

Offentlig gæld og budgetunderskud i Danmark – er finanspolitikken holdbar?

Svend Erik Hougaard Jensen
Economic Policy Research Unit (EPRU)

Christian Motzfeldt
Erhvervsministeriet

SUMMARY: This article reviews the recent behaviour of public finances in Denmark, defines the concept of fiscal sustainability, suggests a stock-flow consistent accounting framework for public debt and deficits, and, finally, discusses the sustainability of fiscal policy, in a medium term perspective (1994-98). Provided that the gradual contraction of fiscal policy, as contained in the tax reform of 1993, is actually implemented, we find that current fiscal policy in Denmark is sustainable in the medium term. However, this result may be seriously undermined if the economy is disturbed by a weaker growth performance and higher real interest rates.

Indledning

Som følge af bl.a. store betalingsbalanceoverskud og lav inflation har der i de senere år i Danmark udviklet sig et ret optimistisk syn på finanspolitikken som stabiliseringspolitisk instrument. Med det formål at reducere den høje arbejdsløshed er en finanspolitisk lempelse blevet såvel anbefalet som gennemført. Dette er sket samtidig med, at Danmark i lighed med stort set alle OECD-lande gennem de sidste 10 til 15 år har opbygget en stor offentlig gæld. I kombination med en historisk høj realrente har dette givet anledning til bekymring om finanspolitikken holdbarhed. Finanspolitikken synes således at stå over for et dilemma mellem kort- og langsigtede hensyn.

Dette dilemma kan blive ekstra synligt gennem Danmarks deltagelse i det internationale økonomiske samarbejde. Bestræbelser på at leve op til ØMU'ens krav om, at budgetunderskuddet (den offentlige gæld) højst må udgøre 3% (60%) af BNP kan tvinge flere lande til at føre en ganske kontraktiv finanspolitik.¹ Prognoser for udvik-

EPRU's aktiviteter finansieres gennem en bevilling fra Danmarks Grundforskningsfond. Vi takker Peter Birch Sørensen og Finn Lauritzen for kommentarer. Henrik Jacobsen og Morten Lau takkes for hjælp til regningsarbejdet. Artiklens konklusioner afspejler ikke nødvendigvis Erhvervsministeriets synspunkter.

1. Se Jensen og Motzfeldt (1991) for en oversigt over finanspolitikken tilrettelæggelse i en økonomisk og monetær union.

Offentlig gæld og budgetunderskud i Danmark – er finanspolitikken holdbar?

Svend Erik Hougaard Jensen
Economic Policy Research Unit (EPRU)

Christian Motzfeldt
Erhvervsministeriet

SUMMARY: This article reviews the recent behaviour of public finances in Denmark, defines the concept of fiscal sustainability, suggests a stock-flow consistent accounting framework for public debt and deficits, and, finally, discusses the sustainability of fiscal policy, in a medium term perspective (1994-98). Provided that the gradual contraction of fiscal policy, as contained in the tax reform of 1993, is actually implemented, we find that current fiscal policy in Denmark is sustainable in the medium term. However, this result may be seriously undermined if the economy is disturbed by a weaker growth performance and higher real interest rates.

Indledning

Som følge af bl.a. store betalingsbalanceoverskud og lav inflation har der i de senere år i Danmark udviklet sig et ret optimistisk syn på finanspolitikken som stabiliseringspolitisk instrument. Med det formål at reducere den høje arbejdsløshed er en finanspolitisk lempelse blevet såvel anbefalet som gennemført. Dette er sket samtidig med, at Danmark i lighed med stort set alle OECD-lande gennem de sidste 10 til 15 år har opbygget en stor offentlig gæld. I kombination med en historisk høj realrente har dette givet anledning til bekymring om finanspolitikken holdbarhed. Finanspolitikken synes således at stå over for et dilemma mellem kort- og langsigtede hensyn.

Dette dilemma kan blive ekstra synligt gennem Danmarks deltagelse i det internationale økonomiske samarbejde. Bestræbelser på at leve op til ØMU'ens krav om, at budgetunderskuddet (den offentlige gæld) højst må udgøre 3% (60%) af BNP kan tvinge flere lande til at føre en ganske kontraktiv finanspolitik.¹ Prognoser for udvik-

EPRU's aktiviteter finansieres gennem en bevilling fra Danmarks Grundforskningsfond. Vi takker Peter Birch Sørensen og Finn Lauritzen for kommentarer. Henrik Jacobsen og Morten Lau takkes for hjælp til regningsarbejdet. Artiklens konklusioner afspejler ikke nødvendigvis Erhvervsministeriets synspunkter.

1. Se Jensen og Motzfeldt (1991) for en oversigt over finanspolitikken tilrettelæggelse i en økonomisk og monetær union.

lingen i de offentlige finanser i europæiske lande antyder et behov for en betydelig opstramning. Således skønner OECD (1994), at det gennemsnitlige gæld-til-BNP forhold i de europæiske OECD-lande vil være ca. 76% i 1995. For Danmark er skønnet dog lidt lavere, nemlig ca. 70%. Selv om Danmark måtte vælge at løsrive sig fra de finanspolitiske konvergenskrav, kan de internationale afsmitningsvirkninger af kontraktiv finanspolitik i andre lande blive mærkbare. Dertil kommer, at de finansielle markeder under alle omstændigheder kan straffe en »uansvarlig« økonomisk kurs, hvilket indirekte kan føre til, at gældsreduktion gives en højere prioritet i den økonomiske politik.

Gældsproblemet knytter også an til den stigende interesse for fordelingen af velfærd på tværs af generationer. Mens det tidligere var ret udbredt at betragte den offentlige gæld som »den ene hånds gæld til den anden« (underforstået: det er ikke noget problem), er økonomer i dag langt mere seriøst optaget af denne side af gældsproblematikken. Denne interesse kan forventes at blive skærpet ikke mindst i lyset af den igangværende ændring af befolkningens aldersfordeling, som på længere sigt medfører et stigende antal ældre i forhold til erhvervsaktive. Fremtidens erhvervsaktive kan ikke blot forvente at skulle forsørge et stigende antal ældre, men kan også komme til at bære en stor byrde som følge af disse års store offentlige gældsopbygning.

Hovedsigtet med denne artikel er at belyse holdbarheden af finanspolitikken i Danmark på det mellemlange sigt.² For årene frem til og med 1998 foreligger der officielle skøn for den økonomiske vækst, ligesom væsentlige dele af periodens økonomiske politik allerede er kendt, bl.a. som følge af skattereformen af 1993. Det mellemlange sigt er først og fremmest interessant i relation til den aktuelle debat om finanspolitikens tilrettelæggelse i en konjunkturopgang. Det er her blevet hævdet, at finanspolitikken er uholdbar, fordi der selv i en periode med økonomisk opsving er et stort underskud på det offentlige budget. Derudover er udviklingen i de offentlige finanser i de førstkommande år af betydning, fordi den kan blive afgørende for Danmarks muligheder for at deltage i ØMU'ens tredje fase, såfremt der måtte være et ønske herom.

Artiklen er disponeret på følgende måde. I næste afsnit introduceres nogle bogholderimæssige sammenhænge mellem offentlige udgifter, indtægter og gæld. Derefter følger i afsnit 3 en diskussion af mål for finanspolitikens holdbarhed. Afsnit 4 peger på nogle problemer, der opstår, når finanspolitikens holdbarhed søges vurderet ved anvendelse af tilgængelig statistik. Der præsenteres et forslag til en konsistent opgørelse af det offentliges driftsregnskab og formueforhold, hvorefter vi i afsnit 5 foretager nogle beregninger af finanspolitikens holdbarhed på det mellemlange sigt. Endelig drager vi i afsnit 6 nogle konklusioner.

