

Er statens budgetunderskud rentedrivende?

Peter Birch Sørensen

Økonomisk Institut, Den kgl. Veterinær- og Landbohøjskole

SUMMARY: This paper asks if a fiscal expansion will drive up interest rates through channels other than higher transactions demand for money stemming from higher activity. Three such channels are identified: The crowding-out effect, the wealth effect, and the expectations effect. The first of these is found to be insignificant in the short run, when unemployment prevails; the second effect is likewise estimated to be small; and the third one is argued to depend on the political and economic context in which the fiscal expansion takes place. It is argued that the central bank will be able to neutralize the effects of budget deficits on interest rates in the short run, but not in the long run.

1. Indledning

Spørgsmålet i overskriften hører sammen med det nært beslægtede spørgsmål om en muligt forestående »statsbankerot« til de hedest debatterede i de sidste par års økonomisk-politiske debat. Diskussionen tog især fart, efter at Budgetdepartementet i finansredegørelsen fra oktober 1982 for første gang betegnede statens budgetunderskud som et selvstændigt balanceproblem i dansk økonomi.

Bortset fra nogle få bidrag, herunder Budgetdepartementets, har debatten om sammenhængen mellem budgetunderskud og renteniveau været præget af kraftig polemik. I nogle tilfælde synes den ædruelige, videnskabelige analyse at være kommet til kort overfor økonomernes trang til at politisere.¹ Mekanismen har øjensynligt været følgende: Hvis budgetunderskuddet driver renten i vejret, kan dette bruges som argument for statslige besparelser. Økonomer der mener, at den offentlige sektor er »for stor«, eller at besparelser af andre grunde er nødvendige, vil derfor være

Jeg takker Peter Erling Nielsen, Lars Lund, Gert Aage Nielsen og Søren Kjeldsen-Kragh for kommentarer til en tidligere version af denne artikel. De fremførte synspunkter står naturligvis for min egen regning. Efter manuskriptets indlevering er jeg blevet opmærksom på artiklen af Jespersen (1983), der foregriber en række af mine betragtninger, omend i mindre detaljeret form. Også Brink (1983) var mig ubekendt, da artiklen blev skrevet.

1. Den banale kendsgerning, at samfundsvidenskab ifølge sin natur aldrig kan være streng objektiv, retfærdiggør naturligvis ikke, at man opgiver ethvert forsøg på sondring mellem videnskabelig analyse og værdidomme.

Er statens budgetunderskud rentedrivende?

Peter Birch Sørensen

Økonomisk Institut, Den kgl. Veterinær- og Landbohøjskole

SUMMARY: This paper asks if a fiscal expansion will drive up interest rates through channels other than higher transactions demand for money stemming from higher activity. Three such channels are identified: The crowding-out effect, the wealth effect, and the expectations effect. The first of these is found to be insignificant in the short run, when unemployment prevails; the second effect is likewise estimated to be small; and the third one is argued to depend on the political and economic context in which the fiscal expansion takes place. It is argued that the central bank will be able to neutralize the effects of budget deficits on interest rates in the short run, but not in the long run.

1. Indledning

Spørgsmålet i overskriften hører sammen med det nært beslægtede spørgsmål om en muligt forestående »statsbankerot« til de hedest debatterede i de sidste par års økonomisk-politiske debat. Diskussionen tog især fart, efter at Budgetdepartementet i finansredegørelsen fra oktober 1982 for første gang betegnede statens budgetunderskud som et selvstændigt balanceproblem i dansk økonomi.

Bortset fra nogle få bidrag, herunder Budgetdepartementets, har debatten om sammenhængen mellem budgetunderskud og renteniveau været præget af kraftig polemik. I nogle tilfælde synes den ædruelige, videnskabelige analyse at være kommet til kort overfor økonomernes trang til at politisere.¹ Mekanismen har øjensynligt været følgende: Hvis budgetunderskuddet driver renten i vejret, kan dette bruges som argument for statslige besparelser. Økonomer der mener, at den offentlige sektor er »for stor«, eller at besparelser af andre grunde er nødvendige, vil derfor være

Jeg takker Peter Erling Nielsen, Lars Lund, Gert Aage Nielsen og Søren Kjeldsen-Kragh for kommentarer til en tidligere version af denne artikel. De fremførte synspunkter står naturligvis for min egen regning. Efter manuskriptets indlevering er jeg blevet opmærksom på artiklen af Jespersen (1983), der foregriber en række af mine betragtninger, omend i mindre detaljeret form. Også Brink (1983) var mig ubekendt, da artiklen blev skrevet.

1. Den banale kendsgerning, at samfundsvidenskab ifølge sin natur aldrig kan være streng objektiv, retfærdiggør naturligvis ikke, at man opgiver ethvert forsøg på sondring mellem videnskabelig analyse og værdidomme.

tilbøjelige til mere eller mindre bevidst at overse argumenterne mod hypotesen om underskuddets rentedrivende effekt. Omvendt vil økonomer, der af den ene eller anden grund er modstandere af en økonomisk-politisk strategi baseret på besvarelser, være tilbøjelige til ensidigt at fremhæve disse modargumenter.

Denne artikel er et forsøg på at udrede, hvad man på grundlag af gængs økonomisk teori kan sige om budgetunderskuddets virkning på renten. Den prætenderer ikke at give et endegyldigt svar på spørgsmålet, men hvis den kan bidrage til at give den fremtidige diskussion et mere præcist indhold, har den opfyldt sit formål.

I afsnit 2 defineres problemstillingen nærmere. De tre efterfølgende afsnit beskriver de forskellige kanaler, ad hvilke budgetunderskuddet påvirker renten. Dernæst overvejes kort, om eventuelle renteeffekter til enhver tid kan elimineres ved passende ændringer af pengeudbuddet. I et afsluttende afsnit opsummeres hovedkonklusionerne, og der anlægges nogle økonomisk-politiske betragtninger.

