

# Overdreven fokus på gæld

I Stonehenge undlader vi at investere i selskaber med høj gæld, fordi gæld kan være særdeles ødelæggende. Vi ser som udgangspunkt en høj gæld som et advarselstegn. Alligevel synes vi, at den nuværende gældsdebat er løbet af sporet. Debatten er unuanceret, præget af misforståelser, og alt for fokuseret på bruttogældens størrelse. I denne artikel vil vi beskrive, hvorfor gælden slet ikke er så stort et problem, som det ofte fremføres.

Der går ikke en dag uden en negativ overskrift om gældsproblemet, og stemningen er tyk af pessimisme. Man snakker ikke længere om finanskrisen, men i stedet om en mere grundlæggende gældskrise. Frygten er, at finanskrisen kun var et symptom på en underliggende krise, hvor en alt for lempelig kreditgivning gennem mere end 30 år har ført til en uholdbar høj gæld. Et populært synspunkt er, at den høje gæld vil medføre lavkonjunktur i mange år fremover. Desuden hører man ofte, at gælden er så høj, at det reelt er umuligt for mange lande at betale den tilbage. Kombinationen af høje renter og sparepakker knuser væksten og gør det endnu sværere at betale pengene tilbage. Derfor fremføres det, at den eneste udvej er adskillige statsbankerotter, som kan udløse en endnu værre krise end finanskrisen. Det er nemt at blive bekymret, når man hører disse synspunkter. Og data understøtter umiddelbart pessimismen. Set over de sidste 30 år er industrilandenes gæld steget med over 5% hver eneste år, og udgør nu hele 314% af BNP i gennemsnit. Se tabel 1. Det er det højeste niveau nogensinde, og dækker over en generel tendens. Selvom pressen især fokuserer på en række sydeuropæiske lande er den høje gæld således et globalt problem. I 2010 var den mindst forgældede nation blandt 18 OECD lande eksempelvis Australien med en samlet gæld på "kun" 235% af BNP.

**Tabel 1:**  
Gæld i % af BNP, gennemsnit af 18 OECD lande

	1980	1990	2000	2010
Husholdninger	37	48	61	93
Virksomheder	85	94	113	128
Offentlig sektor	44	67	81	93
<b>Samlet gæld</b>	<b>167</b>	<b>211</b>	<b>255</b>	<b>314</b>

Kilde: BIS, OECD

To amerikanske økonomiprofessorer har undersøgt 800 års historiske data i en omfattende analyse (Reinhart & Rogoff; This Time is Different, 2009). Et af deres resultater er, at en bankkrise næsten altid bliver afløst af en statsgældskrise med stor sandsynlighed for efterfølgende statsbankerotter. De konkluderer samtidig, at når statsgælden når op omkring 80-90% af BNP, så begynder den økonomiske vækst at aftage mærkbart – en grænse som de fleste OECD lande overstiger i dag. Disse konklusioner er blevet flittigt citeret. Det er blevet knap så flittigt citeret, at de selv samme professorer også nåede frem til, at en typisk krise historisk er blevet indvarslet af faldende ejendomspriser og er sluttet ca. 6 år efter prisfaldet begyndte. Og i USA, hvor krisen startede, er det nu præcist 6 år siden, boligpriserne begyndte at falde. Så måske er krisen i virkeligheden ved at være slut...

