

---

FOLKETINGET



Finansudvalget

Folketingets Økonomiske Konsulent

**Til:** Udvalgets medlemmer og stedfortrædere

**Dato:** 8. november 2013

**Er der sammenhæng mellem offentlig gæld og økonomisk vækst?**

**Sammenfatning**

I 2010 publicerede økonomiprofessorerne **Carmen Reinhart og Kenneth Rogoff** (Harvard University) en artikel, hvor de fandt, at lande med en offentlig gæld på over 90 % af BNP havde markant lavere vækst end lande med mindre offentlig gæld. Det afstedkom bl.a. argumenter for en stram finanspolitik.

En økonomistuderende ved navn **Thomas Herndon** (University of Massachusetts) regnede efter, og fandt, at Reinhart og Rogoffs regnestykke var forkert (april 2013). Det afstedkom megen offentlig debat, at der "lige pludselig" tilsyneladende ikke er nogen stærk negativ sammenhæng mellem stor offentlig gæld og vækst.

Men der er god grund til at nuancere debatten. Andre forskningsresultater viser, at det er muligt at få vækst med høj offentlig gæld, men væksten bliver blot noget mindre.

IMF påpeger desuden, at man skal være påpasselig med at drage for håndfaste konklusioner vedrørende påvirkningen fra høj offentlig gæld til lav økonomisk vækst. Aktuelt kan det tilføjes, at f.eks. USA i dag har høje vækstrater i prognoserne og meget høj offentlig gæld.

## 1. Indledning

Efter den finansielle krise er den offentlige gæld i mange vestlige økonomier steget betragteligt, dette gælder særligt for de kriseramte Euro-lande, samt USA, Japan og UK.

I forhold til tilrettelæggelsen af finanspolitikken i disse lande, er det derfor særdeles relevant, at undersøge om der er en sammenhæng mellem offentlig gæld og økonomisk vækst.

Flere studier har derfor søgt at analysere dette i de senere år. Det mest omtalte bidrag er uden tvivl artiklen, *Growth in a Time of Debt*<sup>1</sup>, som **Carmen Reinhart** og **Kenneth Rogoff** (begge økonomiprofessorer fra University of Harvard) udgav i 2010.

I artiklen påstår de, at der for moderate gælds niveauer ingen særlig sammenhæng er mellem et lands BNP-vækst og offentlig gæld. **Men når den offentlige gæld overstiger 90 % af BNP**, vil den økonomiske vækst blive hæmmet af den høje gældsbyrde.

Artiklen blev derfor brugt som et argument for at kriseramte lande med høj gæld burde "spare sig ud af krisen".

Artiklen er sidenhen blevet kritiseret af to årsager:

1. Deres datahåndtering var forkert. En gennemgang af Reinhart og Rogoffs analyse foretaget af økonomistuderende Thomas Herndon m.fl.<sup>2</sup> har påvist, at forkert datahåndtering fra Reinhart og Rogoffs side havde en kraftig påvirkning på deres resultater for gælds niveauer over 90 % af BNP.
2. På baggrund af Reinhart og Rogoffs analyse kan man **ikke** konkludere at høj offentlig gæld medfører lavere vækst – dette gælder selvom deres dataanalyse havde været korrekt.

