

# Vi er i en international statsgældskrise, og den berør også Danmark

Af Otto Brøns-Petersen (20 92 84 40)

09-09-2024

Mange vestlige lande og EU som sådan befinder sig i en offentlig gældskrise.

En gældskrise kan tage flere forskellige former.

En *akut* gældskrise vil sige, at staten ikke betaler renter og afdrag eller har adgang til at finansiere sig på kapitalmarkedet. Akutte gældskrises er i sagens natur som regel kortvarige. Enten bliver de løst med hjælp udefra eller også går landet simpelt hen statsbankerot – eventuelt en blanding, hvor kreditorerne må tage et vist tab mod løfte om reformer, som kan sikre resten af tilgodehavendet.

En *strukturel* gældskrise er en situation, hvor gældsniveauet er højt, og de strukturelle offentlige finanser ikke er tilstrækkelige til at få gældskvoten stabiliseret eller til at aftage. Det vil kun gradvist gå ud over den økonomiske vækst og indskrænke de politiske handlemuligheder, så en strukturel krise kan forløbe over lang tid.

Endelig er *uholdbare offentlige finanser* defineret som en situation, hvor de nuværende generationers skatte- og overførselssystemer ikke kan fortsætte uændret, uden at gælden på lang sigt ville eksplodere. Også uholdbare offentlige finanser kan udspille sig over lang tid, indtil sorteper rammer en generation, der bliver tvunget til reformer.

Efter de sidste to definitioner er gældskrisen udbredt. Stort set ingen lande har teknisk set holdbare offentlige finanser – dog med Danmark som en af undtagelser. Holdbarhedsproblemet hænger sammen med, at man har indført velfærdsstatsordninger til generationer af borgere, som ikke har sparet op til dem. I takt med at demografien skifter, og antallet af ældre i forhold til yngre skifter, stiger finansieringsbyrden for de kommende generationer.

Gældskvoterne er generelt høje i mange lande. I EU og navnlig euro-landene har gældskvoterne i de senere år ligget på halvanden gange den tilladte grænse på 60 pct. af BNP i traktaten. Fjorten lande overskred ifølge Kommissionens vurdering grænsen sidste år, det vil sige mere end halvdelen European Commission (2024) tabel 40). Gældskvoterne har været strukturelt stigende lige siden etableringen af euroen ved årtusindeskiftet (men med store udsving fra år til år). Det kan i meget høj grad henføres til, at de pågældende lande i stor udstrækning har overskredet reglen om, at budgetunderskuddet højst må udgøre 3 pct. af BNP (Brøns-Petersen 2023). Denne regel er ligeledes traktatfæstet, men har heller ikke været effektivt håndhævet. Meget lidt tyder på, at det billede kommer til at ændre sig - hverken når det gælder strukturelt stigende gæld eller manglende håndhævelse.

Men det er ikke kun EU, som befinder sig i en strukturel gældskrise. Canada, Japan, Storbritannien og USA har alle gældsreter på over 100 pct. af BNP. Heraf er navnlig den amerikanske statsgæld årsag til bekymring. Fremskrivningerne viser, at uden konsoliderende budgettiltag vil den i forvejen historisk høje gældskvote fortsat stige (Congressional Budget Office 2021). Ingen af de to partiers præsidentkandidater lægger op til sådanne tiltag. Tværtimod har både Harris og Trump uddelt løfter om flere udgifter og skattelettelser, som trækker i den modsatte retning. Med USA's centrale rolle i verden, både når det gælder det internationale finansielle system og sikkerhedspolitik, vil mere akutte gældsproblemer uvægerligt kunne smitte af på resten af verden.

Det er vigtigt at understrege, at man ikke blot kan sammenligne de umiddelbare gældskvoter. Det skyldes for det første, at landene har en forskellig kapacitet til at bære gæld. Her spiller den økonomiske vækst en central rolle, fordi den alt andet lige gnaver af gældsrate. Gældskvoten er jo teknisk set defineret som gælden divideret med BNP. Gældskvoten vokser med underskuddet, men falder med væksten<sup>1</sup>. Så lande med en høj vækst kan klare et større underskud og kan nedbringe gælden lettere end et lande med lav vækst. Og USA har en større vækst end f.eks. lande som Italien og Frankrig med høj gæld og lav strukturel økonomisk vækst.

En anden faktor, som spiller en rolle for den fiskale kapacitet til at håndtere gæld, er renten. Renten er prisen på at låne, og der kan alt andet lige lånes mere, når renten er lav. Problemet er som sagt, at en høj gæld i sig selv kan skubbe et lands renteniveau i vejret. Når en akut gældskrise rammer, bider renten sig selv i halen på den måde, at øget risiko for statsbankerot driver renten op, og at højere rente øger risikoen for statsbankerot yderligere. Højere rente kan desuden påvirke BNP negativt, så gældskvoten stiger yderligere.