2. Problemstillingen

En diskussion af budgetunderskuddets påvirkning af renten har selvsagt kun mening, i det omfang den danske rente ikke er entydigt dikteret af renteforholdene i udlandet. Hvis Nationalbanken foretager en minutøs rentestyring med henblik på at sikre en ganske bestemt kapitalimport, vil statsunderskuddets mulige rentevirkning automatisk blive neutraliseret af kompenserende pengepolitiske indgreb. Det antages derfor i det følgende, at der er et vist spillerum for variationer i rentespændet mellem ind- og udland. Der er to begrundelser for dette: For det første har Nationalbanken i de senere år lagt mindre vægt på rentestyring og mere vægt på pengemængdestyring end tidligere. I hvert fald viser erfaringen, at banken ikke automatisk griber ind overfor tendenser til ændringer i rentespændet mellem Danmark og udlandet. For det andet kan der argumenteres for, at centralbanken ikke på langt sigt kan styre renten, jævnfør afsnit 6 nedenfor.

Hvis kapitalbevægelserne var helt frie, hvis indenlandske og udenlandske værdipapirer blev opfattet som fuldkomne substitutter, og hvis investorerne var risikoneutrale, ville den danske rente være bestemt af den velkendte renteparitetsligning

$$r_{DK} = r_u + e \quad (1)$$

hvor r_u og r_{DK} er hhv. den udenlandske og den indenlandske nominalrente, og e er den forventede devalueringsprocent. Spørgsmålet om budgetunderskuddets rentevirkning reduceres da til spørgsmålet om dets indvirkning på devalueringsforventningerne. Overvejelserne nedenfor bygger imidlertid på den opfattelse, at forudsætningerne bag renteparitetsligningen ikke holder fuldt ud, således at den danske rente kan

bevæge sig, selvom udlandsrenten og devalueringsforventningerne måtte være uændrede.

Siden 1979 er statsfinansernes indenlandske likviditetsvirkning stort set blevet fuldstændigt neutraliseret ved salg af statspapirer (se finansredegørelsen, november 1983, s. 85). Vi tager derfor udgangspunkt i det spørgsmål, om en *obligationsfinansieret* stigning i statens budgetunderskud medfører et højere renteniveau, end man ellers ville have fået?

Ved givne skatte- og udgiftssatser, d.v.s. ved en given finanspolitik, må der forventes en *negativ* samvariation mellem budgetunderskud og rente, idet et faldende aktivitetsniveau vil udløse et stigende budgetunderskud i kraft af de automatiske stabilisatorer, samtidigt med at renten vil falde som følge af faldende transaktionsefterspørgsel efter penge. Denne negative samvariation er naturligvis ikke udtryk for en *årsagssammenhæng* fra budgetunderskud til rente. Det relevante må derfor være at betragte en stigning i budgetunderskuddet fremkaldt ved en *diskretionær* finanspolitisk ekspansion, der øger det såkaldte »full-employment deficit«. Dette vil normalt indebære en stigning i produktion og realindkomst, som vil blive ledsaget af en stigning i priseniveauet. Følgelig øges efterspørgslen efter penge til transaktionsformål, hvilket ved en given nominal pengeforsyning må medføre en stigning i renten. Det er dog ikke rimeligt på dette grundlag at hævde, at budgetunderskuddet er rentedrivende. Var produktionen blevet stimuleret på anden vis end via finanspolitikken, f.eks. i kraft af en exogen stigning i investeringslysten, ville renten selvsagt ligeledes være steget, under forudsætning af uændret pengeudbud.

På denne baggrund vil vi sige, at et øget statsligt budgetunderskud har en selvstændig rentedrivende effekt, i det omfang det hæver renteniveauet *for en given værdi af realindkomsten*. Med den traditionelle IS-LM model som referenceramme kan man altså sige, at statsunderskuddet er rentedrivende, hvis en stigning i full-employment deficit medfører en opadrettet forskydning af økonomiens LM-kurve, eller hvis produktionen ikke kan øges, således at varemarkedet må cleares alene gennem en rentestigning.

Analysen gennemføres som nævnt under den antagelse, at budgetændringens likviditetsvirkning neutraliseres fuldt ud ved salg af statspapirer. Hvis det stigende underskud faktisk presser renten i vejret, vil dette udløse tendenser til stigende privat kapitalimport, da låntagning i udlandet bliver relativt billigere. Den heraf følgende øgede indenlandske likviditet vil dog blot bremse rentestigningen uden helt at eliminere den. For overskuelighedens skyld vil vi derfor se bort fra eventuelle likviditetspåvirkninger via kapitalimporten. Alternativt kunne man forudsætte, at Nationalbanken steriliserer sådanne likviditetsvirkninger.

Det relevante likviditetsbegreb ved analyse af rentedannelsen er naturligvis

borgernes pengeforsyning, d.v.s. den sekundære pengemængde. Denne størrelse påvirkes ikke umiddelbart ved salg af statsobligationer til pengeinstitutterne, og budgetunderskuddets kortsigtede rentevirkninger kan således tænkes at afhænge af, hvorvidt det finansieres af borgerne eller bankerne. Sådanne kortsigtskomplikationer vil vi også negligere her, idet vi antager et stabilt forhold mellem primær og sekundær likviditet på lidt længere sigt, uanset hvilken sektor der i første omgang finansierer budgetunderskuddet.²

Endvidere skal det præciseres, at vi fokuserer på budgetunderskuddets virkninger på det generelle renteniveau snarere end på rentestrukturen. Under den rimelige antagelse, at investorerne betragter værdipapirer med forskellige løbetider som ufuldkomne substitutter, er det klart, at underskudsfinansieringen kan påvirke rentestrukturen, hvis udbuddet af statsobligationer koncentrerer på papirer med bestemte løbetider.

