

BEMÆRKNINGER VEDRØRENDE DET OFFENTLIGES OPTAGELSE AF LAAN

AF KJELD PHILIP

1. I de senere Aar er Spørgsmaalet, om Dækningen af det offentlige Udgifter ved Skatter eller Laan blev taget op til en fornyet Behandling, hvorved mange nye Synsmaader er blevet gjort gældende¹). Mærkeligt nok har denne Diskussion kun i ringe Omfang ført til Spekulationer over Formen for det offentlige Optagelse af Laan, hvormed der først og fremmest maa tænkes paa, om Laanet optages paa det aabne Marked eller i Centralbanken²). Naar man betænker, hvilken Betydning man undertiden har tillagt dette Valg, maa det være berettiget at undersøge lidt nærmere, om Maalet alene kan naas ved den ene eller den anden Form for

¹) Af nordiske Bidrag kan nævnes *Gunnar Myrdal: Finanspolitikens ekonomiska verkningar. Statens offentliga utredningar, 1934:1*, og den meget fyldige Anmeldelse heraf: *Erik Lindahl: Arbetslöshet och finanspolitik, Ekonomisk Tidsskrift, 1935*, jfr. tillige samme Forfatters *Studies in the theory of money and capital, London 1939*, S. 351 ff.; paa Linie hermed ligger *Ragnar Frisch: Sparing og cirkulasjonsregulering, Oslo 1933*; mere vidtgaaende er *Jørgen Pedersen: Einige Probleme der Finanzwirtschaft, Weltwirtschaftliches Archiv, 1937 I*. I Tyskland er der opstaaet en ret righoldig Litteratur herom, hvoraf de betydningsfuldeste Bidrag formentlig er *Robert Nöl v. d. Nahmer: Die Deckung des öffentlichen Bedarfs durch nichtinflationarische Papiergeldausgabe, Finanzarchiv, 1934*, *Carl Föhl: Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf, München und Leipzig, 1937*, Kap. VII, og *Robert von Keller: Ausstattung, Konsolidation und Tilgung staatlicher Arbeitsbeschaffungs- und Investitionskredite, Weltwirtschaftliches Archiv, 1941*.

²) Den eneste af de anførte Forfattere, for hvem dette Spørgsmaal er et centralt, er *Nöll v. d. Nahmer*, hvis Behandling af Spørgsmaalet imidlertid er stærkt præget af, at hans Artikel fremkom i en udpræget Arbejdsloshedsperiode.

BEMÆRKNINGER VEDRØRENDE DET OFFENTLIGES OPTAGELSE AF LAAN

AF KJELD PHILIP

1. I de senere Aar er Spørgsmaalet, om Dækningen af det offentlige Udgifter ved Skatter eller Laan blev taget op til en fornyet Behandling, hvorved mange nye Synsmaader er blevet gjort gældende¹). Mærkeligt nok har denne Diskussion kun i ringe Omfang ført til Spekulationer over Formen for det offentlige Optagelse af Laan, hvormed der først og fremmest maa tænkes paa, om Laanet optages paa det aabne Marked eller i Centralbanken²). Naar man betænker, hvilken Betydning man undertiden har tillagt dette Valg, maa det være berettiget at undersøge lidt nærmere, om Maalet alene kan naas ved den ene eller den anden Form for

¹) Af nordiske Bidrag kan nævnes *Gunnar Myrdal: Finanspolitikens ekonomiska verkningar. Statens offentliga utredningar, 1934:1*, og den meget fyldige Anmeldelse heraf: *Erik Lindahl: Arbetslöshet och finanspolitik, Ekonomisk Tidsskrift, 1935*, jfr. tillige samme Forfatters *Studies in the theory of money and capital, London 1939*, S. 351 ff.; paa Linie hermed ligger *Ragnar Frisch: Sparing og cirkulasjonsregulering, Oslo 1933*; mere vidtgaaende er *Jørgen Pedersen: Einige Probleme der Finanzwirtschaft, Weltwirtschaftliches Archiv, 1937 I*. I Tyskland er der opstaaet en ret righoldig Litteratur herom, hvoraf de betydningsfuldeste Bidrag formentlig er *Robert Nöl v. d. Nahmer: Die Deckung des öffentlichen Bedarfs durch nichtinflationäre Papiergeldausgabe, Finanzarchiv, 1934*, *Carl Föhl: Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf, München und Leipzig, 1937*, Kap. VII, og *Robert von Keller: Ausstattung, Konsolidation und Tilgung staatlicher Arbeitsbeschaffungs- und Investitionskredite, Weltwirtschaftliches Archiv, 1941*.