Verden har været igennem en periode med meget lave renter. Nogle statsobligationer har endda været forbundet med en negativ rente. Det har fået enkelte til at hævde, at statsgæld slet ikke skulle ses som et væsentligt problem længere, og at EU ikke mere burde have så rigide fiskale regler (f.eks. Blanchard 2019). Men det virkelig bemærkelsesværdige er, at gældskvoterne har været strukturelt stigende *til trods* for lave eller endda negative renter. At lande selv under disse omstændigheder ikke kan mønstre tilstrækkelig fiskal disciplin, siger måske mest noget om, hvor alvorlig den strukturelle gældskrise er.

Renten er som sagt steget en del igen de senere år, hvilket har fået nogle af den mest energiske talsmænd for, at statsgæld ikke er et problem, til at forstumme noget. På længere sigt skal man ikke forvente, at renten vil være negativ, hvortil kommer, at høj offentlig låntagning i sig selv driver efterspørgslen efter lånekapital - og dermed renten - i vejret.

En tredje faktor af betydning for landenes fiskale kapacitet er, i hvor høj grad andre lande og institutioner hæfter for det enkelte lands gæld. Det er især relevant for EU. Forudsætningen for den monetære union, som ledte til den fælles valuta, euroen, var, at det enkelte land selv ubetinget hæfter for sin gæld, og hverken kan trække på andre EU-lande eller fælles institutioner som Den Europæiske Centralbank (ECB). Samtidig er der som sagt traktatmæssige begrænsninger for, hvor meget gæld og hvor store underskud, landene må have. Begge dele er imidlertid forvitret. Først blev Grækenland (delvist) reddet under den græske gældskrise for ti år siden, og efterfølgende har ECB fundet en vej til at omgå forbuddet mod at finansiere medlemslandenes gæld. Det anslås, at ECB nu indirekte finansierer en tredjedel af den italienske statsgæld (Gros 2019). Samtidig er indført en mekanisme, som udligner renteforskelle mellem euro-landene, hvilket reelt vil sige, at risikopræmien på højgældslandene fordeles på alle, og endnu et tabu blev brudt med den fælles lånoptagelse til genopretningspakken under pandemien (se Brøns-Petersen (2023) for en oversigt over reelle brud på forbuddet mod fælles hæftelse).

Isoleret set betyder den reelle fælles hæftelse, at det enkelte EU-land har en væsentlig større kapacitet til at håndtere gæld, simpelt hen fordi byrden kan skubbes over på de andre lande. Men for EU *samlet* har det ført til en betydelig forværret situation, fordi det har skabt et kollektivt

---

<sup>1</sup> Gældskvoten er en brøk. Underskuddet øger brøkens tæller (gælden i beløb), mens vækst øger nævneren (BNP). Se Brøns-Petersen (2023) for en formel matematisk analyse.

handlingsproblem, hvor hvert land har usunde incitamenter til at overgældsætte sig. Det svarer til den velkendte Fælledens Tragedie, hvor adgang til et fælles græsningsareal fører til overudnyttelse, fordi hver bonde kan kaste mange af omkostningerne ved overgræsning over på resten (Brønspetersen 2021).

I sidste ende kan det føre til en betydelig økonomisk og politisk centralisering i EU, præcis som USA fik en væsentlig stærkere føderal statsmagt end tilsigtet efter Revolutionskrigen for at håndtere lignende gældsproblemer i medlemsstaterne Sargent (2012). Udviklingen kan komme som et for mange utilsigtet biprodukt af gældsproblemerne, ikke som resultat af en åben demokratisk proces og politisk debat. Derfor fortjener EU's gældsproblemer en meget mere prominent rolle i den politiske debat, selv i et land som Danmark, hvor de offentlige finanser er særdeles velkonsoliderede. De kan få langt større betydning for den politiske centralisering i unionen end de traktatændringer, som normalt påkalder sig stor debat herhjemme.

Danmark er i øvrigt et eksempel på at lande med store gældsproblemer og fiskale uligevægte kan reformere sig ud af dem. Irland er et andet. Irland var blandt de lande, som var i store fiskale vanskeligheder omkring finanskrisen, men som har arbejdet sig ud af dem ved både at konsolidere de offentlige budgetter og øge den langsigtede økonomiske vækst. Den irske gæld er faldet fra 133,1 pct. af BNP i 2013 til 46,7 pct. af BNP i 2023. I andre lande er det europæiske sikkerhedsnet under de offentlige finanser derimod med til at dæmpe vælgerens appetit på reformer. Det har senest de franske vælgere demonstreret ved at fjerne opbakningen bag en præsident, som endda kun har gennemført relativt beskedne reformer. Frankrig havde allerede inden valget i år udsigt til at overskride gældsloftet og underskudsgrænsen massivt så langt øje rækker. Mere omfattende var Macrons kontroversielle reformer ikke.

