

- tary Policy in the Federal Reserve — MIT — University of Pennsylvania. Econometric Model of the United States. I Renton (ed), *Modelling the Economy*. London.
- Rosted, J. 1981: Manøvrer muligheder i dansk økonomi — belyst ved nogle modelberegninger. Københavns Universitet, Økonomisk Institut. Memo nr. 103.
- Tobin, J. 1965: The Theory of Portfolio Selection. I Hahn and Brechling: *The Theory of Interest Rates*. London.

Indledning om statsgældspolitikken

Jesper Jespersen

Det økonomiske Råds sekretariat

Kort om den teoriehistoriske baggrund

Den keynesianske teoriopfattelse er naturligvis i fokus ved denne lejlighed, men for at rette perspektivet ind, vil et par tidligere statsgældsteorier kort blive refereret.

Den klassiske skole var fast forankret i den opfattelse, at en øget statsgæld overhovedet intet ændrede ved det økonomiske forløb. En øget gældsætning = offentlig forbrug ville pr. automatik sætte sig igennem som øget privat opsparing til imødegåelse af fremtidige skattestigninger. Der ville således blot være tale om en ændret fordeling af forbruget på henholdsvis offentligt og privat¹.

Den neoklassiske skole — der tidsmæssigt må siges at ligge såvel før som efter udgivelsen af *General Theory* i 1936 — vakler mellem de synspunkter, at øget offentlig gældsætning fører til enten »crowding out« (d.v.s. mindskede private investeringer) eller inflation. Hvorvidt det ene eller det andet synspunkt dominerer, afhænger i meget høj grad af, om den øgede gældsætning finansieres ved udstedelse af obligationer eller via seddelpressen. Er det første tilfældet, fører det til pres på obligationsmarkedet, stigende realrente og mindskede private investeringer. Monetær finansiering fører kort fortalt til højere priser og dermed til reduceret realforbrug på grund af realkasseeffekten.

For begge skoler ligger der en mere eller mindre implicit antagelse om, at den samlede produktion er konstant, og når det offentlige vil »beslaglægge« en yderligere del af pro-

1. Denne teoribygning er (delvis med urette) af Tobin blevet knyttet til Richardos navn, men er dog siden blevet genoplivet af nyklassikerne, se f.eks. Barro, 1974: »Are Government Bonds Net Wealth?« Dette spørgsmål besvares benægtende netop ud fra den betragtning at øget offentligt forbrug betales med mindsket privat forbrug.

- tary Policy in the Federal Reserve — MIT — University of Pennsylvania. Econometric Model of the United States. I Renton (ed), *Modelling the Economy*. London.
- Rosted, J. 1981: Manøvrer muligheder i dansk økonomi — belyst ved nogle modelberegninger. Københavns Universitet, Økonomisk Institut. Memo nr. 103.
- Tobin, J. 1965: The Theory of Portfolio Selection. I Hahn and Brechling: *The Theory of Interest Rates*. London.

Indledning om statsgældspolitikken

Jesper Jespersen

Det økonomiske Råds sekretariat

Kort om den teoriehistoriske baggrund

Den keynesianske teoriopfattelse er naturligvis i fokus ved denne lejlighed, men for at rette perspektivet ind, vil et par tidligere statsgældsteorier kort blive refereret.

Den klassiske skole var fast forankret i den opfattelse, at en øget statsgæld overhovedet intet ændrede ved det økonomiske forløb. En øget gældsætning = offentlig forbrug ville pr. automatik sætte sig igennem som øget privat opsparing til imødegåelse af fremtidige skattestigninger. Der ville således blot være tale om en ændret fordeling af forbruget på henholdsvis offentligt og privat¹.

