

Offentlige finanser

# Danmark er EU's duks trods stort offentligt underskud i 2010

Regeringen henviser til, at finanslovsstramningerne i 2011 er afgørende for at fastholde tilliden til dansk økonomi, så renten holdes nede. Argumentet er, at investorerne vil straffe Danmark, fordi tilliden til økonomien forsvinder, hvis ikke vi strammer allerede til næste år. Danmark er imidlertid duks i EU med hensyn til offentlige finanser, og der er intet tegn på, at de finansielle markeder ikke har tillid til dansk økonomi – tværtimod. Finansielle markeder straffer lande, der ligger dårligere end gennemsnittet – og Danmark ligger langt bedre end gennemsnittet.

af chefanalytiker **Martin Madsen****5. oktober 2010**

## Analysens hovedkonklusioner

- Danmark er duks i EU med hensyn til offentlige finanser. Selvom Danmarks underskud er massivt i 2010, og gælden er stigende, så er niveauet lavt i europæisk sammenhæng.
- Der er intet tegn på, at de finansielle markeder ikke har tillid til dansk økonomi – tværtimod. Danmark er af bankøkonomer blandt andet "det nye Schweiz" og den "sikre havn".
- Det er naturligvis afgørende med tillid til de offentlige finanser. Men der er ikke belæg for, at risiko for spekulation mod Danmark skulle stige, hvis Danmark fører en neutral finanspolitik i 2011, som AE anbefaler frem for regeringens store opstramning.
- Finansielle markeder straffer lande, der ligger dårligere end gennemsnittet viser studie. Men investorer bekymrer sig også om aktiviteten og arbejdsløsheden – og ikke kun offentlige finanser.

## Kontakt

Chefanalytiker

Martin Madsen

Tlf. 33 55 77 18

Mobil 20 95 64 05

mm@ae.dk

Kommunikationschef

Janus Breck

Tlf. 33 55 77 25

Mobil 40 61 34 38

jb@ae.dk

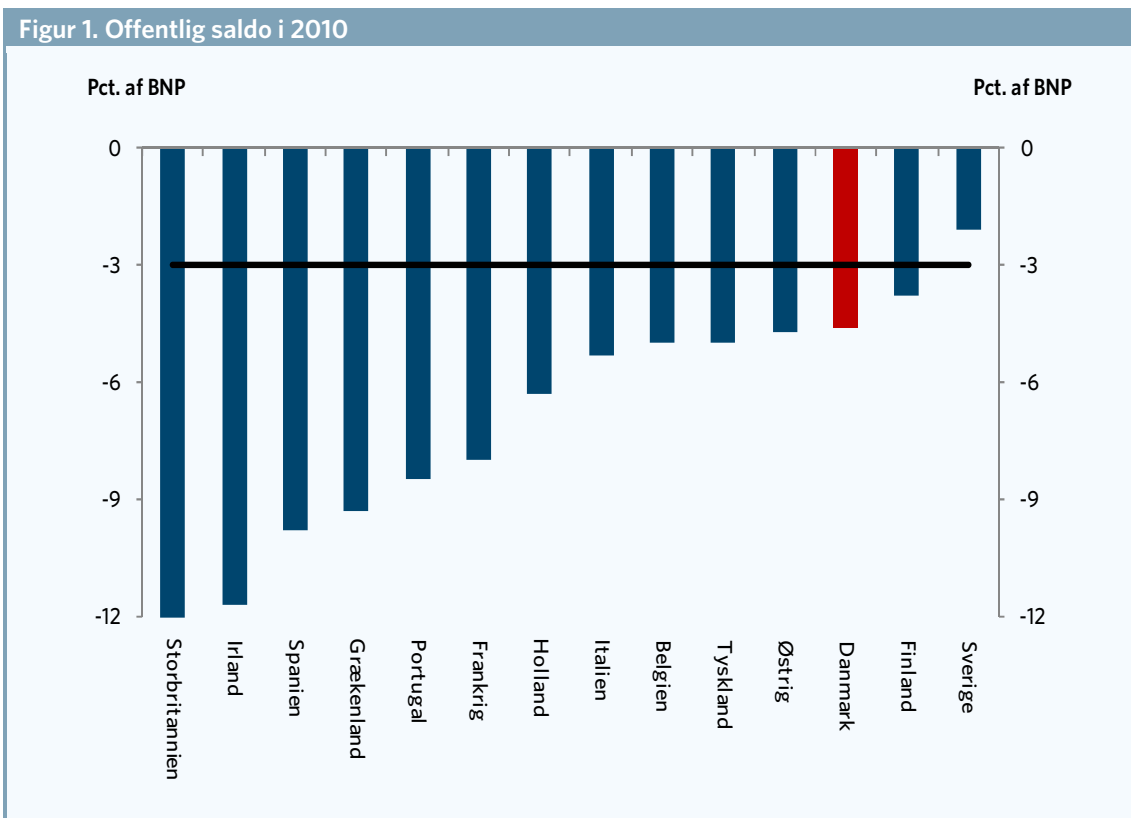
## Danmark er EU's økonomiske duks trods stort underskud