Vi anerkender, at hele gældsproblematikken er uhyre kompleks. Vi har ikke nogen krystalkugle, så vi ved desværre ikke, hvordan det hele ender. Der er ingen tvivl om, at en for høj gæld kan være særdeles ødelæggende. Især fordi den der skylder pengene, bliver afhængig af långiverens nåde, og dermed mister sin uafhængighed. Høj gæld kan også være et signal om dårlig økonomistyring og kontrol. Visse lande – som Grækenland – har endvidere åbenlyst levet over evne, og må betale prisen. Men når det er sagt, så mener vi, at debatten er blevet noget skinger med tendens til udelukkende at fokusere på gældens negative konsekvenser. Stemningen er blevet lidt i stil med, at det nærmest er uansvarligt at låne penge til et hus. Men kun meget få har råd til et hus, mens de har brug for det, hvis de skal spare hele beløbet op først. Man skal huske, at hele pointen med kapitalmarkederne er at kanalisere penge fra personer med et opsparingsoverskud over til personer med et lånebehov, og at denne mekanisme helt klart øger samfundets samlede velfærd. Der findes selvfølgelig dårlig gæld og dårlige betalere. Men de fleste optager gælden som en midlertidig hjælp, bruger pengene fornuftigt og betaler også gælden tilbage.

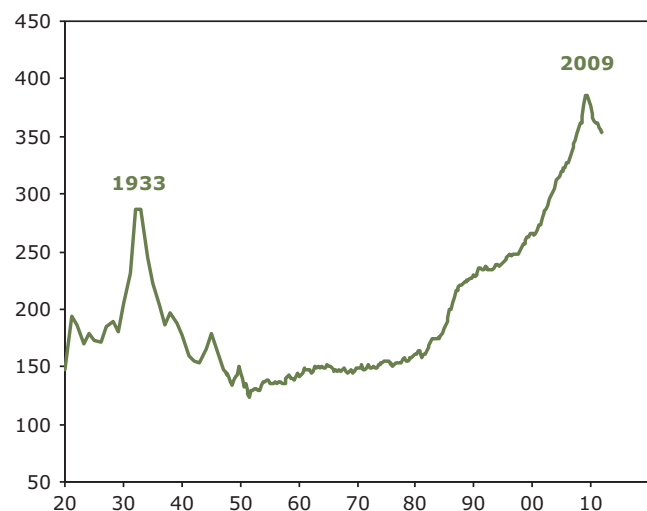
I det følgende vil vi aflive to myter om gælden. Vi vil fokusere på USA, fordi det stadig er den største og mest toneangivende økonomi i verden, og desuden har noget af det bedste statistiske materiale.

### Myte 1:

#### Historisk høj gæld betyder lav vækst i fremtiden

I 1920'erne og 30'erne oplevede USA et forløb der på mange måder minder om situationen i dag. De såkaldte "roaring twenties" var kendetegnet ved høj vækst, optimisme og stigende aktiekurser på ryggen af hvad der efterfølgende viste sig at have været overdreven kreditgivning og spekulation. Festen endte med det store krak i 1929 og i løbet af de efterfølgende 4 år faldt aktierne med ca. 90% og USA blev ramt af en økonomisk depression. Gælden var steget op mod krakket, og målt i procent af BNP steg gælden yderligere frem mod 1933, fordi depressionen medførte et markant fald i BNP. Se figur 1.

Figur 1:  
Samlet gæld i % af BNP (USA)



Kilde: BEA, Stonehenge

I 1933 var gælden således steget til det højeste niveau nogensinde; nemlig knap 300% af BNP. Depressionen hærgede og aktiekurserne var sønderbombede. Ikke underligt var pessimismen meget stor på dette tidspunkt. For hvordan skulle man nogensinde få nedbragt den enorme gæld? Det måtte da kræve 10-20 år med helt ekstrem mådehold, opsparing og lavvækst? Men sådan gik det slet ikke. Gælden ramte en bund på ca. 130% af BNP i 1952, men den mellemliggende periode var langt fra præget af lavvækst. Tværtimod oplevede USA i perioden fra 1933 til 1952 en realvækst på hele 6,1% om året mod et historisk gennemsnit på 3,4%. Så den høje gæld i 1933 var med andre ord ikke et signal om mange års kommende dårlighed. Episoden er et godt eksempel på, at gældsofhobning og gældsnedbrin-

gelse selvfølgelig er med til at påvirke væksten, men at det er alt for simpelt at konkludere, at høj gæld nødvendigvis fører til lav vækst i fremtiden. På lang sigt bliver væksten i samfundet per definition enten drevet af flere inputs (kapital eller arbejdskraft), eller af at vi bliver dygtigere (øget produktivitet). Det er en utrolig kompleks proces, og det er reelt umuligt at forudsæ væksten ret langt ud i fremtiden. Især fordi den teknologiske udvikling løbende overrasker med nye fremskridt.

