
Sparede renteudgifter ved nedbragt offentlig gæld og holdbar finanspolitik

Sammenfatning

Danmark er det EU-land, der har præsteret den største reduktion i ØMU-gælden siden 1995. Det skønnes, at den danske stat årligt sparer op til 2 pct. af BNP, svarende til 40 mia. kr., ved at have nedbragt gælden og ved at have bevaret statens høje kreditværdighed. Et beløb af denne størrelse rækker til et helt års offentlige udgifter til forsvar, politi, retssystem og kriminalforsorg tilsammen. Samtidigt er det lavere rentemiljø generelt til gavn for erhvervsinvesteringer og husboldningernes realkreditrenter.

Den danske stat har i løbet af 2017 fået bekræftet sin AAA rating blandt de store kreditvurderingsinstitutter S&P, Moody's og Fitch. Den høje kreditværdighed betyder, at den danske stat kan låne til lave renter. Den høje kreditvurdering er et produkt af en sund økonomisk politik, der bl.a. fører til holdbarhed på de offentlige finanser. Forbedringen af de offentlige finanser gennem de seneste 20 år har betydet, at Danmark er gået fra at være relativt højt gældsats (målt ved ØMU-gælden) til nu at have et af de laveste niveauer for den offentlige gæld i EU.

Lavere statsgæld og lavere renter betyder tilsammen, at statens årlige renteudgifter er nedbragt fra 5,6 pct. af BNP i 1995 til forventet 1 pct. af BNP i 2017. I 2018 skønnes renteudgifterne at falde til under 1 pct. af BNP for første gang i nyere tid.

Hvis staten havde haft samme gældsniveau som i 1995, ville renteudgifterne med det aktuelt gældende renteniveau have været forøget med ca. 1,5 pct. af BNP. Derudover ville den danske stat næppe have fastholdt den høje kreditvurdering og det lave renteniveau uden den løbende nedbringelse af statsgælden.

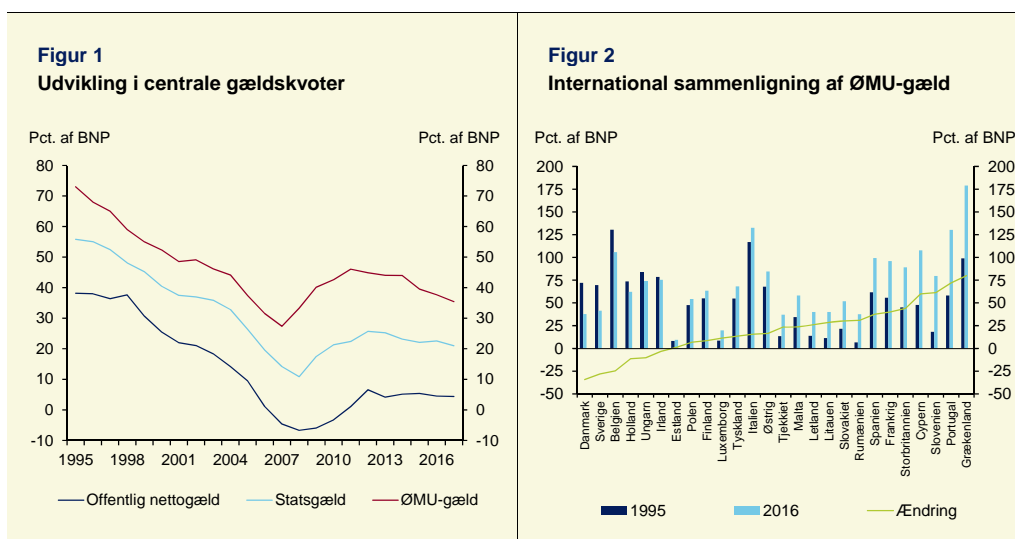
Udviklingen i forskellige gældskvoter

Den offentlige nettogæld (som dækker kommunernes, statens og regionernes finansielle aktiver og passiver) er reduceret markant siden halvfemserne, fra knap 40 pct. af BNP i 1995 til forventet omkring 4 pct. ultimo 2017, *jf. figur 1*. Faldet skyldes en lang periode med sunde offentlige finanser og sund økonomisk politik. Den offentlige nettogæld nåede sit laveste niveau i 2008, hvorefter den steg efter finanskrisens udbrud. Siden 2011 har den offentlige nettogæld ligget stabilt omkring 5 pct. af BNP. Den offentlige nettogæld er det centrale gældsbegreb i forbindelse med opgørelsen af finanspolitikens langsigtede holdbarhed og det økonomiske råderum.