---

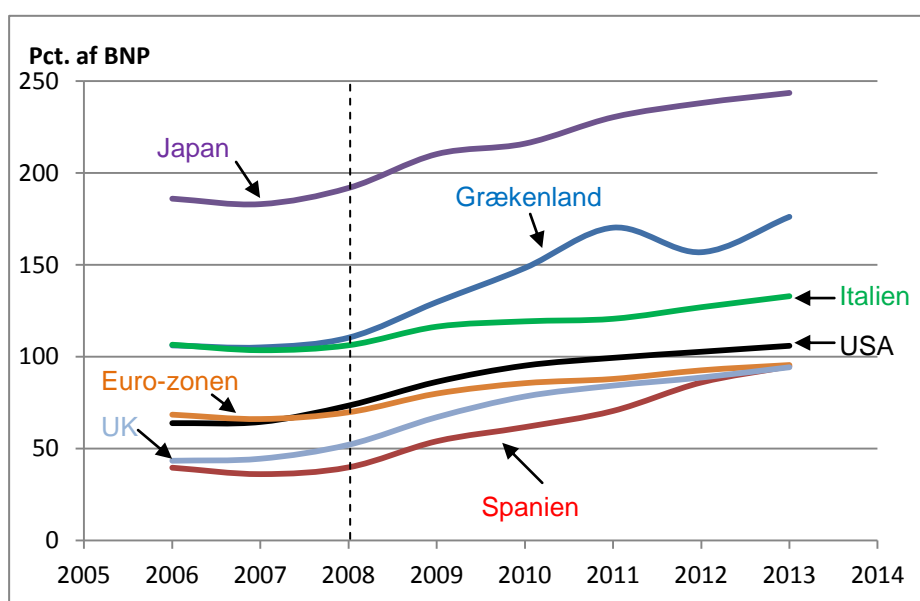
<sup>1</sup> [http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/growth\\_in\\_time\\_debt\\_aer.pdf](http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/growth_in_time_debt_aer.pdf)

<sup>2</sup> Thomas Herndon m.fl.: "**Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A critique of Reinhart and Rogoff**".  
[http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_301-350/WP322.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/WP322.pdf)

Notatet gennemgår kort artiklens hovedkonklusion, samt resultater fra nyere forskning, der både understøtter og går imod Reinhart og Rogoffs påstand om at et højt niveau for den offentlige gæld hæmmer den økonomiske vækst.

**Sagen har været meget debatteret i offentligheden.** Derfor kan det være formålstjenstligt med et notat.

**Figur 1:** Udvikling i den offentlige bruttogæld som andel af BNP for udvalgte lande, 2006 - 2013



Kilde: Europa-Kommissionen, "European Economic Forecast Autumn 2013" og IMF: "World Economic Outlook Database".

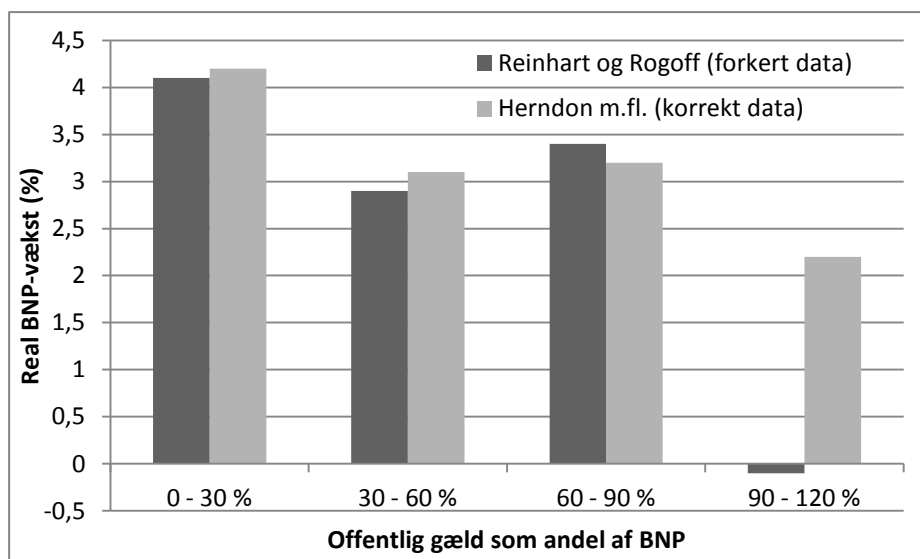
Af figuren fremgår, at der i kølvandet på finanskrisen skete en vældig stigning i den offentlige gæld i mange lande.