Lad os for en ordens skyld resumere den problemstilling, der skal undersøges: Idet den nominelle pengemængde forudsættes uændret, stiller vi det spørgsmål, om en statslig budgetændring fremkaldt ved diskretionær finanspolitik vil have en selvstændig renteeffekt ud over den, der måtte fremkomme via et ændret aktivitetsniveau. Der er i hvert fald tre måder, hvorpå budgetunderskuddet kan tænkes at være rentedrivende i ovennævnte forstand, nemlig via (a) fortrængningseffekten (b) formueeffekten, og (c) forventningseffekten. Vi vil diskutere disse effekter efter tur.

3. Fortrængningseffekten

Ved en diskussion af den berygtede crowding-out effekt må der nødvendigvis sondres mellem finanspolitikens virkninger på kort og langt sigt. Analysen af de langsigtede virkninger kan passende tage udgangspunkt i den forventningsudbyggede Phillipskurve

$$\rho = \eta + \gamma[(Y - \bar{Y})/\bar{Y}] + \lambda\pi \quad (2)$$

$$\eta \geq 0, \quad \gamma > 0, \quad 0 < \lambda \leq 1$$

hvor ρ er den procentvise stigning i prisen på indenlandsk producerede varer, Y og \bar{Y} er hhv. faktisk og potentiel produktion, π er den forventede inflationsrate, og η , γ , og λ er parametre. Størrelsen η opfanger en eventuel cost-push inflation. I en lille åben økonomi med fast valutakurs kræves i langsigtslige vægt, at $\rho = \pi = q$, hvor q er den

2. Kreditmultiplikatoren er som bekendt ikke konstant over tiden. Det afgørende her er imidlertid blot, at den langsigtede udvikling i denne størrelse ikke påvirkes mærkbart af, hvorledes tilgangen af statsobligationer fordeles mellem borgere og banker.

exogent givne internationale inflationsrate. I ligevægt gælder med andre ord, at forventningerne opfyldes, og at den indenlandske inflation er lig med den udenlandske, således at bytteforholdet i udenrigshandelen er konstant. På langt sigt er kapacitetsudnyttelsen altså udelukkende bestemt af den internationale inflation, for $\lambda < 1$. Hvis inflationsforventningerne overvælttes fuldt ud i den faktiske inflation ($\lambda = 1$), bliver den langsigtede kapacitetsudnyttelsesgrad bestemt ved

$$\eta + \gamma[(Y - \bar{Y})/\bar{Y}] = 0 \quad (3)$$

Under flydende valutakurser er den langsigtede indenlandske inflationsrate ikke bundet til den internationale. I stedet kan langsigtsinflationsraten findes af ligningen

$$\rho = \mu - n \cdot \varepsilon \quad (4)$$

hvor μ er den exogene vækstrate for den nominelle pengeforsyning, n er den exogene vækstrate for \bar{Y} , d.v.s. den såkaldt naturlige vækstrate, der fastlægger ligevægtsvæksten i Y , og parameteren ε er pengeefterspørgslen realindkomstelasticitet. Betingelsen (4) er nødvendig for at sikre, at det reale pengeudbud vokser i takt med den reale stigning i transaktionsefterspørgslen efter penge, således at renten kan holdes konstant. Hvis pengeefterspørgslen varierer positivt med såvel indkomsten som den private sektors formue, må ε fortolkes som *summen* af indkomst- og formueelasticiteten, idet både indkomst og formue i ligevægt vil vokse med raten n .

Når inflationsraten er bestemt af pengepolitikken via (4), kan den dertil hørende kapacitetsudnyttelse udledes af (2) samt ligevægtsbetingelsen $\rho = \pi$, for $\lambda < 1$. I tilfældet $\lambda = 1$ bliver ligevægtsniveauet for Y naturligvis fortsat fastlagt af (3).

Konklusionen på disse betragtninger bliver, at finanspolitikken på *langt sigt* ikke kan påvirke kapacitetsudnyttelsen, uanset hvilket valutakurssystem man har, og uanset om tesen om den »naturlige ledighed« ($\lambda = 1$) er holdbar.³ En finanspolitisk lempelse, der mindsker den offentlige opsparings andel af nationalindkomsten, må derfor medføre en stigning i den reale (og nominelle) rente, således at den samlede vareefterspørgsel holdes nede på et niveau, der er foreneligt med varemarkedsligevægt ved den givne kapacitetsudnyttelsesgrad.

En stigning i budgetunderskuddet (relativt til nationalindkomsten) vil altså i det lange løb hæve realrenten uden at øge ressourceudnyttelsen, og budgetunderskuddet må således siges at være rentedrivende. Hvorvidt dette udgør et tungtvejende

3. Ovenstående ræsonnement indebærer naturligvis ikke, at man nødes til passivt at acceptere en hvilken som helst beskæftigelsesgrad, som den udefra givne inflation måtte betinge. Parametrene i Phillips-kurven må antages at kunne påvirkes af arbejdsmarkeds- og indkomspolitik, således at en højere beskæftigelsesgrad bliver forenelig med uændret inflationsrate.

argument mod at lempe finanspolitikken i en lavkonjunktur, afhænger naturligvis af, hvor langt det lange løb egentlig er, d.v.s. hvor lang tid der går, før økonomien tilnærmelsesvist har tilpasset sig en ny langsigtligevægt. De vestlige industrilande har nu i snart et årti opereret med en arbejdsløshed, der (forhåbentlig) må anses for at være overnormalt høj, og der er ikke udsigt til en snarlig tilbagevenden til en høj beskæftigelsesgrad. Dette tyder på, at det lange løb skal måles i årtier.