Den neoklassiske skole — der tidsmæssigt må siges at ligge såvel før som efter udgivelsen af *General Theory* i 1936 — vakler mellem de synspunkter, at øget offentlig gældsætning fører til enten »crowding out« (d.v.s. mindskede private investeringer) eller inflation. Hvorvidt det ene eller det andet synspunkt dominerer, afhænger i meget høj grad af, om den øgede gældsætning finansieres ved udstedelse af obligationer eller via seddelpressen. Er det første tilfældet, fører det til pres på obligationsmarkedet, stigende realrente og mindskede private investeringer. Monetær finansiering fører kort fortalt til højere priser og dermed til reduceret realforbrug på grund af realkasseeffekten.

For begge skoler ligger der en mere eller mindre implicit antagelse om, at den samlede produktion er konstant, og når det offentlige vil »beslaglægge« en yderligere del af pro-

1. Denne teoribygning er (delvis med urette) af Tobin blevet knyttet til Richardos navn, men er dog siden blevet genoplivet af nyklassikerne, se f.eks. Barro, 1974: »Are Government Bonds Net Wealth?« Dette spørgsmål besvares benægtende netop ud fra den betragtning at øget offentligt forbrug betales med mindsket privat forbrug.

duktionen, så må den private sektor give efter ved at øge sin finansielle opsparing. Dette kan den private sektor enten gøre frivilligt, som det blev antaget af klassikerne eller som hos neoklassikerne, hvor der via realrenteforhøjelse og/eller inflationsskat er tale om »tvungen« opsparing.

Heroverfor står *den keynesianske analyse*, hvor der i udgangssituationen er ledige ressourcer, og produktionen således ikke antages at være given på forhånd. Dette indebærer, at det ikke længere er de allokeringsmæssige aspekter (mellem offentlig og privat sektor — herunder privat forbrug versus investering) af statsgældspolitikken, der står i fokus, men derimod i hvilket omfang den — som et integreret led i en overordnet økonomisk politik — kan bidrage til at øge den samlede produktion og dermed ressourceudnyttelsen i samfundet.

En ikke ubetydelig del af den strid, der hersker mellem forskellige økonomiske skoler — man fristes næsten til at kalde det religioner — kan således henføres til en forskellig antagelse vedrørende ressourceudnyttelsen i samfundet. Er hovedsigtet med analysen at se på, hvorledes en given produktion kan fordeles på privat henholdsvis offentlig efterspørgsel, så står den (neo)-klassiske skole i centrum. Er udgangspunktet derimod et samfund med arbejdsløshed og ledig kapacitetsudnyttelse, så samler interessen sig om, hvorledes produktionen kan øges, uden statsgældspolitikken spænder ben herfor.

Nogle bogholderimæssige sammenhænge

Ændringer i statsgælden er foranlediget af budgetstillingen (saldoen), som igen er sammensat af henholdsvis drifts-, anlægs- og udlånsbudgettet. Der kan a priori intet siges om, hvad saldoen på statsbudgettet ideelt set bør være.

I en situation med ligevægt på betalingsbalancen overfor udlandet er der en eentydig sammenhæng mellem saldoen på statsbudgettet² og så forholdet mellem opsparing og realinvestering i den private sektor. I og med at det i overvejende grad er forskellige grupper inden for den private sektor, der henholdsvis sparer op og (real)investerer, vil det være en ren tilfældighed, om disse to størrelser tilnærmelsesvis er lige store.

Inddrages dernæst betalingsbalancen over for udlandet, vil et krav om ligevægt på statsbudgettet indebære, at udlandets opsparings/investeringsbalance over for indlandet netop modsvarer den private sektors opsparings-/investeringsbalance — unægtelig et specialtilfælde, når det netværk af transaktioner, der er mellem den offentlige, den private sektor og udlandet, tages i betragtning.

Det forhold, at Danmark — i modsætning til de fleste andre lande — havde et overskud på statsbudgettet i fuld beskæftigelses-æraen frem til 1973, skal ses i lyset af det meget store boligbyggeri i den periode. Ændringen i investeringsaktiviteten sammen-

2. Mere præcist »den offentlige sektor«, d.v.s. incl. kommuner, offentlige fonde etc.

holdt med den øgede opsparing ikke mindst til pensionsformål har på afgørende vis forskubbet den private sektors opsparings/investeringsbalance i retning af overskud.

