ARBEJDERBEVÆGELSENS ERHVERVSRÅD

Finanspolitik under coronakrisen

Der er råd til aktiv finanspolitik – og alternativet er værre

Finansministeren har god plads til at pumpe penge ud i økonomien for at afbøde konsekvenserne af den økonomiske krise. Danmark er nemlig gået ind i krisen med en lav offentlig gæld, og krisen forventes kun at få midlertidige konsekvenser for de offentlige finanser, hvis vi tackler den ordentligt. Erfaringerne fra finanskrisen viser vigtigheden af at stimulere efterspørgslen i krisetider.

af senioranalytiker **Jon Nielsen** og cheføkonom **Erik Bjørsted** **22. juni 2020**

Analysens hovedkonklusioner

- Danmark gik ind i coronakrisen med en offentlig gæld, der var meget lav i både en international og historisk sammenhæng. Det vil stadig være tilfældet i 2021, hvis økonomien udvikler sig sådan, som Finansministeriet forventer.

- En aktiv finanspolitik vil kun have en midlertidig effekt på den offentlige saldo, og den løbende BNP-vækst vil udhule gældsforøgelsen over tid. Merudgifterne til yderligere hjælpepakker og til en aktiv finanspolitik ændrer ikke ved de offentlige finansers langsigtede sundhed, og ændrer ikke på det finanspolitiske råderum.

- Alternativet til at føre en aktiv finanspolitik kan være langt værre. Erfaringerne fra finanskrisen viser, at konsekvenserne af et midlertidigt fald i efterspørgslen kan være permanente. Derfor er det vigtigt at understøtte efterspørgslen i krisetider. Det er også den generelle forskningsmæssige konklusion på den katastrofale håndtering af finanskrisen.

Kontakt

Cheføkonom
Erik Bjørsted
Mobil 27 68 79 50
eb@ae.dk

Kommunikationschef
Jesper Kirkbak
Telefon 33 55 77 28
jk@ae.dk

De offentlige finanser giver grønt lys for krisepolitik

Coronakrisen tegner til at få store konsekvenser for Danmarks økonomi. Finansministeriet forventer, at BNP vil falde med 5,3 pct. i år, og at den offentlige saldo vil udvise et underskud på 7,2 pct. i år og 1,8 pct. til næste år. I december 2019 forventede Finansministeriet stort set balance på budgetterne i år og næste år. Dermed stiger bruttogælden fra 33,2 pct. af BNP i 2019 til 43,2 pct. i 2020. Også Nationalbanken forventer en bruttogæld på omkring 40 pct. i 2020.[1]

I Finansministeriets saldoskøn er indregnet et bud på udgifterne til de hjælpepakker, der var vedtaget pr. 23. maj. Pakkerne indeholder både midler, som virksomhederne skal betale tilbage i 2020-2021, og rene offentlige udgifter, som virksomheder og lønmodtagere ikke skal betale tilbage. I Finansministeriets skøn for saldoen og den offentlige gæld er der kun medregnet de rene udgifter. Hvis man regner likviditetstiltagene med i bruttogælden, stiger den til ca. 53 pct. i 2020, mens skønnet for 2021 i udgangspunktet ikke ændres, da likviditetstiltagene forudsættes at være tilbagerullet ved udgangen af 2021.

Derudover er der i saldo- og gældsskønnet indregnet et bud på effekterne af den stigende ledighed. Der er til gengæld ikke indregnet udgifter til yderligere finanspolitisk stimulans, selvom det uden tvivl bliver nødvendigt.

Tabel 1. Finansministeriets prognoser for dansk økonomi

	Prognose fra dec. 2019		Prognose fra maj 2020	
	2020	2021	2020	2021
BNP-vækst, pct.	1,5	1,4	-5,3	4,0
Offentlig saldo, pct. af BNP	-0,2	-0,2	-7,2	-1,8
Bruttogæld (ekskl. likviditet), pct. af BNP	33,8	33,4	43,2	41,5
Bruttogæld (inkl. likviditet), pct. af BNP			53,2	41,5

Anm.: Omfanget af de likviditetstiltagene er fastsat til ca. 10 pct. af BNP på baggrund af Finansministeriet (9/4 2020): 'Scenarier for dansk økonomi i lyset af coronavirus'.
Kilde: AE på baggrund af Finansministeriet (Økonomisk Redegørelse, dec. 2019 og maj 2020).

