

Keynesiansk finans- og statsgældspolitik

Indledning om finanspolitikken

Jørgen Rosted

Budgetdepartementet

Indledning

Det sidste ti-års voksende økonomiske problemer har betydet, at der må anlægges en ret lang tidshorison i den økonomiske politik, og det er ikke længere åbenbart, at de kan anlægges en simpel skelnen mellem hovedopgaverne for henholdsvis finans- og pengepolitikken. Ved vurderingen af alternative økonomisk-politiske strategier må sammenhængen mellem de finansielle og reale markeder inddrages for at finde en tilfredsstillende balance mellem finans- og pengepolitikken.

Denne problemstilling diskuteres ofte under overskriften »crowding-out«. Det vil siges om, hvorvidt ændringer i finanspolitikken og finansieringen heraf udløse virkninger, der på længere sigt neutraliserer de kortsigtede indkomstvirkninger.

I det følgende belyses problemstillingen ud fra to indfaldsvinkler. Først diskuteres den traditionelle teoridannelse på området, og der refereres resultater fra makroøkonomiske modeller med integreret finansiell sektor. Herefter vurderes problemet med udgangspunkt i de sidste års økonomisk-politiske udvikling i Danmark. På dette grundlag afsluttes med nogle konklusioner om konsekvenserne for den økonomiske politik.

Teori- og modelgrundlag

Keynesianere

I den traditionelle lærebogsfremstilling af keynesianismen er der ingen crowding-out problemer. En ekspansiv finanspolitik, der er pengefinansieret, vil have positive langtidsvirkninger på den økonomiske aktivitet. Voksende budgetunderskud øger pengemængden, og i den udstrækning den forøgede pengemængde overstiger den voksende pengeefterspørgsel til transaktionsformål, vil overskudsudbudet af penge føre til falden i renteniveau. Ved markedsoperationer kan de pengepolitiske myndigheder fastsætte det ønskede renteniveau, og det udelukkes a priori — i den mest vulgære udgave — at

Jeg takker konsulent lic.polit. Flemming Dalby Jensen og stud.polit. Per Bremer Rasmussen for hjælp og værdifulde kommentarer, men det understreges, at artiklens indhold ikke nødvendigvis tegner andre end forfatterens synspunkter.

Keynesiansk finans- og statsgældspolitik

Indledning om finanspolitikken

Jørgen Rosted

Budgetdepartementet

Indledning

Det sidste ti-års voksende økonomiske problemer har betydet, at der må anlægges en ret lang tidshorison i den økonomiske politik, og det er ikke længere åbenbart, at de kan anlægges en simpel skelnen mellem hovedopgaverne for henholdsvis finans- og pengepolitikken. Ved vurderingen af alternative økonomisk-politiske strategier må sammenhængen mellem de finansielle og reale markeder inddrages for at finde en tilfredsstillende balance mellem finans- og pengepolitikken.

Denne problemstilling diskuteres ofte under overskriften »crowding-out«. Det vil siges spørgsmålet om, hvorvidt ændringer i finanspolitikken og finansieringen heraf udløse virkninger, der på længere sigt neutraliserer de kortsigtede indkomstvirkninger.

I det følgende belyses problemstillingen ud fra to indfaldsvinkler. Først diskuteres den traditionelle teoridannelse på området, og der refereres resultater fra makroøkonomiske modeller med integreret finansiell sektor. Herefter vurderes problemet med udgangspunkt i de sidste års økonomisk-politiske udvikling i Danmark. På dette grundlag afsluttes med nogle konklusioner om konsekvenserne for den økonomiske politik.

Teori- og modelgrundlag

Keynesianere

I den traditionelle lærebogsfremstilling af keynesianismen er der ingen crowding-out problemer. En ekspansiv finanspolitik, der er pengefinansieret, vil have positive langtidsvirkninger på den økonomiske aktivitet. Voksende budgetunderskud øger pengemængden, og i den udstrækning den forøgede pengemængde overstiger den voksende pengeefterspørgsel til transaktionsformål, vil overskudsudbudet af penge føre til fald i renteniveau. Ved markedsoperationer kan de pengepolitiske myndigheder fastsætte det ønskede renteniveau, og det udelukkes a priori — i den mest vulgære udgave — at

Jeg takker konsulent lic.polit. Flemming Dalby Jensen og stud.polit. Per Bremer Rasmussen for hjælp og værdifulde kommentarer, men det understreges, at artiklens indhold ikke nødvendigvis tegner andre end forfatterens synspunkter.

en ekspansiv finanspolitik kan medføre en forøgelse af renteniveauet. I lærebogsfremstillingen fremhæves risikoen for at for høje normalrenteforventninger kan bringe økonomien i en likviditetsfælde, men normalt anses dette specialtilfælde kun som værende af historisk interesse.