I en situation med betydelig ledige ressourcer er der altså næppe grund til at tro, at en rentedrivende crowding-out mekanisme vil gøre sig gældende med nævneværdig styrke indenfor den tidshorisont på nogle få år, der normalt anlægges ved tilrettelæggelsen af konjunkturpolitikken. Som modifikation af dette udsagn bør måske nævnes spekulationerne om, at en stor del af den nuværende ledighed er af »klassisk« karakter, d.v.s. at økonomien muligvis ikke er nær så langt fra kapacitetsgrænsen, som den aktuelle beskæftigelsessituation antyder. Spekulationerne bygger dels på en antagelse om stærkt begrænsede substitutionsmuligheder mellem arbejdskraft og kapital på det eksisterende kapitalapparat, og dels på den observation, at erhvervslivets nettoinvesteringer i flere år har været særdeles lave. I denne situation kan man frygte, at et hurtigt konjunkturopsving vil blive bremsset af mangel på produktionskapacitet, længe inden man har nået fuld beskæftigelse, og at en finanspolitisk ekspansion forholdsvis tidligt vil udløse en fortrængningsmekanisme. Hypotesen om et mangelfuldt kapitalapparat er dårligt belyst empirisk, og det er vel stadig en udbredt opfattelse, at erhvervslivet i øjeblikket (december 1983) befinder sig et godt stykke fra kapacitetsgrænsen. I øvrigt ville et »klassisk« scenario som ovenstående formentlig kunne forebygges ved at give eventuelle finanspolitiske stimuli i små doser, så investeringerne kan nå at følge med.⁴

Selvom den traditionelle crowding-out hypotese således dårligt kan bruges som argument for, at statens budgetunderskud p.t. er rentedrivende, kunne man forestille sig, at en anden type fortrængningseffekt ville gøre sig gældende indenfor en relevant tidshorisont. Målsætningen om, at det løbende underskud på den danske betalingsbalance skal elimineres indenfor en overskuelig årrække, synes i de seneste år at have fået en mere håndfast karakter. Med given konkurrenceevne og givne udlandskonjunkturer m.v. sætter denne målsætning en overgrænse for det tilladelige indenlandske aktivitetsniveau og den deraf afledte import. En (hypotetisk) finanspolitisk lempelse må da følges op af en rentehævende *pengepolitisk stramning*,⁵

4. For en ordens skyld gøres opmærksom på, at jeg ikke hermed argumenterer for en finanspolitisk lempelse i den nuværende situation. Jeg diskuterer alene effekterne af en hypotetisk lempelse.

5. Vi ophæver altså nu midlertidigt forudsætningen om, at ændringen i budgetunderskuddet ikke ledsages af ændringer i pengemængden.

hvis betalingsbalancemålsætningen skal overholdes. I denne situation kan man dog med rette spørge, om stigningen i budgetunderskuddet er den egentlige årsag til rentestigningen, eller om denne ikke snarere bør ses som et resultat af det kompleks af faktorer, der har gjort betalingsbalancehensynet til det altdominerende i den økonomiske politik.

4. Formueeffekten

På baggrund af bl.a. Tobin's arbejder (1958), (1969), er der udbredt enighed om, at i hvert fald spekulationsefterspørgslen og vel også beredskabsefterspørgslen efter penge må antages at variere positivt med borgernes nettoformue. I det omfang en stigning i formuen medfører en større løbende omsætning af formuegoder, må den også formodes at øge transaktionsefterspørgslen efter likviditet. En forøgelse af borgernes ikke-monetære formue vil derfor hæve renteniveauet, selv ved uændret niveau for produktion og realindkomst. Hvis statsobligationer betragtes som privat nettoformue, vil en obligationsfinansieret stigning i statens budgetunderskud altså have en rentedrivende effekt. Udtrykt i porteføljeteoretisk terminologi kan man sige, at stigningen i den udestående obligationsmasse kræver en stigning i obligationsrenten, for at borgerne skal være villige til at acceptere den ændrede sammensætning af deres porteføljer.

Ved en vurdering af størrelsen af denne effekt må man tage stilling til to spørgsmål: (a) I hvilket omfang repræsenterer statsobligationer privat nettoformue? (b) Hvor kraftigt påvirkes pengeefterspørgslen af en stigning i formuen?

Ad (a): En stigning i statens obligationsgæld indebærer en stigning i de fremtidige statslige rentebetalinger til den private sektor og dermed højere fremtidige skatter. Principielt vil nutidsværdien af disse fremtidige skatter svare til obligationernes (kurs)værdi, i hvert fald hvis obligationsrenten benyttes som diskonteringsfaktor. Stigningen i den private sektors obligationsfordringer på staten modsvares altså af en tilsvarende stigning i sektorens skatteforpligtelser. Accepteres denne tankegang, som allerede blev formuleret af Ricardo (1821, kap. 27), bliver den uundgåelige konklusion, at statsobligationer overhovedet ikke kan betragtes som privat nettoformue.

