2007	1,4
Forår 2010	1,4
Efterår 2010	0,6

ANMÆRKNING Holdbarhedsindikatoren angiver, hvor stor en permanent årlig forbedring af den primære saldo der er nødvendig, for at den offentlige sektor netop kan overholde sin intertemporale budgetrestriktion. Vismandsrapporten fra efteråret 2010 indeholder ikke nogen egentlig holdbarhedsberegning, men en mellemfristet fremskrivning frem mod 2020, som kan omregnes til en holdbarhedsindikator på 0,6 pct. af BNP, jf. hovedteksten.

I vismandsrapporten Dansk Økonomi, Forår 2010 blev holdbarhedsproblemet i det centrale forløb vurderet til at udgøre 1,4 pct. af BNP eller 25 mia. kr. årligt. Denne beregning byggede blandt andet på en konkret mellemfristet fremskrivning af Danmarks økonomi, herunder de offentlige finanser, frem til 2020. I den senest udkomne vismandsrapport fra oktober 2010 er der ikke offentliggjort nogen ny holdbarhedsvurdering. Der er derimod en ny mellemfristet fremskrivning af de offentlige finanser, som indebærer en forbedring af den offentlige saldo i 2020 i forhold til det centrale forløb i forårsrapporten. Det skyldes først og fremmest den genopretningsskifte med bl.a. forskellige skattestramninger, som blev indgået i maj mellem de to vismandsrapporter. Opdaterer man den langsigtede fremskrivning fra Dansk Økonomi, Forår 2010 med de nyere forudsætninger i den mellemfristede fremskrivning fra Dansk Økonomi, Efterår 2010, får man, at holdbarhedsproblemet med disse forudsætninger vil være på 0,6 pct. af BNP eller 11 mia. kr. årligt. Der er altså sket en formindskelse af det vurderede holdbarhedsproblem på 0,8 pct. af BNP i den mellemliggende periode. Dette er dermed et eksempel på, hvordan ændringer i den økonomiske politik naturligt nok vil påvirke holdbarhedsmålet fra gang til gang.

### ”Gældende finanspolitik” kan fortolkes forskelligt

Nogle få andre eksempler kan illustrere, hvordan forskellige fortolkninger af begrebet gældende finanspolitik kan have store konsekvenser for det målte holdbarhedsmål. Et spørgs-

mål vedrører behandlingen af skattestoppets nominalprincip, der medfører, at satserne for ejendomsværdiskatten og forskellige punktafgifter løbende udhules i takt med inflationen. Nominalprincippet er modsat typiske skattesatser ikke nedfældet i nogen permanent lovgivning, men er indgået i regeringsgrundlaget for skiftende regeringer siden 2001, og der er ikke nogle tegn på, at politikerne ønsker at ændre det i en overskuelig fremtid. Alligevel forudsættes det i eksempelvis regeringens seneste langsigtede økonomiske fremskrivning (Konvergensprogram 2009) beregningsteknisk, at nominalprincippet kun indregnes frem til 2019. Tidligere tilsvarende planer fra regeringens side har på samme måde beregningsteknisk antaget, at nominalprincippet afskaffedes fra 2010 henholdsvis 2015. Man kan dog argumentere for, at det er en mere logisk og naturlig tolkning af begrebet ”uændret skattepolitik”, at skattestoppet og dermed nominalprincippet antages fortsat i hele fremskrivningsperioden. Vismændene har valgt denne sidste antagelse i deres nyeste holdbarhedsberegninger. Antagelsen om, at nominalprincippets udhuling af skattegrundlagene fortsætter også efter 2020, giver i deres beregninger en anseelig forværring af holdbarhedsindikatoren på 0,9 pct. af BNP.

Et andet spørgsmål drejer sig om, hvad der er en neutral fremskrivning af udviklingen i det offentlige forbrug. I modsætning til eksempelvis satser for overførselsindkomster og skatter er der her ikke nogen klare regler, som vil gælde uforandret i fremtidige år, indtil de specifikt laves om. Sædvanligvis er der her enighed blandt fremskrivere om i stedet at antage, at de offentlige serviceudgifter til hver enkelt bruger stiger i takt med den almindelige produktivitetsvækst og inflationen. I en situation med en stabil befolkning medfører dette, at de offentlige forbrugsudgifter udgør en konstant andel af BNP.