Danmarks offentlige underskud i 2010 forventes ifølge Finansministeriets august-redegørelse at ende på 4,6 pct. af BNP, svarende til 80 mia. kr. Dermed overskrider Danmark for første gang i 2010 et af EU's såkaldte konvergenskriterier med hensyn til det offentlige underskud, der højst må være på 3 pct. af BNP.

Sammenligner man med EU-15 landene (minus Luxembourg), er det danske underskud blandt de laveste i EU. Det fremgår af figur 1, der viser den offentlige saldo i 2010.

Sammenlignes med alle EU27-landene, så har Luxembourg og Estland også lavere underskud end Danmark lande i 2009 og ventes at have mindre underskud i 2010.

I 2009 var det offentlige underskud ifølge Danmarks Statistik på 2,7 pct. af BNP svarende til 45,4 mia. kr. Finansministeriet vurderede i sin august-redegørelse, at underskuddet var 2,8 pct. af BNP svarende til 47 mia. kr. Danmarks Statistik har således nedjusteret underskuddet med 1,6 mia. kr.

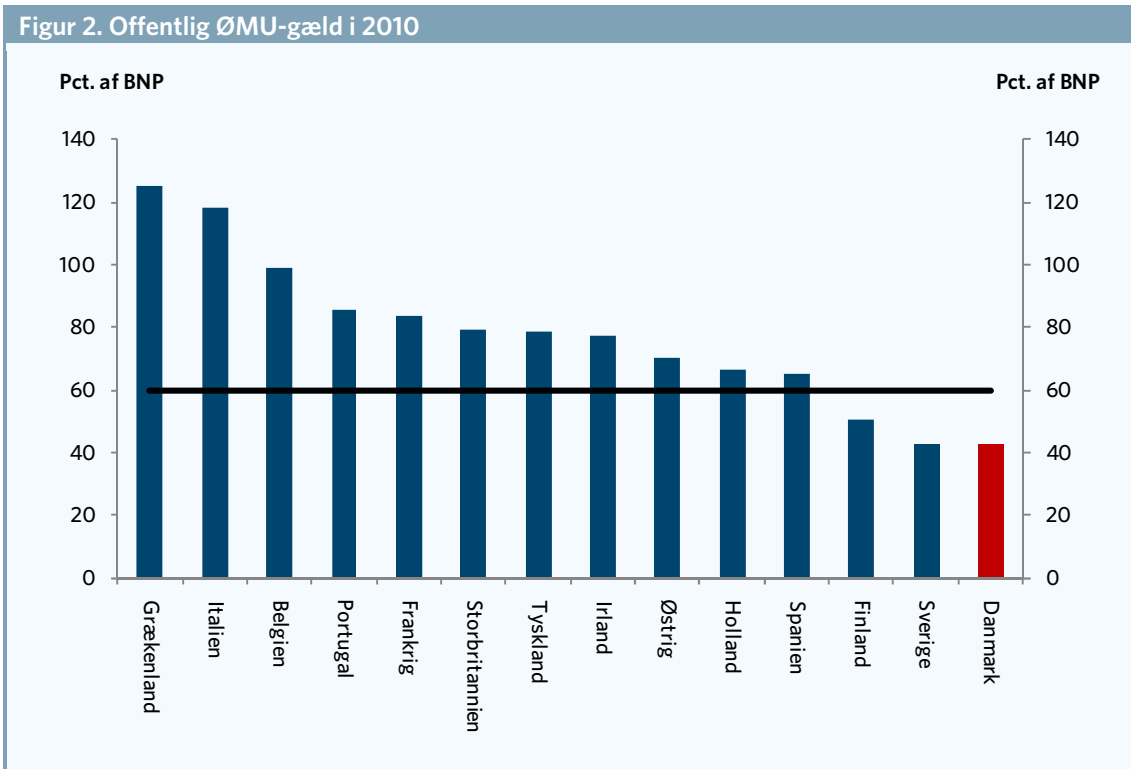


Kilde: AE på baggrund af EU-kommissionens forårsprognose maj 2010 (blå søjler) og Økonomisk Redegørelse august 2010 (den røde søjle).