2. I en tilknyttet artikel, Jensen og Motzfeldt (1995), uddyber vi nogle mere langsigtede aspekter af offentlig gæld.

2. Lidt bogholderi

Hvis der er underskud på det offentlige budget, vokser den offentlige gæld. Typisk vil det offentlige vælge at finansiere dette ved obligationsudstedelse, men det kan også vælge at lade pengemængden vokse. Disse fundamentale sammenhænge fremgår af den offentlige sektors budgetbegrænsning

$$\dot{M} + \dot{B} = (G + H - T) + i \cdot B \quad (1)$$

hvor M , B , G , H , T og i betegner de nominelle niveauer for henholdsvis pengemængden, obligationsgælden, offentligt forbrug (løntimer plus køb af varer og tjenester), indkomstoverførslerne, skatteprovenuet og renten. I opgørelsen af den samlede budgetsaldo – højresiden af (1) – er der sondret mellem *løbende* udgifter og indtægter, og hvad der kan henføres til *tidligere* dispositioner. Førstnævnte betegnes ofte det primære budget ($D^P \equiv G + H - T$), mens sidstnævnte er nettorenteudgifter vedrørende den eksisterende offentlige gæld. En »prik« over en variabel angiver, at den er afledt m.h.t. tiden, f.eks. $\dot{M} = \frac{dM}{dt}$.

Det kan være hensigtsmæssigt at omformulere (1), så den dels udtrykkes *realt*, dels udtrykker de enkelte variable i *forhold* til BNP. Lad P og Y betegne henholdsvis prisniveauet og det reale BNP, og lad endvidere »små« bogstaver betegne den relevante variabel målt i forhold til det nominelle BNP (f.eks. $b \equiv \frac{B}{PY}$). Efter nogle manipulationer kan (1) da i stedet skrives

$$\dot{b} = (d^p + i \cdot b) - (\pi + \theta)b - g_m \cdot m \quad (2)$$

hvor $\pi \equiv \frac{\dot{P}}{P}$ er inflationen, og $\theta \equiv \frac{\dot{Y}}{Y}$ er økonomiens reale vækstrate, og $g_m \equiv \frac{\dot{M}}{M}$ er den nominelle pengemængdes vækstrate. Realvæksten i den rentebærende del af den offentlige gæld som andel af BNP afhænger således ikke blot af det samlede budgetunderskud (første led), men også af væksten i det nominelle BNP (andet led) samt af møntningsgevinsten (sidste led). Sidstnævnte kan fortolkes som det implicite skatteprovenu (eller »seigniorage«), der følger af det offentlige monopol på at udstede mønt. Eftersom det stort set er omkostningsfrit at trykke penge, vil en sådan pengeskabelse repræsentere en »købekraft« for det offentlige. Hvis et land har store budgetunderskud, og det samtidig bekymrer sig om holdbarheden af sin finanspolitik, kan det i princippet vælge at omlægge finansieringsformen fra obligations- til monetær finansiering. De inflationære følgevirkninger heraf vil dog kollidere med den udbredte målsætning om prisstabilitet.

Spørgsmålet er nu, hvordan regeringen faktisk vælger at fordele finansieringen af budgetunderskuddet på penge- og obligationsudstedelse. Betragt følgende generelle finansieringsregel

$$(1 - \beta)\dot{m} - \beta \cdot \dot{b} = [\mu - (\pi + \theta)](1 - \beta)m - [\mu - (\pi + \theta)]\beta \cdot b \quad (3)$$

Fortolkningen af denne lidt komplicerede regel kan lettes ved at se på to specialtilfælde. Antag, at regeringen ønsker en konstant vækstrate, μ , i den nominelle pengemængde. Pengemængdevæksten må altså ikke blive påvirket af udsving i de offentlige udgifter og indtægter. Et sådant »monetaristisk« regime fremkommer, hvis $\beta = 0$, som indebærer fuld obligationsfinansiering af sådanne budgetforstyrrelser. Omvendt vil fuld monetær finansiering forekomme under et »bondistisk« regime ($\beta = 1$), som er karakteriseret ved en konstant vækst, μ , i den nominelle obligationsudstedelse. Finansieringsreglen ser i de to specialtilfælde ud som følger

$$\begin{aligned} \dot{m} &= [\mu - (\pi + \theta)]m \Rightarrow g_M = \mu = \dot{m}/m + \pi + \theta \text{ for } \beta = 0 \\ \dot{b} &= [\mu - (\pi + \theta)]b \Rightarrow g_B = \mu = \dot{b}/b + \pi + \theta \text{ for } \beta = 1 \end{aligned}$$

Mere generelt kan vi fortolke β som den parameter, der bestemmer, hvordan væksten i den offentlige gæld bliver fordelt på rentebærende og ikke-rentebærende fordringer. I betragtning af såvel den faktiske finansieringsmåde i de fleste OECD-lande som ØMU-bestemmelserne (som udelukker monetær finansiering), er $\beta = 0$ formentlig *det* relevante tilfælde.

Det er værd at bemærke, at i en langsigtligevægt (hvor $\dot{b} = \dot{m} = 0$) er væksten i det nominelle BNP uafhængig af finansieringsformen ($\pi + \theta = \mu$). I den forstand kan μ fortolkes som regeringens mål for væksten i det nominelle BNP. På langt sigt kan (2) skrives som

$$d^p + i \cdot b = \mu \cdot (b + m) \quad (4)$$

På langt sigt vil der være *proportionalitet* mellem budgetunderskuddet og den samlede offentlige gæld, med den nominelle BNP-vækstrate som proportionalitetsfaktor. Hvis den offentlige sektor har gæld, og hvis der er nominal vækst i økonomien ($\mu > 0$), vil et budgetunderskud således ikke blot være holdbart, men endog være en nødvendig betingelse for langsigtligevægt. I denne situation vil f.eks. et balanceret budget indebære et faldende gæld-til-BNP forhold.

Inden vi vender blikket mod en mere detaljeret diskussion af finanspolitikens holdbarhed, skal vi kort diskutere betydningen af den vækstkorrigerede realrente, herefter kaldet *merrenten* (dvs. forskellen mellem realrenten og økonomiens reale vækstrate). Ved simpel omformulering af (4) fås

$$d^p = - (r - \theta)b + \mu \cdot m \quad (5)$$

hvor $r \equiv i - \pi$ er realrenten. Det ses umiddelbart, at desto højere merrenten er, desto

Tabel 1. Offentlige finanser, realrente og vækst (1960-93)

Andel af BNP (%)	1960-69	1970-79	1980-89	1990-93	1960-93
1 Off. indtægter	31.5	46.5	56.9	58.8	46.6
2 – heraf skatter ^(a)	27.2	38.5	43.4	43.7	37.2
3 Off. udgifter	30.6	45.4	59.6	61.8	47.2
– heraf:					
4 Off. forbr. + inv.	19.9	26.9	28.6	27.8	25.4
5 Transfereringer	7.3	12.8	17.1	19.7	13.3
6 Renteudgifter	1.2	1.7	7.5	7.3	3.9
7 Off. nettoforbr.erh.v.	0.9	1.1	-2.7	-3.0	-0.6
8 Statsgæld i slutåret ^(b)	6.0	27.2	59.0	77.4	77.4
Niveau (%)					
9 Realrente (<i>r</i>) ^(c)	2.7	3.9	7.1	7.5	4.9
10 BNP-vækstrate (<i>θ</i>)	4.8	2.5	1.9	1.2	2.8
11 <i>r</i> – <i>θ</i>	-2.1	1.4	5.2	6.3	2.1

Noter: ^(a) Direkte og indirekte skatter ^(b) Statens obligationsgæld plus lån optaget i udlandet ^(c) Gns. af åbne serier.