Så selvom USA's samlede gæld i dag udgør ca. 350% af BNP, er det langt fra sikkert, at det betyder lav vækst i de kommende år. Man kan sagtens have den modsatte holdning, at de seneste års teknologiske fremskridt (internettet, smartphones, robotter mv.) vil medføre en periode med ekstra høj innovation, produktivitetstigninger og realvækst. Ingen kan vide det, men vi hælder mest til sidstnævnte optimistiske prognose.

### Myte 2:

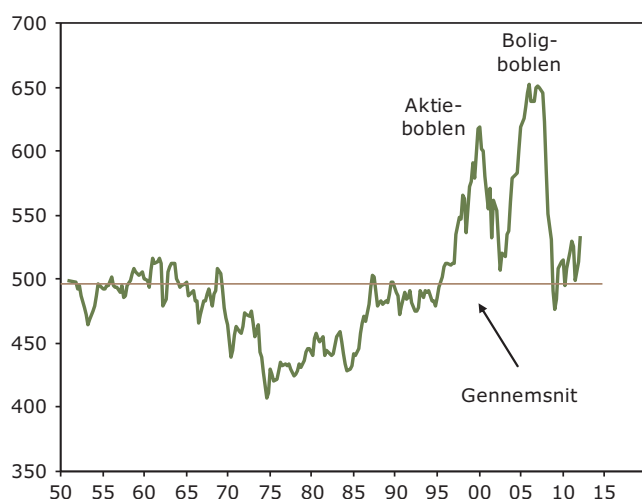
#### Husholdningerne er gældsatte langt op over skorstenen

Det er sandt at husholdningerne i dag har en langt større gæld målt i kroner og ører end nogensinde tidligere. Men det bør ikke give anledning til overskrifter, for på grund af vækst og inflation er alting større i dag. BNP er jo også historisk stort. Hvis man skal vurdere om gælden er et problem, bliver man nødt til at se på, dels hvad det koster at servicere gælden, og dels at tage formuen med i betragtning.

Med hensyn til førstnævnte så er husholdningernes rentebetalinger i procent af den disponible indkomst faldet til det laveste niveau i over 20 år. Det skyldes dels de rekordlave renter, som næppe er holdbare, men også øget disponibel indkomst, som sandsynligvis vil stige yderligere i de kommende år. Så serviceringen af gælden er altså langt fra et problem. >

Men dertil kommer, at gælden slet ikke er så høj som det ofte anføres. Man kan ikke bare se på passivside, man bliver også nødt til at se på aktivside. En familie der låner penge til at købe et hus, får jo dels en gæld, men også et aktiv (huset). Så forudsat at huset er købt til den reelle værdi, så er familiens nettoformue uændret. Gælden i figur 1 er således en bruttogæld, hvor der ikke er taget hensyn til væksten i aktiverne. At sætte bruttogælden i forhold til BNP, svarer lidt til at sammenligne æbler med pærer. De amerikanske husholdninger har i gennemsnit en formue der er 5-6 gange større end gælden. De er således langt mere formuende end de er gældsatte. Nettoformuen udgør i dag ca. 500% af den disponible indkomst, hvilket er lidt højere end det historiske gennemsnit siden 1950. Se figur 2. Så hvis man sætter gælden i forhold til formuen, er der med andre ord intet specielt ved den nuværende situation.