I figur 2 vises ØMU-gælden for EU15-landene (minus Luxembourg) i 2010. Som det fremgår, ligger Danmark ifølge Finansministeriets Økonomiske Redegørelse fra august med den laveste gæld i 2010 på 42,6 pct. af BNP, svarende til 737 mia. kr. Det er væsentligt under EU's konvergenskriterie om en gæld på maksimalt 60 pct. af BNP. ØMU-gælden er steget fra 41 pct. af BNP i 2009, hvilket er 0,4 pct. af BNP svarende til knap 7 mia. kr. mindre end Finansministeriet vurderede i sin augustvurdering.

Det er de færreste lande, som overholder konvergenskravene. Faktisk er de nordiske lande de eneste, som overholder dem, mens bl.a. Tyskland har ligget på den forkerte side af EU's konvergenskrav om en ØMU-gæld på maks. 60 pct. af BNP i hele euroens levetid.

Grækenland og Italien topper på gældsranklisten med en ØMU-gæld på hhv. 124 pct. af BNP og 118 pct. af BNP i 2010. Begge lande har i mere end 10 år ligget med en gæld på over 100 pct. af BNP og har da også nærmest permanent haft underskud, der overskred konvergenskriteriet med underskud på højst 3 pct. af BNP.



Anm. Stregen angiver konvergenskravet om offentlig ØMU-gæld på maksimalt 60 pct. af BNP.  
 Kilde: AE på baggrund af EU-kommissionens forårsprognose maj 2010 (blå søjler) og Finansministeriets Økonomisk Redegørelse august 2010 (den røde søjle for Danmark).

