

Statsgældspolitik – en kommentar

Anders Møller Christensen

Danmarks Nationalbank

Torben M. Andersens artikel om statsgældspolitik (1995) har to hovedkonklusioner.

(1) Den reale gældsbyrde af statsgælden kan nedsættes og den reale risiko minimeres ved at øge andelen af statens lån, som optages i fremmed valuta.

(2) Ved at øge gældsandelen i fremmed valuta vil fastkurspolitikken blive mere troværdig.

Begge konklusioner er baseret på antagelser, der i en række henseender svarer til de gældende forhold, således en højere rente i Danmark end i Tyskland, som bl.a. afspejler, at der på de finansielle markeder er forventninger om en depreciering af kronen trods annonceret fastkurspolitik. Selv om det er en stærk forenkling at opfatte rentespændet alene som et udtryk for devalueringsforventningerne, vil et mere nuanceret udgangspunkt ikke ændre analysen nævneværdigt.

En årsag til konklusionernes styrke er, at der ræsonneres i en stærkt forenklet model, hvis centrale antagelser kan anfægtes. I det følgende diskuteres resultaternes robusthed og relevans. Ingen af delene findes at være stærke.

Troværdighed

For så vidt angår den vigtigste konklusion, at øget statslig låntagning i D-mark vil styrke troværdigheden af valutakurspolitikken, er ræsonnementet, at staten herved, helt eller delvis – fraskriver sig muligheden for at mindske den reale gældsbyrde, da gælden opgjort i kroner i tilfælde af en devaluering vil stige med devalueringsprocenten.

Hvis staten på denne måde binder sig, er tankegangen, at markedet vil erkende, at staten ikke har noget incitament til at devaluere, devalueringsforventningerne vil forsvinde og rentespændet blive elimineret.

Det er imidlertid alt andet end indlysende, at det vil gå sådan.

Kommentaren blev udarbejdet, da jeg som medlem af Tidsskriftets redaktionsudvalg havde fået Torben M. Andersens artikel til udtalelse. Den afspejler diskussioner med kolleger i Nationalbanken i kølvandet på rapporten fra Det økonomiske Råds Formandskab i december 1994 (DØR, 1994). Kommentaren kan ikke tages som udtryk for Nationalbankens holdning, omend en modstrid er utilsigtet. Det skal endelig bemærkes, at de her fremførte argumenter mod den foreslåede omlægning af statsgældspolitikken ikke er udtømmende. Således behandles betydningen af at have et likvidt marked for kroneobligationer, samt en række praktiske problemer knyttet til en omlægning, ikke.

Statsgældspolitik – en kommentar

Anders Møller Christensen

Danmarks Nationalbank

Torben M. Andersens artikel om statsgældspolitik (1995) har to hovedkonklusioner.

(1) Den reale gældsbyrde af statsgælden kan nedsættes og den reale risiko minimeres ved at øge andelen af statens lån, som optages i fremmed valuta.

(2) Ved at øge gældsandelen i fremmed valuta vil fastkurspolitikken blive mere troværdig.

Begge konklusioner er baseret på antagelser, der i en række henseender svarer til de gældende forhold, således en højere rente i Danmark end i Tyskland, som bl.a. afspejler, at der på de finansielle markeder er forventninger om en depreciering af kronen trods annonceret fastkurspolitik. Selv om det er en stærk forenkling at opfatte rentespændet alene som et udtryk for devalueringsforventningerne, vil et mere nuanceret udgangspunkt ikke ændre analysen nævneværdigt.

En årsag til konklusionernes styrke er, at der ræsonneres i en stærkt forenklet model, hvis centrale antagelser kan anfægtes. I det følgende diskuteres resultaternes robusthed og relevans. Ingen af delene findes at være stærke.

Troværdighed

For så vidt angår den vigtigste konklusion, at øget statslig låntagning i D-mark vil styrke troværdigheden af valutakurspolitikken, er ræsonnementet, at staten herved, helt eller delvis – fraskriver sig muligheden for at mindske den reale gældsbyrde, da gælden opgjort i kroner i tilfælde af en devaluering vil stige med devalueringsprocenten.