Kilder: Adambank, EU-kommissionen.

større overskud på det primære budget skal der til for at fastholde gæld-til-BNP forholdet. Hvis omvendt merrenten er negativ, kan det offentlige fortsat underbudgettere uden frygt for en eksplosiv gældsspiral. I dette tilfælde kan regeringen låne, betale renter på den stiftede gæld og stadig have et overskud, som kan bruges til enten at øge de offentlige udgifter eller sænke skatterne.

Disse elementære sammenhænge kan give et praj om, hvorfor gæld-til-BNP forholdet ikke ændrede sig meget i 1960'erne og første halvdel af 1970'erne, men derefter steg dramatisk. I tabel 1 har vi inddelt årene 1960-93 i fire delperioder, og for hver af disse har vi vist de enkelte budgetkomponenters gennemsnitlige andel af BNP. Endvidere har vi vist sammenlignelige gennemsnit for realrenten og vækstraten. Det fremgår, at mens merrenten var negativ i 1960'erne, har den været positiv lige siden, mest markant i de seneste år. Over hele den betragtede periode har den ligget på et gennemsnit på ca. 2%. Væksten i merrenten har betydet, at de niveauer for offentlige udgifter og skatter, som var konsistente med et konstant gæld-til-BNP forhold i 1960'erne, ikke har været det i de efterfølgende år. Stigningen i merrenten, der fandt sted især gennem 1980'erne, medførte stigninger i omkostningerne forbundet med forrentning af den offentlige gæld, og et konstant gæld-til-BNP forhold havde krævet tilpasninger på det primære budget. Det offentlige forbrug blev imidlertid ikke sat ned, ligesom indkomstoverførslerne især som følge af den kraftige stigning i udgifterne til arbejdsløshedsunderstøttelse heller ikke faldt. Til trods for den betydelige stigning i de offentlige indtægter, herunder de direkte og indirekte skatter, har gældsopbygningen ikke været til at standse. Dette fører os naturligt videre til spørgsmålet om finanspolitikens holdbarhed.

3. Finanspolitikens holdbarhed

En holdbar finanspolitik er defineret ved, at gæld-til-BNP forholdet ved slutningen af en given tidshorisont ikke overstiger gæld-til-BNP forholdet i udgangssituationen. I sin natur er holdbarhed således et *fremadrettet* begreb, se Blanchard et al. (1990). Derfor indgår der i beregninger af finanspolitikens holdbarhed forudsætninger om f.eks. den økonomiske politik, de underliggende konjunkturer, (mer)renteudviklingen og ikke mindst befolkningsudviklingen. I det særlige tilfælde, hvor tidshorisonten er uendelig, er finanspolitikken holdbar, hvis *nutidsværdien* af alle fremtidige, primære overskud på det offentlige budget er lig med den offentlige gæld i udgangssituationen (begge målt i forhold til BNP). En økonomi med offentlig gæld i udgangssituationen kan altså godt føre en holdbar finanspolitik uden nødvendigvis at have overskud på det primære budget i *alle* fremtidige budgetperioder. Derfor behøver der ikke at være en konflikt mellem ønsket om at bruge finanspolitikken til kortsigtede stabiliseringspolitiske mål og kravet om en holdbar finanspolitik på længere sigt. Men før eller siden skal der være budgetoverskud af tilstrækkelig størrelse, især i perioder med højkonjunktur.

Hvis regeringen råder over et troværdigt mål for finanspolitikens holdbarhed, har den samtidig en indikator for råderummet i finanspolitikken. I praktisk økonomisk politik, hvor man ikke opererer med en uendelig tidshorisont, er der behov for letfortolkelige og implementerbare indikatorer for holdbarhed. En populær tilgang består i at beregne det gennemsnitlige (eller konstante) skattetryk, som sikrer, at gæld-til-BNP forholdet på et givet fremtidigt tidspunkt er det samme som i udgangssituationen. Dette holdbare skattetryk skal dække de offentlige udgifter til forbrug af varer og tjenester, indkomstoverførsler og renter, der er planlagt og/eller forventet over den betragtede tidshorisont. Ved at sammenholde det aktuelle gennemsnitlige skattetryk med det beregnede holdbare skattetryk får man et signal om råderummet: er der behov for stramninger, eller er der mulighed for at lempe? Alternativt kunne man vælge at beregne udviklingen i den offentlige gæld, som ville fremkomme under antagelse af det samme planlagte/forventede udgiftsforløb, men under fastholdelse af udgangsårets skattetryk.

I beregninger af holdbarhed er tidshorisonten af afgørende betydning. Ser man på det korte, mellemlange eller lange sigt? Holdbarhedsmål med forskellig tidshorisont tjener forskellige formål og bør derfor ses som komplementære. Et kortsigtsmål for holdbarhed vil typisk være et, hvor man beregner det skattetryk, som sikrer, at den offentlige gæld ikke stiger fra det ene år til det andet.³ Et sådant simpelt mål kan give et nyttigt øjeblik-billede, men kan ikke afsløre mere strukturelt betingede forhold omkring den offentlige gæld. Finanspolitikken kan således være langsigtet uholdbar, uden at dette bliver afsløret ved en kortsigtsindikator.

3. Det Økonomiske Råd (nov. 1992) har foretaget beregninger af finanspolitikens råderum på basis af ovenstående indikator.

Mens kortsigtsmål for holdbarhed kan beregnes uden prognoser, indebærer vurderinger af holdbarheden på længere sigt behov for skøn over centrale variable som f.eks. realrenten, den økonomiske vækst og befolkningsudviklingen. Ofte vil disse variable indgå i et kompliceret samspil. Realrenten antages således ofte at være en funktion af de finanspolitiske variable. Alesina et al. (1993) finder, at forskellen mellem renten på statsobligationer og virksomhedsobligationer er en funktion af såvel størrelsen af den offentlige gæld i forhold til BNP som ændringen i den offentlige budgetsaldo. Dog synes spændet først at blive mærkbart, når gæld-til-BNP forholdet overstiger 50%. Eftersom gældsforholdet i mange OECD-lande allerede har rundet dette niveau, kan det være misvisende at anvende de nuværende realrenteniveauer ved bedømmelsen af finanspolitikens holdbarhed. For Danmarks vedkommende vil den implicitte realrente på den offentlige gæld dog ikke nødvendigvis stige yderligere, selv om den offentlige gæld i forhold til BNP måtte blive en anelse højere. Det skyldes, at en del af gælden er optaget for år tilbage (varigheden på statsgælden er i gennemsnit 2.8 år) til forholdsvis høje rentesatser. Ved en uændret inflation vil der derfor være en tendens til, at den implicitte realrente på den offentlige gæld falder i takt med, at tidligere optaget gæld fornyes til lavere renter.