Lad mig straks tilføje, at ovenstående excersits i bogholderimæssige sammenhænge ikke har noget særligt keynesiansk indhold, men blot synes at blive fortrængt i mere ortodoks teoribygning.

Konjunkturbetinget ændring i budgetsaldoen

Det er først ved analysen af de mere konjunkturbestemte forhold, at den specifikke keynesianske indfaldsvinkel spiller en selvstændig rolle.

Øges opsparingsoverskuddet i den private sektor (eller i udlandet), svækkes det offentlige budget. Var der i udgangssituationen underskud på driftsregnskabet, så øges den hastighed, hvormed gælden akkumulerer qua det øgede underskud. Afhængig af de automatiske stabilisatorers styrke får et øget privat »ex ante« opsparingsoverskud (= efterspørgselsbortfald) større eller mindre effekt på produktion og beskæftigelse. Jo stærkere de automatiske stabilisatorer er, jo mindre realøkonomisk effekt vil efterspørgselsbortfaldet have — i hvert fald på kort sigt. Det budgetmæssige modstykke hertil er naturligvis, at jo kraftigere stabilisatorer, jo større budgetmæssig effekt — det er netop den offentlige *ned*sparing, der skal kompensere den øgede private *op*sparing.

De automatiske stabilisatorer vil sjældent — endsige aldrig — kunne opfange hele efterspørgselsbortfaldet. Skal udgangssituationen genetableres produktions- og beskæftigelsesmæssigt, må der derfor tages nogle diskretionære politiske initiativer, der yderligere vil belaste budgettet og øge gældsakkumuleringen.

Det spørgsmål, der med rette kan stilles til den ovenfor skitserede keynesianske analyse af statsbudgettet og -gælden i den konjunkturmæssige sammenhæng, er, om der på lidt længere sigt alligevel bliver en regning at betale for den øgede statsgæld. Eller sagt på en anden måde: Får de negative fænomener, der blev nævnt i forbindelse med den klassiske og neoklassiske skoles indflydelse i et mellemfristet perspektiv?

For at et sådant spørgsmål kan besvares, må den alternative økonomiske udvikling med et mindre budgetunderskud kort beskrives.

Hvis der overhovedet ingen automatiske stabilisatorer var (alle offentlige udgifter og indtægter er af lump-sum karakter), så ville multiplikatoren i samfundet være væsentlig større, som udtryk for, at de produktions- og beskæftigelsesmæssige implikationer af et udefra kommende stød er meget voldsommere. Hvis ydermere de private investeringer er afhængige af konjunkturudviklingen, vil produktionsfaldet (overgangsvis) blive selvforstærkende.

Et sådan alternativt forløb er altså karakteriseret ved en mindre produktion, større arbejdsløshed og mindre kapitalapparat, men til gengæld også mindre betalingsbalanceunderskud og lavere inflation — disse forskelle vil jeg overlade til politikerne at sammenveje for derigennem at kunne afgøre, hvilket forløb de måtte foretrække.

Er budgetunderskuddet rentedrivende?

Den keynesianske indfaldsvinkel til analysen af rentedannelsen må nødvendigvis være *likviditetspræferenceteorien*. Skal man pege på noget enkelt-element i den keynesianske teoribygning, der næst efter forbrugsfunktionen har vist overlevelsessevne, så må det vist være den keynesianske pengeefterspørgselsfunktion. Med dette udgangspunkt bliver renten (renteniveauet) bestemt som den relative pris mellem korte og lange finansielle fordringer. Efterspørgslen efter korte fordringer (penge) opdeles traditionelt i 3 komponenter: (1) Transaktions-, (2) sikkerheds- og (3) spekulationskassen³. Transaktionsbehovet vokser — viser indkomstudviklingen, altså en indkomstelasticitet nær een. Sikkerhedskassen efterspørges i større eller mindre omfang afhængig af »the state of confidence«: Rystes forventningerne til fremtiden — ikke mindst med hensyn til afkastet af reale investeringer, vil korte fordringer være en naturlig placering, mens investorerne ser tiden an. Endelig kan man sige, at spekulationskassen hos Keynes ret entydigt knyttes sammen med forventningerne til udviklingen i den lange rente: forventes en stigning går »spekulanterne« over i korte papirer, hvilket bidrager til at gøre forventningerne om en stigning i renten selvopfyldende.