Hvis staten på denne måde binder sig, er tankegangen, at markedet vil erkende, at staten ikke har noget incitament til at devaluere, devalueringsforventningerne vil forsvinde og rentespændet blive elimineret.

Det er imidlertid alt andet end indlysende, at det vil gå sådan.

Kommentaren blev udarbejdet, da jeg som medlem af Tidsskriftets redaktionsudvalg havde fået Torben M. Andersens artikel til udtalelse. Den afspejler diskussioner med kolleger i Nationalbanken i kølvandet på rapporten fra Det økonomiske Råds Formandskab i december 1994 (DØR, 1994). Kommentaren kan ikke tages som udtryk for Nationalbankens holdning, omend en modstrid er utilsigtet. Det skal endelig bemærkes, at de her fremførte argumenter mod den foreslåede omlægning af statsgældspolitikken ikke er udtømmende. Således behandles betydningen af at have et likvidt marked for kroneobligationer, samt en række praktiske problemer knyttet til en omlægning, ikke.

Modstykket til en stigende statslig nettogæld til udlandet vil jo nødvendigvis være, at virksomheder og husholdninger erhverver en tilsvarende mængde nettoaktiver, idet omlægningen umiddelbart antages at være uden reale konsekvenser, så betalingsbalancens løbende poster og dermed Danmarks nettogæld til udlandet ikke påvirkes. Såfremt udlændingenes porteføljesammensætning ligger fast, vil fordringerne desuden skulle være i fremmed valuta. I praksis vil resultatet blive mere mudret, renter og valutakurser må ventes at blive påvirket, men generelt vil den private danske sektor få flere fordringer i fremmed valuta. Omlægningen af gælden har således den konsekvens, at staten fra visse bogholderimæssige betragtninger får et mindsket incitament til at devaluere, men til gengæld bliver modstanden fra (nogle af) landets borgere mindre, da omlægningen isoleret set indebærer, at deres formue målt i kroner i givet fald vil stige.

Det afgørende spørgsmål i denne forbindelse for den internationale investor må blive, om det vil være sværere for staten at påføre sig selv et tab end at påføre nogle borgere et tab. Anvendes en public choice tankegang er svaret ligetil. Ved en devaluering, hvor borgerne påføres et formuetab, vil regeringens chance for genvalg blive alvorligt formindsket svarende til en udbredt bitterhed blandt vælgerne, hvoraf nogle vil lide et direkte tab og langt flere vil finde det uretfærdigt, at en manglende overholdelse af et løfte om fastkurspolitik rammer i flæng. Der vil nok også komme realøkonomiske konsekvenser via investeringsnedgang, konkurser mv. som følge af, at kurstabet umiddelbart vil blive bogført, hvilket vil udhule egenkapitalen i sårbare virksomheder med deraf følgende risiko for, at kreditorerne forlanger gælden indfriet. Hvis det i stedet er staten, der lider et formuetab, vil det have langt mindre dramatiske konsekvenser for borgerne.

Min konklusion er derfor for det første, at det er langt lettere for staten at slippe af sted med at snyde sig selv end med at snyde borgerne. For det andet vil den internationale investor tænke på samme måde.

Det ovenstående indebærer derfor, at der er en betydelig sandsynlighed for, at en større omlægning af statsgælden til fremmed valuta vil svække troværdigheden af en annonceret fastkurspolitik, at rentespændet vil blive udvidet, aktiviteten falde, budgetunderskuddet stige etc. Kort sagt: Risikoen for at sætte en nedadgående spiral i gang er ubetinget til stede.

En empirisk sidebemærkning skal være, at svenskerne i 1992 foretog en massiv omlægning af statsgælden til udenlandsk valuta. Baggrunden var unægtelig en anden end den aktuelle danske, men det styrkede i alt fald ikke tilliden til svenske kroner, og kort efter opgav man fastkurspolitikken, den svenske krone blev tilladt at falde 25 pct. etc. Den historie huskes, og paralleller – rimelige eller ej – vil utvivlsomt blive draget i tilfælde af, at den foreslåede omlægning af den danske statsgældspolitik blev ført ud i livet i større skala. Det fortjener i den forbindelse at blive nævnt, at lande som Tysk-

land, Holland og Frankrig, dvs. lande der tillægger lavinflation og fastkurs vægt også i praksis, slet ikke har optaget statslån i fremmed valuta.

