

Kritik af betalingsbalancemålsætningen*

I mange länder har den ekonomisk-politiska debatten starkt fokuserats på målsättningar vad gäller betalningsbalansen, ofta i den meningslösa formen att det ska uppnås jämvikt i bytesbalansen ett bestämt år. Lars Lund argumenterar i denna artikel för att debatten om den ekonomiska politiken istället bör röra den önskade nettoförmögenhetsställningen för den offentliga sektorn. Jämvikt i bytesbalansen ett visst år är varken normalt eller optimalt.

Med hjälp av en tvåperiodsmodell visar författaren att betalningsbalansens ställning bestäms av såväl de privata aktörernas tidspreferenser som de offentliga finanserna. En lånefinansierad ökning av de offentliga utgifterna ger upphov till en lika stor ökning av utlandsskulden. Den politiska slutsatsen av detta måste bli att de offentliga finanserna och storleken på den offentliga sektorns nettoskuld bör ställas i centrum för debatten.

Enligt Lars Lund skulle detta medföra en mer realistisk diskussion om förslag rörande förändringar av de offentliga utgifterna. I en sådan debatt finns det ingen plats för betalningsbalansen. När de offentliga utgifterna är fastlagda och de privata aktörerna därefter gör sina konsumtionsval, kommer en eventuell skuldsättning i utlandet att vara uttryck för en optimering, och skuldsättningen kan därför inte utgöra ett betalningsbalansproblem.

Betalingsbalancen har i et kvart århundrede været anset for dansk økonomis achilleshæl. Nærværende artikel stiller spørgsmålstegn ved, om det for en egentlig åben økonomi som den danske er hensigtsmæssigt med en betalingsbalancemålsætning.

Gennem en stor del af perioden efter Anden Verdenskrig har ligevægt på betalingsbalancens løbende poster (bytesba-

lansen) nærmest været betragtet som en eksogent givet målsætning. I næste afsnit karakteriseres dette økonomisk politiske regime, og i det følgende afsnit ses der på de ændringer det giver, når man får et regime med helt fri handel med finansielle fordringer og i princippet en markeds-mæssig bestemmelse af et lands nettogældsætning.

Et afsnit om generationsspørgsmålet er

Cand polit LARS LUND är lektor vid Institut for Nationaløkonomi, Handelshøjskolen i København.

*Jeg takker Karsten Laursen, Peter Birch Sørensen og Lars Tyge Nielsen for kritiske kommentarer af tidligere udkast og for adskillige forslag til forbedringer.

det centrale i artiklen. Ved hjælp af en to-perioders model belyses det intertemporale forbrugsvalg, og det undersøges, hvordan fastlæggelsen af de *offentlige udgifter og indtægter* griber ind i forbrugets tidsmæssige fordeling.

Derefter omtales det lidt mere håndfaste synspunkt, at der svarende til en gældsætning overfor udlandet bør finde en forøgelse sted af det reale kapitalapparat i den handelsvareproducerende sektor. I den forbindelse belyses den meget betydelige offentlige gældsstiftelse i Danmark i årene 1980-86. Endelig drøftes det kort, hvilken betydning skattesystemet har for opsparing og investering, og hvad dette betyder for vurderingen af de offentlige finanser og den offentlige sektors nettoformue.

Målsætninger eller optimering.

Vores emne er balancen over for udlandet i en lille åben økonomi med en betydelig offentlig sektor. En husholdning, som forsøger at optimere, må tilpasse sit forbrug til den permanente indkomst, som er en slags gennemsnit af de indkomster, husholdningen forventer i fremtiden. En profitmaksimerende virksomhed søger at

maksimere sin kapitalværdi. I begge tilfælde benytter beslutningstageren sig af de finansielle markeder. I analogi hermed vil det være naturligt at tage i betragtning, at det kan være optimalt for et land gennem en periode at opbygge en netto kreditor- eller debitorposition over for udlandet.

Ofte er der lagt nogle bindinger på en beslutningstagers valgmuligheder. På det udenrigsøkonomiske område har der været en lang periode fra 1914 til ca. 1970, hvor ligevægt på de løbende poster (bytesbalansen) har spillet en stor rolle som en *a priori* målsætning for de vestlige økonomier.

Bretton Woods-systemet med faste kurser var i kraft fra Den anden Verdenskrig og frem til 1968. Det var dog kun fra 1959, at der var fri konvertibilitet mellem de vestlige landes valutaer. Efter en længere periode med *faste kurser og små inflationsforskelle* landene imellem devaluerede Storbritannien med ca. 15 procent i slutningen af 1967. Begrundelsen var, at der for de betydende lande var for stor uligevægt på betalingsbalancens løbende poster.