Imidlertid vil den nuværende generation nok typisk forvente, at kun en del af den eksisterende statsgæld vil blive indfriet indenfor dens egen levetid, og at kommende generationer derfor vil blive pålagt en del af skattefinansieringen af renterne. Følgelig kunne man hævde, at statsobligationer til en vis grad repræsenterer nettoformue *for den nulevende generation*. Barro (1974) har på elegant vis søgt at tilbagevise denne kritik ved at vise, hvorledes dødelige husholdninger med endelig tidshorisont under

visse antagelser vil agere, som om deres tidshorisont var uendelig. Hovedantagelserne går ud på, at generationerne er knyttet sammen via et system af arv og gaver, således at hver generations forbrugsmuligheder påvirkes af de overførsler, den modtager fra den foregående generation, og at den enkelte families velfærd afhænger af dens eget forbrug over livsforløbet samt af dens børns velfærd. På denne måde bliver den nulevende generations nytte indirekte kædet sammen med velfærd for samtlige fremtidige generationer. Kaldes den nulevende generation for »i«, og antages det, at der p.g.a. stigende statsgæld i denne generations levetid sker en stigning i skatteforpligtelserne for generation $i+n$, da vil dette direkte påvirke velfærd for forældregenerationen $i+n-1$, hvilket atter vil indvirke på velfærd for generation $i+n-2$, og så fremdeles hele vejen tilbage til generation i . Barro viser, at statsobligationer under disse omstændigheder ikke vil være nettoformue for generation i . En omlægning fra skattefinansiering til obligationsfinansiering af de offentlige udgifter vil ikke øge den nulevende generations forbrug, idet den vil øge sin opsparing svarende til skattelettelsen for via arv og gaver at kompensere sine efterkommere for den forventede stigning i den fremtidige skattebyrde!⁶

Barro's argumentation er logisk konsistent på de anførte præmisser, men præmisserne er uholdbare. Tobin (1980, kapitel 3) har fremdraget en lang række urealistiske træk ved Barro-modellen, hvoraf vi her kun vil nævne de to mest oplagte:

For det første forudsætter modellen, at alle familier i hver generation efterlader en positiv arv til deres umiddelbare efterkommere. Derved ses dels bort fra, at nogle individer/familier er barnløse, og dels at ikke alle efterlader sig arv, f.eks. fordi de forventer, at deres børns forbrugsmuligheder langt vil overstige deres egne, eller fordi de simpelthen ikke bekymrer sig om børnenes økonomiske velfærd i en mere eller mindre fjern fremtid.

For det andet forudsætter Barro-modellen et perfekt kapitalmarked, der gør det muligt for hver enkelt familie at fordele sit forbrug fuldstændigt frit over livsforløbet uden hensyntagen til likviditetsbindinger. I praksis kan forbrugerne som bekendt ikke fuldt ud belåne deres menneskelige kapital til den gældende markedsrente, og deres subjektive diskonteringsfaktor vil derfor ofte overstige denne. Ved en stigning i statens budgetunderskud vil den subjektivt neddiskonterede værdi af de forventede fremtidige merskatter derfor være mindre end værdien af de nyudstedte statsobligationer.

Der kan som sagt fremføres en række andre kritikpunkter mod Barro-modellen,

6. En anden konsekvens af Barro's tankegang må være, at statens udlandsgæld repræsenterer *negativ* privat formue, da det jo i sidste ende er skatteyderne, der skal udrede renter og afdrag på denne gæld.

men ovennævnte skulle være tilstrækkelige til at vise, at statsobligationer i hvert fald til en vis grad vil blive opfattet som privat nettoformue af den nulevende generation.

Ad (b): Tilbage bliver da spørgsmålet, hvor kraftigt en stigning i udbuddet af statsobligationer vil øge pengeefterspørgslen ved det givne rente- og aktivitetsniveau? Mig bekendt foreligger der ikke estimationer af den danske pengeefterspørgselsfunktion, hvor den private nettoformue inddrages som forklarende variabel ved siden af indkomsten og renten. En sådan undersøgelse er imidlertid foretaget af Hafer og Hein (1979) på grundlag af amerikanske efterkrigsdata. Forfatterne finder, at pengeefterspørgslen langsigtede elasticitet m.h.t. formuen og renten er henholdsvis 0,26 og $-0,19$ (de kortsigtede elasticiteter er betydeligt mindre, men størrelsesforholdet imellem dem er stort set det samme, hvilket er det afgørende for vort formål). Disse estimater indebærer, at en stigning i borgernes nettoformue på 1% alt andet lige vil kræve en rentestigning på 1,4%, hvis ligevægten på de finansielle markeder skal opretholdes. Er renten i udgangssituationen på 15%, skal den altså stige med 0,2 procentpoint til 15,2% (1,4% af $15 \approx 0,2$).

Den private nettoformue i Danmark ultimo 1982 kan groft anslås til 2.086 mia. kr.⁷ Hvis elasticiteterne i den danske pengeefterspørgsel svarer til de amerikanske, og hvis statsobligationer fuldt ud betragtes som privat nettoformue, skulle en ekstra tilgang af statspapirer til en kursværdi af godt 20 mia. kr. i 1982-priser således medføre en rentestigning på omkring 0,2 procentpoint i kraft af formueeffekten, såfremt renten initialt er 15%, og aktiviteten i øvrigt er uændret. Antages alternativt, at kun halvdelen af statsobligationernes værdi udgør nettoformue i borgernes øjne, bliver formueeffekten på renten også tilnærmelsesvist halveret.

Det turde være overflødigt at nævne, at der knytter sig stor usikkerhed til disse skøn, men de antyder i hvert fald, at den rentedrivende virkning af formueeffekten er meget begrænset. Hvis formålet med at udbyde statsobligationer er at forhindre et rentefald og en deraf følgende kapitaleksport, kan man i øvrigt opfatte en stor formueeffekt på pengeefterspørgslen som en fordel. Jo større formueeffekten er, jo større en andel af budgetunderskuddet vil kunne pengefinansieres uden at fremkalde et rentefald, d.v.s. jo billigere vil staten kunne få dækket sit underskud.