²) Den eneste af de anførte Forfattere, for hvem dette Spørgsmaal er et centralt, er *Nöll v. d. Nahmer*, hvis Behandling af Spørgsmaalet imidlertid er stærkt præget af, at hans Artikel fremkom i en udpræget Arbejdsloshedsperiode.

Laantagning, og om Valget har nogen Konsekvenser for de øjeblikkelige Virkninger og paa den fremtidige Overførsel af Beløb mellem Borgerne i Form af Renter af Statsgælden.

Det er et ringe Udbytte, den traditionelle Finansvidenskab giver, hvis man søger i den efter plausible Analyser af denne Artikels Emne. Det er, som om det meget store Antal af Forfattere har haft vanskeligt ved at betragte Forholdet uden at tænke paa, hvilke politiske Konsekvenser — m. H. t. Inflation o. l. — det vil kunne faa, om Politikerne misforstaar dem og drager Konsekvenserne af deres Udtalelser uden at tage Hensyn til deres Forbehold. En ikke ringe Del af Forfatterne forfalder derfor til politisk eller emotionelt betonedede Betragtninger. Medvirkende hertil har det sikkert været, at store Laan i Centralbanken eller, hvad hyppigt sidestilles hermed, Udstedelse af Statspapirpenge, hovedsagelig har fundet Anvendelse under Krige, medens Laan paa det aabne Marked har været et ordinært Led i Statsforvaltningen. Naar man har villet fremdrage Forskelle i Virkninger mellem de to Finansieringsmaader, er det ikke usandsynligt, at man i en Række Tilfælde er kommet til at tillægge Finansieringsmaaden Skylden for det, der faktisk foraarsagedes af de iøvrigt hedt forskellige økonomiske Forhold, hvorunder de to Slags Indgreb fandt Anvendelse. En uheldig Indflydelse paa Analysen har ogsaa tidligere Tidens Opfattelse af Kvantitetsteorien haft. Saa længe man tillægger Kvantitetsligningens M en determinerende Virkning, kan det ikke undre, at mange umiddelbart maa finde, at Udstedelsen af Statspapirpenge maa have ganske andre Virkninger end Optagelse af Laan paa Markedet, fordi kun det første bevirker en umiddelbar Forøgelse af M ¹⁾. Normalt kommer man ind paa at sidestille Laan i Centralbanken med Udstedelse af Statspapirpenge, idet saadanne Laan antages gennem en Forøgelse af Mængden af Centralbankens Sedler ogsaa at forøge M . Yderligere synes Uklarhed om, hvilke Normer der bestemmer Centralbankens Politik, at have vanskeliggjort en Analyse. Man finder yderst sjældent indenfor Finansvidenskaben, at Forfatterne klargør sig, at de, før de kan tale om et Laans Virkninger, maa have præciseret visse Forudsætninger om Centralbankens Adfærd. Man synes undertiden at gaa ud fra, at denne Banks Opgave er at skaffe sine Aktionærer det størst

¹⁾ Som et typisk Eksempel paa den traditionelle finansvidenskabelige Opfattelse af Kvantitetsteorien kan henvises til *A. de Viti de Marco: Grundlehren der Finanzwirtschaft, Tübingen 1932, S. 305 ff.*

mulige Udbytte, undertiden at beskytte en Guldreserve, undertiden at opretholde et fastlagt Ombytningsforhold for Valuta over for Udlandet. Ikke sjældent gør man sig slet ikke klart, hvilke Normer der ligger bag Centralbankens Politik, og derfor heller ikke hvilke Reaktioner man maa vente hos denne, naar man foretager bestemte finansielle Indgreb, der maa berøre denne Bank. Der er saaledes mange Momenter, der i Fællesskab har bevirket, at dette Spørgsmaal hidtil har faaet en meget stedmoderlig Behandling i Litteraturen. De efterfølgende Bemærkninger har ikke til Formaal at erstatte Mørke med Lys, men alene at paapege enkelte Sider af Spørgsmaalet.

2. Som nævnt er den vigtigste Grund til Uklarheden den manglende Præcisering af Forudsætningerne, hvorfor det maa være rimeligt at begynde med at fremsætte nogle saadanne.

(1) De offentlige Udgifters Omfang og Fordeling paa de forskellige Poster betragtes som noget givet.

(2) Centralbanken er et offentligt Organ, hvis Politik bestemmes udelukkende af Statsmagtens Formaal.