## 2. Reinhart og Rogoff: *Growth in a Time of Debt*

Reinhart og Rogoff undersøgte i artiklen, *Growth in a Time of Debt*, sammenhængen mellem BNP-vækst og offentlig gæld. Dette gjorde de ved at sammenligne BNP-vækst for et givent år med det pågældende lands offentlige gæld (som andel af BNP) for selvsamme år. Deres resultater er gengivet i

**Figur 2** nedenfor. Af figuren fremgår også økonomistuderende Thomas Herndon's resultater, baseret på **revisionen** af Reinhart og Rogoffs datagrundlag.

**Figur 2:** Gennemsnitlig real BNP-vækst for visse industrialiserede lande opdelt efter offentlig gældsbyrde, 1946-2009



Kilde: Thomas Herndon m.fl.

Som **Figur 2** illustrerer, fandt Reinhart og Rogoff at den gennemsnitlige BNP-vækst for lande med offentlig gæld på **over** 90 % af BNP var markant lavere (oven i købet negativ), end for lande med gældsreter på under 90 % af BNP. Således havde lande med offentlig gæld på over 90 % af BNP en gennemsnitlig årlige vækstrate på -0,1 procent, mens lande med offentlig gæld på mellem 60 og 90 % af BNP havde en gennemsnitlig vækstrate på 3,5 %.

Interessant nok, illustrerer figuren ligeledes, hvordan der ingen tydelig sammenhæng er mellem gæld og vækst for gælds niveauer **under** 90 % af BNP.

Nok har lande med en lav gæld de højeste vækstrater, men lande med offentlig gæld på 60-90 % af BNP har faktisk højere vækst end lande med gælds niveauer på 30-60 %.

Ud fra deres resultater konkluderede Reinhart og Rogoff at **offentlig gæld hæmmer økonomisk vækst når gælden overstiger 90 % af BNP**<sup>3</sup>.

Reinhart og Rogoffs resultater var centrum for megen debat. Deres artikel blev bl.a. brugt som et argument for at implementere finanspolitiske stramninger i de kriseramte Euro-lande, ligesom den tidligere republikanske vicepræsident kandidat, Paul Ryan, brugte artiklen som argument for at den offentlige gæld i USA skulle nedbringes.

### 3. Reinhart og Rogoff genbesøgt – havde de ret?

Som følge af den megen opmærksomhed Reinhart og Rogoffs resultater fik, blev der i kølvandet på udgivelsen af *Growth in a Time of Debt*, udgivet flere artikler, som fulgte op på artiklens resultater og valg af metode. Resultaterne fra nogle af disse artikler er gengivet nedenfor.

*Reinhart og Rogoffs databrug og datagrundlag var ikke korrekt*

I et forsøg på at genskabe Reinhart og Rogoffs resultater, fandt økonomistuderende Thomas Herndon m.fl. ud af, at manglende data samt forkert databrug fra Reinhart og Rogoffs side, medførte at deres resultater **ikke var korrekte**. Som **Figur 2** (ovenfor) illustrerer, fandt Herndon at lande med en offentlig gældsbyrde på mere end 90 % af BNP i gennemsnit, ikke har haft **markant** lavere vækst end lande med gæld under 90 %. Således havde lande med offentlig gæld over 90 % af BNP en gennemsnitlig vækstrate på 2,2 procent per år, mens lande med gæld mellem 60 og 90 % af BNP havde gennemsnitlige vækstrater på 3,2 procent per år.