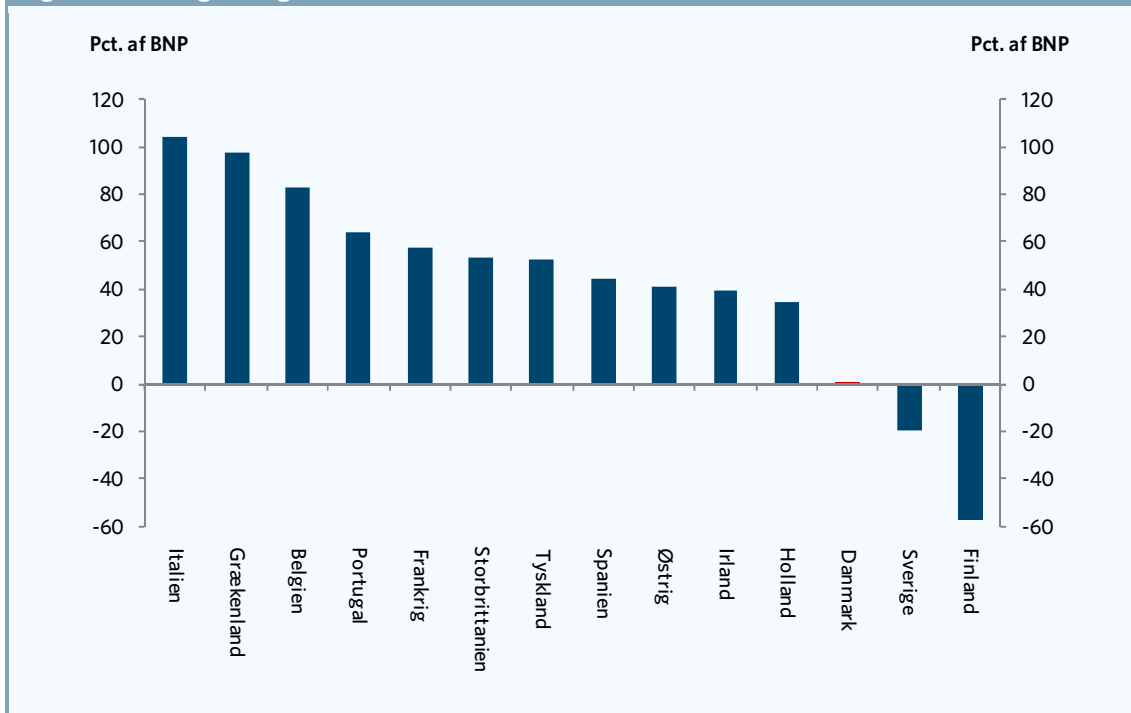
ØMU-gælden er en bruttogæld, der ikke indregner aktiver. Det er ikke bruttogælden, men derimod nettogælden, der også inkluderer landenes finansielle aktiver, der indgår i opgørelser af den finansielle holdbarhed. I figur 3 er nettogælden vist.

En opgørelse af de samme landes nettogæld viser, at Danmark, Finland og Sverige er blandt de bedst placerede lande.

Danmarks Statistiks september-opgørelse, viser endvidere, at Danmark faktisk har en offentlig formue på 26 mia. kr. i 2. kvartal 2010. Ultimo 2010 forventes den danske offentlige formue dog at vende til en lille gæld. Det viser figur 3. Kun Sverige og Finland har større formuer.

Grækenland har en nettogæld på næsten 100 pct. af BNP - men Danmark er altså langt fra at ende i en græsk situation, uanset om man følger regeringens spareplan i 2011 eller ej, i modsætning til det indtryk man kunne få af den offentlige debat.

Figur 3. Offentlig nettogæld i 2010



Kilde: OECD og Finansministeriets Økonomisk Redegørelse august 2010.

### Dansk økonomi er ikke truet af stigende renter med neutral finanspolitik i 2011

Regeringen henviser til, at finanspolitiske stramninger i 2011 er afgørende for at fastholde tilliden til dansk økonomi, så renten holdes nede<sup>1</sup>. Argumentet er, at investorerne vil straffe Danmark, fordi tilliden til økonomien forsvinder, hvis ikke vi strammer allerede til næste år.

Et godt mål for, hvor stor tillid investorerne har til et lands økonomi, er at se på rentespændet i forhold til Tyskland. Rentespændet mellem landenes lange statsobligationer afspejler det enkelte lands kreditrisici i form af landets offentlige finanser og likviditetsrisici.