(3) Skatterne har — med de givne offentlige Udgifter — et saadant Omfang, at deres kontraktive Paavirkning netop opretholder den økonomiske Aktivitet, man under de givne økonomiske Forhold har fundet politisk ønskelig. Umiddelbart vil denne Forudsætning utvivlsomt forekomme mange ejendommelig. Den bliver imidlertid ganske rimelig, naar man betænker, at Skatter kun undtagelsesvis opkræves, fordi Myndighederne direkte ønsker at genere Borgerne; men de opkræves, fordi det offentliges Udbetalinger — uden Opkrævning af Skatter — vilde medføre ekspansive Bevægelser af politisk uønsket Omfang, hvorfor man neutraliserer disse Bevægelser ved fiskale Indgreb. I nyeste Tid er man endda kommet ind paa at anvende finansielle Indgreb til at modvirke andre ekspansive Bevægelser end dem, der skyldes det offentliges Indgreb¹⁾. Men hvis dette er Formaalet, maa det ogsaa være rimeligt at forudsætte, at Skattens Omfang bestemmes af den kontraktive Virkning, man nærer Ønske om.

(4) Centralbanken foretager saadanne Køb og Salg af Fordringer, at den til enhver Tid fastholder den af det offentlige politisk

¹⁾ Denne Betragtning ligger i Virkeligheden bag de Tanker, der er fremsat af hele den »nye« Linie inden for Finansvidenskaben, jfr. de S. 280 i Note 1 nævnte Forfattere.

fastlagte Rente. Naar de internationale Kapitalbevægelser, d. v. s. Overførsler af Fordringer — ligesom Overførsler af Varer og Ydelser — fastlægges ved Aftaler mellem Landene, maa Renten være rent indenlandsk bestemt. Ved at købe eller sælge Fordringer vil Centralbanken altid suverænt kunne bestemme Borgernes totale Kassebeholdning og dermed Rentefoden, der til enhver Tid maa være bestemt af Borgernes Ønsker om fuldtud likvide Midler, sammenholdt med Mængden heraf, d. v. s. den af Centralbanken fastlagte Sum af Kassebeholdninger¹⁾.

Forudsætning (3) og (4) siger saaledes, at det offentlige ved sin Politik gaar ud fra visse Ønsker m. H. t. Aktivitetsgrad og Rentefod i Samfundet og indretter Styrken af sine Indgreb efter disse Ønsker. Disse to Forudsætninger er i Nutiden for en Del urealistiske; men de er hensigtsmæssige for den følgende Fremstilling, ogsaa fordi de gør det muligt klarere at se Virkningerne af, at Forudsætningerne ikke er opfyldte. For saa vidt man for Tiden er paa Vej mod et Samfund, hvor statslig Intervention spiller en større og større Rolle, er det sandsynligt, at man i højere Grad vil komme til at betragte Maalet (f. Eks. Beskæftigelsen eller Graden, hvori Nutiden ved at producere varige Goder skal bære Fremtidens Byrder) som det givne og Midlerne (f. Eks. Optrækning af Skatter og Centralbankens Handel med Fordringer) som det afhængigt variable, hvis Omfang til enhver Tid maa bestemmes af Maalet.

(5) Overførsel af et større Beløb som Rente af Statsgæld e. l. mellem Borgerne betragtes politisk som et Onde. For den ældre Finansvidenskab var der ingen Tvivl om, at Forrentningen af en stor Statsgæld for det offentlige var et Onde, idet det var den almindelige Mening, at Skattebyrden blev større herved. Med Erkendelsen af, at Udbetalingen af Renter til nogle Borgere ikke kan paavirke Genen ved den totale Skattebyrde, idet den blot betyder en Overførsel af Købekraft fra nogle Borgere til andre, kunde man komme ind paa den Betragtning, at Størrelsen af Renteoverførselen i og for sig er ganske ligegyldig²⁾. Det er dog karakteristisk, at flere — maaske ret instinktivt — føler, at denne

¹⁾ Fremstillingen bygger saaledes paa den af *Keynes* i hans *The general theory of employment interest and money*, London 1936, fremsatte Renteteori.

²⁾ Jfr. S. 178 i denne Aargang af *Nationaløkonomisk Tidsskrift* og den der nævnte Litteratur.

Overførsel er at betragte som et Onde. Dette er saaledes Tilfældet hos to forholdsvis nye, men iøvrigt saa forskellige Forfattere som *Myrdal*¹⁾ og *Brown*²⁾.

Om man har større eller mindre Sympati med saadanne Overførsler, maa bero paa ens politiske Temperament. Ligesom der hersker meget delte Meninger om Berettigelsen af visse af de sociale Understøttelser, vil man paa tilsvarende Maade kunne have forskellig Opfattelse af Renteoverførselens Berettigelse. Det almindeligste er formentlig, at man finder, at den er et Onde; man kan dog ogsaa finde Statsgælden anbefalet, fordi den giver Spareren Anledning til at anbringe det opsparede paa en god og sikker Maade; for denne Opfattelse maa Renteoverførselen være et Gode. Har man den politiske Opfattelse, at Renteoverførselen er et Onde, maa det være en politisk Opgave at vælge en saadan Form for den forønskede Paavirkning af det økonomiske Liv, at Resultatet bliver den mindst mulige fremtidige Renteoverførsel.