7. Dette skøn tager udgangspunkt i *Finanstidendes* opgørelse af den privatejede realformue ultimo 1978 (*Finanstidende* nr. 40, 1979). Det er forudsat, at forholdet mellem denne størrelse og bruttonationalproduktet var det samme i 1982 som i 1978. Til den således beregnede værdi af den private realformue er lagt den primære pengeforsyning og en skønnet kursværdi af den indenlandske statsgæld ultimo 1982, mens den private ikke-banksektors nettogæld til udlandet ved udgangen af 1982 er trukket fra. Det fremgår, at den indenlandske statsgæld fuldt ud er regnet som privat nettoformue i formueopgørelsen. Denne antagelse er ikke særligt kritisk, fordi statsgælden endnu i 1982 kun udgjorde en beskeden andel af den samlede formue.

5. Forventningseffekten

Ifølge Keynesiansk pengeteori afhænger pengeefterspørgslen ikke blot af indkomsten, formuen og den faktiske rente, men også af den *forventede* rente. Hvis den repræsentative formueejers forventning om fremtidigt rentefald, vil han søge at omlægge sin formue fra penge til obligationer med henblik på at score en kursgevinst, og dette vil presse den aktuelle rente ned. Det omvendte adfærdsmønster vil naturligvis gøre sig gældende ved forventninger om rentestigning.

At forventningerne spiller en selvstændig rolle for rentedannelsen synes bl.a. dokumenteret af den markante renteutvikling i Danmark i 1982/83, hvor den danske rente i første omgang ikke fulgte med i det internationale rentefald, for derefter at falde særdeles brat fra efteråret '82 til foråret '83. Dette forløb kan meget vanskeligt forklares alene ud fra produktions- og likviditetsudviklingen i den nævnte periode. Dette skal ikke forstås som en påstand om, at forventningerne kan presse renteniveauet op eller ned på et vilkårligt niveau uanset de underliggende tendenser på de finansielle og reale markeder. Antag f.eks. at den lange rente i kraft af forventninger om et højt fremtidigt renteniveau er drevet op i et ekstraordinært højt leje i en situation, hvor rigelig likviditet og lav transaktionsefterspørgsel grundet et lavt aktivitetsniveau betinger et lavt niveau for den korte rente. Der vil da være en tendens til omlægning fra korte til lange papirer, med et deraf følgende nedadgående pres på den lange rente, og dette vil gradvist belære agenterne i det lange marked om, at de bør nedjustere deres renteforventninger. Denne proces kan dog tænkes at tage sin tid, og påstanden hér er altså, at renteforventningerne på kortere sigt kan medføre spekulative »bobler« og »bølgedale« i renteutviklingen.

Hvis en stigning i statens budgetunderskud fører til udbredte forventninger om et højere fremtidigt renteniveau, må dette altså formodes at slå igennem på den aktuelle rente, og det større budgetunderskud kan da siges at være rentedrivende i kraft af en *forventningseffekt*. Den forventede nominalrente er pr. definition lig med den forventede realrente plus den forventede inflationsrate. Spørgsmålet bliver da, (a) hvorvidt en stigning i budgetunderskuddet hæver den forventede realrente, og (b) hvorvidt et stigende underskud øger den forventede inflationsrate, idet vi i begge tilfælde ser bort fra de forventningsskift, der måtte følge af budgetunderskuddets indvirkning på aktivitetsniveauet.

Ad (a): Vi har ovenfor set, at fortrængningseffekten og formueeffekten vil trække i retning af højere realrente, omend førstnævnte effekt formentlig først vil gøre sig gældende på meget langt sigt, mens sidstnævnte effekt er ret beskeden. I det omfang markedet foruddiskonterer disse effekter, vil der indtræffe en vis stigning i den forventede realrente. Denne kan også tænkes at stige som følge af rent skattemæssige forhold: En stigning i statsgælden må alt andet lige formodes at føre til forventninger

om et højere fremtidigt skattetryk. Som påvist af bl.a. Feldstein (1976) og Brems (1983, kap. 9) vil en stigning i indkomstskattesatsen under plausible forudsætninger medføre en stigning i realrenten før skat, fordi skatten hviler på nominalrenten og ikke på realrenten. Hvis agenterne på de finansielle markeder gennemskuer dette, vil realrenteforventningen øges. Feldstein-modellen indebærer ligeledes, at stigende inflation vil føre til højere realrente før skat som følge af det nominelle beskatningssystem. Som nævnt nedenfor kan det tænkes, at et øget budgetunderskud vil øge inflationsforventningerne, og også af den grund kan der fremkomme en stigning i den forventede realrente.

Ovenstående ræsonnementer forudsætter en høj grad af rationalitet i forventningsdannelsen, og mange vil finde dette urealistisk. Omend det i den erhvervsorienterede presse øjensynligt betragtes som en etableret kendsgerning, at statunderskuddet er rentedrivende, så fremføres der sjældent sofistikerede argumenter til støtte for denne påstand. Det typiske ræsonnement er, at »når staten udbyder obligationer på markedet, må kurserne nødvendigvis falde«. Sagen er imidlertid, at hvis blot markedet *tror*, at budgetunderskuddet er rentedrivende, så vil dette i sig selv tendere mod at hæve renten, i hvert fald indtil de underliggende økonomiske tendenser belærer agenterne om eventuelle fejltagelser.

Ad (b): Umiddelbart er der ingen grund til at tro, at en obligationsfinansieret stigning i budgetunderskuddet skulle øge inflationen ved et givet aktivitetsniveau. I en lukket økonomi, eller en økonomi med flydende valutakurser, vil inflationen på langt sigt være bestemt af den monetære ekspansionstakt, og i en åben økonomi med en konsekvent fastkurspolitik vil den langsigtede hjemlige inflationsrate konvergere mod den internationale prisstigningstakt. Man overvurderer næppe agenterne på de finansielle markeder ved at antage, at de er bekendte med disse relativt ukomplicerede sammenhænge. Hvis en stigning i det aktuelle budgetunderskud alligevel øger inflationsforventningerne, må det altså være fordi, den undergraver tilliden til fastkurspolitikken og skaber forventning om højere fremtidig pengemængdevækst. Begrundelsen kunne være en hypotese om, at politikerne fremover i stadigt højere grad vil ty til en pengefinansiering af det voksende budgetunderskud, fordi det vil være politisk ufremkommeligt at gennemføre de skattestigninger, som stigende statslige rentebetalinger vil nødvendiggøre. Forventninger af denne art vil formentlig kun gøre sig gældende i en situation, der er præget af politisk ustabilitet, og hvor budgetunderskuddet i forvejen har været kraftigt stigende.