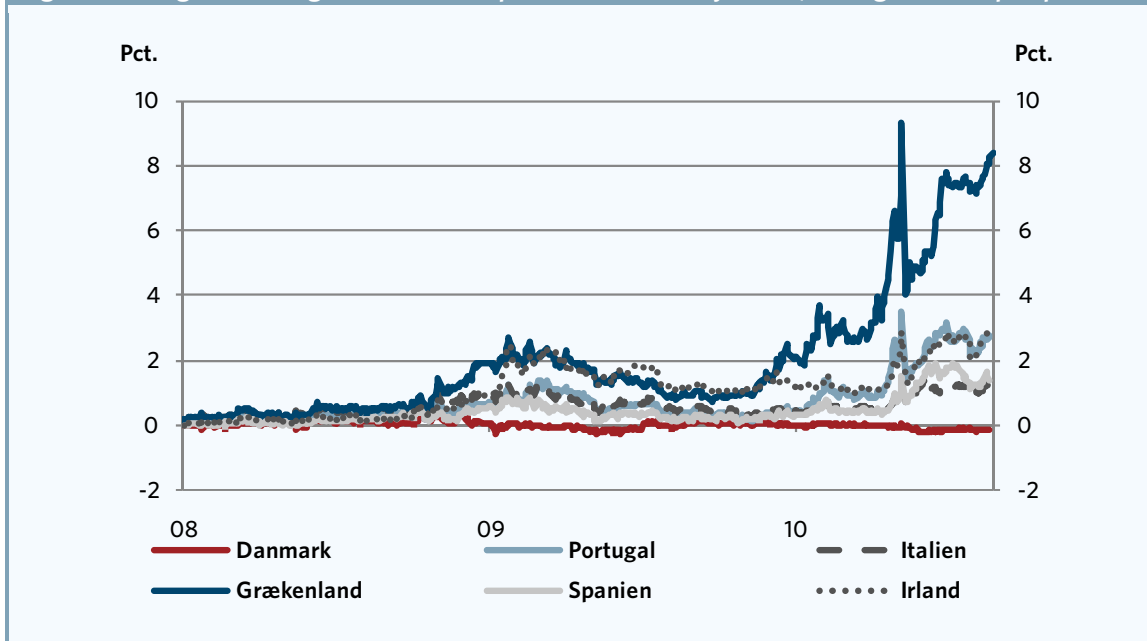
Rentespændet angiver dermed den risikopræmie, i forhold til Tyskland, man får for at investere i en statsobligation i det pågældende land. Det er typisk sådan, at lande med usunde offentlige finanser, f.eks. i form af høj gæld og store offentlige underskud, må betale en højere rente af deres gæld end lande med sunde offentlige finanser.

Danmarks rentespænd til Tyskland er på nuværende tidspunkt på det laveste niveau i ca. tre år. Det ses af figur 5, der viser rentespændet mellem renten på 10-årige statsobligationer i Tyskland og en række andre europæiske lande. Som det fremgår af figuren, har uroen på de finansielle markeder fået rentespændet mellem tyske og særligt sydeuropæiske statsobligationer til at stige voldsomt.

Rentespændet mellem danske og tyske statsobligationer er faktisk faldet, hvilket afspejler, at der vurderes at være en mindre risiko forbundet med at købe danske statsobligationer, end der tidligere har været.

<sup>1</sup> Jævnfør bl.a. artiklen fra den 24. august 2010 <http://www.business.dk/finans/clus-hjort-vil-holde-renten-nede>

Figur 5. 10-årige statsobligationer - rentespænd i forhold til Tyskland, udvalgte lande (pct. point)



Kilde: Ecowin.

Adagna, Caselli og Lane (2007) fra hhv. Harvard, London School of Economics og IMF konkluderer i deres studie af sammenhængen mellem højere offentlige gæld og rente, at en højere offentlig gæld kun presser renten i vejret, hvis gælden i forvejen er høj. De skriver, at "Kun i lande med gæld over gennemsnittet vil en yderligere gældsstigning påvirke renten"<sup>2</sup>.

Vismændene vurderer i forårsrapporten fra 2010 desuden, at en neutral finanspolitik i 2011, dvs. situationen, hvor der ikke strammes næste år, ikke vil have konsekvenser for de finansielle markeders vurdering af finanspolitikken troværdighed.