Tabel 1 viser disse uligevægte for USA, Vesttyskland og Storbritannien i årene

KORT ORDLISTA

Det är vår förhoppning att denna ordlista, som sammanställts av Jørn Stage, underlättar läsningen av Lars Lunds artikel. Syftet har varit att ange ordens betydelse i de sammanhang de förekommer i artikeln sparare än att ge de mer allmänna översättningar.

adfærd – beteende
beskæftigelse – sysselsætning
bolig – bostad
dræn – tapp, minskning
forbrug – konsumtion
forkert – felaktig
forlods – på förhand
formue – förmögenhet
gæld – skuld
hældning – lutning
ligetil – enkel
ligevægt – jämvikt

låneprovenuet – lånesumman
mageligt – utan svårigheter
mangelfuld – bristfällig
midlertidige – tillfälliga
snyder – lurar
sondres – skiljas
standser – upphör
stejl – brant
udskydelse – uppskov, senareläggning
vedrørende – rörande
ydelse – betalningar

1964-1968. Det mest iøjnefaldende er de tyske overskud. At sige, at Storbritannien, som devaluerede, syntes stærkt på vej ud i forgældethed, ville være overdrevet. Der var specielle problemer med afviklingen af sterling som reservevaluta, men med en vilje til samarbejde skulle det ikke have været vanskeligt at ordne disse *finansielle* forhold. Det bør bemærkes, at beskæftigelsessituationen var tilfredsstillende, også for Storbritannien.

Tabel 1 Overskud på de løbende poster i procent af BNI/BNP.

	USA	Vest-tyskland	Storbritannien
1964	1,1	0,1	-1,1
1965	0,8	-1,4	-0,1
1966	0,4	0,1	0,3
1967	0,3	2,0	-0,6
1968	0,1	2,2	-0,7

Kilde: OECD. *Main Economic Indicators*.

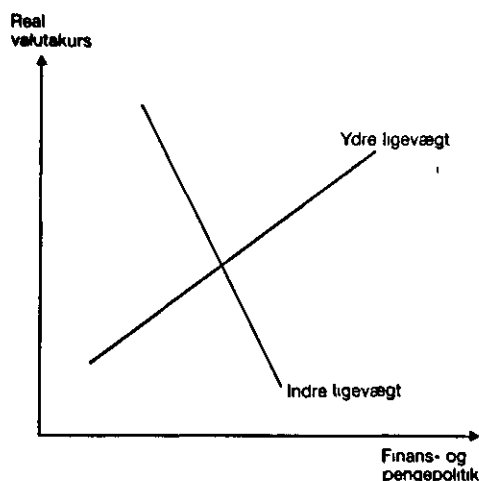
Indenfor Bretton Woods-systemet blev der lagt vægt på muligheden for kreditgivning, men det var en almindelig opfattelse såvel hos politikere som økonomer, at denne kreditgivning skulle være knyttet til *midlertidige* udsving. Mere vedvarende over- eller underskud på de løbende poster var udtryk for en fundamental uligevægt, som burde imødegås med en ændring af valutakursen. Der er situationer, hvor et sådant indgreb kan være berettiget, men i dag forekommer det, at der i Bretton-Woods-perioden var en tendens til alt for snævert at bedømme et lands situation ud fra betalingsbalancestatistikken.

Er der restriktioner på kapitalbevægelserne, må den internationale låntagning indrette sig herefter. Det kan således altid være svært retrospektivt at sige, om der for ganske mange lande var noget nær ligevægt på de løbende poster, fordi de ikke kunne låne eller ikke ville låne ud, eller om kapitalbevægelserne opgjort netto var

begrænsede, fordi der forlods gennem den økonomiske politik sikredes noget nær ligevægt på betalingsbalancens løbende poster.¹ Interessant er det i hvert fald, at den makroøkonomiske teori i høj grad tilpassede sig en betalingsbalance-målsætning.

McKinnon [1981] omtaler økonomernes efterhånden mere og mere utidssvarende modelkonstruktion som "den afsondrede økonomi". Han introducerer problemstillingen med en gennemgang af det såkaldte Swan-diagram, se *Figur 1*. På abscisseaksen måles, hvor ekspansiv den almindelige økonomiske politik er. Idet kurven for den indre ligevægt antages at være mest stejl set i forhold til den vandrette akse, kan ligevægt nås ved at korrigere beskæftigelsesgraden med finans- og pengepolitik og ved at korrigere betalingsbalancens løbende poster med den reale valutakurs (det er naturligvis den nominelle kurs, som umiddelbart er instrumentet).

Figur 1 Økonomisk politik til sikring af fuld beskæftigelse uden inflation og ligevægt på de løbende poster (bytesbalansen).