3. Et finansielt Indgreb — en Skat eller et Laan optaget paa Markedet — maa nødvendigvis blive erlagt enten af Yderens Opsparing eller af hans Forbrug, idet der ses bort fra Muligheden for, at vedkommende i den Anledning erhverver sig en ekstra Indkomst. Man kan definere en Størrelse, z , saaledes:

$$z = \frac{\text{Vækst i Borgernes Udbud af Fordringer, maalt i Kroner,}}{\text{Vækst i Indbetalinger til det offentlige, maalt i Kroner,}}$$

hvor Fordringer omfatter samtlige Fordringer paa nær de, der eventuelt skabes ved selve Transaktionen.

Tidligere Tidens Finansvidenskab saa i Sondringen mellem Skat og Laan et skarpt Skel. Betragter man imidlertid Forholdene paa Optagelsestidspunktet, beror denne Opfattelse for en stor Del paa en formalistisk Betragtningssmaade, idet man, hvis man betragter de økonomiske Virkninger kommer til, at disse i mange Henseender er ensartede. Man har Skatter med vidt forskellig z , ja Skatter som Arveafgiften, hvor denne Størrelse maa antages at være ganske nær 1, hvad ellers opfattedes som karakteristisk for Laanene. Omvendt kan man tænke sig Laan, hvor z vil kunne være en Del under 1, f. Eks. Tvangsloan, men ogsaa Laan, ved

¹⁾ *Gunnar Myrdal*, a. S.

²⁾ *Harry Gunnison Brown*: *The economics of taxation*, New York, 1924.

hvis Optagelse man f. Eks. slaar paa mere lyriske Streng, saaledes som det f. Eks. vil kunne være Tilfældet ved Optagelse af Forsvarslaen, Beskæftigelseslaen, Genforeningslaen o. l.¹⁾.

Det specielle for Laan bliver da de Virkninger, der er knyttet til Laanenes Forrentning og Tilbagebetaling, hvorimellem der iøvrigt intet skarpt Skel er. Hvad Sparereren køber, er en Række fremtidige Ydelser, fordelt over Tiden; at nogle kaldes Tilbagebetaling, andre Forrentning, har en vis juridisk Betydning, men ingen økonomisk.

Saa vel Tilbagebetaling som Forrentning er at opfatte som en Slags negativ Skat eller Laaneoptagning, hvorved det offentlige forsyner Borgerne med Kasse uden samtidig økonomisk Modydelse. De to Processer har da ogsaa Virkninger som negative Skatter, hvorved dog maa erindres, at z for, hvad der opfattes som Forrentning, normalt vil være ret lille, idet man i Almindelighed opfatter Renterne som en Indkomst, der er disponibel til Forbrug, medens z for, hvad man opfatter som Tilbagebetaling, vil være stor, i Reglen ganske nær 1, idet man opfatter Tilbagebetaling alene som et Formskifte for Formuen. Naar man i nyeste Tid i større Omfang har set et Problem i Spørgsmaalet om Tilbagebetalingen end i Rentebetalingen²⁾, beror det paa nævnte Forskel i z . Tilbagebetaling antages i Almindelighed at blive dækket ved Opkrævning af Skatter; man foretager i et saadant Tilfælde et kontraherende Indgreb med lille z og et ekspanderende med stort z og faar som Resultat et Kontraktionsincitament. Ved Rentebetalingen, hvis Provenu i Almindelighed ogsaa tænkes skaffet ved Skatter, venter man ikke nogen tilsvarende Reaktion, fordi man regner med, at z ved de to Indgreb er omtrent lige store.

Man har som Forskel mellem Laan i Centralbanken og Laan paa det aabne Marked fremhævet, at ved de sidste var det offentlige bundet til en bestemt Tilbagebetalingsplan. Intet synes imid-

¹⁾ At man ved at slaar paa nationale Streng, sælge Obligationer paa Afbetaling og evt. indrette Kappelstrid mellem Laangiverne med Omtale i Radio etc. bringer z ned under 1, kan formentlig alene være paa sin Plads, hvor man nærer Ønske om, at Laanet skal virke mere kontraherende end mere nøgternt udbudte Laan. At man anvender en saadan Form, naar det gælder om at frigøre de produktive Kræfter til Rustningsformaal, kan derfor være rimeligt, hvorimod denne Form maa forekomme meningsløs ved et Beskæftigelseslaen, idet den, hvis den overhovedet har nogen Virkning, maa gøre Beskæftigelsen mindre og saaledes modvirke sit eget Formaal.