Ser man på udviklingen i de seneste årtier, passer denne forudsætning imidlertid ikke særlig godt med den historiske udvikling. I Dansk Økonomi, Forår 2010 har man derfor suppleret den sædvanlige fremskrivning med et såkaldt velstandsforløb, hvor den historiske trend i det offentlige forbrug i 1991-2008 antages videreført i perioden 2021-2040. Tager man højde for de demografiske ændringer i den historiske periode og andre forhold, som ikke kan forventes videreført fremover (som stigningen i antallet af unge under uddannelse og udbygningen af offentligt finansierede børnepasningsordninger), fås, at det offentlige forbrug har haft en mervækst i forhold til produktiviteten i de private byerhverv på 0,4 pct. om året. Sådant en mervækst kan blandt andet forklares ved et udgiftspres i sundhedssektoren som følge af, at der hele tiden udvikles nye behandlingsmetoder. Fremskrives denne mervækst i det offentlige forbrug i 20 år, medfører det, at holdbarhedsproblemet i velstandsforløbet bliver på 2,4 pct. af BNP – altså 1 pct.point større end i grundforløbet.

Et tredje spørgsmål drejer sig om lovgivningen om satsreguleringen, der bestemmer, hvordan overførselsindkomster og forskellige skattefradrag skal indekseres fremover. Hovedreglen er, at disse beløb skal følge med den almindelige lønudvikling. Den konkrete udformning af reglerne medfører imidlertid, at →

stigningerne i det lange løb bliver lidt mindre end udviklingen i den gennemsnitlige timeløn inklusive pension. Det skyldes ikke blot, at der normalt fratrækkes 0,3 pct.point hvert år til satspuljen, som finansierer en række sociale tiltag, men blandt andet også, at satsreguleringen ikke medregner den gennemsnitlige lønstigning, der skyldes en strukturel forskydning mellem arbejdere og funktionærer, jf. Dansk Økonomi, Forår 2010. Baseret på historiske beregninger betyder denne sidste forskel alene, at satsreguleringen årligt er steget med godt 0,2 pct.point mindre end det gennemsnitlige lønniveau.

Antager man, at denne udvikling fortsætter fremover, kan holdbarhedsforbedringen som følge heraf opgøres til at udgøre 1,3 pct. af BNP – dvs. at finanspolitikken faktisk er holdbar, hvis man i øvrigt følger beregningsantagelserne i den pågældende rapport. En sådan fortsat stigende forskel mellem stigningen i realindkomsterne for folk i og uden for arbejdsmarkedet vil imidlertid samtidig medføre stigende indkomstforskelle i befolkningen. Man kan forestille sig, at dette af fordelingsmæssige grunde vil møde politisk modstand. I vismændenes centrale fremskrivning, hvor overførselsindkomsterne følger lønstigningerne 100 pct., antages det derfor implicit, at politikerne med forskellige diskretionære tiltag eliminerer denne forskel. Denne implicite antagelse forværrer altså alt andet lige holdbarheden med de samme 1,3 pct. af BNP.