Monetarister

I den monetaristiske teori er der på lang sigt fuldstændig crowding-out. Den bagvedliggende transmissionsmekanisme har været stærkt diskuteret lige siden teoriens fremkomst. De første fremstillinger var koncentreret om pengeefterspørgslen (Friedman, 1956). I senere fremstillinger (Friedman, 1968) blev vægten lagt på forventningsdannelsen bag adfærden på vare- og arbejdsmarkedet og dermed på pris- og løndannelsen. En ekspansiv økonomisk politik, der på kort sigt fører til lavere arbejdsløshed end det langsigtede naturlige niveau, vil på længere sigt udløse inflationære tendenser, som genetablerer den naturlige arbejdsløshed. Et højere aktivitetsniveau end det naturlige kan ifølge monetaristerne kun opretholdes ved en accellererende vækst i pengemængden. Den uundgåelige konsekvens heraf vil være stadig stigende inflationstakt.

Diskussionen om den monetaristiske transmissionsmekanisme førte til yderligere præciseringer af teorien, og vægten blev efterhånden lagt på en mere generel porteføljetilpasning (Friedman, 1970). Forventningerne til den fremtidige formue og det relative forventede afkast bestemmer den ønskede formue og dennes sammensætning. Monetaristerne mener, at renteelasticiteten i pengeefterspørgslen er meget lille, hvilket sammenholdt med en antagelse om at penge og fysiske aktiver, herunder varige forbrugsgoder, er nærmere substitutter end penge og andre finansielle aktiver, fører til betydelig og ret hurtig crowding-out, selv i situationer hvor der ikke føres en stram pengepolitik.

Hos Friedman er forventningsdannelse og dennes manglende forudsigelighed af afgørende betydning for policy-konklusionerne. Denne del af den monetaristiske tradition er blevet udbygget med antagelsen om rationelle forventninger, hvorved policy-konklusionerne yderligere skærpes. I det rendyrkede tilfælde er Phillips-kurven lodret selv på helt kort sigt, og finanspolitikken er derfor totalt impotent (Lucas, R. E., 1973).

Nyere Keynes-teori

Der er fortsat diskussion om den monetaristiske teori, og navnlig om policy-konklusionerne. Men i den mest generelle udgave af monetarismen er der dog visse fællestræk med videreudbygningen af Keynes' teori. Det gælder betydningen af formueeffekter og porteføljetilpasning (Tobin, 1965) og (Hicks, 1967), og det gælder forventningernes afgørende betydning for det økonomiske forløb (Leijonhufvud, 1968). De sidste ti års forskning om mikrogrundlaget for makroteorien har bidraget til en større forståelse af

forskellene mellem de forskellige teoriretninger, men det er endnu ikke lykkedes at bringe forskningen frem til et mere operationelt stade, der direkte har påvirket modelbygningen.

Økonometriske modeller

De danske makroøkonometriske modeller bygger i meget vid udstrækning på 50'ernes og 60'ernes keynesianske teorigrundlag, mens adskillige amerikanske og flere europæiske modeller har søgt at udvide teorigrundlaget, så de både er i bedre overensstemmelse med Keynes' generelle teori og inddrager senere teoretiske og empiriske erfaringer. Den amerikanske MIT-model er et godt eksempel (Modigliani, 1975). Modellen bygger på Keynes' teorigrundlag, og både den reale og finansielle sektor er veludbygget. Formueeffekter indgår i forbrugsbestemmelsen, hvilket sammen med rentevirkninger udgør den bærende transmission mellem den finansielle og reale sektor. Modellen indeholder endvidere forventningsdannelsesaspekter især på kapitalmarkederne.

Modellens multiplikatoregenskaber er interessante. Med fuld beskæftigelse i kontrolkørslen er de (ekspansive) finanspolitiske langtidsmultiplikatorer nul, hvilket kan siges at være et monetaristisk resultat, men det bygger — som anført — på en almindelig Keynes' transmissionsmekanisme. Hvis der er underbeskæftigelse i kontrolkørslen, kan de (ekspansive) finanspolitiske langtidsmultiplikatorer være positive. Multiplikatorernes størrelse og tidsprofil afhænger af, hvor akkomoderende en pengepolitik der føres. Ved fuld obligationsfinansiering er fireårsmultiplikatoren stort set nul. MIT-modellen beskriver således crowding-out fænomener på et Keynes' teorigrundlag. Men i perioder med lav kapacitetsudnyttelse kan finanspolitikken — også i det længere perspektiv — stimulere økonomien, hvis det er muligt at pengefinansiere en del af den ekspansive finanspolitik.