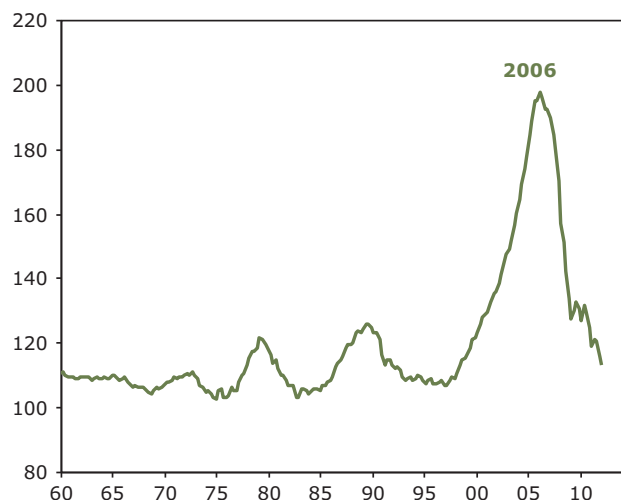
**Figur 2:**  
Husholdningernes nettoformue i % af disponibel indkomst (USA)



Kilde: Federal Reserve, Stonehenge

Men hvad nu hvis aktiverne falder yderligere i værdi? Det kan selvfølgelig ikke udelukkes, men risikoen er væsentligt lavere i dag, hvor hverken aktier eller boliger er specielt dyre. Som figur 2 viser, så steg nettoformuen markant i årene frem mod årtusindskiftet, primært trukket op af de kraftige kursstigninger på aktier. Denne formuestigning var dog en illusion, for aktieboblen bristede, og nettoformuen vendte tilbage til det normale niveau. Så begyndte boligpriserne til gengæld at stige, hvilket trak nettoformuen op mod en ny rekord i 2006/07. Men endnu en gang var der tale om en illusion, og den bristede boble på ejendomsmarkedet har nu atter trukket nettoformuen tilbage til det normale niveau. Efter 10-15 års krise på aktiemarkedet, kan man ikke længere påstå at aktier er dyre, og med hensyn til boligpriserne så er de nu på et historisk lavpunkt. Se figur 3. Så husholdningernes to primære aktiver fremstår mere fair prissat end i rigtig mange år.

**Figur 3:** Boligprisindeks justeret for inflation (USA)



Kilde: Shiller, Stonehenge

### Konklusion

I 2007 var der masser af optimisme efter en længere periode med høj vækst i verdensøkonomien og stigende aktiekurser. Men væksten og kursstigningerne byggede bl.a. på overdreven udlån til tvivlsomme ejendomsprojekter, og finanskrisen gjorde efterfølgende optimismen til skamme. I dag er situationen fuldstændig omvendt. Samfundsdebatten er nu præget af stor pessimisme. Bankerne har travlt med at nedbringe deres udlån, og det er svært at låne penge til selv særdeles robuste projekter. Det er vores holdning, at den nuværende pessimisme er lige så forkert og fejlplaceret, som optimismen var det for 5-6 år siden. Der er helt sikkert mange udfordringer og bump forude – især med hensyn til den europæiske gældskrise. Men verdensøkonomien er langt mere balanceret nu, end den var før finanskrisen. Og den store gæld matches i de fleste lande af en langt større aktivside, som i dag er væsentligt mere fair prissat og robust end tidligere. Det er altid nemt at se boblerne efter de er bristet. I dag kan alle se, at teknologiaktier var ramt af en spekulativ boble i årene omkring årtusindskiftet. Og alle kan se, at ejendomsmarkedet og finansaktier var ramt af en spekulativ boble op mod finanskrisen. Det er meget sværere at se en boble, inden den springer. Men vi vil vove at påstå, at der også er en boble i dag – nemlig en gældsboble. Ikke forstået sådan, at der er for meget gæld, men at der er for meget fokus på gælden. Når man om 5 år kigger tilbage på 2012, så tror vi, at alle vil undre sig over, hvorfor folk egentligt var så pessimistiske i 2012.