Hvis en omlægning desuden begrundes med, at man herved kan sænke skattetrykket eller øge andre udgiftsposter end renter, vil tilløb til mistillid yderligere få næring. Et minimumskrav må være, at rentebesparelsen fører til en tilsvarende budgetforbedring. I modsat fald signalerer man, at man er uvillig til at bære konsekvenserne af ens egne handlinger i fortiden og i stedet søger en let løsning på problemerne.

En teoretisk sidebemærkning er, at brugen af et dagligt ord som troværdighed i en konkret sammenhæng på baggrund af analyser i partielle modeller af ukendt empirisk relevans er dybt problematisk. Som det vil fremgå af det ovenstående, kan en rent bogholderimæssig udvidelse af en model så tvivl om fortegnet for »troværdigheden«, hvilket må tages som udtryk for, at der endnu er betydelige problemer i litteraturens behandling af forholdet mellem stat og borgere i et demokratisk samfund, jf. også den mere generelle diskussion hos Aage (1994) og Petersen (1994).

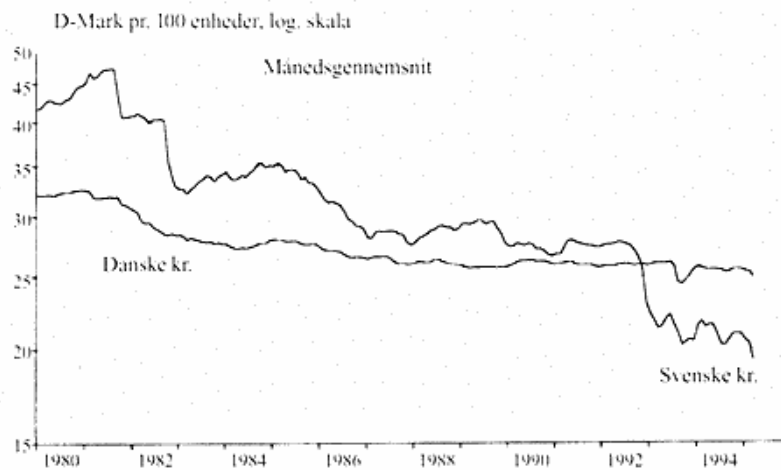
Real statsgæld

For så vidt angår den første, mere tekniske, konklusion, er jeg enig med Torben Andersen på den anvendte models præmisser. Modellen har dog nogle diskuterbare træk, herunder forudsætningerne om eksogene renter i Danmark og Tyskland, og en konstant devalueringsforventning. Det er klart, at hvis der er et rentespænd, og valutakursen ikke ændres (regeringens »private« information), er der konstrueret en penge-maskine. Det viser, at modellens relevans er begrænset til visse variationer.

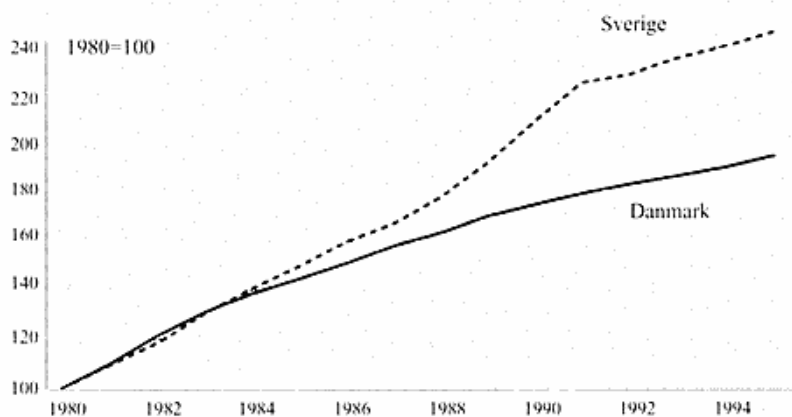
Mere problematisk er det træk, at fuld neutralitet anses for empirisk relevant.

I tilfælde af en devaluering indebærer det, at den reale produktion vil være upåvirket og prisniveauet stige svarende til devalueringsprocenten. Statsgæld i fremmed valuta vil således give den mindste usikkerhed på den reale gældsbyrde. Man kan i modellen opnå en rentebesparelse mod at afstå fra muligheden for at opnå en yderligere real nedgang i gældsbyrden ved at devaluere.