²⁾ Jfr. saaledes *Jørgen Pedersen*, a. S. og *von Keller*, a. S.

lertid ligegyldigere end et Laans formelle Varighed, idet det afgørende maa være Maaden, hvorpaa Midlerne til Tilbagebetalingen skaffes til Veje, hvad man først behøver at tage Stilling til, naar Tilbagebetalingen skal finde Sted. Trænger man paa Tilbagebetalingstidspunktet til et kontraktivt Indgreb, kan man finansiere Tilbagebetalingen ved Skatter; gør man det ikke, kan man finansiere den ved et nyt Laan. Tilbagebetaling af Laan, som det offentlige kontraktligt har bundet sig til at tilbagebetale, kan saaledes sidestilles med det offentliges øvrige Udbetalinger, der her betragtes som givne, jfr. Forudsætning (1).

4. Opgaven bliver da i hvert enkelt Tilfælde at beregne, hvad man skal optage i Laan paa det aabne Marked, og/eller hvor meget man skal forbruge af sin Kasse i Centralbanken, naar man med de ovennævnte Forudsætninger (1)—(4) ønsker den mindst mulige fremtidige Renteoverførsel. Først gives (4) en saadan Form, at det forudsættes, at man ønsker opretholdt den tidligere Rentefod. I et saadant Samfund sker det f. Eks. at man ved Finansaarets Begyndelse kommer til det Resultat, at man, om man alene vil dække sine Udgifter ved Skatter og ved Forbrug af Kasse skal opkræve 10 Mill. Kr. mindre i Skat, end man agter at give ud. Kommer man ved disse Overvejelser ind paa i Stedet for Forbrug af Kasse at optage et Laan paa det aabne Marked, maa der være to Spørgsmaal at afgøre: 1) hvis man optager Laan paa det aabne Marked, skal da stadig Differencen mellem det offentliges Udbetalinger og Skatterne være paa 10 Mill. Kr., naar man nærer de samme Ønsker som før m. H. t. Aktivitetspaavirkningen? og 2) hvilken Indflydelse paa den fremtidige Renteoverførsel vil Valget af Fremgangsmaaden have?

Man kan da først søge at gennemtænke, hvordan det vil gaa, hvis man optager et Laan paa 10 Mill. Kr. paa det aabne Marked, og her optager det i en saadan Form, at $z = 1$. Da Udbudet af for 10 Mill. Kr. nye Obligationer ikke i sig selv kan antages at have nogen Indflydelse paa Borgernes Opsparing, kan de nye Obligationer alene opsuges af Markedet, hvis Renten stiger, hvorved Borgernes Krav paa Kasse vil blive mindre, og hvorved der maaske vil ske en Ændring af Opsparingen. Imidlertid er en saadan Reaktion udelukket i Kraft af Centralbankens Politik. For at opretholde den konstante Rente bliver det derfor nødvendigt, at Centralbanken køber for netop 10 Mill. Kr. Obligationer paa Markedet, hvilket Køb ikke behøver at bestaa af de samme Obligationer. En

saadan Transaktion kan ikke faa nogen Indflydelse paa den økonomiske Aktivitet. For Renteoverførselen bliver Resultatet, at for Fremtiden maa det offentlige, hvis Renten er 4 %, betale 400 000 Kr. pr. Aar mere til Obligationsejerne; hertil svarer, at private Laantagere maa betale 400 000 Kr. mindre til de samme Obligationsejere og 400 000 mere til Centralbanken. Resultatet bliver saaledes for alle Parter ganske det samme, som man vilde have opnaaet, hvis det offentlige direkte havde optaget Laanet i Centralbanken til de 4 %.

At det offentlige direkte eller indirekte betaler Renter til Centralbanken, vil forøge dennes Overskud med Summen af Renterne; hvor Centralbanken ejes af Staten, vil dette Beløb tilfalde det offentlige, der saaledes selv modtager sine egne Renter, hvorved Rentebetalingen bliver et rent internt Regnskabsanliggende. Anderledes bliver det, hvis man har en Stab af Aktionærer, der skal have Beløbet udbetalt som større Dividende; i dette Tilfælde har Indgrebet bevirket, at nogle Grupper har faaet en større Indkomst, hvilket maa virke som et Incitament til større Aktivitet, hvorfor man, hvad enten Laanet er optaget paa den ene eller den anden Maade, idet Forudsætning (3) skal opfyldes, maa forøge Skatterne saa meget, at de neutraliserer Virkningen af Aktionærernes større Indkomster. Hvor man endnu har bevaret Selskabsformen, vil man imidlertid hyppigt have modificeret den saaledes, at der i Praxis stadig udbetales samme Dividende. Renten vil da tilfalde Bankens Reservefond, og vil saaledes ikke kunne give Anledning til noget forøget Køb af Goder eller Ydelser og vil derfor heller ikke give Anledning til nogen Forhøjelse af Skatterne.

