

DEBATINDLÆG

FINANSPOLITISK DISCIPLIN ER VIGTIG – OGSÅ NÅR RENTERNE ER LAVE

Af seniorøkonom Casper Winther Nguyen Jørgensen og chef
for overvågning og prognoser Paul Lassenius Kramp, Nationalbanken

6. februar 2021

BRAGT I DAGBLADET POLITIKEN 6. FEBRUAR 2021

Den danske fastkurspolitik medfører en klar ansvarsfordeling for den økonomiske politik. Pengepolitikken sikrer en stabil kronkurs over for euroen, mens finanspolitikken stabiliserer konjunkturudsving. Tillid til dansk økonomi er en forudsætning for, at fastkurspolitikken kan fungere effektivt. Det betyder bl.a., at de offentlige finanser skal være holdbare, dvs. at de offentlige udgifter og indtægter sikrer, at gælden som andel af BNP stabiliserer sig på langt sigt.

Svækkes tilliden til dansk økonomi, vil både danske og udenlandske investorer flytte deres penge ud af Danmark, og det svækker kronen. Det så vi i 1970'erne. Store ubalancer, herunder stort underskud på betalingsbalancen, og usunde økonomiske strukturer i form af bl.a. høje fradrag for renteudgifter, førte til en række devalueringer og høj inflation. Introduktionen af fastkurspolitikken i begyndelsen af 1980'erne skabte ro om kronens kurs og fjernede dermed en betydelig kilde til usikkerhed og uro. Endvidere forsvandt muligheden for at svække kronen og derigennem kortvarigt at forbedre konkurrenceevnen. Det bidrog til et øget fokus på at løse underliggende strukturelle udfordringer, finanspolitisk disciplin og økonomisk ansvarlighed generelt.

Danmark har siden 1980'erne haft tradition for finanspolitisk disciplin, hvilket tjener landet godt. I Danmark styres de offentlige finanser via et rammeværk med en række regler og sigtepunkter. Budgetloven i kombination med mellem- og langfristede fremskrivninger tydeliggør både de kort- og langsigtede økonomiske konsekvenser af forskellige politiske prioriteringer. Endvidere bidrager rammeværket til løbende at sikre sunde og holdbare offentlige finanser, uafhængigt af om renterne er høje, lave eller negative. Det giver høj troværdighed om styringen af de offentlige finanser og komplementerer fastkurspolitikken. Derfor er det vigtigt at fastholde det nuværende setup. Når det er sagt, er de nuværende reg-

ler restriktive, og de er strammere end tilladt i EU-lovgivningen. Det er derfor fornuftigt at overveje en justering af reglerne. En mindre lempelse, som fx Det Økonomiske Råd har foreslået, vil fortsat være forenelig med sunde og holdbare offentlige finanser.

Finanspolitisk disciplin tillader, at staten under økonomiske tilbageslag har underskud. Men samtidig betyder det, at i perioder, hvor aktiviteten vokser, og ledigheden er lav, skal der opbygges stødpuder, evt. ved at nedbringe gælden som andel af BNP. Det skete i årene op til corona-pandemien. Da pandemien ramte, var økonomien i den offentlige sektor derfor stærk, og staten kunne låne billigt til at dække det store underskud, der opstod som følge af støtteordninger til lønmodtagere og virksomheder.

De sunde offentlige finanser i Danmark giver dermed et større finanspolitisk manøvrerum under økonomiske tilbageslag. Regeringen kan lade indtægter og udgifter følge konjunkturerne, dvs. lade de automatiske stabilisatorer virke fuldt ud, og yde ekstra støtte, hvis behovet opstår. Det kan den vel at mærke gøre, uden at statsrenterne stiger.

Finanspolitikken efter pandemien skal tilpasses styrken af genopretningen

Aktuelt er dansk og international økonomi underdrejet som følge af udbredt smitte og restriktioner. Aktiviteten ventes at falde kraftigt i begyndelsen af 2021. Forskellige kompensationsordninger hjælper de erhverv, der er underlagt restriktioner. Staten tager dermed en del af erhvervenes tab for manglende omsætning. Det er vigtigt for at undgå, at mange ellers sunde virksomheder ville gå konkurs. I andre dele af økonomien, fx byggeriet og supermarkederne, er aktiviteten høj. Finanspolitisk stimulans øger primært efterspørgslen i disse erhverv. Det er derfor Nationalbanks holdning – som udtrykt i "Udsigter for dansk økonomi" fra december sidste år – at eventuelle generelle finanspolitiske lempelser bør udskydes, indtil økonomien i mindre grad er underlagt restriktioner. Usikkerheden om den fremtidige økonomiske udvikling er dog stor. Sidste sommer så vi, at aktivitet på tværs af brancher hurtigt vendte tilbage, da smittespredningen aftog, og restriktionerne i vid udstrækning blev fjernet. Det kan ske igen, efterhånden som befolkningen vaccineres, og restriktionerne forventeligt lempes. Omvendt kan genopretningen blive langsommere end forventet. Det er vigtigt at være klar til at tilpasse finanspolitikken, dvs. både være klar til at stramme eller lempe den planlagte finanspolitik alt efter hastigheden af genopretningen.