### Konsekvensberegninger snarere end prognoser

På samme måde som man indtil nu jævnlige har lavet større revisioner af den måde, man foretager de langsigtede fremskrivninger på, må man regne med, at mange af de vigtige faktorer, som indgår i beregningerne i dag, vil udvikle sig anderledes end forudsat. De ovenstående eksempler viser også, at der kan være forskel på, hvad man opfatter som realistiske forudsætninger, og hvad man rent faktisk fremskriver under en forudsætning om uændret politik. Det er derfor naturligt at behandle resultaterne fra sådanne fremskrivninger med en vis ydmyghed: De er ikke udtryk for egentlige prognoser, men snarere konsekvensberegninger af, hvordan økonomien vil udvikle sig under de givne forudsætninger. Man kan derfor også spørge, om det overhovedet giver mening at lave sådanne fremskrivninger af dansk økonomi mange årtier frem i tiden, når usikkerheden er så stor, og man alligevel ofte reviderer skønnene kraftigt som følge af nye data og ændrede betragtningsmåder? Svaret herpå er, at arbejdet med de lange fremskrivninger under alle omstændigheder er med til at forbedre vores informationsgrundlag. En fremsynet økonomisk politik bør tage hensyn til de væsentlige udfordringer i fremtiden, som man med en vis sandsynlighed kan imødesee allerede nu, og det vedvarende arbejde med at forbedre model- og datagrundlaget for de langsigtede beregninger medfører, at det danske fagøkonomiske miljø efterhånden opnår en bedre forståelse af de mange forskellige problemstillinger, der vil påvirke udviklingen fremover. Samtidig kaster forskellige følsomhedsanalyser lys over, hvor meget konkrete ændringer i de forskellige usikre forudsætninger hver især betyder for samfundsøkonomien fremover. På trods af usikkerheden i alle forsøg på at skue ind i den fjernere fremtid er der derfor klare fordele ved at gøre forsøget alligevel.

Givet usikkerheden om antagelserne i de langsigtede fremskrivninger er udarbejdelse og præsentation af følsomhedsanalyser en central del af arbejdet med dem. De giver en bedre forståelse af de enkelte elementers betydning og kan aflive nogle af de myter, som ofte nævnes, når talen er om vores finanspolitiske udfordring. Et par eksempler skal her gives.

### Vil højere økonomisk vækst forbedre den finanspolitiske holdbarhed?

Det er en udbredt opfattelse, at højere økonomisk realvækst må styrke de offentlige finanser. Således hører man ofte i debatten om den nedgang, der har været i produktivitetsvæksten i de senere år, at det er vigtigt at sætte gang i produktivitetsvæksten igen af hensyn til de offentlige finanser. Men faktisk er det sådan, at højere produktivitetsvækst nok kan være en god ting af mange forskellige årsager, men det er ikke noget, som vil forbedre holdbarheden, i hvert fald ikke med de forudsætninger, som det er normalt at anvende i de danske langsigtede fremskrivninger. Faktisk viste en analyse i Dansk Økonomi, Forår 2010, at hvis man antager en årlig produktivitetsvækst fremadrettet på 1½ pct. i stedet for de 2 pct., som er forudsat i hovedscenariet, vil den lavere vækst forbedre den finanspolitiske holdbarhed en smule, nemlig med 0,2 pct.point. Tror man, at 1½ pct. er en mere rimelig central antagelse om væksten fremadrettet, vil det nuværende holdbarhedsproblem altså ligge på ca. 0,4 pct.

Hvorfor påvirker realvækst holdbarheden på denne måde? Det er konstruktivt som en førsteordens-approximation at tænke på, at højere realvækst vil påvirke såvel BNP som de offentlige indtægter OG de offentlige udgifter lige meget. På indtægtssiden vil højere produktivitetsvækst omsætte sig i større lønstigninger og tilsvarende større stigninger i kapitalindkomst og forbrug, og da disse komponenter også udgør de vigtigste skattebaser, vil de offentlige skatteindtægter dermed stige med samme takt. De offentlige udgifter påvirkes imidlertid på samme måde: Som allerede nævnt ovenfor afhænger de to vigtigste delposter her (overførselsindkomster til husholdningerne og det offentlige forbrug) også af produktivitetsvæksten og vil altså ændre sig i takt med denne. Stort set det samme gælder for de øvrige offentlige udgifter.