Ved andet end fuld neutralitet fremgår det imidlertid klart af Torben Andersens udtryk (4), at en stor andel af statsgælden i fremmed valuta skaber en betydelig usikkerhed om den reale gældsbyrde. Det anføres som støtte, at det er generelt accepteret, at nominelle valutakursændringer ikke har reale effekter på langt sigt. Det er næppe korrekt, med mindre man ser gennem evighedens briller. Meget tyder på, at relativ lav inflation og relativ høj vækst hører sammen, jf. fx Fischer (1993, 1994). Det styrker begrundelsen for lavinflationspolitik og dermed for fastkurspolitik i en relativ lille økonomi som den danske. Lavinflationsmålsætningen indebærer, at det især er den nominelle risiko, man bør se på. Et nyt sideblik til Sverige mere end antyder, at neutralitetsantagelsen er problematisk, jf. figur 1-3. Sverige har, frivilligt eller tvungent, ført en valutapolitik, hvor den svenske kronens værdi siden 1980 er mere end halveret over for

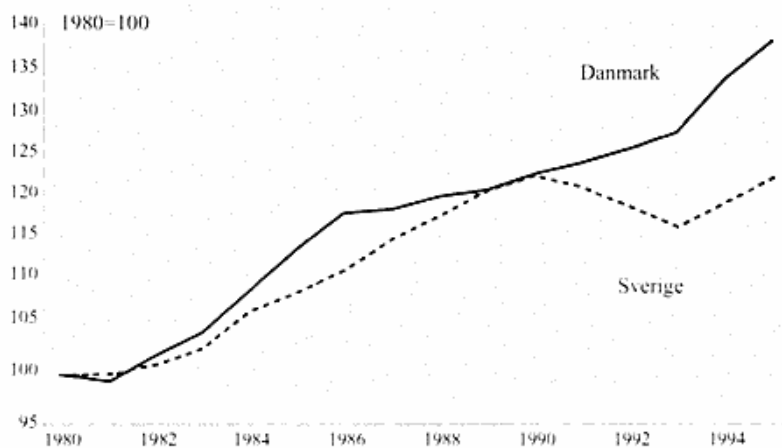


Figur 1. Svenske og danske kroner i forhold til D-Mark.



Figur 2. Prisudviklingen i Danmark og Sverige.

Anm.: Deflator for bruttonationalprodukt.



Figur 3. BNP i faste priser i Danmark og Sverige.

D-mark og svækket 40 pct. i forhold til danske kroner (figur 1). Inflationen har været en del stærkere end den danske, men ikke svarende til fuld overvæltning (figur 2), samtidig med at realvæksten har været mærkbart lavere, godt halvdelen af vores (figur 3). Man kan selvsagt argumentere for, at 15 år ikke har noget med det lange sigt at gøre, at der har været specielle forhold etc. Hertil kan dog siges, at omkring 1980 var der næppe den store forskel på Sverige og Danmark. Begge lande havde betydelige og til dels parallelle økonomiske problemer, Danmark nok de største, dvs. man kunne have forventet en lavere vækst. En afgørende forskel i den efterfølgende udvikling har været valutakurspolitikken. Sverige valgte devalueringens vej, og økonomien gik efterhånden i stå. Det understøtter, men beviser dog ikke, at det empiriske belæg for at hævde fuld neutralitet er svagt. I den udstrækning de anførte spørgsmålstegn ved den konventionelle teoretiske visdom opfattes som relevante, må analysen af den reale gældsbyrde i den partielle model nødvendigvis svækkes.

Realiteten er snarere, at en nation pådrager sig en betydelig real risiko ved låntagning i fremmed valuta uanset valutakursmålsætningen. Denne risiko øges selvsagt, når interventionsmekanismerne i det europæiske valutakurssamarbejde reelt er sat ud af kraft.

Konklusion

De teoretiske argumenter for, at en omlægning af statsgælden i retning af mere fremmed valuta vil styrke troværdigheden af fastkurspolitikken, må anses for svage.