¹Hos Summers [1986] står der p 27 følgende vedrørende hele perioden 1960-1983: "Et ... synspunkt er, at det lykkedes landene at tilrettelægge deres økonomiske politik, så de opretholdt ydre balance".

Hvis alle beslutningstagere, private og offentlige, ved hvad de gør, og hvis ingen beslutningstagere snyder dem, de repræsenterer, er alle poster på betalingsbalancen bestemt af forudsætningsvis rationelle handeler med varer, tjenester og finansielle fordringer. *Figur 2* viser et eksempel, hvor det er optimalt at have en eksport af finansielle fordringer i periode 1. I en *egentlig åben økonomi* er der ingen anledning til særlig tilfredshed eller utilfredshed med betalingsbalancen.⁴⁵

Som en simplifikation ses der i modellen bort fra usikkerhed vedrørende produktionen i periode 2 og vedrørende pengepriser og valutakurs. I dette afsnit er det kun lige berørt, at forbruget fordeles sig på et offentligt og et privat forbrug. Drøftelsen af generationsspørgsmålet i næste afsnit vil imidlertid tage udgangspunkt i denne sondring.

Generationsspørgsmålet.

Konsolideres et land til en enhed, en beslutningstager med en præferencefunktion, så er det klart, at den eneste gæld, der kan stiftes, er en gæld til udlandet. Lige så klart er det, at låntagning i dag må betyde et lavere forbrug i morgen. Dette er illustreret med modellen i det foregående afsnit. Indeværende periodes realinvestering er uafhængig af låntagningen i udlandet. Tænk vi os, at der lever en generation i dag, og at den næste lever i morgen, så lægger låntagningen en byrde på næste generation.

Forholdene er mere komplicerede, når det initialt kun er en sektor, som ændrer sin efterspørgsel, og her skal der specielt sættes focus på den offentlige sektor. Der kan sondres mellem offentlige realudgifter til forbrug og til investering. De sidste antages afholdte efter almindelige rentabilitetskriterier. De vil derfor relativt set bidrage lige så meget til den fremtidige produktion som investeringer i private virksomheder. Faktisk kan det tænkes, at det almindelige pres for øget offentligt

forbrug, kombineret med et samtidigt pres for skattelettelser og dermed offentlige besparelser, reducerer de offentlige investeringer ned under det optimale niveau (Aschauer [1987]). Opdelingen mellem forbrug og investering i nationalregnskabet kan ikke umiddelbart accepteres. Mange forbrugsudgifter inden for uddannelses- og sundhedsvæsenet kan udmærket være rentable investeringer.

Herefter skal der ses på nogle regnskabsmæssige sammenhænge vedrørende produktion og likviditet, og på den baggrund undersøges virkningen af en udvidelse af det offentlige forbrug, når der gøres forskellige forudsætninger om finansiering og opsparingsadfærd.

Forsyningsbalance og likviditetsregnskab

Antag, at der sker en udvidelse af det offentlige forbrug med et beløb, som vi kan kalde ΔG . Det vil påvirke økonomiens forsyningsbalance, som for den første periode kan skrives således:

$$\begin{aligned} & \text{Initialbeholdning} \\ + & \text{ nettoimport} \\ - & \text{ investering (bestemt af den internationale realrente)} \\ \hline = & \text{ Privat forbrug} \\ + & \text{ Offentligt forbrug} \end{aligned}$$

Da såvel initialbeholdning som investering er fastlagt, må ændringerne på forsyningsbalancen kunne sammenfattes som:

$$\begin{aligned} & \text{Tilvækst til privat forbrug} \\ + & \Delta G \\ = & \text{Tilvækst i nettoimport} \end{aligned}$$

⁴ Se Corden [1985], kapitel 3, Hogan and Pierce [1982], kapitel 2 og IMF [1984] pp 27-32.

⁵ Den generelle formulering, at eksport er lig import forudsætter, at der ikke finder transfereringer sted mellem indland og udland. I den anvendte model (*Figur 2*) er det ubekvemt eksplicit at indføre transfereringer, og det ville ikke ændre ved konklusionerne i det følgende.

Også den private sektors likviditet vil blive påvirket af stigningen i det offentlige forbrug. Vi går ud fra, at den private sektor er i ligevægt, hvad angår den finansielle portefølje i udgangssituationen, og at den ved et konstant aktivitetsniveau og en udefra givet rente ikke ønsker at ændre sin beholdning af primær likviditet. Det giver følgende likviditetsregnskab:

ΔG	
-	tilvækst i skatter
-	forøget salg af statsobligationer
<hr/>	
=	Tilvækst i nettoimport
+	nettokøb af udenlandske obligationer.