Heldigvis var Danmarks offentlige finanser overordentlig stærke i udgangspunktet, så vi har god plads til at bruge de offentlige budgetter til at holde liv i økonomien. Det er tydeligt, hvis vi ser på udviklingen i den offentlige gæld. Som det fremgår af Figur 1, havde vi i 2019 en meget lav offentlig gæld i historisk sammenhæng. Nettogælden, som er den afgørende størrelse i forhold til de offentlige finansers langsigtede sundhed, var endda vendt til en nettoformue.

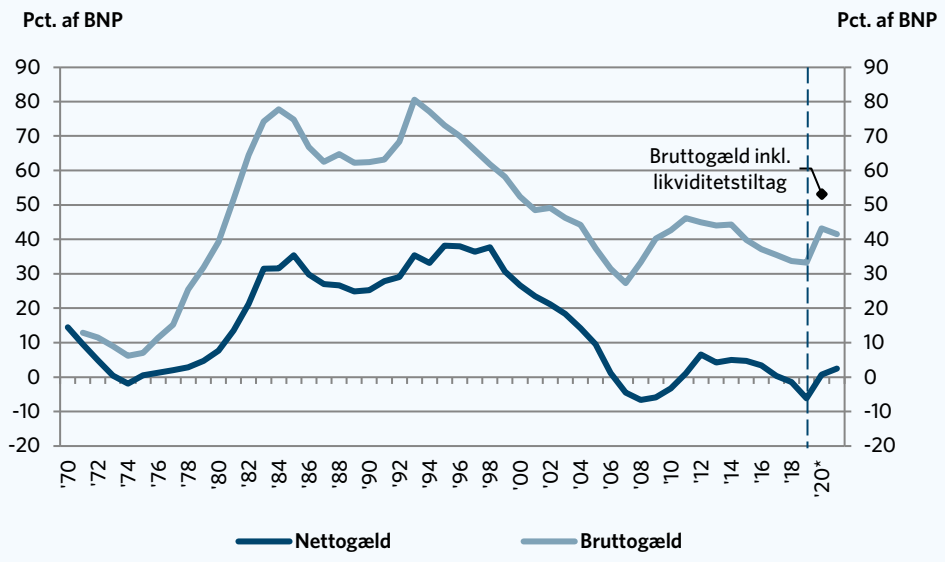
Finansministeriets forventer, at nettogælden kommer op på 0,7 pct. i 2020 og 2,5 pct. i 2021. Det er mindre end gældens niveau under finanskrisen og i midt-00'erne, hvor den ikke var høj i historisk sammenhæng. Herfra er der langt op til det gældsniveau, vi f.eks. havde i midten af 1990'erne. Nettogælden kommer først op på niveauet fra midt-90'erne, hvis staten øger gælden i 2021 med 780 mia. kr. mere end det, der allerede er forudsat i Finansministeriets mellemscenarie.

Hvis man medregner likviditetstiltagene – og f.eks. forestiller sig, at de bliver forlænget ind i 2022 – så bliver bruttogælden bragt tilbage på det niveau, den havde omkring år 2000, som i et historisk

[1] Nationalbankens skøn i "Udsigt til gradvis genopretning af Økonomien, 17. juni 2020.

perspektiv heller ikke var højt. Likviditetstiltagene påvirker kun nettogælden via tab fra de virksomheder, der ikke kan betale lånene tilbage.

Figur 1. Danmarks offentlige nettogæld og bruttogæld

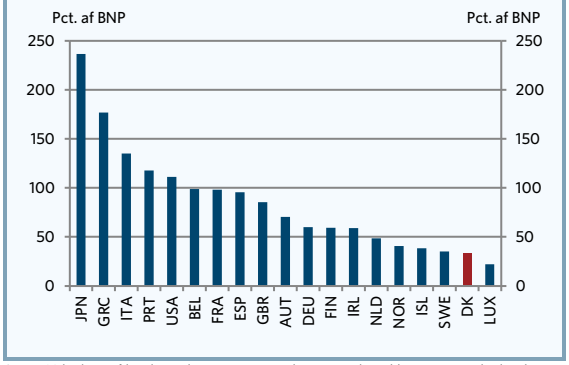


Anm.: (*) Udviklingen i bruttogælden i 2020-2021 svarer til Finansministeriets forventning i Økonomisk Redegørelse, maj 2020. Omfanget af de likviditetstiltagene er fastsat til ca. 10 pct. af BNP, jf. ovenfor.
Kilde: AE pba. Danmarks Statistik, Europa-Kommissionen og Finansministeriet.