Man faar derfor som Resultat, at under de givne Forudsætninger og bortset fra det Tilfælde, hvor Centralbanken udbetaler en Dividende, der varierer med dens Indkomster, vil en større Statsgæld, hvad enten denne optages paa det aabne Marked eller i Centralbanken, ikke kunne bevirke en højere Skat. Det er for dette Resultat ganske ligegyldigt, hvilken Rente, der skal erlægges af det laante, hvorfor den »Fordel« Statskassen tilsyneladende kan have af at laane direkte i Centralbanken, hvis den her kan opnaa Laan til en lavere Rente, kun har Betydning, hvis det betyder, at Centralbanken i den Anledning udbetaler en lavere Dividende.

En vis Forskel mellem Virkningerne af Laan, optaget i Centralbanken og paa det aabne Marked, opstaar saa snart $z < 1$. Betales ikke hele Laanet paa det aabne Marked af Opsparingen, maa man gøre den Del af de offentlige Udbetalinger, der ikke dækkes ved

Skatter, saa meget større, at den Del af Laanet, der har Virkninger som en Skat, sammenlagt med de egentlige Skatter er 10 Mill. Kr. mindre end det offentliges Udbetalinger. Gør man ikke det, vil man ikke opfylde Forudsætning (3) og saaledes ikke faa den forønskede Aktivitetsgrad. Skal Laanet, for at denne Betingelse kan opfyldes, være paa 12 Mill. Kr., vil Skatterne skulle være 2 Mill. Kr. lavere, og det vil belaste Kapitalmarkedet med 10 Mill., hvilket Beløb maa opkøbes af Centralbanken. For den fremtidige Renteoverførsel er Størrelsen af z saaledes — saavel for Skatter som for Laan — ganske ligegyldig for det her vundne Resultat.

5. Opgiver man det foregaaende Afsnits specielle Udformning af Forudsætning (4), at Centralbanken ønsker at opretholde en konstant Rente, og erstatter den med, at Centralbanken ønsker at opretholde en bestemt politisk fastlagt Rente, der eventuelt kan være faldende eller stigende paa paagældende Tidspunkt, bliver Resultatet lidt anderledes. Man maa da gøre sig klart, at en Laanoptagning paa det aabne Marked vil ændre Rentefoden og dermed paavirke Aktiviteten.

Saa snart man regner med, at Centralbanken ved et forøget Udbud af Fordringer fra det offentliges Side ikke automatisk opkøber disse ud fra et Formaal om at holde Renten konstant, men lader Markedet mere eller mindre passe sig selv, idet den alene køber en Del af de udbudte Obligationer, maa Resultatet blive, at Laan optaget paa det aabne Marked takket være Rentestigningen vil virke kontraktivt. For at naa den tilsigtede Virkning bliver det da nødvendigt, at man overfører saa stor en Del fra Skatter til Laan paa det aabne Marked, at Resultatet bliver, at den ved Skatnedsættelsen skabte Ekspansion overstiger den ved Rente-forhøjelsen skabte Kontraktion i ønsket Omfang. Det er maaske muligt, at man i et saadant Tilfælde maa lade det offentliges Udbetalinger overstige Skatterne med 40 Mill. Kr., hvilket Beløb dækkes ved Laan paa det aabne Marked, hvoraf f. Eks. de 10 Mill. opkøbes af Centralbanken. I dette Tilfælde faar man saaledes, at Staten udsteder for 40 Mill. Kr. nye Laan, der for Fremtiden skal forrentes, hvoraf Renterne af de 10 Mill. atter gaar ind — direkte eller indirekte — i Centralbanken, medens det offentlige for Fremtiden maa forsyne Borgerne med større Renteindtægter. Borgerne opnaar saaledes umiddelbart en Skatnedsættelse paa 30 Mill. Kr. og maa for Fremtiden have en Gene i

Form af en forøget Renteoverførsel svarende hertil; man faar saaledes i dette Tilfælde de traditionelt anførte Gener af en Laanefinansiering. Imidlertid maa man gøre sig klart, at denne Ulæmpe ikke er knyttet til Finansieringsmaaden, men til Rentestigningspolitikken. Havde man villet naa de samme Resultater m. H. t. Renteændring og Aktivitet ved Laan i Centralbanken, maatte det offentlige have laant 10 Mill. Kr. der og Centralbanken have solgt for 30 Mill. Kr. Obligationer e. l., hvorved dens fremtidige Overskud for Fremtiden bliver tilsvarende mindre, og Borgernes totale Renteindkomst tilsvarende større, hvorfor det offentlige for Fremtiden ved større Skatter af Hensyn til Forudsætning (3) maa neutralisere dette Ekspansionsincitament.