Der er udført et lignende dansk eksperiment ved at sammenkoble ADAM og Nationalbankens finansielle model, NATAN (Rosted, 1981). Projektet er af eksperimentel art, og ikke udtryk for en estimeret og testet model. Til trods herfor er resultaterne overraskende sammenfaldende, jvf. tabel 1. Som yderligere sammenligning er medtaget multiplikatorvirkningerne fra den amerikanske Wharton-model og fra ADAM.

Det højere niveau for kort-sigts multiplikatorerne i de amerikanske modeller skyldes den mindre importkvote og de mindre stabilisatorer i den amerikanske økonomi. Den hurtigt aftagende tidsprofil for MIT-multiplikatoren skyldes en væsentligt stærkere monetær transmissionsmekanisme end i Wharton-modellen og i ADAM-NATAN.

En ekspansiv finanspolitik forøger underskuddet på betalingsbalancen. Hvis det er nødvendigt at stramme pengepolitikken for at få dette underskud finansieret, viser modelberegningerne, at der opstår crowding-out effekter, og at multiplikatoren på lidt længere sigt er nul eller negativ. Holder resultatet har det afgørende betydning for tilrettelæggelsen af den økonomiske politik.

Tabel 1. BNP-multiplikator for offentlige udgifter (dY/dG) i faste priser. (Fuld obligationsfinansiering).

		Wharton	MIT	ADAM-NATAN	ADAM (a)
År	1	2,0	2,2	1,2	1,2
	2	2,4	2,2	1,2	1,4
	3	2,6	0,7	1,0	1,4
	4	2,4	-0,5	0,6	1,2
	5	1,9	...	0,0	1,1
	8	-0,8	...	...	...

Note: (a) ADAM er uden finansiel sektor og multiplikatoreksperimentet kan fortolkes som et forløb, hvor den ledsagende pengepolitik sikrer uændret renteniveau.

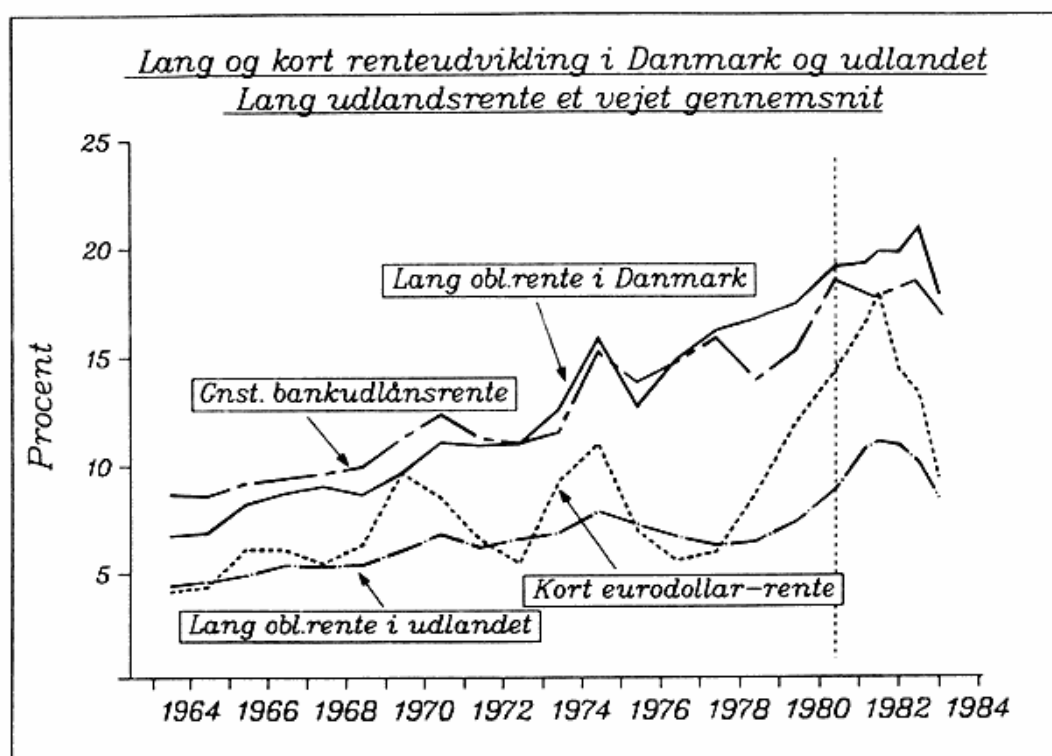
Kilde: (Rosted, 1981 p. 5.21).

De senere års renteudvikling i Danmark og udlandet

Såfremt de senere års ekspansive finanspolitik (diskretionære plus automatiske effekter) har været ledsaget af crowding-out, skulle det ifølge et Keynes' teorigrundlag vise sig ved et stigende renteniveau. Det er naturligvis uhyre vanskeligt — om ikke umuligt — at afdække de bagvedliggende årsager til renteudviklingen, men der kan opnås nogen information ved at betragte ændringer i rentemønstret mellem Danmark og udlandet, jfr. fig. 1.