Denne tankegang efterlader altså såvel indtægter som udgifter og dermed hele den primære saldo uændrede som pct. af BNP. Skal man forklare, hvorfor holdbarhedsindikatoren i den konkrete følsomhedsberegning så ikke er helt upåvirket, men faktisk udviser en lille forbedring, når produktivitetsvæksten er lavere, skal man kigge lidt mere detaljeret på de enkelte udgifts- og indtægtsposter, hvoraf nogle adskiller sig lidt fra det overordnede billede. Nogle af skatteindtægterne er således ikke direkte knyttet til produktivitetsudviklingen, og disse stiger derfor i forhold til BNP. Det gælder først og fremmest udviklingen i pensionsformuen og beskatningen heraf. Størstedelen af stigningen i de offentlige indtægter som andel af BNP kan således henføres hertil. Derudover sker der på udgiftssiden et lille fald i de offentlige investeringers BNP-andel, fordi man ikke behøver så højt et investeringsniveau for at opretholde kapitalapparatet på et passende niveau

i forhold til resten af samfundsøkonomien, når produktivtetsvæksten er lav.

### Hvor afgørende er befolkningsændringer for holdbarheden?

I mange almindelige danskeres bevidsthed hænger de langsigtede finanspolitiske problemer meget snævert sammen med en forestilling om en skrumpende arbejdsstyrke i de kommende årtier. Derfor er det en udbredt opfattelse, at befolkningsændringer må have stor betydning for den finanspolitiske holdbarhed. Man hører således jævnligt udsagn om, at det er vigtigt at forøge fødselsantallet eller nettoindvandringen af hensyn til finanspolitikken. Men faktisk viser beregninger i den sidste vismandsrapport om holdbarhedsproblemet, at såvel større fertilitet som større indvandring dels kun påvirker den finanspolitiske holdbarhed beskedent – og dels er fortegnet negativt: Såvel flere børnefødsler som flere (gennemsnitlige) indvandrere vil forværre holdbarheden en anelse, jf. tabel 2. Grundlæggende skyldes dette, at nye medborgere af begge slags jo ikke blot medfører større skatteindtægter fra den forøgede arbejdsstyrke, men også større offentlige udgifter, og i begge tilfælde opvejer sidstnævnte godt og vel de positive effekter på den offentlige saldo af førstnævnte. Eksemplerne understreger, at den afgørende udfordring fremover ikke i sig selv drejer sig om at forøge arbejdsstyrken, men derimod om at foretage tiltag, der forbedrer de offentlige finanser, og der er ikke nogen entydig sammenhæng mellem disse to.

**TABEL 2** Ændringer i den finanspolitiske holdbarhed ved ændrede demografiske forudsætninger

1 promille højere fertilitet	-0,2
1 års højere middellevetid	0,0
5.000 ekstra indvandrere årligt	-0,1

Nok så bemærkelsesværdigt er det, at hvis middellevetiden stiger endnu mere, end det er forudsat i den centrale befolkningsfremskrivning, vil det ikke påvirke de finanspolitiske problemer overhovedet. Det er ikke mindst bemærkelsesværdigt, fordi den forventede kommende middellevetidsstigning tidligere har været betragtet som en meget væsentlig del af årsagen til, at vi overhovedet havde et holdbarhedsproblem. Når beregninger i dag tyder på, at en ændring i middellevetiden overhovedet ikke har nogen betydning for de finanspolitiske udfordringer, skyldes det to ting. For det første gennemførelsen af velfærdsaftalen i 2006 med den medfølgende levetidsindeksering af tilbagetrækningsaldrene. Den har gjort den del af de offentlige udgifter, der handler om pensions- og efterlønsudgifter, immun over for ændringer i befolkningens aldring. Eller for at være helt præcis: Folkepension og efterløn falder som andel af BNP, når der kommer flere gamle, fordi indekseringsreglerne medfører, at gennemsnitsdanskere kommer til at tilbringe en større andel af sit liv på

arbejdsmarkedet, når levetiden stiger. Arbejdsstyrken – og dermed BNP – stiger altså, mens antallet af efterlønnere og folkepensionister vil forblive omtrent konstant.