I denne sammenhæng kan der være grund til at nævne en anden type forventningseffekt, som kunne tænkes at være rentedrivende: Hvis et øget budgetunderskud af de netop nævnte grunde skaber *store usikkerhed* om den fremtidige økonomiske politik og dermed om det fremtidige renteniveau, da vil dette

øge likviditetspreferencen og dermed hæve renten, såfremt den typiske investor er risikoavers (Tobin, 1958). Hvis nogle agenter tilmed forudser denne reaktion, vil der fremkomme en yderligere rentedrivende effekt via højere realrenteforventninger.

Alt i alt kan der altså være en række grunde til at antage, at en diskretionær stigning i statens budgetunderskud vil have en vis rentedrivende effekt via forventningsdannelsen, men denne effekt vil formentlig kun gøre sig gældende med nævneværdig styrke i perioder præget af politisk og økonomisk ustabilitet.

6. Kan Nationalbanken styre renten?

Hvis en stigning i statens budgetunderskud har en vis rentehævende virkning, kunne man spørge, om det ikke ville være en simpel sag for Nationalbanken at neutralisere denne effekt via en passende stigning i pengeudbuddet? Kort sagt: Har renten ikke ganske enkelt den højde, Nationalbanken mener den *bør* have, og er hele diskussionen om statsunderskuddets rentedrivende virkning derfor ikke irrelevant?

Der er ingen tvivl om, at Nationalbanken på kortere sigt fuldt ud kan styre obligationsrenten, i hvert fald hvis den er villig til at intervenere ubegrænset i obligationsmarkedet og dermed opgive enhver kontrol over pengemængden.⁸ Hvis det lykkes banken at overbevise markedet om, at den konsekvent vil fastholde sin rentemålsætning, kan rentestyringspolitikken måske endog lykkes over en ret lang periode uden at kræve massive interventioner til imødegåelse af spekulative tendenser i markedet.

I det lange løb er det dog særdeles tvivlsomt, om Nationalbanken vil kunne fastholde et vilkårligt renteniveau, også selvom der ses bort fra de begrænsninger, hensynet til kapitalimporten og valutareserven måtte betinge. Hvis banken fastsætter et nominelt renteniveau, der med de herskende inflationsforventninger implicerer en realrente lavere end den, som er forenelig med langsigtligevægt på varemarkedet, da vil den gradvist blive tvunget til at foretage stadigt mere omfattende støtteopkøb i obligationsmarkedet. Den deraf følgende likviditetsstigning vil via den forventningsudbyggede Phillips-kurve øge den faktiske og forventede inflation med det resultat, at realrenten fjernes yderligere fra ligevægtsniveauet, så behovet for intervention til stadighed vokser. Hvis den vil undgå accelererende inflation, må Nationalbanken derfor før eller siden renoncere på sin rentemålsætning. Det var vel netop begyndelsen

8. Det er dog klart, at hvis Nationalbanken fastsætter et renteniveau, der er lavere end udlandets, vil den af valutariske grunde hurtigt blive tvunget til at opgive en sådan politik.

til et inflationært scenario à la ovenstående, man oplevede i Danmark i slutningen af 60'erne, hvor Nationalbanken blev tvunget til at opgive sin hidtidige lavrentepolitik.⁹

Problemstillingen kan illustreres ved hjælp af de betragtninger, der blev anlagt i afsnit 3. Det blev dér vist, at den langsigtede indenlandske inflationsrate under faste valutakurser vil svare til den udenlandske inflation, som dermed éntydigt fastlægger den indenlandske kapacitetsudnyttelse via Phillips-kurven. Med denne udbudsrestriktion på produktionen og realindkomsten, og med en privat vareefterspørgsel der afhænger af realindkomsten og realrenten, vil ligevægtsrealrenten være éntydigt bestemt af finanspolitikken. Da inflationen som sagt er udefra givet, betyder dette, at finanspolitikken også determinerer den langsigtede nominalrente, som derfor ikke kan fastlægges på et vilkårligt niveau af Nationalbanken.

Når man også i en lukket økonomi må være meget skeptisk m.h.t. mulighederne for en håndfast rentestyring på langt sigt, hænger det sammen med vanskelighederne ved at måle inflationsforventningerne, der gør det særdeles svært for centralbanken at fastlægge den nominalrente, som er forenelig med ligevægt. Problemet er, at under en rentestyingspolitik tilpasser pengemængden sig endogent til efterspørgslen, og dermed er der intet »anker« på den faktiske og forventede inflation. Følgelig får man ustabilitet, hvis centralbanken fastsætter en »forkert« (uligevægtig) rente. Dette resultat er vist formelt af Sargent og Wallace (1975) og Turnovsky (1980), der finder, at en rentestyingspolitik fører til prisstabilitet under rationelle forventninger.