Også hvis vi sammenligner med andre lande, havde Danmark i udgangspunktet en lav offentlig gæld. Det fremgår af Figur 2A, hvor vi har sammenlignet den danske bruttogæld i 2019 med gældsniveauerne i de vesteuropæiske lande samt USA og Japan. Her ligger Danmark helt i bunden sammen med Luxembourg.

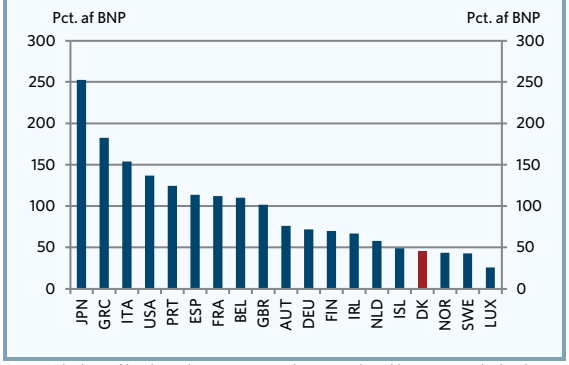
De ekstra offentlige udgifter under krisen vil ifølge EU-Kommissionen betyde, at Danmark i 2021 vil have det fjerdelaveste gældsniveau i 2021. Også i 2021 vil den danske gæld altså høre til i bunden internationalt. Der vil også fortsat være langt op til fx det hollandske, tyske og østrigske gældsniveau. Vi kan fx øge gælden i 2021 med 300 mia. kr. mere, end EU aktuelt forventer, før vi rammer det hollandske gældsniveau, som i 2021 forventes at være det sjettelaveste gældsniveau blandt landene i figuren.

Figur 2A. Bruttogæld i 2019



Anm.: Udvalget af lande er de vesteuropæiske og vestlige ikke-europæiske lande, som Europa-Kommissionen opgør tal for i AMECO-databasen.
Kilde: AE pba. Europa-Kommissionen.

Figur 2B. Prognose fra EU for bruttogæld i 2021



Anm.: Udvalget af lande er de vesteuropæiske og vestlige ikke-europæiske lande, som Europa-Kommissionen opgør tal for i AMECO-databasen.
Kilde: AE pba. Europa-Kommissionen.

Tre vigtige forhold gør, at vi har råd til højere gæld

Der er tre forhold – ud over Danmarks lave offentlige gæld - som man skal huske på, når man vurderer effekten på den offentlige saldo af de hidtidige tiltag og fremtidige tiltag for at understøtte økonomien. De tre forhold og Danmarks gode udgangspunkt betyder, at vi har fint råd til underskud i den størrelsesorden, Finansministeriet forventer.

For det første er der tale om midlertidige merudgifter og mindreindtægter. Det giver et engangsstød til gælden, men ændrer ikke ved de offentlige finansers sundhed på lang eller mellemlang sigt. Det har f.eks. ikke betydning for det finanspolitiske råderum. Her skal man huske, at stater jo lever uendeligt og derfor kan opretholde et gældsniveau for evigt. Et engangsstød til gælden belaster derfor kun de fremtidige offentlige finanser svarende til renteudgiften på den ekstra gæld, som i dette tilfælde forventes at være begrænset. Gældsforøgelsen kræver altså ikke tilpasninger i de løbende offentlige udgifter og går ikke ud over prioriteringen af de ekstra løbende skatteindtægter, staten vil få frem mod 2025.

For det andet skal man huske på, at gælden opgøres i procent af BNP, og at BNP jo vokser hvert år. Når renterne er lavere end BNP-væksten, falder gælden i procent af BNP, selv når vi ikke betaler af på den. Ifølge Nationalbanken er den naturlige realrente på -2 pct., mens den strukturelle realvækst i BNP er på +1½ pct.[2] Det betyder, at vi faktisk kan køre med små underskud og samtidig høvle af på gælden (opgjort i procent af BNP). Konkret vil en nettogæld på fx 10 pct. blive mindre år for år selv, hvis man kører med underskud på op til 0,2 pct. af BNP. Det fremgår af boks 1 bagerst i analysen.