Internationale sammenligninger er vanskelige og behæftet med mange usikkerhedsmomenter, hvorfor for håndfast fortolkning ikke er mulig. Men der synes at kunne udledes i hvert fald fire interessante iagttagelser.

1. Eurodollarrenten har udvist større udsving end den korte danske rente. Det har betydet, at rentespændet for den korte rente i forhold til udlandet blev udvidet i midten af 70'erne, mens det i anden halvdel af 70'erne og begyndelsen af 80'erne igen blev indsnævret, og endda ret kraftigt.
2. Rentespændet for den lange rente blev udvidet mærkbart i anden halvdel af 70'erne, og er fortsat betydeligt.
3. I 60'erne og begyndelsen af 70'erne lå den korte rente over den lange i både Danmark og udlandet. I anden halvdel af 70'erne og begyndelsen af 80'erne lå den korte rente under den lange i Danmark, mens den korte rente fortsat lå over den lange rente i udlandet. (Udlandet er ikke tilfredsstillende illustreret i fig. 1. Statistik for enkelte lande viser forskelle, men hovedkonklusionen er den samme).
4. Det internationale rentefald i 1981/82 slog igennem på det danske renteniveau med ca. ½ års forsinkelse. Noget tilsvarende er set tidligere, men må betragtes som et sjældent tilfælde.



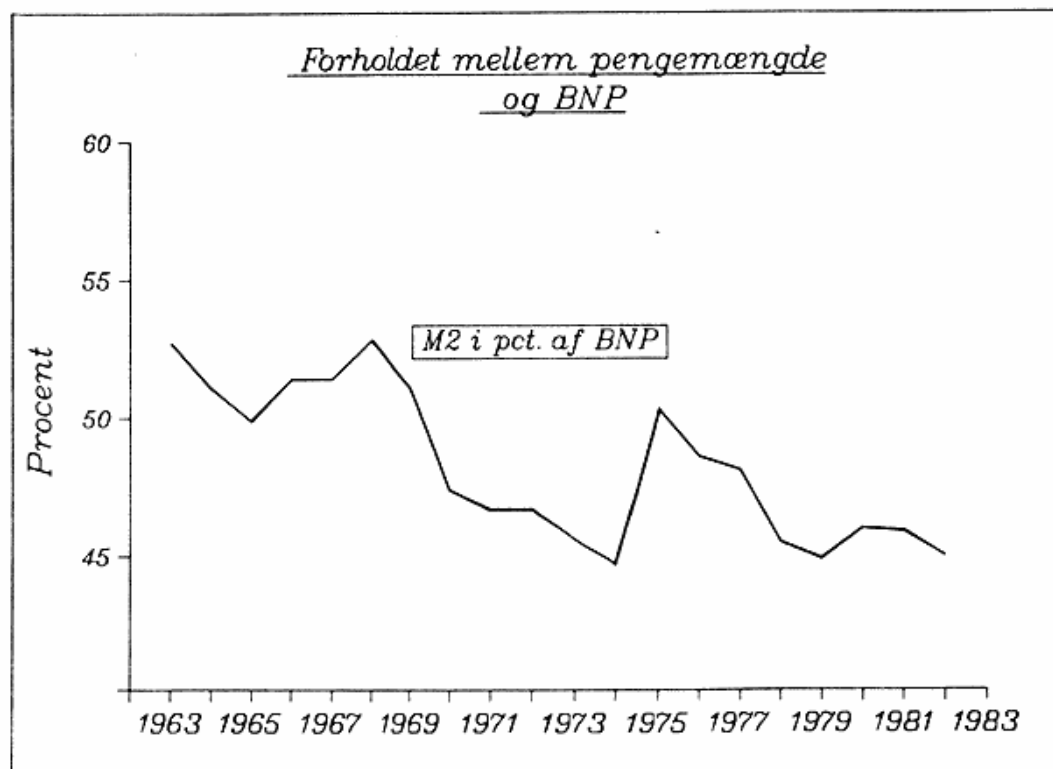
Anm.: Halvårsgennemsnit efter 1980. US-dollars i London, 3 måneders lån.

Kilde: Danmarks Statistik, kvartalsoversigt og månedsoversigt. *International Financial Statistics*, Danmarks Nationalbank.

Figur 1. Lang og kort renteudvikling i Danmark og udlandet
Lang udlandsrente et vejet gennemsnit

Mere primitive crowding-out teser, der knytter en stærk direkte forbindelse mellem budgetunderskuddet og renteudviklingen, bliver ikke umiddelbart bekræftet. I midten af 70'erne, hvor rentespændet både for den korte og den lange rente blev udvidet, var det danske budgetunderskud ikke specielt stort i international sammenhæng. I de senere år, hvor budgetunderskuddet i Danmark har været stærkt stigende, er rentespændet for den lange rente nogenlunde uændret, mens det bliver stærkt indsnævret for den korte rente. I det sidste halve år, hvor budgetunderskuddet har været fortsat stigende, er renten faldet markant i forhold til renten i udlandet.

