

ved at omlægge en større del af gælden til D-mark kan øge troværdigheden om den danske fastkurspolitik og nedsætte renteudgifterne på statens gæld. Argumenterne er, at regeringen – ved at påtage sig en større gæld i D-mark – vil være mere opsat på at forsvare fastkurspolitikken. Desuden har den tyske rente historisk været lavere end den danske, netop fordi udenlandske investorer tager sig betalt for den usikkerhed, der er knyttet til udviklingen i kronekursen.

Finansministeriet har på baggrund af rapporten gennemgået argumentationen og i den forbindelse uformelt drøftet konsekvenserne af en sådan låneomlægning med Nationalbanken og Økonomiministeriet. Det viser sig, at rapportens anbefalinger bestemt ikke er uden omkostninger – hverken for staten eller den generelle samfundsøkonomiske udvikling i Danmark. Tværtimod vil den foreslåede omlægning af statens låntagning dels øge statens risiko, dels få uheldige konsekvenser for troværdigheden af penge- og valutakurspolitikken – og dermed i sig selv underminere rapportens argumentation. På den baggrund giver de fremførte synspunkter omkring statsgældspolitikken ikke anledning til at foretage ændringer i den hidtidige praksis.

### Konsekvenser af en ændring af den hidtidige praksis

Det overordnede mål for statens låntagning er at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt – under hensyntagen til den førte penge- og valutakurspolitik. Dette hensyn er varetaget ved, at der mellem Nationalbanken og Finansministeriet gennem en længere årrække har eksisteret en aftale om, at statens underskud finansieres ved udstedelse af statspapirer i danske kroner. Udenlandsk låntagning anvendes alene til at refinansiere afdrag på den eksisterende udenlandske statsgæld samt at sikre en passende valutareserve. Denne praksis anses af såvel Nationalbanken, Økonomiministeriet og Finansministeriet for at være den mest velegnede til sikring af stabile monetære forhold samt en troværdig pengepolitik.

I praksis sløres denne skillelinje, f.eks. ved at udlændinge køber kroneobligationer på Københavns Fondsbørs. Med frie kapitalbevægelser er den økonomiske argumentation for at adskille de to forhold næppe længere til stede, men det institutionelle argument består, idet f.eks. Nationalbankens omveksling af D-mark i markedet ved salg af D-mark-obligationer ellers

meget let vil forværre signalerne omkring valutakurspolitikken (hvornår intervereres der af hensyn til kronen i »gammeldags forstand« og hvornår er der tale om almindelige markedsoperationer?). Hvis dette problem med udstedelse af D-mark-obligationer skal undgås, skal Danmark indgå i en monetær union med Tyskland.

Spørgsmålet er, hvad der vil ske med likviditet, renter og valutaforhold, hvis rapportens forslag skulle føres ud i livet – dvs. at den hidtidige praksis for statsgældspolitikken ændres til fordel for større udenlandsk låneoptagelse.

Under den nuværende ordning modvirkes likviditetseffekten af underskud på statens finanser ved udstedelse af indenlandske statspapirer. En tilsvarende likviditetsopsugning kan i princippet opnås ved, at staten optager lån i D-mark og efterfølgende omveksler provenuet mod danske kroner i valutamarkedet. Forskellen er blot, at staten har pådraget sig en gæld i fremmed valuta frem for i kroner. Ud fra en teoretisk betragtning vil påvirkningen på likviditeten derfor være uafhængig af, om staten låner i kroner eller D-mark.

Ifølge Det Økonomiske Råd vil en sådan ordning endvidere indebære en lavere rente på danske statspapirer – og dermed generelt et lavere renteniveau i Danmark. Argumentet er, at det reducerede udbud af danske kroneobligationer vil få den danske rente til at falde. Alternativt kan man sige, at den danske rente må falde i forhold til den tyske, for at få investorerne til at efterspørge færre kroneobligationer og flere D-mark-obligationer.

Et problem er, at der ved den skitserede ændring af låneoptagelsen fra kroner til D-mark kan opstå en vis turbulens omkring kronekursen, når låneprovenuet skal omveksles i valutamarkedet. Kronekursen har ved tidligere lejligheder vist sig meget følsom over for ændringer i udbud og efterspørgsel.

Et andet – og formentlig større – problem er, at det som nævnt bliver sværere for både valutamarkedet og obligationsmarkedet at gennemskue, om Nationalbanken fører valutakurspolitik eller neutraliserer likviditetseffekter fra budgetunderskuddet. Dette vil skade troværdigheden, og resultatet kan blive en højere rente.

Det kan endelig nævnes, at de øvrige kernelande i det europæiske valutasamarbejde – som Tyskland, Frankrig og Holland – udelukkende finansierer budgetunderskud i egen valuta. Omvendt benytter lande med store økonomiske