For det tredje kommer vi ikke til at få en henstilling fra EU-Kommissionen om at genoprette de offentlige finanser, ligesom vi gjorde under finanskrisen. Når vi dengang skulle samle en kriseregning op, skyldtes det, at vi – fejlagtigt – fik en henstilling fra EU-Kommissionen om at gøre det. Under den nuværende krise har EU-Kommissionen allerede aktiveret den 'generelle undtagelsesklausul', så EU's finanspolitiske regler ikke gælder i hvert fald i 2020.

Vi forventer heller ikke reprimander, hvis det – imod Finansministeriets forventning – skulle blive nødvendigt at overskride Maastricht-traktatens treprocents-underskudskrav i 2021. Dels kommer EU-Kommissionen ikke til at gentage sine fejl fra finanskrisen med at kræve en fælleseuropæisk opstramning midt i en recession. Og dels er Danmarks gæld som sagt lav i international sammenhæng.

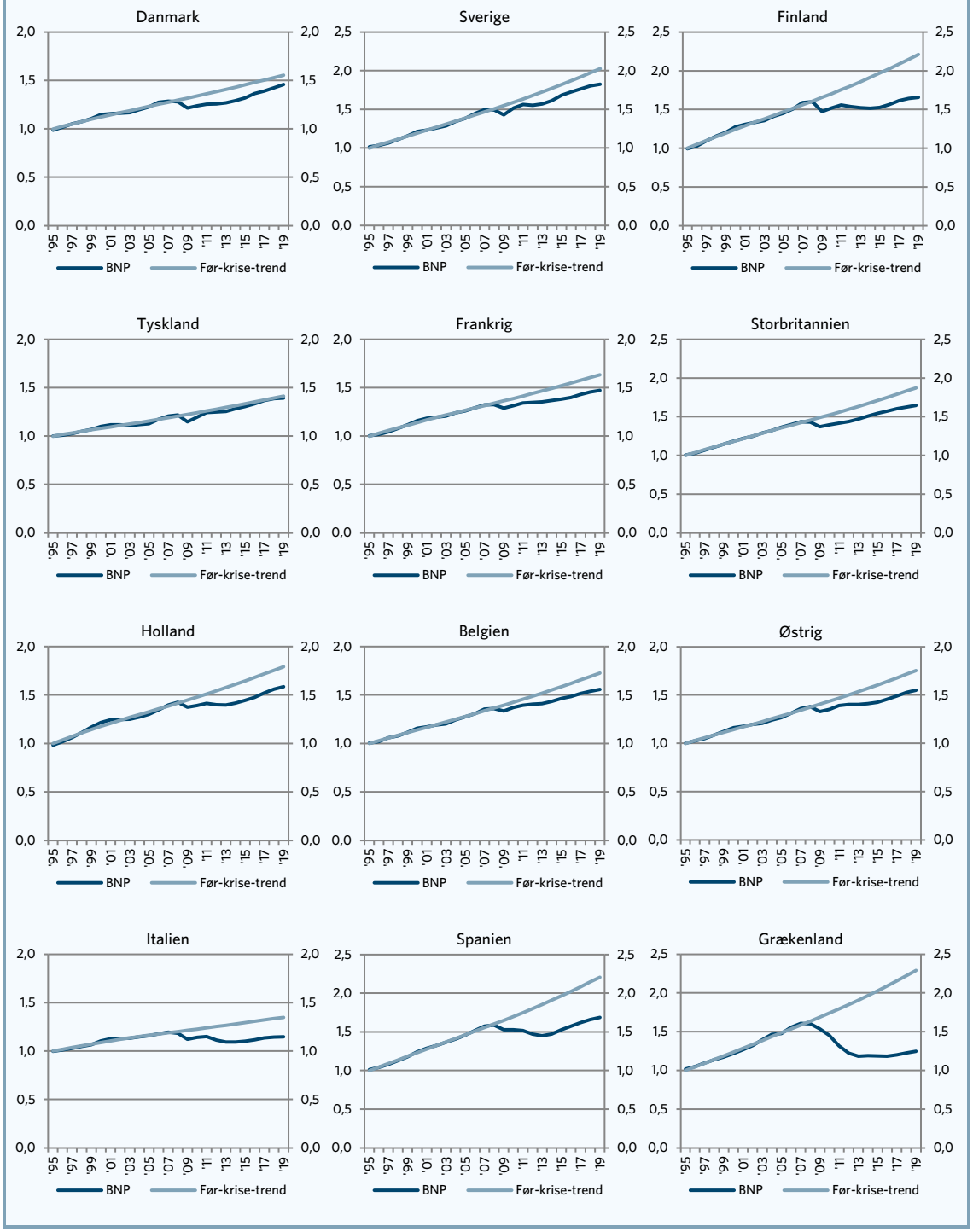
Alternativet til aktiv finanspolitik er langt værre