Den løbende reduktion i nettogældens andel af BNP er opnået gennem en reduktion af statsgældens andel af BNP. Den tilsvarende tendens gør sig også gældende

for det offentlige bruttogæld (ØMU-gælden), *jf. boks 1*. ØMU-gælden er faldet fra ca. 73 pct. af BNP i 1995 til knap 38 pct. af BNP ved udgangen af 2016. I samme periode er Danmark således det EU-land, der har opnået den højeste reduktion i ØMU-gældskvoten, *jf. figur 2*, hvor landene er rangordnet efter størst nedbringelse af ØMU-gældskvoten fra 1995-2016.

I dag udgør statsgælden ca. 21 pct. af BNP. Nedbringelsen af gældskvoten har medført, at Danmark nu har en af de laveste gældskvoter blandt de udviklede lande. I 1995 havde Danmark den 7. højeste ØMU-gæld, mens dette i 2016 er vendt til at være den 5. laveste.



Anm.: ØMU-gælden følger eurostats definition og afviger fra Danmarks opgørelse af statsgæld. Her bliver statens indestående hos Nationalbanken eksempelvis ikke modregnet, og kommunal gæld medregnes.

Kilde: Eurostat og ADAMs databank.

Boks 1**Centrale opgørelser af den offentlige gæld**

Der sondres normalt mellem tre opgørelser af den offentlige gæld: ØMU-gælden, statsgælden og den offentlige nettogæld. De forskellige gældsbegreber afviger fra hinanden med hensyn til opgørelsesmetoder og afgrænsningen af den offentlige sektor.

ØMU-gælden – der dækker stat, kommuner, amter/regioner samt sociale kasser og fonde – bruges i forbindelse med EU's Stabilitets- og Vækstpagt. Gældskriteriet indebærer, at ØMU-gældens andel af BNP som udgangspunkt ikke må overstige 60 pct. Danmark overholder aktuelt dette mål med en bred sikkerhedsafstand, idet ØMU-gælden de senere år har ligget nogenlunde stabilt i omegnen af 40 pct. af BNP. ØMU-gælden omfatter primært den udestående obligationsgæld.

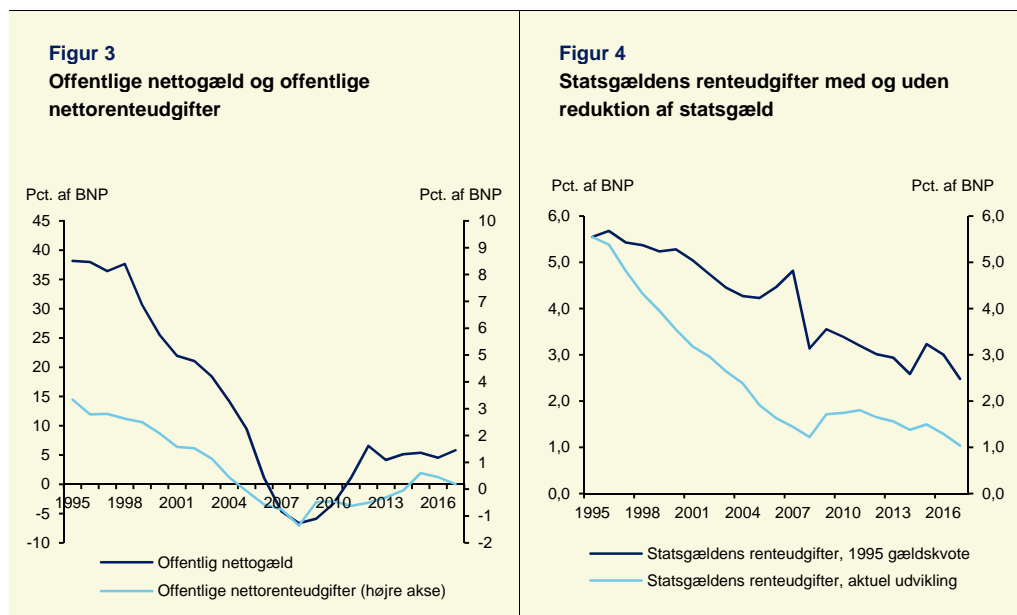
Statsgælden omfatter udelukkende statens gæld og dermed ikke gælden i de øvrige offentlige delsektorer. Forvaltningen af statens gæld varetages af Danmarks Nationalbank. Ændringer i statens indestående i Nationalbanken indgår direkte i opgørelsen af statsgælden. Det betyder – i modsætning til ØMU-gælden – at uanset om statens uderskud finansieres via obligationsudstedelse eller træk på statens konto i Nationalbanken, så påvirkes statsgælden. Herudover modregnes også værdipapirindeståendet i de 3 statslige fonde – Den Sociale Pensionsfond, Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse og Innovationsfonden.