På trods af at forskellen ikke længere var så markant, fandt Thomas Herndon dog stadig at lande med høj offentlig gæld har haft moderat lavere vækst end

---

<sup>3</sup> Som mulig forklaring, beskriver de hvordan høj gæld (over 90 % af BNP ifølge deres analyse) medfører at de finansielle markeder vurderer der er en reel risiko for konkurs. Som compensation for denne konkursrisiko, vil de finansielle markeder kræve højere renter på nyudstedte statsobligationer. **For at undgå statsbankerot, vil det derfor være nødvendigt for staten at implementere finanspolitiske stramninger, hvilket i sidste ende sænker den økonomiske vækst.**

lande med lav gæld, som figuren jo illustrerer. Umiddelbart kan det derfor ikke afvises, at højere offentlig gæld fører til lavere økonomisk vækst for tilpas høje gælds niveauer.

### *Reinhart og Rogoffs metode var ikke korrekt*

Udover den forkerte brug af data, er Reinhart og Rogoffs artikel ligeledes blevet kritiseret på baggrund af metodemæssige forhold. Flere økonomer har således påpeget, at alene fordi høj offentlig gæld observeres mens der er lav vækst, kan man **ikke** konkludere at høj gæld medfører lav vækst. I stedet kan det eksempelvis være, at lav vækst medfører høj(ere) offentlig gæld<sup>4</sup>.

Både Reinhart og Rogoffs samt Herndons resultater bygger alene på sammenligninger mellem offentlig gæld og økonomisk vækst for forskellige år. Man kan således ikke konkludere hvad der påvirker hvad, men blot konstatere at høj offentlig gæld synes at være associeret med moderat lavere vækst.

Derudover tager ingen af artiklerne højde for at andre forhold kan påvirke både den økonomiske vækst samt den offentlige gæld. Eksempelvis kan noget som alderssammensætningen af befolkningen tænkes at påvirke både de offentlige udgifter (og dermed gælden) samt størrelsen af arbejdsstyrken (og dermed den økonomiske vækst).

### *Supplerende forskning*

Supplerende forskning i 2011 og 2012 fra **IMF** og **Bank of International Settlements (BIS)**<sup>5</sup>, har til forskel fra Reinhart og Rogoff samt Herndon, forsøgt at isolere effekten af højere offentlig gæld på den økonomiske vækst. Dette gør de dels ved at bruge mere sofistikerede statistiske metoder, dels ved at inkludere flere variable for at tage højde for at andre forhold kan påvirke både økonomisk vækst og offentlig gæld.

---

<sup>4</sup> F.eks. som følge af færre skatteindtægter og øgede overførselsindkomster

<sup>5</sup> Cecchetti, Mohanty og Zampolli: "The real effects of debt". <http://www.bis.org/publ/work352.pdf>.

Kumar og Woo: "Public debt and growth". <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10174.pdf>

Den supplerende forskning giver derved et tydeligere billede af, om der er en effekt af høj offentlig gæld på den økonomiske vækst end de tidligere omtalte artikler.

**De mere sofistikerede analyser indikerer at offentlige gældsreter på over 85 – 95 % af BNP mindsker den økonomiske vækst**, mens der ingen klar effekt er for gældsreter under dette niveau. Konkret finder de at, for offentlige gældsreter over 85-95 % af BNP, vil en yderligere forøgelse på 10 pct. point af gælden som andel af BNP mindske den årlige BNP-vækst med 0,15 – 0,20 pct. point.

Altså vil en stigning i den offentlige gældsrate fra 100 % til 120 % af BNP, sænke den årlige BNP-vækst med 0,30 – 0,40 pct. point. Det vil sige kun en begrænset reduktion i væksten, og ikke et så stort og pludseligt fald som påpeget af Reinhart og Rogoff.

Det skal dog påpeges, at der findes andre studier, som ikke finder nogen særlig sammenhæng mellem høj offentlig gæld og økonomisk vækst. IMF påpeger derfor i deres "World Economic Outlook" rapport fra april 2013<sup>6</sup>, at man skal være påpasselig med at drage konklusioner vedrørende påvirkningen fra høj offentlig gæld til økonomisk vækst.

Med venlig hilsen

Oliver Grinderslev / Niels Hoffmeyer (3602)

---

<sup>6</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/>, s. 36