Den offentlige udgiftsforøgelse tilfører likviditet til den private sektor, men dette modvirkes, hvis der samtidig opkræves flere skatter og sælges statsobligationer. En forøget nettoimport bruger likviditet, og den endelige afstemning af regnskabet må ske ved et nettokøb (positivt eller negativt) af udenlandske værdipapirer. Disse sidste er kaldt obligationer i opstillingen ovenfor.

Lad os undersøge følgende situationer:

1. Offentligt forbrug øges med ΔG , og der opkræves et lige så stort beløb i skatter.
2. Offentligt forbrug øges med ΔG , og der sælges indenlandske statsobligationer for samme beløb.
3. Offentligt forbrug øges med ΔG , der sælges indenlandske statsobligationer for samme beløb og samtidig øges den private opsparring med ΔG ("Barro-tilfældet").

Skatteafhængigt privatforbrug

Hvad angår de to første tilfælde antages det, at den private sektor har en meget simpel forbrugsadfærd for periode 1, idet *privatforbruget nedsættes fuldt ud med størrelsen af skattebeløbet*. I og med, at der er fuld beskæftigelse og mulighed for at afsætte alle varer internationalt, er hus-

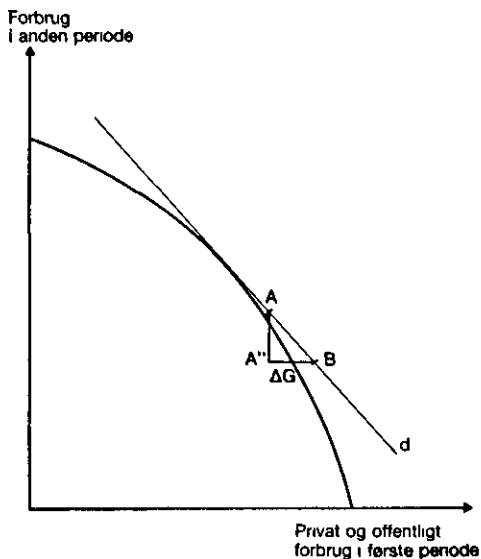
holdningernes indkomst (realværdien af deres beholdning) uafhængig af det offentlige efterspørgsel. Skat opfattes derimod som beslaglæggelse af en beholdning (stock), og den vil derfor slå igennem på forbruget. De private sælger nogle varer for at kunne betale skatten. Når skatten slår igennem fuldt ud på forbruget, er den såkaldte marginale forbrugskvotient lig med én. Det giver en vis forenkling uden kvalitativt at ændre resultaterne i det følgende.

Ved skattefinansiering (tilfælde 1) falder det private forbrug svarende til udviklingen af det offentlige forbrug. Ifølge regnskabet ovenfor vedrørende tilvækster på forsyningsbalancen er der ikke nogen virkning på nettoimporten. Likviditetsregnskabet viser, at der ikke sker nogen ændring i den private sektors nettolåntagning i udlandet. Når der ikke sker nogen ændring i salget af statsobligationer er nettotilgangen af likviditet til den private sektor nul, og da der heller ikke finder en ændring sted af nettovareimporten, bliver hele likviditetssituationen uændret. Vi har det almindelige resultat, at skattefinansierede ændringer i det offentlige forbrug i en periode er uden virkning på situationen i næste periode.

Ved almindelig obligationsfinansiering (tilfælde 2) har vi med den forudsatte forbrugsadfærd, at det private forbrug ikke påvirkes. Regnskabet for ændringer på forsyningsbalancen viser, at ΔG modsvares fuldt ud af en merimport. I *Figur 3* er første periodes forbrug i begge sektorer under ét afsat ud ad den vandrette akse. Med udgangspunkt i *A* (jfr *Figur 2*) rykker økonomien til *B*. *AA*" er det ekstra dræn, der kommer på næste periodes forbrugsmuligheder.

På likviditetsregnskabet kommer der ikke nogen nettopåvirkning "over strengen". Likviditetstilgangen på ΔG inddrages igen gennem salget af statsobligationer. Idet den private sektor holder en uændret primær likviditet, må den låne i udlandet svarende til forøgelsen af nettoimporten, og lånebeløbet er ΔG .

Figur 3 Udvidelse af det samlede forbrug ved lånefinansiering.



Bevægelserne på de to regnskaber inddebærer for det første, at den almindelige forestilling om, at låntagning kun medfører et fordelingsproblem mellem landets egne borgere, når der sælges obligationer lydende på landets egen mønt, selvfølgelig kun holder, hvis der faktisk er tale om indenlandsk låntagning, dvs. hvis de løbende poster (bytesbalansen) ikke påvirkes. I vores tilfælde, og det er vel det realistiske, når ressourcerne er nogenlunde fuldt udnyttede, bliver den offentlige låntagning til en gæld til udlandet, og forbrugerne må i periode 2 bære en tilsvarende nedsættelse af privat plus offentligt forbrug.