På den anden side forekommer det også vanskeligt at opretholde den simple tese om, at de pengepolitiske myndigheder — uafhængigt af den øvrige økonomiske udvikling — kan fastlægge det ønskede/nødvendige rentespænd i forhold til udlandet.



Kilde: Danmarks Nationalbank, *De penge- og valutapolitiske instrumenter*, 1972 og 1978; Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, februar 1983.

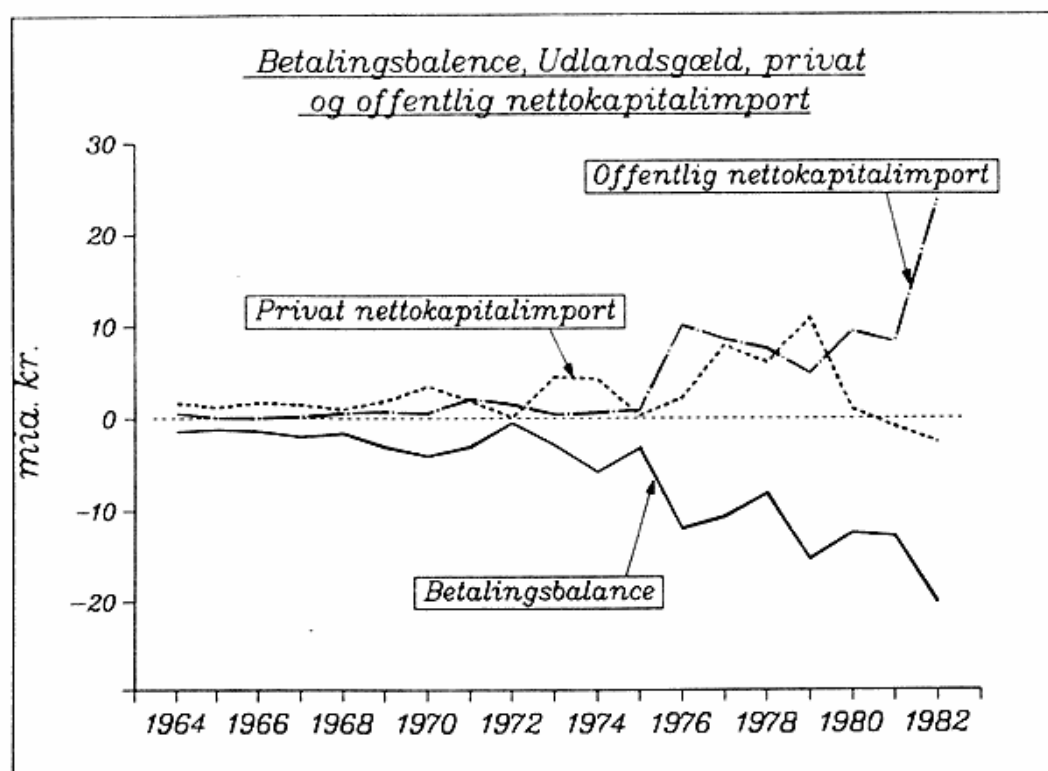
Figur 2. Forholdet mellem pengemængde og NBP

Pengepolitikken

Renteniveauet og rentestrukturen bestemmes i et kompliceret samspil mellem en lang række faktorer, og det er ikke umiddelbart muligt at klarlægge pengepolitikens betydning for renteutviklingen.

I det følgende omtales tre indikatorer for pengepolitikens strammingsgrad: Forholdet mellem pengemængden og nominelt BNP, dækningsgraden for statsunderskuddet og forholdet mellem underskuddet på betalingsbalancen og den private nettokapitalimport.

Der har været nogen udsving i forholdet mellem M2 og nominelt BNP, men set over hele perioden er forholdet svagt aftagende svarende til en stigende omløbshastighed, jfr. fig. 2. Samtidige tekniske forbedringer i betalingsformidlingen gør det imidlertid muligt med et langtidsfald i M2/BNP-forholdet, uden at det er udtryk for en stramning af pengepolitikken. Såfremt indkomstelasticiteten i pengeefterspørgslen er nær 1 synes der så-



Kilde: Statistisk Tiårsoversigt, Danmarks Nationalbank, Beretning og Regnskab, 1982.