ØMU-gælden (og i et vist omfang også statsgælden) er såkaldte bruttogældsstørrelser, der primært omfatter den finansielle passivside. Nettogælden inddrager derimod både finansielle aktiver og passiver. Nettogælden i stat, kommuner og regioner er udgangspunktet for beregningerne af de offentlige financers langsigtede holdbarhed. Den offentlige nettogæld opgøres til kursværdi, mens ØMU-gælden og statsgælden opgøres nominelt.

Nedbragt gældskvoté har givet øget råderum på de offentlige finanser

I takt med at statsgælden er faldet i forhold til BNP, er de offentlige nettorenteudgifter i pct. af BNP ligeledes faldet. Da den danske stat i 1995 havde en statsgæld på ca. 56 pct. af BNP, medførte det årlige renteudgifter for ca. 5,6 pct. af BNP. I 2017 skønnes renteudgifterne blot at udgøre ca. 1 pct. af BNP, *jf. figur 3 og figur 4*.

Reduktionen i renteudgifterne kan deles op i et faldende renteniveau og en måltrettet nedbringelse af gælden over tid. Det reducerede gælds niveau giver isoleret set en besparelse på ca. 30 mia. kr. i 2017. Havde staten fortsat haft samme statsgældskvoté som i 1995, ville renteudgifterne herpå udgøre ca. 2,5 pct. af BNP i stedet for ca. 1 pct., *jf. figur 4*. Figuren viser renteudgifternes faktiske udvikling i forhold til et forløb med et fastholdt gældsætning i forbindelse med periodens faktiske renteudvikling.



Anm.: Statslige obligationer er opgjort til kursværdi og afviger derfor fra definitionen for statsgælden og ØMU-gælden. Renteudgifter ved uændret gældsætning viser en standardberegnet udvikling i renteudgifterne, hvor renteudgifterne i procent af statsgælden følger den faktiske udvikling, mens statsgældens andel af BNP er fastholdt på 1995-niveauet.