Under finanskrisen trak de europæiske lande tæppet væk under hinanden med finanspolitiske stramninger og løndæmpningspolitikker, der mindskede efterspørgslen efter egne og andre landes varer. Det skal vi for alt i verden undgå en gentagelse af.

Finanskrisen fik langvarige effekter på BNP, og i mange lande er BNP endnu ikke kommet tilbage på sin gamle trend. Det fremgår af Figur 3 på næste side.

[2] Danmarks Nationalbank (2019): 'Den naturlige realrente i Danmark er faldet', http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2019/06/ANALYSE_nr.%2013_Den%20naturlige%20realrente%20i%20Danmark%20er%20faldet.pdf

Figur 3. Udviklingen i BNP før og efter finanskrisen



Anm.: Udvikling i BNP og BNP-trend indekseret til trendniveau i 1995. Trenden er beregnet med HP-filter frem til 2008 og derefter videreført med trendvækstraten 2007-2008.
Kilde: AE på baggrund af OECD.

De varige konsekvenser af finanskrisen skyldes først og fremmest, at den teknologiske udvikling blev sat på pause i kriseårene, hvor virksomhederne skruede helt ned for investeringerne i ny teknologi. Da der igen begyndte at komme gang i hjulene, startede virksomhederne derfor på det teknologiske niveau, de havde i 2008. Derudover blev mange af de ledige i især de sydeuropæiske lande hængende i langtidsledighed eller småjobs. I de lande er arbejdsmarkedet stadig mærket af krisen.

Ifølge en række nye forskningsstudier hænger den sløje udvikling i BNP's langsigtstrend direkte sammen med den stramme finanspolitik, som en del europæiske lande førte i kriseårene, hvorimod lande, der understøttede efterspørgslen, generelt klarede sig bedre igennem krisen.[3] Det indikerer figuren ovenfor også. Figuren viser nemlig, at det varierer mellem lande, hvor meget BNP's langsigtstrend har rykket sig – og at de lande, hvor langsigtstrenden er hårdest ramt, er præcis de lande, hvor krisen stod på i længst tid. Det indikerer, at det er den lave efterspørgsel under finanskrisen, der har sat den teknologiske udvikling på pause, og derigennem sænket BNP's langsigtstrend.[4]

Derfor er det så meget desto vigtigere at stimulere efterspørgslen under denne krise og undgå, at krisen trækker ud. Det er desuden vigtigt, at de europæiske lande koordinerer deres finanspolitiske reaktion. For hvis lande med sunde offentlige finanser holder hånden under økonomien på en koordineret måde, hjælper det ikke kun på danskernes privatforbrug og danske virksomheders investeringer. Det hjælper også på danske virksomheders eksportmuligheder og forhindrer en negativ spiral i de mere gældsramte dele af Europa.

I kølvandet på finanskrisen har den økonomiske forskning derfor i stigende grad lagt vægt på vigtigheden af finanspolitisk stabilisering – helst koordineret mellem lande. Det har en række amerikanske og europæiske forskere bl.a. konkluderet i antologi fra sidste år om den makroøkonomiske lære fra finanskrisen. Her skriver professor Alan Auerbach fra Berkeley (USA), at forskningen er gået fra en vis enighed om, at automatiske stabilisatorer (f.eks. dagpenge) bør være det primære finanspolitiske stabiliseringsværktøj, til en langt stærkere anerkendelse af muligheden for at stabilisere økonomien med aktiv finanspolitik.[5] En aktiv finanspolitik kan f.eks. omfatte offentlige investeringer eller en midlertidig dagpengestigning.