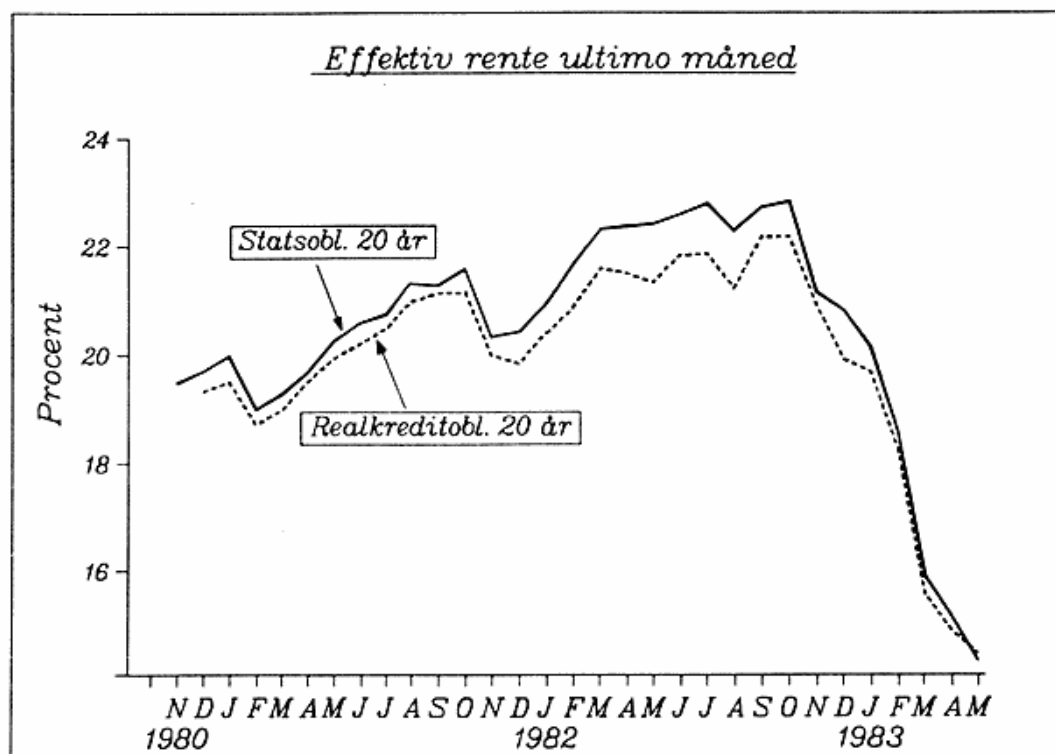
Figur 3. Underskuddet på betalingsbalancen, privat og offentlig nettokapitalimport.

ledes ikke at være tegn på en markant stramning af pengepolitikken over perioden, og indikatoren tyder i hvert fald ikke på at pengepolitikken er blevet omlagt i restriktiv retning i de seneste år sammenholdt med forholdene i begyndelsen af 70'erne.

En anden ofte anvendt indikator er dækningsgraden for statsunderskuddet, det vil sige, hvor stor en andel af statens nettounderskud der er dækket af nettosalg af statspapi-rer. I perioden fra 1976 til 1982 har dækningsgraden svinget omkring 75 pct., hvilket under et stærkt voksende budgetunderskud er ensbetydende med en aftagende stram-ningsgrad. Selvom en voksende del af underskuddet skyldes betalinger til udlandet har statsfinansernes andel af M2-væksten været voksende.

Hverken udviklingen i M2 eller dækningsgraden for statsunderskuddet giver således grundlag for at udpege en meget stram generel pengepolitik som hovedårsagen til det øgede rentespænd. Men det må erindres, at den korte rente i Danmark har været aftale-reguleret helt frem til 1981, hvilket specielt i den anden halvdel af 70'erne kan have holdt den korte rente lavere end ellers.

En hovedopgave for pengepolitikken har været at sikre den ønskede/nødvendige



Figur 4. Effektiv rente ultimo måned

private kapitalimport til finansiering af det voksende underskud på betalingsbalancen. Det kan derfor være nærliggende at måle pengepolitikens strammingsgrad på udviklingen i den private nettokapitalimport. Den private kapitalimport lå på et forholdsvis højt niveau fra midten af 70'erne, jvf. fig. 3. I forhold til underskuddet på betalingsbalancen var nettokapitalimporten imidlertid ikke større end i 60'erne og første halvdel af 70'erne.

I takt med stigningen i det internationale renteniveau og indsnævringen af rentespændet for den korte rente er den private nettokapitalimport svundet ind, og i 1981 og 1982 har der været nettokapitaleksport.

Målt på omfanget af kapitalimporten har pengepolitikken således ikke været særlig stram i de senere år — snarere tværtimod, hvorfor det har været nødvendigt med en voksende offentlig kapitalimport, jfr. fig. 3.