Skal spørgsmålet om, hvordan et budgetunderskud påvirker rentedannelsen, besvares, må det derfor være naturligt at se på, hvorledes pengeefterspørgslen reagerer og dernæst stille efterspørgselsændringen overfor udviklingen i udbuddet. I og med et offentligt budgetunderskud som nævnt ovenfor kan genfindes som formuertilvækst i den private sektor (fraregnet evt. ændring på betalingsbalancens løbende poster), og en sådan formuertilvækst jo skal placeres i finansielle aktiver, så er det næppe urimeligt at antage at såvel penge- som obligationsefterspørgslen øges så nogenlunde i takt med formuertilvæksten. Har væksten i budgetunderskuddet derimod bidraget til at nedbryde »the state of confidence«, så vil ikke alene formuertilvæksten søge over mod korte fordringer, men der vil opstå et ønske om en generel formueomlægning væk fra reale aktiver til fordel for korte fordringer. Og ser vi endelig på renteforventningerne, så kan et budgetunderskud i hvert fald overgangsvist skabe den — muligvis fejlagtige opfattelse — at dets finansiering nødvendiggør et fortsat stigende renteniveau (bl.a. accentueret af øget inflationsfrygt), hvilket også øger pengeefterspørgslen.

I perioder med budgetunderskud stiger ved uændret renteniveau pengeefterspørgslen målt i forhold til BNP. I hvilket omfang et budgetunderskud i sig selv undergraver »the state of confidence« eller der måske i højere grad er tale om nogle fælles konjunkturten-

3. I en senere artikel introducerede Keynes tillige finansieringsefterspørgslen: det at likviditeten skal være til stede før den planlagte reale efterspørgsel kan blive effektiv. Dette har specielt betydning i diskussionen af, hvilke faktorer der er nødvendige for at et opsving ikke kvæles i starten, jfr. f.eks. Jespersen, 1975, pp. 117-26.

Tabel 1. Ændring i pengemængde, BNP og rente 1973-1983.

	1. $\Delta M2$	2. ΔBNP	3. 2-1	4. Δ obl. rente	5. obl. rente	6. obl. rente i USA
	procent					
1973	12.7	14.7	2.0	2.7	14.3	6.3
1974	8.9	14.7	5.8	0.8	15.1	7.0
1975	25.1	11.7	-13.4	-2.0	13.1	7.0
1976	10.9	16.2	5.3	3.1	16.2	6.8
1977	9.9	11.2	1.3	1.3	17.5	7.1
1978	8.7	11.4	2.7	0.7	18.2	7.9
1979	10.8	9.9	-0.9	-0.1	18.1	8.7
1980	8.1	9.7	1.6	0.5	18.6	10.8
1981	9.6	9.3	-0.3	0.9	19.5	12.9
1982	11.8	13.5	1.7	-0.1	19.4	12.2
1983,1 ^(a)	16.1	8.0	-8.1	-4.4	15.0	10.5

Note: ^(a) Tallene for 1983 refererer sig udelukkende til 1. halvår. Ændringen i BNP er især behæftet med usikkerhed: Stigningen i forbrugerprisindekset i forhold til samme periode året før (5,9 pct.) er ganget sammen med en skønnet realvækst på 2 pct.