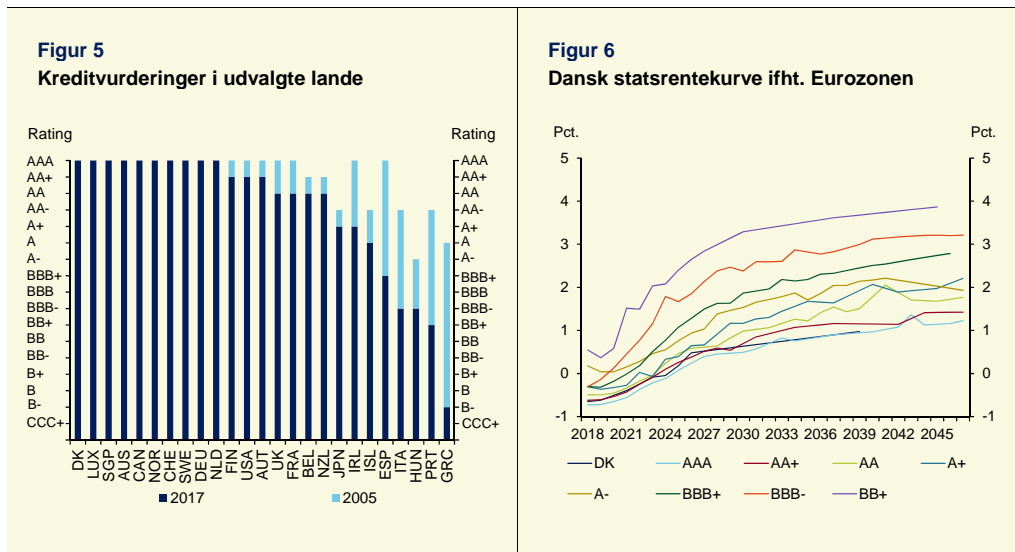
Kilde: ADAMs databank.

Den lave netto- og bruttogældskvotens medvirker i sig selv til et lavere niveau for den rentesats som staten skal betale. Det faldende renteniveau over perioden skal således ses i lyset af ikke bare et lavere rentemiljø globalt, men også, at den lavere gæld giver højere tillid og troværdighed på de finansielle markeder til den økonomiske politik. Bl.a. derfor har Danmark bevaret sin AAA-vurdering gennem både finanskrisen og eurozonens gældskrise. AAA-vurderingen er et kvalitetsstempel af et lands økonomi, og medvirker til at give de lavest mulige låneomkostninger for staten og afledt deraf på resten af det danske samfund.

Sund og holdbar økonomisk politik bidrager til et lavt rentemiljø

Danmark er et ud af kun ti lande¹, som har en AAA-vurdering hos både Standard & Poor's (S&P), Moody's og Fitch, *jf. figur 5*. AAA-vurderingen er den højeste opnåelige kreditvurdering blandt kreditvurderingsbureauerne, og afspejler med S&P's definition ”en særdeles stærk evne til at imødekomme sine finansielle forpligtelser”. Investorer har høj efterspørgsel efter AAA-ratede obligationer på baggrund af den lave risiko, hvilket giver den danske stat mulighed for at udstede obligationer til fordelagtige renter sammenlignet med andre lande, *jf. figur 6*. Lave statsrenter bidrager til et generelt lavt rentemiljø, da investorer vil forlange en mindre landespecifik risikopræmie. Dette medfører lavere realkreditrenter for husholdningerne og lånerenter på erhvervsinvesteringer.

¹ Danmark, Østrig, Canada, Norge, Schweiz, Sverige, Tyskland, Holland, Singapore og Luxembourg.



Anm.: Grækenland og Estland er udeladt. Figur 6 viser en gennemsnitlig rentekurve for eurozone-landene fordelt på kreditvurdering, sammenholdt med den danske rentekurve for statsobligationer.

Kilde: S&P, Thomson Reuters Eikon

En AAA-rating er ikke en selvfølge. Fem af eurozonens medlemmer² mistede deres AAA-rating under finanskrisen og den efterfølgende eurozonekrise. Såfremt Danmark ikke havde nedbragt gældsætningen fra halvfemsernes niveau, havde der været en risiko for at ende i samme gruppe. Som følge af den førte politik er troværdigheden af den danske økonomi dog forblevet høj, og låneomkostningerne er faldet. De potentielt sparede renteudgifter herfra ses i *tabel 1*, der viser eurolandenes låneomkostninger ved forskellige kreditværdigheder.

Forskellen i eurolandenes rating giver en naturlig variation, der kan vise de finansielle markeders krav til risikopræmie ved forskellige kreditværdigheder³. Aktuelt forlanger investorer, der investerer i euro-denominerede obligationer, en præmie på gennemsnitligt 0,16 pct. point for at påtage sig en AA+ kreditrisiko fremfor AAA-kreditrisiko, stigende til 2,13 pct. point for en BB+ vurdering.