Når der undertiden i debatten lægges vægt på, om det offentlige (eller staten) låner indenlandsk eller udenlandsk, så er det et skinproblem. Selve låntagningen i udlandet skyldes forøgelsen af det offentlige forbrug, og har således intet at gøre med finansieringsmåden. Også den endelige påvirkning af likviditeten bliver den samme uanset låneform. Ved låntagning i udlandet sker der umiddelbart en forøgelse af den private sektors likviditet med ΔG , men denne inddrages igen, når de

private beslutningstagere skal købe valuta for samme beløb for at betale for den øgede nettoimport. Corden skriver: "Statsobligationerne kan være solgt til indlændinge, men naturligvis er der et sammenhængende verdenskapitalmarked, så i realiteten har den offentlige sektor i det lille land lånt af udlændinge for at finansiere sit budgetunderskud", (Corden [1985] s 41). Under mere realistiske forhold med risiko knyttet til nominelle fordringer kan en konkret finansieringsmåde påvirke rentestrukturen i verden, men når der tages hensyn til forventningsdannelsen behøver virkningen nu ikke at være den, man umiddelbart ville forvente: Nemlig at salg af indenlandske obligationer vil forhøje den indenlandske rente. Hvorom alting er, ser vi i modelanalysen bort fra risikoforhold.

For det andet viser analysen, at der ikke lånes til indenlandsk realinvestering, idet denne i den åbne økonomi er fastlagt gennem den internationale prismekanisme. En korrekt formulering vil være: Der lånes, og dermed reduceres forbruget i næste periode. En anden mulighed er naturligvis, at der lånes ud, og forbruget kan i næste periode blive tilsvarende større. Sagt på en anden måde, så fortrænger udvidelsen af det offentlige forbrug ikke indenlandsk investering.

Det er vel ikke usædvanligt at høre fra interesseorganisationer, at låntagning i udlandet sikrer opbygningen af landets realkapital og dermed dets produktionskapacitet. På den måde søges det legitimeret, at det aktuelle forbrug holdes på et højt niveau. I den forbindelse er det underordnet, om der tænkes på privat eller offentligt forbrug. Realiteten er, at i hvert fald et velstående OECD-land mageligt selv kan finansiere den indenlandske realinvestering, som er lønnende under hensyntagen til den internationale realrente. Nettoimporten vedrører i vores model forbrugets fordeling mellem periode 1 og periode 2, men ikke realkapitaldannelsen.

For det tredje fører en obligationsfinansiering med de anvendte forudsætninger bort fra en eventuel optimal situation. I Figur 2 er det antaget, at *A* er en optimal situation. Nu er en indifferenskurve, som skal gælde for hele samfundet ikke nogen solid konstruktion. Hvad der er optimalt må i høj grad bero på en politisk vurdering. I Figur 3 kan det antages, at politikerne foretrækker *B* for *A*. Repræsenterer politikerne med dette valg fuldt ud en indsigtfuld vælgerbefolkning er sagen dermed afgjort. Men vi tillader os at tvivle på, at dette er den almindelige situation i lande, hvor det offentlige har gældsat sig.

Der er et informationsproblem, som lettest kan omtales i forbindelse med begrebet permanent indkomst. I to-perioder figuren kan den permanente indkomst lidt bredt opfattes som en budgetlinie med hældningen $-(1+r)$, hvor r er den internationale realrente. I Figurene 2 og 3 er d budgetlinien. Lånes der til et forbrug ΔG , forskydes næste periodes forbrugsmulighed nedad med $(1+r)\Delta G$. Forstår forbrugerne ikke dette (er de mangelfuldt informerede), vil de *overvurdere den permanente indkomst*.

Ricardiansk ækvivalens

På baggrund af den teoretiske model, kan det måske forekomme grotesk, at lade de private agenter være så nærsynet optagne af forholdene i den første periode, som antaget ovenfor, hvor kun en skatteforøgelse vil reducere forbruget i den første periode. Men spørgsmålet er, om der ikke er tale om et optisk bedrag. Vi bruger en model, der gør det soleklart, hvordan forholdene påvirkes i fremtiden. For den almindelige skatteyder er forholdene sandsynligvis, og som omtalt ovenfor, langt mere uigennemskuelige. Når det offentlige udvider sit forbrug, indgås der ikke nogen klar aftale med skatteyderne om, at de skal betale herfor. Det er forståeligt, at skatteyderne kan overse eller være usikre med hensyn til, hvad de skal be-

tale. I det omfang det forudses, at der skal betales ydelser i fremtiden, vil der være usikkerhed vedrørende tidsprofilen i tilbagebetalingen. I modsætning hertil vil den enkelte private beslutningstager, når hun eller han selv tager et lån, kende vilkårene for afdrag og forrentning. Anvendelsen af låneprovenuet og planlægningen af, hvor midlerne til ydelserne på lånet skal komme fra, vil indgå i en samlet beslutningsproces.