Man kommer derfor til det Resultat, at hvis man har fastlagt Rentefod og Aktivitet som givne Maal, er det ligegyldigt for Skatternes Størrelse paa Indgrebets Tidspunkt og i Fremtiden, om man vælger at finansiere ved Forbrug af Kasse eller ved Optagelse af Laan. Konstant Aktivitet, men ændret Rentefod betyder uden Hensyn til Finansieringsmaaden ændret fremtidig Renteoverførsel, saaledes at Gennemførelsen af en højere Rente forlanger større Renteoverførsel og omvendt.

6. Det anførte betyder, at det for den fremtidige Renteoverførsel er ganske ligegyldigt, hvilken Vej man gaar for at opretholde den faktiske Aktivitet eller for at føre den et givet Stræk hen til den forønskede Aktivitet. Derimod siger det intet om, hvorvidt Renteoverførselen bliver den samme, hvad enten man nærmer den faktiske Aktivitet det nævnte Stræk til den forønskede Aktivitet eller ikke. Ogsaa dette kan have sin Interesse at undersøge; er det nemlig saaledes, at en Nærmelse af den faktiske Aktivitet til den forønskede betyder en forøget Renteoverførsel, hvad ud fra Forudsætning (5) betragtes som et Onde, er det muligt, at man politisk vil finde dette Onde saa stort, at det opvejer det Gode, der er at nærme den faktiske Aktivitet til den forønskede.

Det forudsættes atter, at Centralbanken fører en saadan Politik, at den opretholder en konstant Rente i Samfundet. Endvidere kan man forudsætte, at Borgerne af den ene eller den anden Grund har faaet Lyst til at spare mindre end før. Den faktiske Aktivitet vokser da op over den forønskede; hvis Staten vil opretholde den forønskede, maa den opkræve mere i Skat, saaledes at den tvinger Borgerne til at aflevere i Skat netop det, som de ikke længere vil spare. Der sker da det modsatte af før, idet det offentlige faar

Kasse tilovers, der indsættes i Centralbanken. Borgerne, der sparer mindre, vil ikke til den gældende Rente optage det sædvanlige Udbud af Fordringer; Renten vil derfor true med at stige, hvorfor Centralbanken maa opkøbe netop den Mængde Fordringer, som Borgerne ikke længere selv vil købe. Der er da økonomisk ikke sket andet end, at Staten ved sin Skat og Centralbanken ved sine Opkøb har gennemtvunget hos Borgerne den »Opsparing«, som Borgerne ikke længere frivilligt vil foretage. For Fremtiden faar Centralbanken imidlertid en ny aarlig Indkomst paa Renten af de købte Obligationer, om hvilket Beløb det maa antages, at det enten tilfalder Statskassen eller Centralbankens Reservefond eller paa anden Maade steriliseres. Resultatet bliver saaledes en mindre Renteoverførsel for Fremtiden, svarende til, at Borgerne for Fremtiden faar en mindre Renteindkomst. Ud fra Forudsætning (5) maa denne Politik derfor anses for gunstig.

En »for stor« Opsparing vil have den modsatte Virkning. Det maa derfor navnlig være dette Tilfælde, der vil give Anledning til politiske Overvejelser. Alternativet maa imidlertid blive en samtidig Periode med Arbejdsløshed. At man paa et vist Tidspunkt sætter Aktiviteten ned, vil for en væsentlig Dels Vedkommende gaa ud over Landets Forsyning med Realkapital, saaledes at Resultatet bliver, at Fremtiden kommer til at overtage et daarligere Kapitalapparat, end den ellers vilde have gjort. Man kan selvsagt ikke foretage nogen Afvejning af, hvad der er bedst, fordi det drejer sig om indbyrdes incommensurable Størrelser; men naar man betænker, at det uønskede i Renteoverførselen helt eller delvist kan ændres ved en anden Fordeling af Skatterne, synes ethvert fornuftigt Skøn at maatte komme til, at en forøget Renteoverførsel er det mindre Onde i Sammenligning med nutidig Arbejdsløshed tillagt mindre fremtidigt Kapitalapparat.