## Bør staten kunne optage gæld og hvorfor?

Frem for blot at vurdere den fiskale kapacitet til at optage gæld er der grund til at stille et mere grundlæggende spørgsmål. Hvorfor bør staten i det hele taget kunne optage gæld, og hvor meget bør den i givet fald optage?

Der er faktisk en række gode grunde til, at det i teorien kan være hensigtsmæssigt, at staten kan optage gæld.

Den vigtigste årsag er påpeget af Barro (1979). Adgangen til at optage gæld kan reducere de samlede omkostninger for skatteyderne ved et givent offentligt udgiftsniveau. Forklaringen er, at optagelse af gæld kan udjævne statens indtægter hen over konjunkturcyklen. Ellers ville staten være nødt til at hæve skattesatserne i en lavkonjunktur og sænke dem i en højkonjunktur for at skabe en stabil indtægtsstrøm. Da skatternes forvriddningstab vokser eksponentielt med skattesatsen, ville forvriddningstab ved at hæve skatterne i en lavkonjunktur overstige gevinsten ved et lavere forvriddningstab i en højkonjunktur, således at det samlede forvriddningstab ved beskatningen ville stige. Det kan undgås ved at under- og overskudsbudgettere hen over konjunkturerne.

Der kan være en tilsvarende begrundelse, hvis staten skal kunne føre konjunkturudjævnende finanspolitik. Det teoretiske grundlag for aktiv finanspolitik er dog noget svagere og omstridt.

Begge begrundelser har dog det til fælles, at statens gældsoptagelse kun behøver være midlertidig og svinge omkring en nettogæld på nul. Permanent statsgæld og gælds niveauer over nogle ganske få procent af BNP er fra dette perspektiv hverken nødvendigt eller ønskeligt. Tværtimod kan permanente, høje gælds niveauer svække kapaciteten til at optage midlertidig gæld til at håndtere konjunkturudsving.

Permanent gæld handler udelukkende om fordeling af byrden mellem generationerne ved at finansiere de offentlige udgifter. Spørgsmålet er, om der er gode grunde til at optage gæld og belaste kommende generationer? Det er naturligvis i sidste ende et normativt spørgsmål - på samme måde som det er et normativt spørgsmål for individer, hvor meget de ønsker at efterlade til deres efterkommere.

Ifølge den såkaldte gyldne regel i teorien om offentlig gæld bør generationerne stilles ens, bortset fra at successive generationer vil få en højere levestandard i takt med den økonomiske vækst. Man kan f.eks. nå til den gyldne regel ud fra en præmis om at maksimere generationernes samlede forbrugsmuligheder (Phelps 1961).

Det taler som udgangspunkt for, at staten ikke optager gæld: Den generation, der optager gælden, vil ganske vist øge sine forbrugsmuligheder, men tabet vil være større for kommende generationer.

Det afhænger dog af, hvad statsgælden anvendes til. Hvis staten bruger provenuet til at anskaffe et kapitalgode med meget lang levetid, som rækker ind i kommende generationer, kan det være en fordel for dem, selv om det finansieres med gæld, som de skal være med til at betale tilbage. Hvis hele regningen falder på den generation, der anskaffer kapitalgodet, kan man ikke alene stille spørgsmål ved det rimelige i den fordeling; det kan også indebære, at de undlader at træffe en beslutning, som ville være i efterkommernes interesse til trods for gældsfinansieringen. På samme måde har de færreste personlige arvinger noget imod at arve et hus, som er behæftet med gæld, blot friværdien er positiv.

Man kan også godt begrunde, at der i perioder er underskud på de offentlige finanser og en forringelse af statens samlede formuestilling, hvis den demografiske sammensætning af befolkningen skifter hen over generationerne. Det er en situation, f.eks. det danske samfund bevæger sig ind i med færre erhvervsaktive i forhold til antallet af ældre. Hvis hver erhvervsaktiv generation konsoliderer de offentlige finanser svarende til det træk, de vil påføre de offentlige kasser som ældre, vil der ske en nettoforringelse, netop når de bliver ældre. Det kan sammenlignes med aktiverne i en pensionskasse, når en større andel af medlemmerne går på pension. Aktivmassen vil falde, selv om hver generation sparer op til sig selv.

## Statsgæld skyldes dårlige politiske incitament

Der er dog meget lidt af gælden i landene med høj gæld, som kan forklares med enten konjunkturer<sup>2</sup> eller særligt høje investeringer med henblik på efterkommerne. Dertil kommer, at de bevæger sig ind i demografisk modvind, som egentlig tilsagde, at der var en opsparing at kunne tage hul på.