Anvender vi imidlertid som i tilfælde 3 Ricardos eller Barros tankegang (Barro [1974]), og *antages størrelsen af den offentlige sektor at være optimal i udgangssituationen*, ligger følgende ræsonnement lige for: På margenen er værdien af én kroners offentligt forbrug lig med værdien af én kroners privat forbrug. En mindre ombytning af privat forbrug med offentligt forbrug vil derfor ikke ændre den samlede velfærd i nævneværdig grad. De private agenter forstår, at hvis der ikke bliver tale om en substitution, formindskes nutidsværdien af det fremtidige forbrug, idet der sker en forøgelse af den gæld, som i næste periode skal betales tilbage til udlandet. Konsekvensen bliver, at de private beslutningstagere forøger deres opsparring med et beløb svarende til udvidelsen af det offentlige forbrug. Borgerne lægger de penge til side, som i næste periode skal betales tilbage til obligationsejerne. I Figur 3 forbliver økonomien i *A*.

I "Barro-tilfældet" er der forudsat en anden forbrugsadfærd end under de to før omtalte situationer. De private beslutningstagere tilpasser deres forbrug således, at *samfundets* opsparring forbliver uændret. Resultatet er det, forudsat fuld forudseenhed, helt plausible, at det er ligegyldigt, om den offentlige forbrugsudvidelse finansieres over skatterne som under punkt 1, eller om der lånefinansieres. Der er *ricardiansk ækvivalens*. Ifølge regnskabet over tilvækster på forsyningsbalancen sker der ingen ændring i størrelsen af nettoimporten, så betalingsbalancen påvirkes ikke. Vedrørende den mone-

tære side af sagen er finansieringsformen også irrelevant. Tilvæksterne "over strengen" på likviditetsregnskabet ophæver hinanden. Forøgelsen af den primære likviditet ved ΔG inddrages igen *enten* ved skatter *eller* gennem salg af statsobligationer.

En alternativ sektoropdeling

Når man diskuterer et lands gæld, er det nærliggende at spørge, hvor stort kapitalapparatet er indenfor konkurrencesektoren. Den beskyttede sektor, som udgør resten af økonomien, producerer ikke eksportvarer eller importkonkurrerende varer.

Lånes der i udlandet til forbrug, må enten private eller offentlige låntagere være kreditværdige. For private vil den slags låntagning ofte være vanskelig. I hvert fald vil der kræves sikkerhed for lånet, og denne må indirekte være begrundet i landets udrustning med ressourcer i form af realkapital og humankapital. Offentlige beslutningstagere har imidlertid det (som det ofte har vist sig ganske uberettigede) privilegium at kunne låne på deres glatte ansigt. Lånes der til forbrug, og er befolkningens forbrugeradfærd bestemt af den disponible indkomst, dvs at opsparingen ikke sættes op, fordi skatten sættes ned, så sker der ingen udbygning af realkapitalen i handelsvaresektoren. Landet bliver sårbart, og husholdningerne forudser ikke de fremtidige afsavn, når realkapitalen skal udbygges og gælden betales tilbage.

En talmæssig belysning af dette afsnits problemstilling er ikke helt ligetil. Investeringstallene skal i princippet henføres til de to sektorer. En lidt grov analyse viser imidlertid, at Danmark i årene 1980-83 ikke lånte for at investere i den sektor, som producerer handelsvarer. I *Figur 4* er boligbyggeriet trukket ud af nettoinvesteringen. Det er altså henført til den beskyttede sektor. Boligbyggeriet er oplyst som et bruttoinvesteringstal. Dermed er fra-draget for stort, men det opvejer måske,

at nogle af de øvrige investeringer ikke kan anvendes ved produktion af handelsvarer.