Kilde: Danmarks Statistik, *Konjunkturoversigt*. Danmarks Nationalbank. *Kvartalsoversigt*.

denser som spiller sammen, kan der ikke siges noget håndfast om. Men de stagnerende og overgangsvis faldende priser på fast ejendom i perioden medio 1979 til ultimo 1982 må eksempelvis tages som udtryk for, at »the state of confidence« var rystet.

Der er for mig at se således ingen tvivl om, at et budgetunderskud øger pengeefterspørgslen udover, hvad transaktionsmotivet direkte tilsiger. Føres der derfor en pengepolitik, hvor et af målene er at holde udviklingen i pengemængden i underkanten af væksten i BNP (målt i løbende priser), så vil der i sig selv være indbygget rentestigningstendenser i denne politik.

Kaster vi et enkelt blik på udviklingen i transaktionsefterspørgslen og udbuddet af penge i Danmark over perioden 1973-1983, jfr. tabel 1, genfindes (med een undtagelse) den kvalitative sammenhæng, at i de år hvor pengemængden er vokset langsommere end BNP, har der været en stigning i den lange obligationsrente og vice versa⁴.

Min konklusion med hensyn til budgetunderskud og renteutvikling er derfor den, at hvis de pengepolitiske myndigheder ikke ønsker at tilpasse pengemængdemålsætningen

4. For at komme mine kritikere i forkøbet må der ikke herske nogen tvivl om, at dette blot er et ud af en række forhold, der tilsammen bestemmer udviklingen i renten. Af andre faktorer er naturligvis renten i udlandet særdeles vigtig.

til den forøgelse i pengeefterspørgslen som afledes fra budgetunderskuddet, så må det nødvendigvis få konsekvenser for renteutviklingen.

Høj realrente øger budgetunderskuddet

Ovenstående problemstilling har for de fleste vestlige lande ført til en — for en lavkonjunktur — særdeles høj realrente, der via forrentningen af statsgælden i sig selv har bidraget til at øge budgetunderskuddene. Herved kan økonomien komme ind i en (selv)forstærkende proces, hvor budgetunderskud, renteutvikling og den pengepolitiske reaktion spiller sammen på en måde, der har nogle uhyggelige langtidsperspektiver, hvoraf jeg skal nævne nogle få:

1. Den mindskede investeringstakt — »crowding out«;
2. De langsigtede fordelingsmæssige konsekvenser;
3. Den latente inflationsfare — bedre kendt som frygten for statsbankerot.

Ad. (1). Et budgetunderskud behøver altså ikke nødvendigvis at være rentedrivende; men forfølges en snæver pengepolitisk norm, samtidig med at likviditetspræferencen øges, vil den lange rente stige. Dette fører naturligvis til mindskede investeringer — der i sig selv øger budgetunderskuddet, fordi den private sektors opsparingsoverskud herved øges (de faldende investeringer fører til øget arbejdsløshed og dermed mindskede nettoindtægter for det offentlige). Samtidig reducerer de mindskede investeringer det fremtidige indkomstgrundlag samt mindsker konkurrenceevnen over for udlandet. Denne situation er ganske rammende blevet karakteriseret som en »lavvækstfælde«.

Det vil sige, at stigende rente ikke alene øger budgetunderskuddet på grund af de øgede statslige finansieringsomkostninger, men også på grund af de mindskede private investeringer.

»Crowding out« er ingen økonomisk nødvendighed, da den private og offentlige sektor ikke »kæmper om« knappe ressourcer eller en »given mængde« opsparing; men øges realrenten, så falder de private investeringer naturligvis, og om dette er »crowding out«, er vist snarere et terminologisk spørgsmål.

Ad. (2). Et på mange måder mindst lige så reelt problem er de fremtidige fordelingsmæssige problemer, som en høj realrente skaber. En realforrentning af statsgælden efter skat, der klart overstiger væksten i samfundet, indebærer, at de passive investorer forlods kan beslaglægge en disproportional del af nationalproduktet.