Hvad angår merrenten, er der næppe tvivl om, at denne set i historisk perspektiv har været forholdsvis beskeden, men dog positiv. Derudover kan man ud fra økonomisk teori forvente en positiv merrente på langt sigt (dynamisk efficiens). Hvis det modsatte var tilfældet, ville det nemlig være muligt for forbrugerne at låne, betale renter af gælden på basis af produktivitetstigningerne i økonomien, og alligevel have et overskud. I en sådan økonomi ville der være et klart incitament for husholdningerne til at forøge deres lånefinansierede forbrug. For økonomien under ét ville dette kræve en stigning i realrenten for at frembringe den fornødne opsparing, idet udlånerne ville kræve kompensation for at udskyde deres forbrug. En varig negativ merrente er derfor næppe sandsynlig.

Vurderinger af finanspolitikens holdbarhed bør også inddrage *implicitte* aktiver og passiver, som i dag ikke er indeholdt i officielle opgørelser af det offentliges formueforhold, men som i fremtiden må formodes at få stor betydning.⁴ For at illustrere denne tankegang skal vi blot nævne tre forhold, der alle knytter sig til pensionssystemet. For det første er der i forbindelse med opbygningen af det private pensionssystem sket en betydelig udskydelse af borgernes skattebetalinger. Nutidsværdien af de udskudte skatter udgør naturligvis et skjult aktiv for det offentlige, som i Finansredegørelsen (1993) anslås at beløbe sig til 35-40% af BNP. For det andet er der opbygget et skjult passiv i form af det offentliges forpligtelse til at udbetale tjenestemandspensioner.⁵ I Finansredegørelsen (1993) opgøres værdien heraf til ca. 10% af BNP. Endelig for det

4. Se f.eks. Buitter (1983, 1985) og Eisner og Pieper (1984).

5. Se også Bovenberg og Petersen (1991).

trede burde vurderinger af finanspolitikens holdbarhed på det længere sigt tage hensyn til virkningerne af de store forskydninger i befolkningens aldersmæssige sammensætning. Som bekendt indebærer den, at der bliver et stigende antal ældre i forhold til erhvervsaktive, og at de ældres gennemsnitsalder stiger. Eftersom enhedsudgifterne forbundet med de ældres forsørgelse er stigende med deres alder, kan man tale om et dobbelt pres på de offentlige udgifter. At der heri ligger et skjult passiv for det offentlige, er der næppe tvivl om.

4. Den offentlige sektors gæld og saldo

Vurderinger af finanspolitikens holdbarhed, der beror på anvendelse af tilgængelig statistik, er forbundet med flere problemer. For det første er der et rent praktisk problem med at finde samsvarende tal for den offentlige sektors driftsregnskab og formueposition (stock-flow konsistens). For det andet er der uenighed om, hvad der er det »rigtige« gældsbegreb. Eftersom svaret herpå hovedsageligt afhænger af det konkrete formål, burde det være ret ukontroversielt. Alligevel viser det sig at være betydelig uenighed om den statistiske afgrænsning af de enkelte begreber. I det følgende redegøres kort for de afgrænsninger, der er valgt i denne artikel.

I relation til Maastricht-kriterierne for deltagelse i tredje fase af den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) anvendes nationalregnskabets definition af den offentlige sektors *nettofordringserhvervelse* som balancebegreb, mens gælden i princippet opgøres *brutto*. Der indrømmes dog modregning for enkelte aktivposter, som f.eks. stat og kommuners fordringer på hinanden. Eftersom Maastricht-traktatens afsnit om finanspolitik netop har at gøre med dens holdbarhed i de enkelte medlemslande, ville det umiddelbart være naturligt her at anvende de afgrænsninger, der er defineret af EU-Kommissionen.

Vi har imidlertid valgt at se bort fra EU-Kommissionens afgrænsninger, fordi de ganske enkelt ikke er stock-flow konsistente, dvs. gælden ændrer sig ikke med saldoens størrelse. End ikke på langt sigt gælder denne sammenhæng. Gælden vokser i alle EU-lande noget stærkere end saldoen, hvilket medfører et behov for en betydelig stock-flow korrektion, der tilmed varierer stærkt og uforudsigeligt fra år til år. Sådanne stærkt positive stock-flow korrektioner peger på, at statistikken overvurderer gælden og/eller undervurderer budgetunderskuddet.

Den manglende konsistens mellem de to begreber skyldes især, at overskuddet i den offentlige sektors sociale kasser og fonde indgår i nettofordringserhvervelsen, mens det på den anden side ikke påvirker gælden. Samtidig tillades der ikke modregning for fondenes aktiver, idet disse korrekt anses for modsvaret af juridiske krav fra den private sektor. I relation til finanspolitikens holdbarhed synes det logisk, at juridiske krav fra bl.a. fremtidige pensionister fuldt ud skal regnes som et passiv. For stort set alle EU-lande gælder det, at der løbende opbygges juridiske krav om fremtidige betalinger

Tabel 2. Bruttogælds- og saldoafgrænsninger for den offentlige sektor

Mia.kr.	Maastricht-	Forslag til konsistent		
	traktaten	afgrænsning		
	1993	1993	1992	Ændring
Indenlandsk statsobligationsgæld	562.2	562.2	511.5	50.7
Statens gæld til udlandet	165.6	165.6	104.6	61.0
Statens kreditorer (anslået)	40.0	40.0	40.0	0.0
Statens indestående i Nationalbanken		-89.6	-31.3	-58.3
Den Sociale Pensionsfond				
Heraf: Statsobligationer	-45.3	-45.3	-43.6	-1.7
Øvrige formue		-93.4	-88.6	-4.8
Samlet kommunal gæld	78.0			
Konsolidering mellem stat og kommune (1991-tal)	-65.0			
Bruttogæld	735.5	539.5	492.6	46.9
% af BNP	83.4	61.2	57.8	5.3
Budgetsaldo	-38.8 ^(a)	-48.4 ^(b)		
% af BNP	-4.4	-5.5		

Noter: (a) Den offentlige sektors nettofordringserhvervelse (b) Drifts-, anlægs- og udlånsbudgettet (DAU).

i sociale kasser og fonde i den offentlige sektor. For Danmarks vedkommende drejer det sig især om overskud i ATP og LD. Den Sociale Pensionsfond, DSP, der er en del af den statslige sektor, har derimod ingen betydelige juridiske forpligtelser over for enkeltpersoner. Det kan derfor berettiget fremføres, at aktiverne i DSP burde modregnes fuldt ud i den øvrige offentlige gæld. EU har i princippet accepteret argumentet og tilladt modregning for den del af formuen, der er placeret i statspapirer. Sondringen mellem statspapirer og øvrige værdipapirer i denne forbindelse kan dog siges at være svagt funderet. Det er i princippet alene porteføljemæssige overvejelser, der afgør papirfordelingen i DSP.

En anden væsentlig kritik af Kommissionens gældsdefinition er, at der ikke gives modregning for statens indestående i Nationalbanken. Det har betydelige konsekvenser for beregningen af den danske bruttogæld ultimo 1993. P.g.a. valutauroen i 1993 optog staten store lån i udlandet med henblik på at afstive valutabeholdningen. Kroneprovenuet blev placeret på statens konto i Nationalbanken, mens det løbende kasseunderskud fortsat blev finansieret ved indenlandsk udstedelse af statspapirer i henhold til den pengepolitiske norm. Det kan forekomme paradoksalt, at en sådan stram pengepolitik, der er fuldt i overensstemmelse med Maastricht-traktatens ånd, i Kommissionens statistikker slår ud som en betydelig opgang i den offentlige gæld, der efterfølgende kan tages til indtægt for en særlig lempelig eller måske ligefrem uholdbar finanspolitik. Den næsten dramatiske opgang i EU-Kommissionens opgørelse af den offentlige

gæld i Danmark ultimo 1993 har bidraget til at give de finansielle markeder et forderjet billede af den danske finanspolitik. Derved har den formentlig også i en vis udstrækning medvirket til at presse obligationsrenten op.