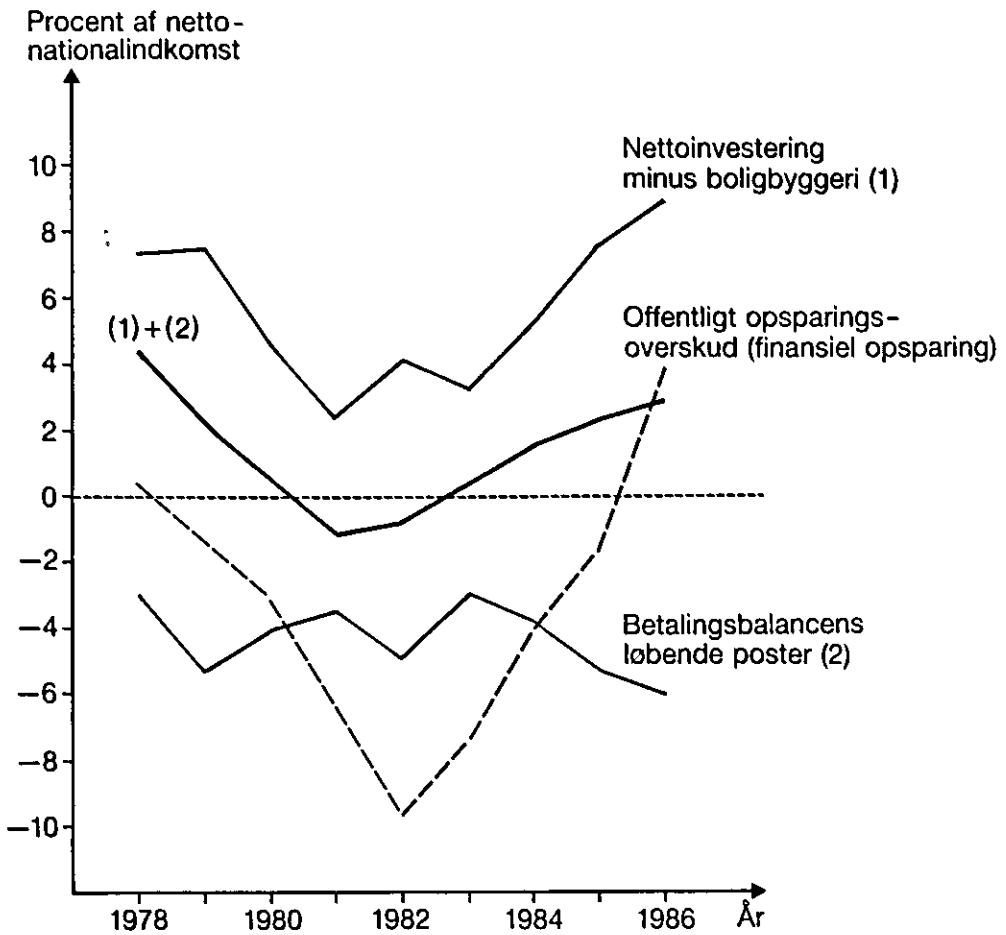
Opfattes boliginvestering som forbrug er der direkte tale om låntagning i udlandet til dansk forbrug i 1981 og 1982, og *Figur 4* viser, at de offentlige finanser bidrager stærkt til den "tilspidsede" situation. For 1986 skete der et bemærkelsesværdigt omslag med et offentligt opsparingsoverskud på 3.9 procent af nettonationalindkomsten.

Overvejelserne i dette afsnit er kun illustrative og mindre dybtgående end analysen i det foregående afsnit. Underskuddene på de offentlige finanser i årene 1979-1985 er under alle omstændigheder problematiske, hvis det private forbrug på kortere sigt bestemmes ud fra mangelfuld information, således at skatter på den ene side og salg af statsobligationer på den anden side har forskellig virkning på det private forbrug.

Forvridninger

Skattesystemet kan forvråde opsparings- og investeringsbeslutninger. Rentebeskatningen og rentefradragsretten betyder, at husholdningerne ikke skal betale den internationale realrente før skat for at rykke et forbrug frem fra periode 2 til periode 1. Imidlertid betyder en marginal andel af det nutidige forbrug, at økonomien netop mister den internationale realrente, altså beløbet r gange det marginale forbrug. Der bliver tale om et velfærdstab, fordi investeringen i finansielle fordringer på udlandet standser, før den internationale realrente bliver lig med det relative merforbrug i periode 2, som den enkelte forbruger kræver for en udskydelse af forbruget. Der skydes en kile ind mellem kapitalens grænseproduktivitet på makroplan og opsparingens grænseproduktivitet efter skat på mikroplan, hvilket fører til et for stort forbrug i den første periode. Til imødegåelse af denne virkning, vil det logisk set rigtige være at

Figur 4 Investering, betalingsbalance og offentligt opsparringsoverskud i Danmark. 1978-1986.