Heroverfor er det til en vis grad med rette blevet fremført, at statsgæld — i hvert fald den indenlandske del — i en vis forstand blot er at betragte som den ene hånds gæld til den anden, men det må dog ikke overses i den forbindelse, at hænderne sidder på forskellige personer og derved bliver et helt kontant stykke fordelingspolitik i fremtiden.

Ad. (3). Bagved den megen tale om »statsbankerot« ligger der nok hos de fleste af debattørerne en forestilling om, at i sidste ende kan staten blive nødt til at inflatere sig ud af sit statsgældsproblem. Det vil sige, at alene væksten i statsgælden kan bidrage til, at inflationsforventningerne stimuleres, hvilket også virker rentedrivende — ved at øge usikkerheden med hensyn til det fremtidige inflationstempo. I den aktuelle situation med stor arbejdsløshed er det naturligvis ikke så nærliggende at antage stigende inflation, men de hidtidige erfaringer har alligevel vist, at udefra kommende prischok forplanter sig med stor styrke igennem de vestlige økonomier — selv ved betydelig arbejdsløshed.

Sammenfatning

Jeg har i det foranstående søgt at beskrive statsgældspolitikken som en integreret del af den samlede økonomiske politik, samt at der ikke a priori kan siges noget om, hvad budgetsaldoen og dermed statsgælden ideelt set bør være. Statsgældspolitikken er i en vis forstand finanspolitikens tvilling — ønsker man at stimulere økonomien over statsfinanserne, så øges statsgælden. Men hvis dette sker til en pris af, at pengepolitikken strammes p.g.a. en på forhånd given betalingsbalance- eller pengemængdemålsætning, så kan de mere langsigtede konsekvenser blive direkte negative, idet økonomien kan blive ført ind i en selvforstærkende proces af stigende rente, faldende private investeringer med deraf øget budgetunderskud til følge — samtidig med, at de fordelingsmæssige spændinger i samfundet øges.

Litteratur:

- | | |
|---|---|
| <p>Barro, R. J. 1974. Are Government Bonds Net Wealth? <i>Journal of Political Economy</i>.</p> <p>Jespersen, Jesper. 1975. <i>Aspekter af den renteteoretiske diskussion</i>. København.</p> <p>Keynes, John M. 1936. <i>The General Theory of Employment, Interest and Money</i>. London.</p> | <p>Keynes, John M. 1940. <i>How to pay for the War</i>. London.</p> <p>Tobin, James. 1980. <i>Asset Accumulation and Economic Activity</i>. Oxford.</p> <p>Det Økonomiske Råd, Formandskabet. 1981. <i>Dansk Økonomi, november 1981</i>. København.</p> |
|---|---|

Kommentar

Torsten Gersfelt

Danmarks Nationalbank

1. Jørgen Rosteds indlæg giver ikke anledning til mange kommentarer, da jeg i store træk er enig i hans analyse af den økonomiske situation. Derimod må jeg sætte spørgsmålstegn ved enkelte af betragtningerne i Jesper Jespersens indlæg, som synes at forudsætte manøvrer muligheder, der desværre næppe er til stede i dansk økonomisk politik.

Finanspolitikens muligheder og risikoen for »crowding-out« må ses i lys af den konkrete situation. I Danmark havde gældsætningen indenlandsk og udenlandsk i 1982 nået et sådant omfang, at »the state of confidence« var rystet. Renten af mellemfristede statsobligationer tangerede 23 pct., og i udlandet tiltrak den danske kreditværdighed sig ubehagelig opmærksomhed. Man hæftede sig ved, at Danmark i løbet af få år havde oparbejdet store underskud på statsfinanserne og fortsat var langt fra ligevægt på betalingsbalancens løbende poster.

På denne baggrund var det næppe muligt at opnå rentefald uden en demonstration af politisk vilje til at holde statsfinanserne og betalingsbalancen under kontrol og gradvis nedbringe underskuddene. Budgetunderskuddet havde med andre ord antaget en rentedrivende karakter. Selv om der ifølge Jesper Jespersen ikke a priori kan siges noget om, hvad budgetsaldoen ideelt set bør være, var der klare tegn på, at stigningen i underskuddet måtte bringes til ophør.