Sammenholdes udviklingen i kapitalimporten med ændringerne i rentespændet, synes den sidste snes års udvikling at vise, at et vedvarende voksende underskud på betalingsbalancen kræver et forøget rentespænd for at fastholde den private kapitalimports andel af udlandsfinansieringen. Men igen må der advares mod for håndfaste konklusioner.

Ændringerne i valutakurspolitikken og den svage investeringsudvikling i de senere år kan sammen med den betydelige udbygning af de finansielle erhvervsstøtteordninger have dæmpet kapitalimporten og nødvendiggjort en udvidelse af rentespændet.

Forventningsdannelsen på kapitalmarkedet

Frem til slutningen af 1981 var renteniveauet for sammenlignelige stats- og realkreditobligationer nogenlunde det samme. Men i løbet af 1982 udviklede der sig en beskeden overrente på statsobligationerne, jfr. fig. 4. Det skete i en periode, hvor der hos betydelige investorgrupper formentlig var en stigende fornemmelse af, at underskuddet på statsfinanserne ikke var tilstrækkeligt under kontrol. Var det tilfældet, kan investorerne have krævet en særlig risikopræmie for at lade statsobligationer udgøre en stadig større andel af porteføljen.

I den samme periode (det meste af 1982) var der ligeledes ret udbredte rentestigningsforventninger. Sådanne forventninger kan — i hvert fald i en periode — vise sig selvforstærkende. Selvom de underliggende udbuds/efterspørgselsforhold ikke ændres, kan udbredte forventninger om kursfald have en dæmpende indflydelse på efterspørgslen. Der kan måske drages en analogi til Keynes' likviditetsfælde. Men hos Keynes var det de langsigtede normalrenteforventninger, der for en længere periode kunne holde kursen nede og forhindre realiseringen af et fuldt beskæftigelsesrenteniveau. Der virker absurd at forestille sig, at de renteforventninger, der tilsyneladende var gældende i løbet af 1982, kunne have holdt sig over en længere årrække. På den anden side kan det ikke udelukkes, at en svag økonomisk politik kunne have cementeret de høje renteforventninger for en periode, hvilket yderligere ville have forringet den økonomiske udvikling.

Konsekvenser for den økonomiske politik

Den teoretiske usikkerhed parret med de konkrete empiriske erfaringer viser, at det er ret risikofyldt at basere den økonomiske politik på de mere forenklede teorier. Det gælder både den simple keynesianske lærebogsfremstilling og den forenklede monetarisme. Når begge teorier alligevel har en del fortalere, hænger det formentlig sammen med teoriernes klare politiske budskab.

Anvendes et mere nuanceret, men også mere uklart teorigrundlag, bliver det vanskeligere at uddrage de økonomisk-politiske implikationer.

De meget komplekse forhold gør det uhyre vanskeligt at opnå sikre konklusioner om årsagerne til de senere års renteutvikling, men der synes at tegne sig nogle vigtige holdpunkter.

I en meget åben økonomi med frie kapitalbevægelser og et stort underskud på betalingsbalancen er der en klar risiko for, at finanspolitikens positive langtidsvirkninger afdæmpes som følge af en nødvendig pengepolitisk stramning for at sikre valutabeholdningen.

I situationer, hvor der er usikkerhed om fastheden i den økonomiske politik, og hvor underskuddet på statsfinanserne synes ude af kontrol, kan der opstå rentestigningsforventninger, som presser renteniveauet i vejret og dermed hæmmer den økonomiske udvikling.

På den anden side har den allerseneste udvikling vist, at en økonomisk politik, der satser på at bryde inflationen, fastholde valutakursen, og nedbringe underskuddet på betalingsbalancen, kan påvirke forventningerne meget hurtigt og nedbringe renteniveauet, så det er i bedre overensstemmelse med de underliggende realøkonomiske forhold.

Den indsnævring af de pengepolitiske manøvre muligheder der skyldes de frie kapitalbevægelser og forventningernes dominerende rolle kan mindskes ved at udbygge de offentlige reguleringer af kapitalmarkedet. I så fald vil den finanspolitiske bevægelsesfrihed blive større. Men hvad der på kort sigt kan vindes ved en sådan omlægning må vejes op mod de langsigtede allokeringproblemer, der følger af øgede statslige reguleringer.

Med bevarelse af frie kapitalmarkeder og frie kapitalbevægelser bliver det — som allerede fremhævet — vigtigt at sikre den rette balance mellem finans- og pengepolitikken. I den nuværende økonomiske situation må ledetråden være at opnå det størst mulige fald i realrenten. Derfor bør finanspolitikken ikke være mere ekspansiv, end det bliver muligt at nedbringe og stabilisere forholdet mellem det danske og det udenlandske renteniveau. En mere ekspansiv finanspolitik, der medfører større rentespænd vil på længere sigt begrænse den økonomiske vækst.