I tabel 2 har vi for 1993 opgjort den offentlige bruttogæld efter henholdsvis Maastricht-traktatens principper og vort eget valg af konsistent afgrænsning. Sidstnævnte fører frem til et mål for den offentlige sektors bruttogæld, som svarer til det, der i Finansredegørelsen (1993) kaldes den registrerede statsgæld. Denne afgrænsning anvendes også af Økonomiministeriet (1994). Det fremgår ved sammenligning, at EU-kommissionen efter vores opfattelse klart overvurderer den offentlige bruttogælds andel af BNP i Danmark i 1993. Dette hænger som nævnt især sammen med forskellen i behandlingen af statens indestående i Nationalbanken samt DSP's beholdning af anden formue end statsobligationer. Endvidere har vi vist udviklingen i den offentlige gæld fra 1992 til 1993, hvis man havde anvendt den af os valgte afgrænsning. Den således beregnede vækst i den offentlige gæld andrager 46.9 mia. kr., hvilket svarer til 5.3% af BNP. Selv med korrektion for forskelle i opgørelsesmetode er et underskud af denne størrelse næppe foreneligt med det andet af de finanspolitiske konvergenskriterier, nemlig at budgetunderskuddet højst må udgøre 3% af BNP.

Spørgsmålet er nu, om der findes et officielt mål for budgetsaldoen, som er (stock-flow) konsistent med den valgte bruttogældsstørrelse. Underskuddet på drifts-, anlægs- og udlånsbudgettet (DAU) er det mål, som kommer tættest på en sådan konsistens. Det ses dog, at den beregnede vækst i bruttogælden er mindre end DAU-underskuddet, som i 1993 var på 48.4 mia. kr. For det enkelte år kræver en præcis stock-flow konsistens, at de fordelte emissionskurstab svarer til nyemissions- og valutakurstab, samt at genudlån og andre kapitalposter ophæver hinanden.⁶ Som det fremgår af tabel 3, var dette næsten tilfældet i 1993, hvor de fordelte emissionskurstab på 11.6 mia. kr. næsten svarede til årets nye emissionskurstab på 5.0 mia. kr. og valutakurstab på 4.3 mia. kr. Der er derfor kun behov for en mindre statistisk betinget korrektion på 1.4 mia. kr. for at sikre fuldstændig konsistens mellem DAU-saldoen og udviklingen i den registrerede offentlige bruttogæld.

Det bør endvidere noteres, at modsat EU-Kommissionens tendens til at overvurdere den offentlige gæld, ligger den af Kommissionen beregnede budgetsaldo, som svarer til den offentlige sektors nettofordringserhvervelse, under DAU-saldoen. På forhånd synes det derfor svært at sige, om vurderinger af finanspolitikens holdbarhed baseret på artiklens konsistente stock-flow afgrænsninger er væsentligt forskellige fra de kon-

6. Emissionskurstabene, der udgøres af forskellen mellem de udstedte statspapirers pålydende værdi og markedsværdi, er en del af rentebetalingerne på gælden. Emissionskurstabene fordeles hen over lånenes løbetid og registreres som rentebetaling, hvorved de løbende påvirker DAU-saldoen. Gælden, der opgøres til pålydende værdi, er imidlertid kun påvirket af samme års nyemissionskurstab. Set over en længere periode svarer summen af de fordelte og nyemissionskurstabene dog definatorisk til hinanden.

Tabel 3. Stock-flow regnskab 1993, mia. kr.

	Mia.kr.
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget (DAU-saldo)	-48.4
Fordelte emissionskurstab	11.6
Årets emissionskurstab	-5.0
Genudlån + andre kapitalposter	0.6
Valutakurstab	-4.3
Statistisk betinget difference	-1.4
Fald i bruttogæld	-46.9

klusioner, man ville nå frem til ud fra de af Kommissionen valgte afgrænsninger. Dog formoder vi, at den konsistente afgrænsning vil bidrage til at forøge sikkerheden i skønnene.

Vore vurderinger af finanspolitikens holdbarhed bygger som allerede nævnt på en sammenligning af det holdbare skattetryk (for en given tidshorisont) med det aktuelle skattetryk i udgangsåret. Til det formål ønsker vi at anvende et skattetryk, der afspejler finansieringen af de *samlede* offentlige udgifter. Eftersom DAU-saldoen alene omfatter den *statslige* sektors udgifter og indtægter, vil en opsplittning af DAU-saldoen på indtægter og udgifter ikke uden videre være tilstrækkelig. For at fastholde stock-flow konsistens og med henblik på at anvende skatte- og udgiftstrykket omfattende hele den offentlige sektor, foretager vi derfor en niveauforskydning af DAU-saldoens udgifts- og indtægtsposter. Vi gør den forenklede, men ret harmløse antagelse, at der er balance mellem indtægter og udgifter i den offentlige sektor uden for staten. Derved vil DAU-saldoen for hele den offentlige sektor være identisk med den officielle DAU-saldo for staten, ligesom udviklingen i den offentlige gæld svarer til udviklingen i statsgælden.

Opsplittningen er vist ved hjælp af tabel 4. Det fremgår, at det offentlige udgiftstryk (incl. nettorenteudgifter) i 1993 udgjorde 58.8% af BNP. Det samlede »indtægtstryk« er ifølge sagens natur mindre svarende til DAU-underskuddet. Bemærk, at vi i tabel 4 ikke har splittet renter op i en indtægts- og en udgiftspost, men i stedet opererer med nettorenteudgifter. Eftersom den offentlige gæld er udstedt i nominelle fordringer, vil inflation naturligvis medvirke til at udhule gældens realværdi.⁷ I Tabel 4 har vi derfor også vist DAU-saldoen korrigeret for den inflationsskabte debitorgevinst. Ved beregningen heraf har vi antaget en årlig inflation på 2%.

Om de således opgjorte mål for offentlig gæld og budgetunderskud er forenelige med en holdbar finanspolitik, vil vi herefter se nærmere på. Vi betragter det mellemlange sigt, hvor der lægges vægt på finanspolitikken i sammenhæng med de aktuelle konjunkturvurderinger.

7. Se Miller (1985) for en grundig diskussion af inflationskorrektion.

Tabel 4. Den offentlige sektors indtægter og udgifter, 1993 priser

	Mia.kr.	% af BNP
Samlede udgifter excl. renteudgifter	497.1	56.4
Nettorenteudgifter	21.0	2.4
Udgifter incl. nettorenteudgifter	518.1	58.8
Samlede indtægter	469.7	53.3
DAU-saldo	-48.4	-5.5
Debitorgevinst	9.9	1.1
Off. udgifter (realt)	508.2	57.6
DAU-saldo (realt)	-38.5	-4.4

5. Finanspolitikken på mellemlangt sigt

5.1 Det strukturelle budgetunderskud

Særlig vigtig for bedømmelsen af finanspolitikken holdbarhed på mellemlangt sigt er vurderingen af vækstmulighederne. Er der udsigt til stærkere økonomisk vækst i fremtiden, bliver det alt andet lige nemmere at afvikle den eksisterende gæld. Samtidig kan det løbende budgetunderskud selv ved uændret offentligt serviceniveau blive forbedret, hvilket skyldes tilstedeværelsen af automatiske stabilisatorer. Gennem de senere år med svag økonomisk vækst og offentlig gældsakkumulation i de fleste OECD-lande er der skabt stigende interesse for betydningen af de automatiske stabilisatorer.