Olivier Blanchard og Larry Summers fremhæver i samme ånd, at læren af finanskrisen er den samme som den keynesianske konklusion på depressionen i 30'erne, at økonomier ikke stabiliserer sig selv, og at en stærk stabiliseringspolitik derfor er helt afgørende.[6] Udover store bidrag til den økonomiske forskning gennem årene har de to begge arbejdet med økonomisk politik i praksis som hhv. cheføkonom for Den Internationale Valutafond (Blanchard) og amerikansk finansminister (Summers).

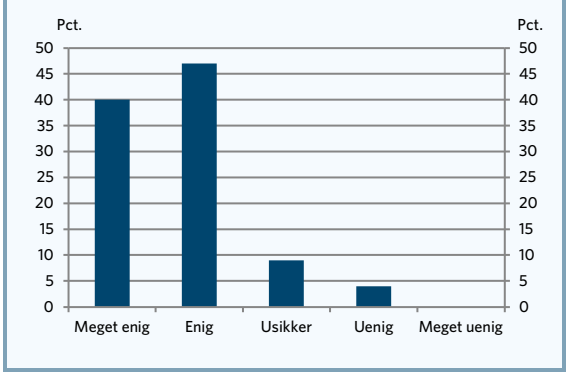
For nylig har Blanchard desuden advaret mod gældsforskrækkelse og vurderet, at selv Italien vil kunne øge den offentlige bruttogæld med 20-40 pct. af BNP uden at få et uholdbart gældsniveau og uden efterfølgende at skulle stramme de offentlige finanser markant.[7] Det gælder selvfølgelig i endnu højere grad for lande med mindre offentlig gæld.

Et europæisk panel af fremtrædende økonomiske forskere peger også på vigtigheden af at føre en aktiv finanspolitik, og af ikke at stramme finanspolitikken før økonomien igen er på fode, jf. Figur 4A og 4B. Således erklærer et flertal sig enige i, at en finanspolitisk lempelse bør være en afgørende del af krisepolitikken, og bør stå på, så længe BNP er under sit normalniveau. Bemærk, at topøkonomernes svar gælder

[3] Jf. f.eks. Fatás & Summers (2018): 'The Permanent Effect of Fiscal Consolidations', Journal of International Economics 112, og Geschert, Horn & Paetz (2019): 'Long-term Effect of Fiscal Stimulus and Austerity in Europe', Oxford Bulletin of Economics and Statistics.
[4] Det har nobelprisvinder Paul Krugman påpeget i New York Times d. 30/8 2018: 'The Economic Future Isn't What It Used to Be (Wonkish)'.
[5] Auerbach (2019): 'Fiscal Policy' in: Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession (Blanchard & Summers red.).
[6] Blanchard & Summers (2019): 'Introduction: Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution?' in: Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession (Blanchard & Summers red.).
[7] Olivier Blanchard i Barrons d. 4/5 2020: 'Advanced Economies Can Manage With The Extra Coronavirus Debt Load, Says Former IMF Chief Economist', www.barrons.com/articles/economist-warns-about-early-lockdown-exits-51588588448

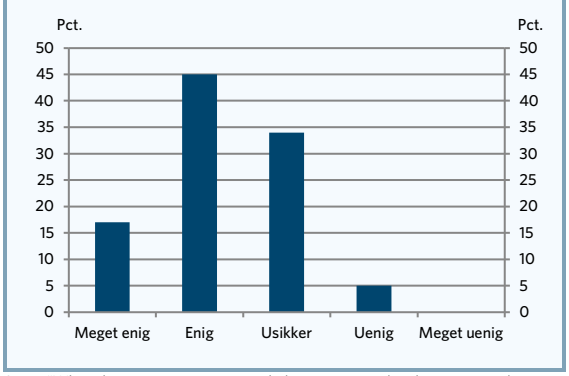
EU-landene under ét, herunder lande med væsentlig højere gæld end Danmark. For Danmark må vurderingen derfor være endnu mere entydig.