Ovenstående retningslinier er ikke tilstrækkelige som rettesnor for den konkrete udformning af finanspolitikken. I den nuværende situation synes det nødvendigt for at opnå en balanceret økonomisk udvikling med rimelige langsigtede vækstmuligheder, at der tilrettelægges en finanspolitik, som — i sammenhæng med den øvrige økonomiske politik — sikrer et fortsat fald i underskuddet på betalingsbalancen, hvorved der også vil kunne sikres en reduktion af underskuddet på statsfinanserne og et faldende renteniveau.

Litteratur:

- | | |
|--|---|
| <p>Friedman, Milton. 1956: <i>Studies in the Quantity Theory of Money</i>. Chhicago.</p> <p>Friedman, Milton. 1968: The Role of Monetary Policy, <i>American Economic Review</i>, Vol. LVIII (march 1968), pp 1-17.</p> <p>Friedman, Milton. 1970: A Theoretical Framework for Monetary Analysis. I <i>Monetary Trends in the U.S. and the U.K.</i>, National Bureau of Economic Research.</p> | <p>Hicks, J. 1967: <i>Critical Essays in Monetary Theory</i>. Oxford.</p> <p>Leijonhufvud, A. 1968: <i>On Keynesian Economics and the Economics of Keynes</i>. Oxford.</p> <p>Lucas, R. E. 1973: Some International Evidence on Output-Inflation tradeoff. <i>American Economic Review</i>.</p> <p>Modigliani, F. 1975: The Channels of Mone-</p> |
|--|---|

I situationer, hvor der er usikkerhed om fastheden i den økonomiske politik, og hvor underskuddet på statsfinanserne synes ude af kontrol, kan der opstå rentestigningsforventninger, som presser renteniveauet i vejret og dermed hæmmer den økonomiske udvikling.

På den anden side har den allerseneste udvikling vist, at en økonomisk politik, der satser på at bryde inflationen, fastholde valutakursen, og nedbringe underskuddet på betalingsbalancen, kan påvirke forventningerne meget hurtigt og nedbringe renteniveauet, så det er i bedre overensstemmelse med de underliggende realøkonomiske forhold.

Den indsnævring af de pengepolitiske manøvre muligheder der skyldes de frie kapitalbevægelser og forventningernes dominerende rolle kan mindskes ved at udbygge de offentlige reguleringer af kapitalmarkedet. I så fald vil den finanspolitiske bevægelsesfrihed blive større. Men hvad der på kort sigt kan vindes ved en sådan omlægning må vejes op mod de langsigtede allokeringproblemer, der følger af øgede statslige reguleringer.

Med bevarelse af frie kapitalmarkeder og frie kapitalbevægelser bliver det — som allerede fremhævet — vigtigt at sikre den rette balance mellem finans- og pengepolitikken. I den nuværende økonomiske situation må ledetråden være at opnå det størst mulige fald i realrenten. Derfor bør finanspolitikken ikke være mere ekspansiv, end det bliver muligt at nedbringe og stabilisere forholdet mellem det danske og det udenlandske renteniveau. En mere ekspansiv finanspolitik, der medfører større rentespænd vil på længere sigt begrænse den økonomiske vækst.

Ovenstående retningslinier er ikke tilstrækkelige som rettesnor for den konkrete udformning af finanspolitikken. I den nuværende situation synes det nødvendigt for at opnå en balanceret økonomisk udvikling med rimelige langsigtede vækstmuligheder, at der tilrettelægges en finanspolitik, som — i sammenhæng med den øvrige økonomiske politik — sikrer et fortsat fald i underskuddet på betalingsbalancen, hvorved der også vil kunne sikres en reduktion af underskuddet på statsfinanserne og et faldende renteniveau.

Litteratur:

- | | |
|--|---|
| <p>Friedman, Milton. 1956: <i>Studies in the Quantity Theory of Money</i>. Chhicago.</p> <p>Friedman, Milton. 1968: The Role of Monetary Policy, <i>American Economic Review</i>, Vol. LVIII (march 1968), pp 1-17.</p> <p>Friedman, Milton. 1970: A Theoretical Framework for Monetary Analysis. I <i>Monetary Trends in the U.S. and the U.K.</i>, National Bureau of Economic Research.</p> | <p>Hicks, J. 1967: <i>Critical Essays in Monetary Theory</i>. Oxford.</p> <p>Leijonhufvud, A. 1968: <i>On Keynesian Economics and the Economics of Keynes</i>. Oxford.</p> <p>Lucas, R. E. 1973: Some International Evidence on Output-Inflation tradeoff. <i>American Economic Review</i>.</p> <p>Modigliani, F. 1975: The Channels of Mone-</p> |
|--|---|

- 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: Manøvremligheder 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 offentlig forbrug betales med mindsket privat forbrug.