Det er karakteristisk for OECD-landene, at de offentlige indtægter varierer procyklisk, hvilket som følge af progressionen i indkomstskattesystemet også er tilfældet for de offentlige indtægter som andel af BNP. Derimod løber de offentlige udgifter mod konjunkturerne, hvilket især skyldes det udbyggede sociale sikkerhedsnet. Det betyder, at det offentlige udgiftstryk (ved uændret serviceniveau) også varierer modcyklisk. OECD (1993) anslår, at de offentlige budgetter i medlemslandene vil blive forbedret mellem knap 1/2% og godt 2/3% af BNP ved en indkomststigning på 1%. Beregningen af det offentlige budgets vækstfølsomhed er imidlertid forbundet med et stort element af skøn. Således opgør OECD følsomheden for Danmark til 0.65, mens der i Finansredegørelsen (1994) antages en følsomhed på 0.82.

På trods af denne usikkerhed er det værd at kende budgetunderskuddets størrelse under »normale« konjunkturforskel, den såkaldte strukturelle balance.⁸ Man skal imidlertid af flere grunde være varsom med at drage stærke konklusioner ud fra dette mål. For det første er der usikkerhed forbundet med opgørelsen af såvel output-gap som budgetsaldos vækstfølsomhed. For det andet antages det implicit i beregningen

8. Hvad er »normale« konjunkturforskel (eller »trend-BNP«)? Til vurdering heraf benytter OECD en såkaldt »peak-to-peak« metode, hvor den gennemsnitlige vækstrate mellem de to sidste konjunkturtoppe anvendes til ekstrapolation af »trend-BNP«. Forskellen mellem det ekstrapolerede trend-BNP og det faktiske BNP kaldes for output-gap. Output-gap og det offentlige budgets vækstfølsomhed anvendes derefter til at beregne den strukturelle balance.

af det strukturelle budgetunderskud, at output-gap lukkes øjeblikkeligt ved et spring i BNP. For Danmarks vedkommende antages der således et spring i BNP på 5% ud over trendvæksten på omkring 2 1/4%, hvilket selvsagt er urealistisk. Inden dette output-gap bliver lukket, kan den offentlige gæld være steget betydeligt og samtidig have presset det strukturelle underskud i vejret. Der er altså behov for at foretage en vurdering af tidslængden, inden produktionen er nået op på trendniveau, samt hvor meget gældsbyrden inden da er vokset.

Bedømmelsen af output-gap og mulighederne for hurtigt at nå tilbage til trend-BNP må bl.a. bero på en vurdering af fleksibiliteten på arbejdsmarkedet. Under antagelse af en Okun-koefficient på 1.5 (således at en ekstraordinær BNP-vækst på 1% bevirker et fald i ledigheden 2/3%) indebærer OECD's beregning af et output-gap for Danmark på ca. -5%, at ledigheden nedbringes fra ca. 12.5% til ca. 9.5% ved en tilbagevenden til trend-BNP. Det kan diskuteres om et ledighedsniveau på 9.5% med de nuværende strukturer på arbejdsmarkedet kan betragtes som et normalniveau, ikke mindst når der tages hensyn til, at ledigheden i de seneste 5 år har været noget højere end 9.5%, og at ledigheden ved længerevarende stigning har en tendens til at hænge fast på et højere niveau (hysteresis). Under alle omstændigheder peger sammenhængen mellem det strukturelle budgetunderskud, output-gap og ledighed på, at bedømmelsen af finanspolitikens holdbarhed er nært forbundet med graden af fleksibilitet på arbejdsmarkedet.

EU-kommissionen (1994) anslår det strukturelle budgetunderskud i Danmark i 1993 til godt godt 3% af BNP, hvilket er ca. 1 1/2% mere end OECD. Ved beregning heraf anvendes en trend-vækst på 1 3/4%, altså under det niveau, der er nødvendigt for at fastholde uændret ledighed. EU-kommissionens beregninger af det strukturelle budgetunderskud indebærer derfor en stigende strukturel ledighed.

5.2 Gældsudviklingen på mellemlangt sigt

Samspillet mellem gældsudviklingen og de økonomiske konjunkturer udgør et kærneområde i den aktuelle finanspolitiske debat. Det er velkendt, at den offentlige gæld kan ændre sig som følge af såvel tilstedeværelsen af automatiske stabilisatorer som af diskretionære tiltag. Spørgsmålet er, om en holdbar finanspolitik kan tilvejebringes alene med baggrund i et gunstigt konjunkturforløb i de nærmeste år, eller om supplerende stramninger i finanspolitikken er nødvendige.

I vurderinger af finanspolitikens holdbarhed på det mellemlange sigt indgår forudsætninger om den økonomiske vækst, det offentlige budgets følsomhed i forhold til den økonomiske vækst, finanspolitikens stramhedsgrad, realrenten m.v. I det følgende vil vi præsentere nogle »regnestykker«, der tager sigte på at illustrere »robustheden« af finanspolitikens holdbarhed i forhold til nogle af disse faktorer. Resultaterne er præsenteret i tabel 5. I den første resultatkolonne vises forskellen mellem det hold-

Tabel 5. Finanspolitikens holdbarhed på mellemlangt sigt.

Forudsætninger	$b_{98} = b_{93}$		$t = t_{93}$	
	$t^* - t_{93}$	DAU ₉₈	$b_{98} - b_{93}$	DAU ₉₈
Grundforløb	0.5	-2.0	2.6	-2.7
Maastricht-krav	0.7	-1.7		
Vækst 1/2% lavere	1.8	-2.3	6.7	-4.8
Realrente 1% højere og vækst 1/2 % lavere	2.4	-2.4	12.8	-5.8

bare og det aktuelle skattetryk, $t^* - t_{93}$, og i den anden kolonne vises forskellen mellem gæld-til-BNP forholdet i 1998 og det aktuelle gæld-til-BNP forhold, $b_{98} - b_{93}$. Slutårets gældsforhold er fundet under forudsætning af, at skattetrykket i alle årene holdes på samme niveau som i udgangsåret. I begge tilfælde rapporterer vi også DAU-saldoen i 1998.

I et grundforløb til 1998 antages det, at den økonomiske vækst følger OECD's prognose for 1994 og 1995 (hhv. 4.0% og 3.5%), mens der for de resterende år antages en vækstrate på 3.0%. Den diskretionære finanspolitik antages lempet med 1 1/4% af BNP i 1994, mens den er neutral i den resterende del af perioden. De offentlige budgetters følsomhed med hensyn til vækstraten antages at være 0.65.⁹ Den implicitte realrente på den offentlige gæld antages at falde gradvist fra et niveau på 6% i 1994 til 5% i 1998. Grundforløbet indebærer, at output-gap, som OECD i 1993 anslår til ca. -5%, vil være omkring nul i 1998. BNP antages altså i 1998 at være vendt tilbage til trendniveau. Målt på ledigheden svarer det formentlig til et niveau på mellem 9.5% og 10%, jvf. oven for.