Figur 4A. En koordineret finanspolitisk lempelse er afgørende i en europæisk recession



Anm.: "If there is a recession in the Eurozone, it will be essential to have a coordinated fiscal expansion." Svar vægtet efter respondenternes sikkerhed.
Kilde: AE pba. European IGM Economic Experts Panel feb. 2020, www.igmchicago.org/surveys/german-and-european-economic-policy/

Figur 4B. Finanspolitikken skal være lempelig, så længe BNP er under sit normalniveau



Anm.: "When the economy is operating below its potential and monetary policy is at the effective lower bound, fiscal policy should prioritize increasing output over decreasing public debt." Svar vægtet efter respondenternes sikkerhed.
Kilde: AE pba. European IGM Economic Experts Panel juli 2019, www.igmchicago.org/surveys/european-fiscal-and-monetary-policy/

Den forskningsmæssige konsensus er også afspejlet i de anbefalinger, som flere af de internationale samarbejdsorganisationer har givet i løbet af coronakrisen.

Både OECD, FN og Den Internationale Valutafond (IMF) har anbefalet deres medlemslande at bruge offentlige investeringer og forstærkede sociale sikkerhedsnet som middel til at få økonomierne på fode igen.[8] Ifølge OECD og IMF vil afkastet af de offentlige investeringer med overvejende sandsynlighed være større end renteudgifterne på den ekstra gæld. Det gælder navnlig i lande, der som Danmark har en lav offentlig gæld i udgangspunktet. Belært af erfaringerne fra finanskrisen advarer FN desuden imod, at man strammer finanspolitikken, før økonomien igen er inde i et selvbærende opsving.

8 Jf. www.oecd.org/berlin/publikationen/Interim-Economic-Assessment-2-March-2020.pdf, www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/publication/PB_58.pdf og https://blogs.imf.org/2020/05/06/fiscal-policies-for-the-recovery-from-covid-19/?utm_medium=email&utm_source=govdelivery

Boks 1. Regneeksempel: Gælden er stabil selv med offentlige underskud

Der er to effekter, der påvirker udviklingen i den offentlige gældskvote (gælden i procent af BNP): På den ene side bliver den hvert år udhulet af væksten i BNP, og på den anden side løber der renter på gælden, hvilket isoleret set øger gælden. Den første af de to effekter er stærkest, hvis BNP-væksten er højere end renten på offentlig gæld. I så fald bliver gældskvoten mindre år for år, selv hvis man kører med små underskud.

Det kan man se af helt standard lærebogsmatematik for den offentlige gæld. Den offentlige gæld i år (D_t) kan udtrykkes matematisk som gælden sidste år (D_{t-1}) plus renteudgifter (rD_{t-1}) fratrukket overskuddet på den primære offentlige saldo i år (s_t):

$$D_t = D_{t-1} + rD_{t-1} - s_t$$

Udtrykt i procent af BNP (Y_t) er det

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{(1+r)D_{t-1}}{Y_t} - \frac{s_t}{Y_t} = \frac{(1+r)D_{t-1}}{(1+g)Y_{t-1}} - \frac{s_t}{Y_t}$$

hvor g er den årlige vækst i BNP.

Dermed kan overskuddet på den primære offentlige saldo udtrykkes som

$$\frac{s_t}{Y_t} = \frac{(1+r)D_{t-1}}{(1+g)Y_{t-1}} - \frac{D_t}{Y_t}$$

Finansministeriet forventede sidste år, at renten på tiårige statsobligationer i gennemsnit vil være 1,5 pct. i 2020-2030, og at den nominelle vækst i strukturelt BNP vil være 3,1 pct. om året i samme periode. Det betyder, at man med en offentlig nettogæld på fx 10 pct. af BNP kan have et underskud på 0,2 pct. på den primære offentlige saldo, uden at gælden stiger. Det kan man se af, at

$$\frac{s_t}{Y_t} = \frac{1+0{,}015}{1+0{,}031} \times 10\% - 10\% = -0{,}2\%$$

Hvis man har et overskud eller et mindre underskud end 0,2 pct., så falder gældskvoten år for år.

Med en gæld på 10 pct. af BNP er der desuden årlige renteudgifter for 0,1 pct. af BNP på nettogælden. Det ses af, at

$$\frac{rD_{t-1}}{Y_t} = \frac{rD_{t-1}}{(1+g)Y_{t-1}} = \frac{0{,}015}{1+0{,}031} \times 10\% = 0{,}1\%$$

Dermed er et samlet offentligt underskud på 0,3 pct. af BNP foreneligt med en stabil offentlig nettogæld på 10 pct. af BNP.