Kilde: Statistisk tiårsoversigt [1987].

indføre et mere ideelt virkende skattesystem. Som bekendt giver indkomstuafhængige (klumpsum) skatter ingen forvridninger, men også mere realistiske beskætningsmuligheder er uden de omtalte uheldige virkninger.⁶

Lad os dernæst se på realinvesteringerne. De kan være for store eller have en utilstrækkelig rentabilitet på grund af skattereglerne. Noget sådant blev konsekvensen af, at der i Danmark i 1982 indførtes indekserede afskrivninger, samti-

digt med, at man bevarede fradraget for den nominelle rente. Danskerne kommer til at betale subsidier til nogle kreditorer, som i vidt omfang er udlændinge. Ifølge Birch Sørensen [1988] er der faktisk tale om ganske betydelige forvridninger med de nugældende danske skatteregler. Den mest tilfredsstillende reaktion på forvrid-

⁶ En mulighed er en personlig udgiftsskat, se Meade [1978].

ningen vil også i dette tilfælde være, at de uheldigt virkende regler laves om. Birch Sørensen peger på straksafskrivning kombineret med bortfald af rentefradragsret som en mulighed.

Konkluderende bemærkninger

Det vil være forkert at hævde, at det kun er i Danmark, at man i debatten om den økonomiske politik har fokuseret stærkt på en betalingsbalancemålsætning, og som oftest i den meningsløse form, at der i et bestemt år skal være opnået ligevægt på de løbende poster. Værre har det dog nok været her end i de fleste andre lande.

Ved hjælp af en to-perioders model vises det i denne artikel, at optimering normalt vil indebære, at et land ikke har ligevægt på de løbende poster. Disse synspunkter er fremført meget markant i kapitel 3 i Corden [1985], og det bør anføres, at de var med også i første udgaven fra 1977.

Imidlertid kan det være et problem, hvis der er uligevægt på de offentlige finanser, idet der herved kan ske en påvirkning af landets nettostilling overfor udlandet, som de private agenter ikke får taget hensyn til i deres opsparingsbeslutninger, idet de ikke er tilstrækkeligt godt informerede.⁷ Dette må ikke forstås som en anbefaling af balance på de offentlige finanser eller som en afvisning af konjunkturudlignende finanspolitik planlagt over en ikke for kort horisont, men mange lande har haft store strukturelle underskud på de offentlige finanser gennem alt for lange perioder, således Danmark i årene 1979-1985. Det må stærkt anbefales, at debatten om den økonomiske politik kommer til at dreje sig om den *ønskede nettoformuestilling* for den offentlige sektor.⁸ Indenfor en sådan debat vil det være inkonsistent også at snakke om en målsætning for betalingsbalancen.

Skattereglerne medfører en forvriddning af de private agents opsparings- og

investeringsbeslutninger, og der er grund til at formode, at disse uheldige virkninger er af et betydeligt omfang i Danmark. Den rationelle reaktion må være at indføre bedre skatteregler. Derimod vil det være en illusion at tro, at der med henvisning til forvriddingerne kan formuleres en rigtig målsætning for de løbende poster.

Referenser

- Aschauer, D A, [1987], "Is the Public Capital Stock too low?" Federal Reserve Bank of Chicago, October.
- Barro, R J, [1974], "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy*, Vol 82.
- Corden, W M, [1985], *Inflation, Exchange Rates and the World Economy*. Third edition, London.
- Hirshleifer, J [1965], Investment Decision under Uncertainty-choice-theoretic Approaches. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 79, No 1.
- Hogan, W P & Pierce, I F, [1982], *The Incredible Eurodollar*. London.
- IMF, [1984], "The Exchange Rate System: Lessons of the Past and Options for the Future". Occasional Paper No 30.
- Lucas, R E, [1986], "Principles of fiscal and monetary policy". *Journal of Monetary Economics*, Vol 17, No 1.
- McKinnon, R I, [1981], "The Exchange Rate and Macroeconomic Policy". *Journal of Economic Literature*, Vol 19, June.
- Meade, J E et al, [1978], *The Structure and Reform of Direct Taxation*. Institute for Fiscal Studies London.
- Persson, T & Svensson, L E O, [1987], "Nya metoder i långtidsutredningen". *Ekonomisk Debatt*, Årg 15, Nr 5.
- Persson, T, [1985], "Deficits and intergenerational welfare in open economies". *Journal of International Economics*, Vol 19, No 1/2.
- Sørensen, P B, [1988], "Skat, investeringer og udlandsgæld". *Sparekassen*, april.
- Summers, L H, [1986], "Tax Policy and International Competitiveness". NBER Working Paper No 2007.

⁷ Lucas [1986] pp 129-130: "For at der skulle være sammenhæng i en diskussion om skatte- og udgiftspolitik, måtte det kræves, at en modstander af skatter, som kunne reducere budgetunderskuddet i dag, forklarede hvilke skatter han eller hun ville foreslå sat op i de følgende perioder ...".

⁸ At der ved vurderingen af et lands velfærdsmæssige situation bør ses på beholdningsstørrelser (stocker) og ikke på strømstørrelserne (flødene) i et mere eller mindre tilfældigt år, fremhæves stærkt i Persson & Svensson [1987].