Lave renter gør det attraktivt at foretage offentlige investeringer, og nogle investeringer bidrager til at væsentligt øge indkomst og/eller velfærd i fremtiden, men de kan også påvirke miljøet, naturen, lokalplaner mv. Offentlige investeringer er derfor en politisk beslutning, hvor det fremtidige afkast er en del af den samlede vurdering. Hvis de offentlige investeringer øges kraftigt, er det vigtigt, at den øvrige finanspolitik tilpasses, så finanspolitikken samlet set er afstemt med konjunktursituationen.

Lavere renter udvider det økonomiske manøvrerum, men ikke grænseløst

Det lave generelle renteniveau får stor opmærksomhed i gældsdebatten. Over en lang årrække er det generelle internationale renteniveau faldet. Det skyldes bl.a. lavere vækst, stor opsparing internationalt og demografiske forskydninger. Renten, som staten kan låne til, afhænger både af det generelle internationale renteniveau og en risikopræmie. Præmien bestemmes af risikoen for, at køberne af statsobligationer ikke får deres penge tilbage. Højere gæld vil typisk medføre højere risikopræmie.

Gældsniveauet er dog ikke det eneste, der påvirker risikopræmien. Gæld bør fx ses i sammenhæng med statens aktiver. Den danske stat optager fx gæld på vegne af en række store statslige virksomheder, herunder store infrastrukturprojekter. Havde virksomhederne selv optaget lånene med en statsgaranti, ville lånene ikke indgå i bruttogælden. Fremtidige indtægter og udgifter spiller også en rolle. I Danmark er vi fx godt forberedt på, at andelen af pensionister stiger i de kommende år, og indtægterne fra personskatter derfor falder, mens udgifterne til pensioner og sundhed stiger. Men det er ikke tilfældet i mange andre lande. Det lægger fremadrettet et stort pres på holdbarheden af de offentlige finanser i disse lande.

Det er altså komplekst at vurdere, hvor meget gæld et land kan have, uden at risikopræmien stiger. Der er ingen fast formel. Som et af de få lande i verden har den danske stat dog den højst mulige kreditvurdering hos alle de store kreditvurderingsbureauer. Det viser, at statens gæld vurderes som meget sikker, og den danske stat har i gennemsnit kunne udstede til negative renter de senere år.

De lavere renter på statsgælden giver lavere renteomkostninger. Det giver mulighed for at have lidt større løbende offentlige underskud eller, hvis nødvendigt, en højere gæld. Lavere renter udvider dermed det økonomiske manøvrerum og reducerer sårbarheden over for økonomiske tilbageslag. På trods af en kraftig stigning i gælden under pandemien er den danske statsgæld lav og renteomkostningerne er små. Der er derfor

fortsat et betydeligt manøvrerum, og det er ikke nødvendigt at nedbringe gælden her og nu.

Det er dog ikke sådan, at lav eller negativ rente betyder, at de offentlige budgetunderskud eller gælden kan være vilkårligt store. Det er vigtigt, at vi ikke tester grænsen for, hvornår den offentlige gæld bliver et problem. Opstår der et behov for at stabilisere et økonomisk tilbageslag på et tidspunkt, hvor gælden allerede er stor, vil risikopræmierne stige. Højere risikopræmier øger de offentlige underskud endnu mere og gør tilbageslaget dyrere. Det så vi i en række sydeuropæiske lande under statsgældskrisen for 10 år siden. Derudover er det ikke sikkert, at renterne forbliver lave i lang tid, selv om det er, hvad de fleste forventer. Stiger renterne, vil en høj gæld presse de offentlige finanser. Det er derfor sundt fornuft at have en ganske stor økonomisk stødpude.

Alt i alt gælder det, at øget gæld i dag reducerer det rum, der er til at optage mere gæld, og dermed det fremtidige finanspolitiske manøvrerum. Lidt forsimplet kan man sige, at penge brugt i dag ikke kan bruges igen i morgen. Corona-pandemien er altså ikke gratis.