Renteudviklingen siden efteråret 1982 viser bl.a. forventningernes afgørende indflydelse på rentedannelsen, i hvert fald på kort sigt. Samtidig med rentefaldet er inflationen reduceret væsentligt, og hvis realrenten ellers kunne måles, ville den nok vise sig stadig at være høj.

Rentens betydning kan imidlertid ikke vurderes uden at inddrage beskatningen, da renten efter skat må antages at være afgørende for skattepligtige långiveres og låntageres dispositioner, hvilket ofte forbigås i økonomiske modeller. Ved høj marginalskat behøver man ikke at forudsætte noget særlig kraftigt fald i inflationsforventningerne for at nå til, at den reale debitorrente efter skat af kontantlån er steget siden 1982 — om end på et lavt niveau. For obligationskøberne er kursgevinsternes andel af afkastet indsnævret markant.

I relation til finanspolitikken er det væsentligt ikke blot, i hvilket omfang renteindtægter kommer til beskatning, men også hvor stor en del af proventet der tilfalder kommunerne. Fra statsfinansielt synspunkt kan realrenteafgiften til staten af de hidtil skattefrie pensionskapitaler bidrage til at bryde rentedynamikken.

2. De følgende bemærkninger om statsgældspolitik og pengepolitik bygger på den forudsætning, at statens underskud gradvis bliver reduceret.

Som følge af det store valutariske finansieringsbehov og den private udlandsgæld lægger renten i udlandet samt valutakursforventningerne en bund under renten i Danmark. Under den internationale højrenteperiode i 1981-82 accepteredes en indsnævring i det traditionelle rentespænd med større vægt på officiel kapitalimport. Mulighederne for at begrænse rentespændet vil i øvrigt bero på tilliden til kronekursen og herunder på, om omkostningsudviklingen afdæmpes tilstrækkeligt til at sikre konkurrenceevnen.

Af hensyn til ligevægten på valutamarkedet må udviklingen i pengeinstitutternes likviditet og

pengemængden holdes under kontrol, hvilket sætter ret snævre grænser for, i hvilket omfang statens underskud kan finansieres »monetært«. Hvis ikke statsfinansernes indenlandske likviditetsvirkning i meget høj grad neutraliseres med statspapirsalg, øges risikoen for valutaudstrømning og drastisk rentestigning i tilfælde af valutauro. Der kan således næppe opnås en varig rentefordel ved at finansiere en væsentlig del af statens underskud med træk på Nationalbanken. Såfremt likviditeten ikke styres tilstrækkeligt internt, udsætter man sig for at få den reduceret gennem valutatab.

Likviditetsstyring er imidlertid ikke ensbetydende med opstilling af en fast målsætning for et pengemængdebegreb. Der føres ikke monetaristisk pengepolitik i Danmark, og fastholdelse af kronens kurs i EMS bliver anset for et mere relevant mål, også i betragtning af økonomiens åbenhed. Pengemængden følges som en af indikatorerne i pengepolitikken, og skøn over udviklingen i M_2 kan tjene til ex ante at belyse konsistensen mellem forskellige elementer af pengepolitikken, herunder statspapirsalget, kreditudvidelsen i pengeinstitutterne og den private sektors kapitalbevægelser. Balancen mellem pengemængdens modposter er for så vidt af større interesse end selve stigningstakten i M_2 , idet f.eks. en moderat M_2 -vækst kan dække over en kraftig indenlandsk likviditetsudvidelse samtidig med en valutaudstrømning.

Igennem nogle år er M_2 steget i en takt i underkanten af væksten i det nominelle bruttonationalprodukt, jfr. Rosteds figur 2. Dette forhold må imidlertid ikke overfortolkes, og det synes tvivlsomt, om omløbshastigheden er særlig stabil. Figuren viser en brat stigning i omløbshastigheden i 1970 ved kildeskattens indførelse og et fald i 1975, hvor statsfinanserne skiftede fra overskud til underskud.