Den anden årsag er af mere teknisk karakter og handler om, hvor meget man forventer, at sundhedsudgifterne vil stige, når levealderen stiger. Baseret på analyser i Dansk Økonomi, Efterår 2009 har den nyeste holdbarhedsfremskrivning fra de økonomiske vismænd revideret den tidligere beregningsmetode. Det har ført til en nedvurdering af de forventede fremtidige sundhedsudgifter. Og har altså som samlet konsekvens, at nettopåvirkningen af de samlede finanspolitiske udfordringer nu ikke ser ud til at rokkes som følge af ændret demografisk adfærd.

Dette resultat må siges at være ganske bemærkelsesværdigt. Stoler man nogenlunde på forudsætningerne bag disse modelberegninger, er de offentlige finanser altså overordentlig robuste over for fremtidige uventede demografiske forandringer – i stærk modsætning til de fleste andre europæiske lande. En stor del af årsagen hertil kan netop tilskrives princippet om levetidsindeksering i velfærdsaftalen.

### Er holdbarhedsproblemet det eneste, der truer de offentlige finanser på lang sigt?

Er finanspolitikken IKKE holdbar – og er der ikke tiltro til, at den vil blive det – betyder det, at det offentlige er insolvent: Det vil før eller siden blive umuligt at opretholde troen på, at det offentlige vil overholde sine forpligtelser, herunder rentebetalinger og afdrag på den offentlige gæld. Dermed vil det blive umuligt for det pågældende land at kunne refinansiere sin statsgæld. Er finanspolitikken derimod holdbar – og er der på de finansielle markeder tiltro til, at dette virkelig er tilfældet – vil der ikke være nogen solvensrisiko forbundet med at eje landets statsobligationer. I princippet kan et land således godt oparbejde selv en meget høj gæld på et givet tidspunkt, uden at dette i sig selv giver anledning til problemer, blot aktørerne har tillid til, at de offentlige finanser fremover vil blive forbedret tilstrækkeligt meget til, at den finanspolitiske linje stadig er holdbar.

Imidlertid vil der i praksis altid være en del usikkerhed om den fremtidige finanspolitiske udvikling, jf. diskussionen ovenfor. Som nævnt hviler de holdbarhedsberegninger, der udføres i dag, ofte på et ufuldstændigt datagrundlag og en række kritiske antagelser om den fremtidige udvikling, ofte i form af en række alt-andet-lige-antagelser, hvis realisering kan være tvivlsom. Selvom denne usikkerhed kan trække i begge retninger, er det naturligt at forestille sig, at man på de finansielle markeder i praksis kigger på andre nøgletal end en ret kompliceret – og usikker – holdbarhedsindikator. I stedet er gældens størrelse et mere umiddelbart tilgængeligt nøgletal til at give et fingerpeg om et lands holdbarhed. Derfor kan man forestille sig, at et land, som midlertidigt opbygger en meget stor statsgæld i forventning om, at der længere ude i fremtiden kommer en kraftig strukturel forbedring af saldoen, i praksis vil få svært ved at opretholde tilliden på finansmarkederne, selvom landet udregner sin egen finanspolitik til →

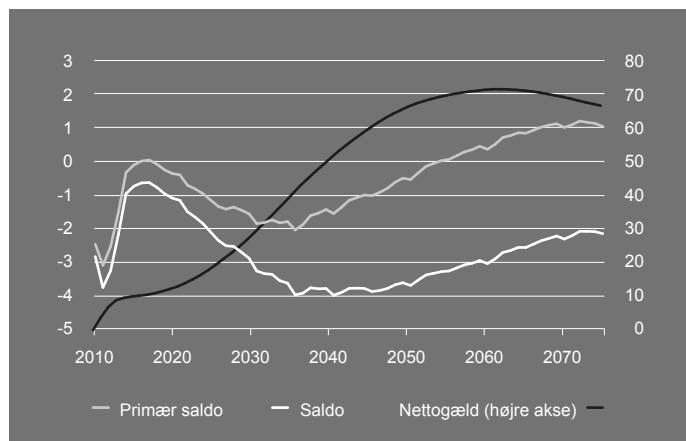


at være holdbar. Denne problemstilling er relevant for det danske holdbarhedsproblem, fordi profilen i de danske holdbarhedsberegninger netop er, at den finanspolitiske situation "automatisk" vil blive forbedret i den fjernere fremtid, først og fremmest på grund af de langsigtede konsekvenser af velfærdsaftalen.