Såfremt Danmark oplevede en nedjustering af kreditværdigheden, vil det kunne forventes, at Danmark skulle betale en tilsvarende præmie på de danske statsobligationer under forudsætning af, at kreditspændene ville være den samme for de danske statsobligationer. Isoleret set ville det ved den nuværende gældsætning indebære en meromkostning på godt 1 mia. kr. årligt for en AA+ vurdering, stigende til ca. 17 mia. kr. ved en BB+ kreditvurdering.

² Finland, Østrig, Frankrig, Irland og Spanien havde en AAA-vurdering i 2005, men mistede denne i løbet af finanskrisen eller eurozonens gældskrise.

³ Der tages dog her forbehold for forskellige likviditetspræmier hos udstederlandene, hvor et større og mere omsætteligt obligationsmarked bidrager til lavere renter. Der er også en tendens til home-bias i investeringsbeslutninger, hvor investorer vil foretrække sit eget lands obligationer.

Tabel 1
Låneomkostninger blandt Eurozonelande, september 2017

	AAA	AA+	AA	A+	A-	BBB+	BBB-	BB+
	Luxembourg, Tyskland, Holland	Østrig, Finland	Belgien, Frankrig	Irland, Slovakiet	Slovenien, Letland, Litauen, Malta	Spanien	Italien	Portugal, Cypern
Gældskvote, interval	20 – 68	64 - 85	96 - 106	52 - 75	40 - 80	99,4	132,6	108 - 130
Gnst. effektiv rente, pct. ¹⁾	0,04	0,20	0,40	0,56	0,91	0,97	1,44	2,17
Gnst. spænd til AAA-lande, pct. ²⁾	-	0,16	0,36	0,52	0,87	0,93	1,40	2,13
Implicit merudgift for den aktuelle danske statsgæld, mio. kr. ³⁾	-	1.264	2.812	4.072	6.842	7.297	11.015	16.795
Samlet merudgift ved 1995 gældskvote, mio. kr. ⁴⁾	30.767	33.845	37.617	40.684	47.433	48.540	57.598	71.676

Anm.: Data er hentet 4/9/2017. Grækenland og Estland er udeladt fra beregningerne.

- 1) Den gennemsnitlige effektive rente er vægtet med den danske gældssammensætning. Dette viser de hypotetiske låneomkostninger Danmark ville have, hvis vi lånte på samme vilkår som gennemsnittet inden for hver gruppe.
- 2) AAA-spændet viser forskellen mellem den gennemsnitlige effektive rente for landene med den pågældende kreditvurdering og AAA-landene i euroområdet. Dette kan benyttes som et udtryk for den aktuelle omkostning ved at have denne kreditvurdering.
- 3) Merudgifterne viser øgede renteomkostninger på den danske statsgæld, hvis statsrenterne steg med det ovennævnte spænd. Dette svarer til de potentielle omkostninger ved en nedvurdering af kreditværdigheden.
- 4) Den samlede merudgift svarer til de øgede renteomkostninger ved et gælds niveau på 55 pct., tillagt meromkostningerne ved en stigning i renterne svarende til spændet. Dette svarer til omkostningerne ved en situation, hvor Danmark havde fortsat med en gældsætning fra 1995 og oplevet en nedgradering.

Kilde: Thomson Reuters Eikon, S&P og Nationalbanken.

Derfor vil en samlet årlig omkostning på godt 30 mia. kr. for at have fastholdt halvfemsernes statsgældskvote formentligt være et minimumsskøn. Det må forventes, at renteniveauet under disse omstændigheder ville være højere, muligvis i sammenhæng med en nedjustering af AAA-vurderingen. Hvis Danmark havde fået den samme nedjustering af AAA-kreditværdigheden som nogle af eurolandene og dermed oplevet samme forøgelse af kreditspænd, ville renteudgifterne potentielt have været op til 40 mia. kr. højere årligt. *Tabel 1* viser dette ved at lægge renteudgifterne fra den højere gældskvote sammen med et højere renteniveau, svarende til den præmie de nedjusterede lande aktuelt betaler i dag.