Resultatet, at man for at nærme den faktiske Aktivitet til den forønskede nedefra maa regne med større Renteoverførsel for Fremtiden, og at man for omvendt at nærme de faktiske Aktivitet til den forønskede ovenfra faar mindre Renteoverførsel i Fremtiden, vil man ogsaa kunne se af følgende Ræsonnement. Lad Opsparingen, S , *ex ante* være større end Investeringen, V , *ex ante*; hvis man ikke foretog Indgreb og lod Skatterne være lige saa store som det offentliges Udbetalinger, maatte Resultatet *ex post* blive, at S nødvendigvis maatte være lig V . Imidlertid er det karakteristiske ved Følgerne af Indgrebene, at man indretter Samfundet saaledes, at Borgernes Dispositioner *ex ante* faktisk bliver opfyldte

ex post. Og dette muliggøres ved, at hvor f. Eks. $S > V$, indtræder det offentlige som Debitor og fremtidig Renteyder for $(S - V)$.

7. Til sidst nogle Kommentarer til to Spørgsmaal, der uvilkaarligt stilles i Tilknnytning til det ovenfor omtalte.

(1) Er der nogen Grund til at vente, at den faktiske Aktivitet regelmæssigt vil tendere bort fra den forønskede i nogen bestemt Retning, saaledes at den fremtidige Renteoverførsel enten stadig vil vokse eller blive mindre, naar man ad denne Vej gennemfører den forønskede Aktivitetsgrad? Det synes paa den Tid, da dette skrives, at være en udbredt Opfattelse, at den faktiske Aktivitet normalt vil søge under den forønskede. Denne Opfattelse beror sikkert paa, at man netop har gennemlevet en tiaarig Arbejdsløshedsperiode. Havde man imidlertid ført en saadan Politik, at man ustandseligt havde søgt at gennemføre den politisk ønskede Beskæftigelse, kan man ikke af denne lange Arbejdsløshedsperiode slutte, at Politikken i hele Perioden skulde være gaaet ud paa at gøre Beskæftigelsen større. Det er meget vanskeligt at forstaa og i Modstrid med Erfaringerne, at Menneskene normalt skulde være saa asketisk indstillede overfor Livets Goder, at man skulde behøve at tvinge dem til at nyde dem. Hvis Fremtiden bringer bedre og bedre sociale Understøttelser, og en fornuftig Aktivitetspolitik sikrer Borgerne mod Arbejdsløshed, er der vel snarest Grund til at vente, at Opsparingen bliver forholdsvis mindre, saaledes at der skulde opstaa Vanskeligheder ved at holde Aktivitetsgraden nede.

(2) Er der nogen Grund til, at Staten nogensinde optager Laan paa det aabne Marked? Konsekvensen af det foregaaende er, at nærer man Ønsker om en bestemt Rentefod og desuden om en bestemt Aktivitetsgrad, er det ganske ligegyldigt for de videre økonomiske Virkninger, om Staten laaner i Centralbanken eller paa det aabne Marked. Men naar dette er Tilfældet, synes det ogsaa at være en rimelig Arbejdsdeling, at Staten opkræver de Skatter, der findes hensigtsmæssige af Hensyn til Aktiviteten, og at Differencen mellem det offentlige Udbetalinger og Skatterne enten indsættes eller trækkes paa Statens Konto i Centralbanken, medens Opretholdelsen af den forønskede Rentefod overlades til Centralbanken, hvad enten den vil notere en bestemt Kurs paa Obligationer, til hvilken den altid er villig til at købe og sælge, eller den vil drive traditionelle *open-market-operations*. En tilsyneladende Vanskelighed herved vil det kunne være, at Centralbankens Be-

holdning af Obligationer vil kunne slippe op i Perioder, hvor Banken skal afgive Obligationer. Imidlertid er der intet, der hindrer Banken i at udstede Obligationer paa sig selv. Dens Overskud vil da kunne blive negativt, hvilket dog ikke vil behøve at skabe Vanskeligheder af betalingsmæssig Art, idet Centralbanken ved at skabe Kasse altid vil kunne klare sine Forpligtelser. De betydelige Udbetalinger fra Centralbankens Side vil imidlertid i sig selv have Virkninger i ekspansiv Retning, hvorfor de automatisk, naar Forudsætning (3) skal opretholdes, vil blive neutraliserede ved en højere Skat, hvilken Forhøjelse nøjagtigt vil svare til den Forhøjelse, den forøgede Renteoverførsel vilde have bevirket, om det var Staten, der i Stedet havde solgt Obligationer paa sig selv.
