

Statsgældspolitik – en replik

Torben M. Andersen

Økonomisk Institut, Aarhus Universitet

Anders Møller Christensen fremfører en række argumenter for, at den hidtil praktiserede statsgældspolitik har været hensigtsmæssig og derfor har understøttet fastkurspolitikken. Jeg finder imidlertid ikke, at de fremførte argumenter er overbevisende. Den gældende politik er baseret på den grundidé, at de likviditetsmæssige konsekvenser af statens bruttofinansieringsbehov skal neutraliseres. Med de omfattende liberaliseringer af kapitalbevægelserne sikres der ikke længere en indenlandsk neutralisering, og der er derfor grund til at overveje en omlægning af statsgældspolitikken.

Som indledning til en diskussion af de fremførte argumenter kan det være hensigtsmæssigt først at konkretisere, hvorledes statsgældspolitikken kunne ændres, således at der helt sikkert kunne opnås en rentebesparelse for staten og med meget stor sandsynlighed en reduktion af rentespændet til Tyskland.

En operationel model i en situation med et positivt rentespænd vil være at fastlægge en norm for statens samlede låntagning i fremmed valuta (D-mark), ud over lånebehovet knyttet til valutareserven (f.eks. for et beløb svarende til 100 mia. kroner). Normen skal være klart mindre end den totale statsgæld og skal kun reguleres efter nærmere fastlagte kriterier (ikke et diskretionært instrument). Den resterende del af statens bruttofinansieringsbehov finansieres i kronefordringer. Variationer i lånebehovet vil derfor alene være finansieret af kronefordringer.

En sådan »stock-flow«-sondring vil skabe sikkerhed for statens lånepolitik og ikke give anledning til signalforvirring mht. om den udenlandske låntagning afspejler valutakurspolitik eller dækning af statens bruttofinansieringsbehov. Den arbejdsdeling, der hidtil har været mellem indenlandsk og udenlandsk låntagning, bibeholdes således på marginen. Endvidere sikrer dette, at der opretholdes en likvidt marked for krone-nominerede statspapirer. Låntagning i fremmed valuta kan enten ske ved optagelse af lån i fremmed valuta eller ved udstedelse af indekserede (på valutakursen) fordringer.

Forudsætningen for det hensigtsmæssige i en sådan politik er selvfølgelig en erklæret fastkurspolitik, og at låntagning i fremmed valuta er knyttet til valutakursmålsætningen. Under denne forudsætning er der således mulighed for en risikofri rentebesparelse ved at lade en del af statens låntagning ske i fremmed valuta. Når der argumenteres imod en sådan omlægning af låntagningen med henvisning til, at staten her-

ved påtager sig en øget risiko, ligger der – implicit eller explicit – en antagelse om, at der ikke føres en fastkurspolitik. Forslaget i Dansk Økonomi, december 1994 om en omlægning af statsgældspolitikken bygger netop på en forudsætning om, at der politisk er ønske om at videreføre fastkurspolitikken. Er denne forudsætning ikke til stede, falder grundlaget for forslaget selvsagt.

Det er fejlagtigt at tro, at en ren kronefinansiering er ensbetydende med en risikofri lånestrategi. Det er alene den nominelle risiko i kroner, der minimeres under en sådan politik. En ren krone-finansiering er derfor kun optimal i det tilfælde, hvor valutakursbevægelser overhovedet ikke antages at have nominelle konsekvenser (for priser og indkomst). Anders Møller Christensen anfører, at argumentet for en omlægning af statsgældspolitikken fordrer, at valutakursændringer ikke har reale effekter (neutralitet). Dette er ikke korrekt. I tilfælde af fuld-neutralitet vil en risikominimerende politik tilsige fuldstændig finansiering i fremmed valuta. Den praktiserende politik implicerer det modsatte og forudsætter dermed, at valutakursbevægelser ikke har nominelle effekter. Generelt vil den risikominimerende politik fordrer finansiering i såvel fremmed som indenlandsk valuta.

Anders Møller Christensen argumenterer for, at en omlægning af statsgældspolitikken vil udløse en modsvarende privat porteføljeomlægning, således at den private sektors krone-position forøges. Et mindre devalueringsincitament hos staten skulle således være overført til et større devalueringsønske hos den private sektor, hvorfor der for landet som helhed ikke er sket nogen ændring af valutaeksponeringen. Da konsekvenserne for den private sektor med rimelighed må antages at påvirke valutakurspolitikken, skulle der følgelig ikke være ændrede incitament i valutakurspolitikken og dermed ingen troværdighedsgevinster ved en omlægning af statsgældspolitikken.

Men hvorfor skulle statens porteføljeomplaceringer udløse modsvarende omplaceringer hos den private sektor? Ses der bort fra den urealistiske situation, hvor den private sektor via Ricardianske ækvivalenseffekter internaliserer det offentliges budget, vil den private sektors porteføljesammensætning alene afhænge af formue og renteforhold m.m. En privat porteføljeomlægning fordrer derfor, at en omlægning af statsgældspolitikken påvirker disse forhold, og der ligger heri en erkendelse af, at en sådan politik kan bidrage til et generelt rentefald. Selvom et sådant rentefald vil kunne øge den private sektors beholdning af kronefordringer, er det kun under helt specielle omstændigheder, at det præcist vil modvare den statslige omlægning, og endvidere vil det under alle omstændigheder forudsætte et lavere renteniveau. Heraf fremgår selvfølgelig også, at den praktiserede statsgældspolitik er en måde, hvorpå man kan opretholde en vis pengepolitisk autonomi (i restriktiv retning) selv under liberaliserede kapitalbevægelser.

Det har været fremført i debatten, at en omlægning af statsgældspolitikken vil kunne give ustabilitet, fordi markedet vil have svært ved at tolke Nationalbankens disposi-

tioner i valutamarkedet. Argumentet er svært at følge, da en sådan omlægning i sit udgangspunkt er neutralt for valutamarkedet. Det er ydermere et besynderligt argument, at Nationalbanken skulle være en mere ustabil aktør end private investorer i en periode, hvor private investorers dispositioner giver anledning til stor ustabilitet. Den seneste tid har vist, at en stor kilde til ustabilitet i valutamarkedet netop er tilbagesalg af kronefordringer i situationer med valutasikkerhed.¹ En kilde til ustabilitet der i sagens natur forstærkes af en statsgældspolitik, der alene er baseret på finansiering i kronefordringer. En omlægning af statsgældspolitikken vil mindske beholdningen af kronefordringer på udenlandske hænder og dermed stabilisere valutamarkedene.

1. Sverige har i 1992 optaget statslån i fremmed valuta til en væsentligt lavere rente end ved låntagning i svenske kroner. Dette illustrerer, at prisfastsættelsen af valutakursrisikoen er helt afgørende, og at der kan opnås en væsentlig rentebesparelse, såfremt staten selv vil bære denne risiko. At tolke denne låneoptagelse som den udløsende faktor bag den svenske valutakrise er der næppe belæg for. Incitamentet til en sådan låneoptagelse opstod netop på grund af det rentespænd, valutakrisen skabte. Som bekendt red svenskerne den første storm af ved brug af renteinstrumentet, men afstod herfra i anden omgang, da omkostningerne ved en sådan politik blev anset for at være for høje. Mere grundlæggende forhold i den svenske økonomi var årsagen til valutakrisen.