### 25 dårlige og 50 gode år

Figur 1 giver et indtryk af, hvordan de finanspolitiske udfordringer i de næste mange årtier ser ud med de forudsætninger, som er grundlaget for vismændenes seneste fremskrivninger. I det viste forløb antages det hypotetisk, at regeringen har gennemført tiltag, der forbedrer den primære saldo med 0,6 pct. af BNP hvert år fra 2010, sådan at dette forløb netop er holdbart. Alligevel fremkommer der betydelige udsving i både saldo og gæld i de kommende år.

FIGUR 1 Nettogæld, saldo og primær saldo som pct. af BNP



KILDE: DREAM og beregninger i De Økonomiske Råds Sekretariat.

Det bedste billede af timingen i de strukturelle finanspolitiske udfordringer fremadrettet fås ved at kigge på udviklingen i den primære saldo, altså saldoen eksklusive renteudgifter. Fra et lavpunkt på et underskud på ca. 3 pct. af BNP i 2010 forbedres den primære saldo kraftigt i de næste fem år indtil årene 2015 og 2016, hvor den er svagt positiv. Det skyldes dels konjunkturgenopretningen og dels den finanspolitiske stramning, der ligger i regeringens genopretningsplan. Derefter forværres den primære saldo imidlertid stort set uafbrudt indtil 2035, hvor den når et lavpunkt på omkring -2 pct. af BNP. Det skyldes først og fremmest en relativ stigning i det offentlige forbrug som følge af flere ældre. Overførselsindkomsterne stiger i tidsrummet fra 2015 til 2020. Efter 2020 falder de igen gradvis som andel af BNP som følge af virkningerne af velfærdsaftalen. På indtægtssiden medvirker udtømmingen af skatteindtægterne fra Nordsøen, en nedsparring blandt de private husholdninger (som medfører et større rentefradrag) og den fortsatte udhuling af ejendomsværdiskatten og nogle punktafgifter som følge af skattestoppets nominalprincip til forringelsen.

Fra 2035 forbedres den primære saldo stort set permanent hvert år. Omkring 2055 bliver den positiv, og på helt lang sigt ender den på et niveau på omkring 0,6 pct. af BNP. Denne forbedring skyldes ikke mindst de fortsatte virkninger af velfærdsaftalen, som på lang sigt er så kraftige, at de dominerer den fortsatte forringelse fra nominalprincip og større rentefradrag. Den strukturelle saldo er lig med den primære strukturelle saldo tillagt renteudgifter og er derfor i hele forløbet mere negativ. Fra omkring 2025 har den permanent et underskud på mere end 2 pct. af BNP. Det største underskud nås i 2040, hvor det er lige under 4 pct. På lang sigt rammer det et niveau på omkring 2,3 pct. af BNP. Nettogælden stiger fra at udgøre 0 pct. af BNP i 2009 til et niveau på godt 70 pct. omkring 2060. På lang sigt stabiliseres gældskvoten på ca. 63 pct. af BNP. Da den vækstkorrigerede rente i DREAM er ca. 1 pct., er dette en langsigtssligevægt, idet det i sådan en steady state må gælde, at nettogælden er lig med det primære budgetoverskud på ca. 0,6 pct. af BNP divideret med den vækstkorrigerede realrente, jf. Groth (2008).