For den offentlige bruttogæld medfører grundforløbet en mindre stigning fra godt 61% af BNP i 1993 til knap 64% af BNP i 1998. Selv om tidsprofilen viser en stabilisering i årene 1996-1997 og et mindre fald i 1998, må finanspolitikken – målt ved stramhedsgraden i 1994 – siges at være uholdbar. Samtidig peger beregningerne dog på, at skattetrykket »kun« skal stige med ca. 1/2 pct.-point, før forløbet igen bliver holdbart. Dette ligger inden for den ramme, der er fastlagt i skattereformen af 1993, idet lempelsen i 1994 allerede er inddraget.

På trods af de danske forbehold over for den europæiske integrationsproces har det stadig interesse at vide, hvorvidt Danmark på mellemlangt sigt vil være i stand til at kvalificere sig til ØMU'ens tredje fase. Faktisk kan der argumenteres for, at de danske særstandpunkter ligefrem har forstærket kravet til finanspolitikken og øget fokuseringen på adgangskravene. Det skyldes, at de finansielle markeder til stadighed må over-

9. Udgangspunktet er overslaget fra OECD, der imidlertid opererer med følsomhed i forhold til den løbende budgetsaldo, mens der her anvendes den primære budgetsaldo. Der ses derfor bort fra de konjunkturbestemte svingninger i rentebetalingerne på den offentlige gæld.

bevises om, at det danske nej ikke hænger sammen med et ønske om at føre en mere lempelig finanspolitik. Med udgangspunkt i grundforløbet viser beregningerne, at et gæld-til-BNP forhold på 60% kan opnåes i 1998, hvis der foretages en yderligere stramning af finanspolitikken på 0.7% af BNP. Samtidig vil DAU-underskuddet være faldet til omkring 2% af BNP, hvilket også er foreneligt med det andet af de finanspolitiske konvergenskrav.¹⁰

Gælden opgjort i henhold til EU-Kommissionens afgrænsning vil dog være noget højere, med mindre der i mellemtiden sker en afvikling dels af Den Sociale Pensionsfond (eller dens samlede formue bliver placeret i statspapirer), dels af statens indestående i Nationalbanken. Sidstnævnte kan realiseres, hvis der sker en betydelig privat valutaindgang og en samtidig statslig afvikling af lån optaget i udlandet. De nævnte poster vil dog under alle omstændigheder blive fremhævet i EU-Kommissionens kvalitative vurdering af finanspolitikken i Danmark. Samtidig vil DAU-saldoen i henhold til nationalregnskabets definition af nettofordringserhvervelsen, der anses for at være det væsentligste af de to finanspolitiske adgangskriterier, være tæt på balance.

Hvor robuste er disse resultater? Som fremført tidligere, er spørgsmålet om finanspolitikens holdbarhed uløseligt forbundet med arbejdsmarkedets funktionsmåde og den strukturelle ledigheds størrelse. OECD påpeger i sit seneste *survey* over Danmark (OECD, 1994), at den strukturelle ledighed formentlig er steget betydeligt siden 1987 til et niveau omkring 11% mod tidligere antaget 8%-9%.¹¹ Hvis den økonomiske vækst i det mellemfristede forløb bliver 1/2% lavere om året, vil bruttogælden ved uændret skattetryk stige til knap 68% i 1998, hvilket er en vækst i forhold til 1993 på 6.7 pct.-point. Og holdbarhed vil i så fald kræve en betydelig finanspolitisk opstramning på 1.8% af BNP.

Med baggrund i rentestigningerne i løbet af første halvår af 1994 kan grundforløbets antagelse om en faldende realrente vise sig at være *for* optimistisk. Antages i stedet, at realrenten i hele forløbet bliver 1% højere, mens væksten bliver 1/2% lavere om året, kan gæld-til-BNP forholdet blive så højt som 74% i 1998. For at fastholde gæld-til-BNP forholdet i 1993 ville en stigning i skattetrykket på hele 2.4 pct.-point have været nødvendig.

Der kan næppe være tvivl om, at de seneste måneders rentestigninger i en vis udstrækning kan henføres til finanspolitikken, der navnlig af udenlandske finanshuse betragtes som lempelig. Obligationsrentespændet over for Tyskland, som før den første folkeafstemning om Maastricht-traktaten i 1992 var under 50 basispoint, steg i august

10. Disse beregninger kan kritiseres for ikke at tage hensyn til evt. kontraktive virkninger af den antagede finanspolitiske stramning. Se Jensen og Jensen (1995) for en analyse af de makroøkonomiske følgevirkninger i et lille land (med en stor offentlig gæld), som stræber efter at opfylde de finanspolitiske konvergenskrav.

11. I Finansredegørelsen (1994) peges på en lignende tendens til stigning i det strukturelle ledighedsniveau i de seneste år. Tages der udgangspunkt i et strukturelt ledighedsniveau på 11%, vil vækstpotentialet i det mellemfristede forløb være omkring 1/2% lavere om året end antaget i grundforløbet.

1994 til 170 basispoint, hvilket formentlig ikke indebærer en risiko for hele det igangværende økonomiske opsving, men dog vil bidrage med en vis opbremsning. Dette forhold peger samtidig på, at en finanspolitisk stramning formentlig kan gennemføres uden væsentlige negative virkninger for produktion og beskæftigelse på mellemlangt sigt.¹² Under alle omstændigheder er det sandsynligt, at finanspolitikens aktivitetsvirkninger for tiden er mindre, end standardmultiplikatorerne i ADAM tilsiger.

Konklusion

Denne artikel har givet en rundvisning i de bogholderimæssige sammenhænge mellem de offentlige indtægts- og udgiftsdispositioner, realøkonomiske variable og gældsudviklingen. Det fremgår ved tilbageblik på gældsudviklingen siden 1960, at byrden først for alvor blev tyngende omkring 1980, hvor de offentlige finanser blev forværret, samtidig med at merrenten steg kraftigt. På trods af en betydelig opstramning af den diskretionære finanspolitik i firserne er det endnu ikke lykkedes at stabilisere den offentlige gæld. Det skyldes bl.a. automatiske budgetvirkninger fra en særlig svag økonomisk vækst i tidsrummet fra 1987 til 1993 sammenholdt med et fortsat højt realrenteniveau. Med den forholdsvis stærke konjunkturopgang, som dansk økonomi for øjeblikket befinder sig i, er der begrundet håb om en snarlig bedring af gældsudviklingen, hvilket imidlertid også er nødvendigt set i lyset af et stigende pres fra den demografiske udvikling på længere sigt.