"Den præsenterede beregning af et forløb med neutral finanspolitik i 2011 viser, at konsekvensen for den offentlige saldo er begrænset på kort sigt og stort set lig med nul på lidt længere sigt...Det vurderes ikke som sandsynligt, at en ændring af finanspolitikken i det viste omfang vil have konsekvenser for de finansielle markeders vurdering af finanspolitikken troværdighed."<sup>3</sup>

Der skal langt mere markante ændringer til, før vi er i nærheden af at kunne tale om mistillid til den førte finanspolitik. Det danske finanspolitiske udgangspunkt er fortsat markant bedre end i stort set samtlige andre vestlige lande.

Man skal naturligvis ikke lukke øjnene i forhold til risikoen for, at investorer kan miste tillid til en økonomi. Men samtidig er der risikoen for, at opsvinget bremses, og ledigheden stiger, ved en for tidlig opstramning. Investorer bekymrer sig jo ikke kun om offentlige finanser, men også om vækst og arbejdsløshed, hvilket man får bekræftet, hver gang der eksempelvis offentliggøres amerikanske ledighedstal, der af bankøkonomer benævnes som investorerens "konge-indikator".

<sup>2</sup> Adagna, Caselli og Lane (2007): Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries (The B.E. Journal of Macroeconomics), hvor det fremgår, at: *Only for countries with above-average levels of debts does an increase in debt affect the interest.*  
<http://www.bepress.com/bejm/vol7/iss1/art28/>

<sup>3</sup> Side 128 i [http://www.dors.dk/graphics/Synkron-Library/Publikationer/Rapporter/For%E5r\\_2010/Trykt%20rapport/Hele%20pub.pdf](http://www.dors.dk/graphics/Synkron-Library/Publikationer/Rapporter/For%E5r_2010/Trykt%20rapport/Hele%20pub.pdf)

Frem for at genoprette dansk økonomi, risikerer de markante finanspolitiske stramninger allerede fra 2011 at tage luften ud af opsvinget.

Nobelprisvinder i økonomi, professor Joseph Stiglitz, påpeger netop denne risiko i et interview den 24. august 2010 til irsk radio, RTÉ, hvor han udtaler:

*"I det lange løb er regeringer naturligvis nødt til at sørge for, den offentlige saldo er i balance - men på kort sigt, hvis udgifterne skæres for tidligt, kan resultatet være en svækket økonomi, stigende arbejdsløshed og skatteindtægter, der skuffer. Så jeg har argumenteret for, at det som skal gøres, er at fokusere udgifterne til investeringer - hvis man bruger pengene fornuftigt, kan man stimulere økonomien på kort sigt og samtidig fremme væksten på lang sigt."*

Regeringen har henvist til EU's henstilling til Danmark om at bringe det store offentlige underskud i 2010 ned under EU's grænse på 3 pct. af BNP. Det skal dog understreges, at EU's henstilling ikke kræver, at opstramningen sker allerede i 2011. Det fremgår af Finansministeriets Konvergensprogram februar 2010. Modstykket til at træde hårdt på bremsen er ikke nødvendigvis at træde hårdt på speederen, men blot at slippe foden fra speederen. Det gør man ved at fastholde investeringsniveauet i 2011 til kloakker, skoler og veje samt ikke at skære i rentable investeringer i uddannelse og forskning. Det er ikke i modstrid med EU's henstilling.

Om EU's henstilling siger nobelprisvinder Joseph Stiglitz:

*"Det er en kortsigtet adfærd, der rent faktisk ikke giver nogen økonomisk mening...Nedskæringer efter for-godtbefindende på investeringer, der giver et højt afkast, bare for at få billedet af underskuddet til at se bedre ud, er virkelig dumt...Spørgsmålet er, hvor hurtigt man begynder at spare, og hvordan man gør det ... fordi Europa fokuserer på den tilfældige grænse på 3 procent af BNP...er Europa i fare for at gå i et dobbelt-dyk".*

Med Danmarks relative stilling på de offentlige finanser in mente synes finansministerens frygt for stigende renter, hvis ikke Danmark strammer finanspolitikken i 2011, at være uden hold i virkeligheden.

AE anbefaler fortsat en neutral finanspolitik i 2011.