Hertil kommer, at de færreste centralbanker, herunder Danmarks Nationalbank, er indifferente m.h.t. udviklingen i pengemængden. Typisk vil centralbanken have mere eller mindre uofficielle målsætninger for såvel pengemængde som rente, og da disse ofte vil være inkonsistente, bliver den faktisk førte politik som regel et kompromis mellem disse (og eventuelle andre) målsætninger. Alene af den grund vil man sjældent kunne forvente, at centralbanken fuldt ud vil søge at neutralisere eventuelle rentevirkninger af budgetunderskuddet. Der er således flere årsager til, at den foregående diskussion af disse virkninger ikke er irrelevant.

7. Sammenfatning og policy-betragtninger

Hovedkonklusionerne af den foregående analyse kan opsummeres således: En obligationsfinansieret stigning i statens budgetunderskud kan siges at være rentedrivende i det omfang, den hæver renteniveauet for et givet aktivitetsniveau. Den rentedrivende virkning kan tænkes at fremkomme via tre mekanismer: Fortræng-

9. Ganske vist var det primært den valutariske udvikling, der gennemtvang den pengepolitiske omlægning, men udviklingen på det valutariske område havde naturligvis sammenhæng med den indenlandske inflation.

ningseffekten, formueeffekten og forventningseffekten. Den første effekt vil næppe gøre sig mærkbart gældende på kortere sigt i en situation med stor arbejdsløshed; den anden effekt er efter alt at dømme særdeles beskednen, og den tredje effekt må ligeledes antages at være begrænset undtagen i en situation, hvor et kraftigt stigende budgetunderskud skaber øget politisk og økonomisk usikkerhed.

I det omfang det danske statsunderskud har været rentedrivende i de senere år, har det formentlig primært været via forventningseffekten. Da der er nærmest uløselige måleproblemer ved at estimere denne effekt, må man konkludere, at der med vor nuværende viden ikke er basis for bombastiske udsagn om statsunderskuddets rentedrivende effekt. Nærværende analyse peger dog klart i retning af, at effekten er positiv, eller at den i hvert fald har været det i de år i begyndelsen af 80'erne, hvor budgetunderskuddet i manges øjne forekom ude af kontrol. Erfaringerne fra denne periode tyder på, at en hurtig stigning i statsgældens andel af BNP ikke kan undgå at få konsekvenser for renten.

De økonomisk-politiske implikationer af denne analyse er dog langt fra oplagte. Ønsker man at opnå en mærkbar forbedring af statsfinanserne via finanspolitiske stramninger, vil det kræve store beskæftigelsesmæssige ofre p.gr.a. de betydelige automatiske stabilisatorer. Et højere skattetryk kan endvidere tænkes at være løndrivende og dermed forringe konkurrenceevnen, og den lavere aktivitet kan hæmme investeringerne, der i forvejen er alt for små. Som Det Økonomiske Råds formandsskab gang på gang har fremhævet, er det bedste middel til forbedring af statsfinanserne en fremgang i produktion og beskæftigelse i betalingsbalanceerhvervene, opnået gennem en konkurrenceevneforbedring.¹⁰

Det pinagtige dilemma for den økonomiske politik opstår, når den opnåelige konkurrenceevneforbedring er utilstrækkelig til at hindre en hurtig vækst i statsgældens andel af BNP. Spørgsmålet er, om der da er noget alternativ til at betrede den stenede finanspolitiske vej for at hindre, at de nødvendige investeringer i konkurrencesektoren kvæles af rentestigning og øget usikkerhed om fremtiden? Måske bør det ikke undre, at den fagøkonomiske diskussion af dette spørgsmål har haft så klare politiske overtoner, givet vor mangelfulde viden om investeringsfunktionen og den kvantitative sammenhæng mellem statsunderskud og rente.

10. På den baggrund må det beklages, at ønsket om for enhver pris at nedbringe budgetunderskuddet har ført til indgreb, der ved at øge arbejdskraftomkostningerne modvirker den gavnlige effekt på konkurrenceevnen af den faldende lønstigningstakt. Der tænkes her på de forøgede arbejdsgiverbidrag til diverse sociale og arbejdsmarkedsmæssige foranstaltninger.

Litteratur

- Barro, R. J. 1974. Are Government Bonds Net Wealth?. *Journal of Political Economy*, vol. 82: 1095-1117.
- Brems, H. 1983. *Fiscal Theory*. Lexington.
- Brink, H. 1983. Statsbankerot? Aalborg Universitetsforlag.
- Det Økonomiske Råds Formandskab: *Dansk Økonomi*, November 1981.
- Feldstein, M. 1976. Inflation, Income Taxes and the Rate of Interest: A Theoretical Analysis. *American Economic Review*, vol. 66: 809-20.
- Finansredegørelse*, Oktober 1982. Finansministeriet, Budgetdepartementet.
- Finansredegørelse*, November 1983. Finansministeriet, Budgetdepartementet.
- Finanstidende: Udviklingen i Danmarks Nationalformue 1950-78. *Finanstidende* nr. 40, 1979.
- Gelting, J. H. 1982. Statens underskud – gør det noget? – og er der noget at gøre ved det? *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bind 120: 140-147.
- Hafer, R. W. og S. E. Hein. 1979. Evidence on the Temporal Stability of the Demand for Money Relationship in the United States. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 61, no. 12: 3-14.
- Jespersen, J. 1983. »Indledning om statsgældspolitikken«. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, Bind 121, nr. 3: 368-74.
- Ricardo, D. 1821. *The Principles of Political Economy and Taxation*, Third Edition. London.
- Sargent, T. J. og N. Wallace. 1975. Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*, vol. 83: 241-54.
- Tobin, J. 1958. Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *Review of Economic Studies*, vol. 25: 65-86.
- Tobin, J. 1969. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1: 15-29.
- Tobin, J. 1980. *Asset Accumulation and Economic Activity*. Chicago.
- Turnovsky, S. J. 1980. The Choice of Monetary Instrument under Alternative Forms of Price Expectations. *The Manchester School*, vol. 48: 39-62.