Man kan med tilsvarende lethed argumentere for, at tilliden vil blive svækket, hvilket her vurderes som værende det empirisk set relevante. Ydermere, men mindre centralt, må en omlægning af statsgælden formodes at øge den reale risiko, da der næppe er empirisk belæg for at hævde neutralitet.

Det centrale for den økonomiske udvikling er, at den økonomiske politik indrettes, så den i maksimal grad understøtter lavinflation – og den gældende finansieringsnorm for statens bruttokasseunderskud må anses for et integreret led af denne politik.

Litteratur

- Andersen, Torben M. 1995. Statsgældspolitik, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, dette nr.
- Fischer, Stanley. 1993. The Role of Macroeconomic Factors in Growth, *Journal of Monetary Economics* vol. 32, pp. 485-512.
- Fischer, Stanley. 1994. *Modern Central Banking*. Bidrag til markeringen af Bank of Englands 300-års jubilæum i juni 1994. Publiceres fra Cambridge University Press sammen med andet materiale fra jubilæet.
- Petersen, Jørn Henrik. 1994. Økonomi, økonomer og velfærdsstaten. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bind 132, pp. 165-183.
- Det økonomiske Råd. 1994. *Dansk Økonomi*. December 1994. København.
- Aage, Hans. 1994. Demokrati i økonomisk belysning. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bind 132, pp. 239-259.

D-mark og svækket 40 pct. i forhold til danske kroner (figur 1). Inflationen har været en del stærkere end den danske, men ikke svarende til fuld overvæltning (figur 2), samtidig med at realvæksten har været mærkbart lavere, godt halvdelen af vores (figur 3). Man kan selvsagt argumentere for, at 15 år ikke har noget med det lange sigt at gøre, at der har været specielle forhold etc. Hertil kan dog siges, at omkring 1980 var der næppe den store forskel på Sverige og Danmark. Begge lande havde betydelige og til dels parallelle økonomiske problemer, Danmark nok de største, dvs. man kunne have forventet en lavere vækst. En afgørende forskel i den efterfølgende udvikling har været valutakurspolitikken. Sverige valgte devalueringens vej, og økonomien gik efterhånden i stå. Det understøtter, men beviser dog ikke, at det empiriske belæg for at hævde fuld neutralitet er svagt. I den udstrækning de anførte spørgsmålstejn ved den konventionelle teoretiske visdom opfattes som relevante, må analysen af den reale gældsbyrde i den partielle model nødvendigvis svækkes.

Realiteten er snarere, at en nation pådrager sig en betydelig real risiko ved låntagning i fremmed valuta uanset valutakursmålsætningen. Denne risiko øges selvsagt, når interventionsmekanismerne i det europæiske valutakurssamarbejde reelt er sat ud af kraft.

Konklusion

De teoretiske argumenter for, at en omlægning af statsgælden i retning af mere fremmed valuta vil styrke troværdigheden af fastkurspolitikken, må anses for svage.

Man kan med tilsvarende lethed argumentere for, at tilliden vil blive svækket, hvilket her vurderes som værende det empirisk set relevante. Ydermere, men mindre centralt, må en omlægning af statsgælden formodes at øge den reale risiko, da der næppe er empirisk belæg for at hævde neutralitet.

Det centrale for den økonomiske udvikling er, at den økonomiske politik indrettes, så den i maksimal grad understøtter lavinflation – og den gældende finansieringsnorm for statens bruttokasseunderskud må anses for et integreret led af denne politik.

Litteratur

- Andersen, Torben M. 1995. Statsgældspolitik, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, dette nr.
- Fischer, Stanley. 1993. The Role of Macroeconomic Factors in Growth, *Journal of Monetary Economics* vol. 32, pp. 485-512.
- Fischer, Stanley. 1994. *Modern Central Banking*. Bidrag til markeringen af Bank of Englands 300-års jubilæum i juni 1994. Publiceres fra Cambridge University Press sammen med andet materiale fra jubilæet.
- Petersen, Jørn Henrik. 1994. Økonomi, økonomer og velfærdsstaten. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bind 132, pp. 165-183.
- Det økonomiske Råd. 1994. *Dansk Økonomi*. December 1994. København.
- Aage, Hans. 1994. Demokrati i økonomisk belysning. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bind 132, pp. 239-259.