Vi har i artiklen forsøgt at vurdere, om finanspolitikken målt ved den nuværende stramhedsgrad kan siges at være holdbar på mellemlangt sigt. Dette har vi defineret således, at gæld-til-BNP forholdet i 1998 ikke overstiger 1993-forholdet. Eftersom sidstnævnte i forvejen er ganske højt, kan denne definition af holdbarhed ikke siges at indebære nogen urimelig ambitiøs målsætning for finanspolitikken. Spørgsmålet om finanspolitikens holdbarhed er af natur fremadrettet, hvor en række faktorer i fremtiden kan udøve meget stærke og evt. modsat rettede pres på de offentlige finanser. På baggrund af mellemfristede konjunkturscenarier beregnes en række holdbarhedsmål for finanspolitikken, der samlet peger i retning af et vist opstrammingsbehov. Vurderet på de mellemfristede indikatorer, kan finanspolitikken altså næppe siges at være holdbar. På den anden side synes opstrammingsbehovet (for at sikre uændret gæld-til-BNP forhold i 1998) ved de nuværende positive vækstudsigter at være overkommeligt og formentligt ikke større end den opstramning, der allerede er indarbejdet i skattereformen af 1993. Ved det nuværende høje realrenteniveau, der i en vis udstrækning er et resultat af usikkerheden omkring finanspolitikken, vil selv en mindre afdæmpning i produktionsvæksten dog hurtigt kunne vende billedet til det mere negative. Samtidig

12. I den forbindelse kan man stille spørgsmålet, om kontraktiv finanspolitik kan have ekspansive virkninger. Som bekendt blev den finanspolitiske stramning i begyndelsen af 1980'erne ledsaget af en betydelig opgang i den private sektors aktivitet, se f.eks. Giavazzi og Pagano (1990).

peges der på vigtigheden af strukturforbedringer på arbejdsmarkedet. Jo flere stivheder på arbejdsmarkedet, jo sværere er det at føre en holdbar finanspolitik.

Alt i alt synes finanspolitikken at være ganske tæt ved at være holdbar, hvor positive mellemfristede konjunkturudsigter udgør et godt grundlag for de nødvendige opstramminger og strukturpolitiske forbedringer. Beregningerne understreger dog, at de positive underliggende vækstudsigter er ganske afgørende for resultatet af det beskeden opstrammingsbehov. Ses der bort fra de positive vækstudsigter, stiller kombinationen af et stort løbende budgetunderskud, udsigt til fortsat høj realrente og stigende langsigtet demografisk udgiftspres krav om en øjeblikkelig og ret dramatisk opstramning af finanspolitikken, hvilket næppe kan gennemføres på kort sigt uden betydelige negative virkninger på produktion og beskæftigelse.

Litteratur

- Alesina, A., M. De Broeck og G. Tabellini. 1993. Default risk on government debt in OECD Countries, *Economic Policy*, 14, 428-463.
- Blanchard, O., J. Chouraqui, R. Hagemann og N. Sartor. 1990. The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question. *OECD Economic Studies* 15: 7-36.
- Bovenberg, L. og C. Petersen. 1992. Public Debt and Pension Policy. *Fiscal Studies* 13: 1-14.
- Buiter, W. 1982. Measurement of Public Sector Deficit and Its Implications for Policy Evaluation and Design. *IMF Staff Papers* 30: 306-349.
- Buiter, W. 1985. A Guide to Public Sector Debt and Deficits. *Economic Policy* 1: 14-79.
- Eisner, R. og P. Pieper. 1984. A New View of the Federal Debt and Budget Deficits. *The American Economic Review* 74: 11-29.
- Finansministeriet. 1992. Rapport om arbejdsmarkedets strukturproblemer. Udarbejdet af Zeuthen-udvalget.
- Finansministeriet. 1993. *Finansredegørelse*. København.
- Finansministeriet. 1994. *Finansredegørelse*. København.
- Giavazzi, F. og M. Pagano. 1990. Can Servers Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries in Europe. I: Blanchard, O. og S. Fischer, red., *NBER Macroeconomics Annual*, s. 75-123.
- Jensen, S.H. og L.G. Jensen. 1995. Debt, Deficits and Transition to EMU: A Small Country Analysis. *European Journal of Political Economy* 11: no. 1. (fremkommer).
- Jensen, S.H. og C. Motzfeldt. 1991. Om finanspolitisk selvstændighed i en økonomisk og monetær union. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 129: 165-181.
- Jensen, S.H. og C. Motzfeldt. 1995. Gældsreduktion, velfærd, og generationsomfordeling. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 133: nr. 1. (fremkommer).
- Miller, M. 1985. Measuring the Stance of Fiscal Policy. *Oxford Review of Economic Policy* 1: 44-57.
- OECD. 1988. Aging Populations – The Social Policy Implications. Paris.
- OECD. 1993. *OECD Economic Outlook* 54.
- OECD. 1994. *OECD Economic Outlook* 55.
- Økonomiministeriet 1994. Danmark i det økonomiske samarbejde i EU. København.
- Økonomiske Råd, Det. 1992. *Dansk Økonomi* (november).

peges der på vigtigheden af strukturforbedringer på arbejdsmarkedet. Jo flere stivheder på arbejdsmarkedet, jo sværere er det at føre en holdbar finanspolitik.

Alt i alt synes finanspolitikken at være ganske tæt ved at være holdbar, hvor positive mellemfristede konjunkturudsigter udgør et godt grundlag for de nødvendige opstramninger og strukturpolitiske forbedringer. Beregningerne understreger dog, at de positive underliggende vækstudsigter er ganske afgørende for resultatet af det beskeden opstrammingsbehov. Ses der bort fra de positive vækstudsigter, stiller kombinationen af et stort løbende budgetunderskud, udsigt til fortsat høj realrente og stigende langsigtet demografisk udgiftspres krav om en øjeblikkelig og ret dramatisk opstramning af finanspolitikken, hvilket næppe kan gennemføres på kort sigt uden betydelige negative virkninger på produktion og beskæftigelse.

Litteratur

- Alesina, A., M. De Broeck og G. Tabellini. 1993. Default risk on government debt in OECD Countries, *Economic Policy*, 14, 428-463.
- Blanchard, O., J. Chouraqui, R. Hagemann og N. Sartor. 1990. The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question. *OECD Economic Studies* 15: 7-36.
- Bovenberg, L. og C. Petersen. 1992. Public Debt and Pension Policy. *Fiscal Studies* 13: 1-14.
- Buiter, W. 1982. Measurement of Public Sector Deficit and Its Implications for Policy Evaluation and Design. *IMF Staff Papers* 30: 306-349.
- Buiter, W. 1985. A Guide to Public Sector Debt and Deficits. *Economic Policy* 1: 14-79.
- Eisner, R. og P. Pieper. 1984. A New View of the Federal Debt and Budget Deficits. *The American Economic Review* 74: 11-29.
- Finansministeriet. 1992. Rapport om arbejdsmarkedets strukturproblemer. Udarbejdet af Zeuthen-udvalget.
- Finansministeriet. 1993. *Finansredegørelse*. København.
- Finansministeriet. 1994. *Finansredegørelse*. København.
- Giavazzi, F. og M. Pagano. 1990. Can Servers Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries in Europe. I: Blanchard, O. og S. Fischer, red., *NBER Macroeconomics Annual*, s. 75-123.
- Jensen, S.H. og L.G. Jensen. 1995. Debt, Deficits and Transition to EMU: A Small Country Analysis. *European Journal of Political Economy* 11: no. 1. (fremkommer).
- Jensen, S.H. og C. Motzfeldt. 1991. Om finanspolitisk selvstændighed i en økonomisk og monetær union. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 129: 165-181.
- Jensen, S.H. og C. Motzfeldt. 1995. Gældsreduktion, velfærd, og generationsomfordeling. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 133: nr. 1. (fremkommer).
- Miller, M. 1985. Measuring the Stance of Fiscal Policy. *Oxford Review of Economic Policy* 1: 44-57.
- OECD. 1988. Aging Populations – The Social Policy Implications. Paris.
- OECD. 1993. *OECD Economic Outlook* 54.
- OECD. 1994. *OECD Economic Outlook* 55.
- Økonomiministeriet 1994. Danmark i det økonomiske samarbejde i EU. København.
- Økonomiske Råd, Det. 1992. *Dansk Økonomi* (november).