I 1983 er M_2 steget ret kraftigt. Et vist niveauskift i pengemængden kan begrundes med forskydningerne i rentestrukturen især efter skat, hvorved alternativomkostningerne ved at holde sig likvid er reduceret betydeligt. Generelt kan der siges at være sket en aflastning af pengepolitikken i forhold til andre dele af den økonomiske politik.

3. Lad mig afslutte med nogle bemærkninger om en privat kæphest, indeksregulerede statslån. Realrenteafgiftsloven friholder afkast af indeksobligationer, og denne forvridding kan forsvares med, at det offentlige i realiteten er debitor for lånene til det støttede byggeri, samt at rentefradragsreglerne diskriminerer imod indeksfinansiering af privat byggeri. Der må imidlertid nu antages at være en udækket efterspørgsel efter indeksobligationer, måske især med løbetider på 10-20 år, og det kunne overvejes at lade staten udstede indeksobligationer i begrænset omfang, bl.a. for at imødekomme risikospredningshensyn på såvel kreditor- som debitorside og lette konsolidering af statsgælden. Den samlede tilgang af indekspapirer måtte selvsagt i givet fald holdes langt under de realrenteafgiftspligtiges placeringskapacitet for at sikre det politisk tilsigtede kursniveau for papirerne.

Der ses ikke at være nogen logisk modstrid mellem at begrænse indeksregulering på arbejdsmarkedet, hvor overenskomsterne genforhandles med et par års mellemrum, og samtidig indeksregulere langfristede finansielle mellemværender, så realrenten bliver kendt ex ante. Den konservative engelske regering fandt det som låntager netop interessant at indføre indeksregulerede statslån, da den var besluttet på at bekæmpe inflationen.

Ad. (3). Bagved den megen tale om »statsbankerot« ligger der nok hos de fleste af debattørerne en forestilling om, at i sidste ende kan staten blive nødt til at inflatere sig ud af sit statsgældsproblem. Det vil sige, at alene væksten i statsgælden kan bidrage til, at inflationsforventningerne stimuleres, hvilket også virker rentedrivende — ved at øge usikkerheden med hensyn til det fremtidige inflationstempo. I den aktuelle situation med stor arbejdsløshed er det naturligvis ikke så nærliggende at antage stigende inflation, men de hidtidige erfaringer har alligevel vist, at udefra kommende prischok forplanter sig med stor styrke igennem de vestlige økonomier — selv ved betydelig arbejdsløshed.

Sammenfatning

Jeg har i det foranstående søgt at beskrive statsgældspolitikken som en integreret del af den samlede økonomiske politik, samt at der ikke a priori kan siges noget om, hvad budgetsaldoen og dermed statsgælden ideelt set bør være. Statsgældspolitikken er i en vis forstand finanspolitikens tvilling — ønsker man at stimulere økonomien over statsfinanserne, så øges statsgælden. Men hvis dette sker til en pris af, at pengepolitikken strammes p.g.a. en på forhånd given betalingsbalance- eller pengemængdemålsætning, så kan de mere langsigtede konsekvenser blive direkte negative, idet økonomien kan blive ført ind i en selvforstærkende proces af stigende rente, faldende private investeringer med deraf øget budgetunderskud til følge — samtidig med, at de fordelingsmæssige spændinger i samfundet øges.

Litteratur:

- Barro, R. J. 1974. Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy*.
- Jespersen, Jesper. 1975. *Aspekter af den renteteoretiske diskussion*. København.
- Keynes, John M. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London.
- Keynes, John M. 1940. *How to pay for the War*. London.
- Tobin, James. 1980. *Asset Accumulation and Economic Activity*. Oxford.
- Det Økonomiske Råd, Formandskabet. 1981. *Dansk Økonomi, november 1981*. København.