Helt overordnet vil vi altså med fremskrivningens forudsætninger se frem til først en periode på ca. 25 "dårlige" år, hvor finanserne forværres hvert år (når der ses bort fra den indlagte konjunkturforbedring på helt kort sigt), og derefter en periode på ca. 50 "gode" år, hvor den primære saldo forbedres hvert år. Overskuddene, der kommer i den meget fjerne fremtid, bruges altså til at finansiere omkostningerne ved gældsætningen i den førstliggende dårlige periode. Som allerede tidligere nævnt er usikkerheden i sådanne fremskrivninger meget stor. Derfor kan man forestille sig, at holdbarheden i en økonomisk politik, som bygger på en stigende offentlig gæld i en lang periode kombineret med en forventning om overskud i den fjerne fremtid, ikke vil blive vurderet som troværdig af aktørerne på finansmarkederne. I praksis kan det derfor blive en ekstra restriktion for et land som Danmark, at finanspolitikken ikke blot skal være holdbar på det helt lange sigt, men heller ikke undervejs må opleve for stor en midlertidig ubalance i form af gæld og/eller underskud. Dermed bliver timingen af de forskellige fremtidige indtægter og udgifter en selvstændig problemstilling i tilgift til deres nutidsværdi – som er det, der opsummeres i holdbarhedsindikatoren. Man kan formulere det sådan, at finanspolitikken ikke blot skal være holdbar, men også troværdig.

Det er en velkendt sag i økonomisk teori, at den offentlige gæld ikke behøver at være nogen særlig god indikator for det offentlige fremtidige forpligtelser og betalingsevne, jf. f.eks. Auerbach, Gokhale og Kotlikoff (1994). Der kan således være vigtige implicite passiver og aktiver, der ikke indgår i den officielt opgjorte statsgæld. Et par danske eksempler er kommende folkepensionsudbetalinger og med modsat fortegn den udskudte skat, der indgår i de private pensionsformuer, og som vil blive betalt, når disse engang kommer til udbetaling. Samtidig er der imidlertid empiriske vidnesbyrd om, at netop den offentlige gælds officielle niveau kan være en betydningsfuld indikator, når et lands betalingsevne og dermed risikoen ved at holde dets statsobligationer vurderes. Flere undersøgelser peger således på, at hvis et lands (brutto-)gæld

overstiger en bestemt tærskelværdi, kommer det til at betale en pris i form af en højere statsobligationsrente. Egert (2010) finder, at denne tærskelværdi ligger på omkring 76 pct. af BNP. Også Bi og Leeper (2010) kommer i en kalibreret model for Sverige frem til, at sammenhængen mellem gæld og risikopræmier i renten er meget ikke-lineær; i deres simulationer er sammenhængen uvæsentlig indtil et niveau for gælden på mellem 80 og 100 pct. af BNP, hvorefter der er en skarp stigning i risikopræmien og dermed den rente, som skal betales. Med den gældsprofil, der er vist i figur 1, ser Danmark ud til at bevæge sig op over disse tærskelværdier i løbet af nogle årtier. Den danske ØMU-gæld, som er det gældsbegreb, der ofte bruges i internationale sammenligninger, er nemlig be-

tydelig større end nettogælden, som fremgår af figuren. Indtil finanskrisen var ØMU-gældskvoten stabilt ca. 30 pct. af BNP større end nettogældskvoten i en årrække.

Disse forhold peger dermed på, at ikke blot selve holdbarhedsproblemets størrelse er vigtig, men også profilen for, hvornår de forskellige forventede kommende offentlige indtægter og udgifter vil indtræffe. Vurderes denne udvikling ikke at være troværdig, er det nødvendigt at ændre tidsprofilen ved på den ene eller anden måde at fremrykke offentlige saldoforbedringer fra den fjernere fremtid til tættere på nutiden – selv i et holdbart forløb.

---

#### LITTERATUR

Auerbach, A.J., Gokhale, J. og Kotlikoff, L.J. (1994): Generational Accounting: A Meaningful Way to Evaluate Fiscal Policy. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 8, No. 1.

Bi, H. og Leeper, E.M. (2010): Sovereign debt risk premia and fiscal policy in Sweden. *Studier i finanspolitik 2010* nr. 3. Svenska Finanspolitiska Rådet, Stockholm.

Égert, B. (2010): Fiscal Policy Reaction to the Cycle in the OECD: Pro- or Counter-cyclical? *OECD Economics Department Working Papers* No. 763.

Groth, C. (2008): Debatten om Stabilitets- og Vækstpagten. *Samfundsøkonomen* nr. 1.