I den udstrækning normativ økonomisk teori kan forklare de faktiske gælds niveauer, er det nok primært, at de har leveret en hypotetisk begrundelse for at optage gæld, som har gjort det mindre kontroversielt at gældsætte en stat, uanset at midlerne er gået til andre formål.

Den fundamentale årsag er endnu et kollektivt handlingsproblem i stil med Fælledens Tragedie: At et flertal kan stemme sig til andres penge. Tilskyndelsen er endnu større, når dem, det går ud over, ikke har fået stemmeret endside er født endnu. James Buchanan forudså denne konsekvens af en generel accept af statsgæld selv til respektable formål så som at udjævne konjunkturerne (Buchanan og Wagner 2000; Brøns-Petersen 2018).

Gældsproblemerne kan dog blive så store, at de også får betydelige omkostninger for de generationer selv, som optager gælden. En høj gældskvote hæmmer den økonomiske vækst. Kommer man for tæt på den fiskale kapacitetsgrænser, får det også umiddelbare omkostninger - i yderste fald i form af en statsbankerot.

Forklaringen på, at Danmark i dag har genoprettet sine offentlige finanser skal ses i sammenhæng med, at disse omkostninger blev for store. Det har resulteret i ikke alene en lav bruttogæld, men også at nettogælden er helt væk, og at de offentlige finanser er teknisk set overholdbare.

Så man kunne måske fristes til at tro, at Danmark ikke længere er berørt af problemer med offentlig gæld. Det er desværre ikke rigtigt. For det første eksisterer de politiske incitament til at gældsætte kommende generationer stadig. Den finanspolitiske holdbarhed kan derfor komme under pres igen. Man behøver blot se på statsministerens seneste udspil om pensionsalderen, hvis man skulle være i tvivl. For det andet er der en betydelig risiko for, at Danmark kommer til at blive suget yderligere ind i at skulle finansiere gældsproblemerne i EU. Regeringen har endda ved flere lejligheder rystet på hånden, når det gjaldt om at være blandt de lande, som modsætter sig fælles gældsoptagelse. For det tredje kan gældsproblemerne i EU udløse en utilsigtet politisk og økonomisk centralisering i EU eller - hvis befolkningerne ikke er villige til det - at unionen sprækker yderligere. Derfor kræver gældskrisen også fokus herhjemme, de holdbare offentlige finanser til trods.

---

<sup>2</sup> Det er selvsagt en klar tendens til, at gældsrateerne stiger under store konjunkturstød som finanskrisen og coronapandemien. Når gældsrateerne er strukturelt stigende, er det, fordi de ikke er blevet nedbragt til før-kriseniveauet efterfølgende.

## Referencer

- Barro, Robert J. 1979. "On the Determination of the Public Debt". *Journal of Political Economy* 87 (5, Part 1):940–71. <https://doi.org/10.1086/260807>.
- Blanchard, Olivier. 2019. "Europe Must Fix Its Fiscal Rules". Project Syndicate. 10. juni 2019. <https://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-must-relax-budget-deficit-rules-by-olivier-blanchard-2019-06>.
- Brøns-Petersen, Otto. 2018. *James M. Buchanan*. Statskundskabens klassikere. København: Djøf Forlag.
- . 2021. "Markedsfejl og statsfejl". I *Borger og stat - en dansk indføring i liberale og konservative idéer*. København, Danmark: Klim.
- . 2023. "Gældskrisen i EU er en trussel mod dansk finanspolitisk holdbarhed og selvstændighed", marts. <https://cepos.dk/artikler/gaeldskrisen-i-eu-er-en-trussel-mod-dansk-finanspolitisk-holdbarhed-og-selvstaendighed>.
- Buchanan, James M., og Richard E. Wagner. 2000. *Democracy in deficit: the political legacy of Lord Keynes*. The collected works of James M. Buchanan, v. 8. Indianapolis: Liberty Fund. <https://www.econlib.org/library/Buchanan/buchCv8.html>.
- Congressional Budget Office. 2021. "The 2021 Long-Term Budget Outlook". <https://www.cbo.gov/publication/56977>.
- European Commission. 2024. "European Economic Forecast. Spring 2024. Annex". [https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/6e6837c1-e00c-42ed-9f10-8d1ad56f913a\\_en?filename=spring\\_forecast-2024\\_statistical%20annext\\_en.pdf](https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/6e6837c1-e00c-42ed-9f10-8d1ad56f913a_en?filename=spring_forecast-2024_statistical%20annext_en.pdf).
- Gros, Daniel. 2019. "Who Holds Italian Government Debt?" *Policy Insights* 2019 (11):6.
- Phelps, Edmund. 1961. "The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen". *The American Economic Review* 51 (4). American Economic Association:638–43.
- Sargent, Thomas J. 2012. "Nobel Lecture: United States Then, Europe Now". *Journal of Political Economy* 120 (1). The University of Chicago Press:1–40. <https://doi.org/10.1086/665415>.