8. Konjunkturpolitik

I kapitel 7 opstilledes en model til analyse af den makroøkonomiske indkomstdannelse på kort sigt. En af konklusionerne var, at det er niveauet for den samlede efterspørgsel, som på kort sigt er afgørende for størrelsen af nationalindkomst og dermed for BNP i faste priser.

Beskrivelsen af den økonomiske vækst i kapitel 1 og 3 viste, at BNP i faste priser udvikler sig meget ujævnt. Den ujævne vækst betyder, at perioder med stor fremgang veksler med perioder, hvor der er stagnation eller ligefrem fald i produktionen. Figur 8.1 illustrerer disse konjunktursvingninger, der betyder, at efterspørgslen til tider er for lille til at skabe et BNP, der svarer til landets potentielle BNP . I sådanne perioder med negativt outputgab er der risiko for, at udbredt arbejdsløshed kan skabe en egentlig lavkonjunktur. Omvendt vil perioder med "overudnyttelse" af produktionskapaciteten skabe et positivt outputgab, hvor der er risiko for, at den store efterspørgsel vil resultere i høje løn- og prisstigninger.

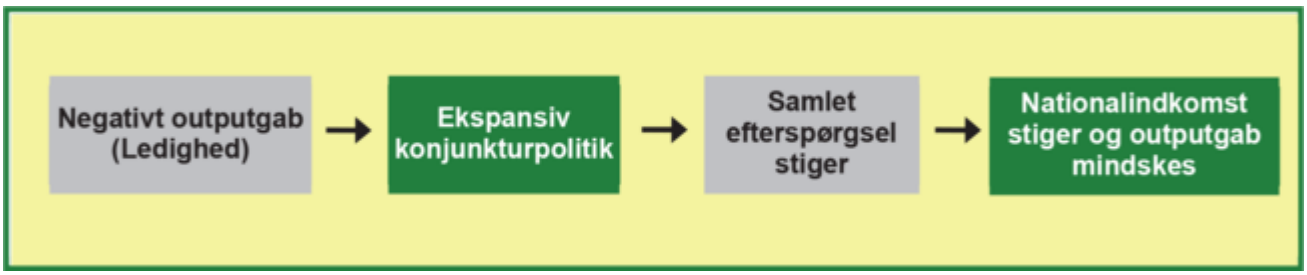
Figur 8.1 Udvikling i BNP i faste priser. Danmark 1991-2021

Kilde: Danmarks Statistik, OECD

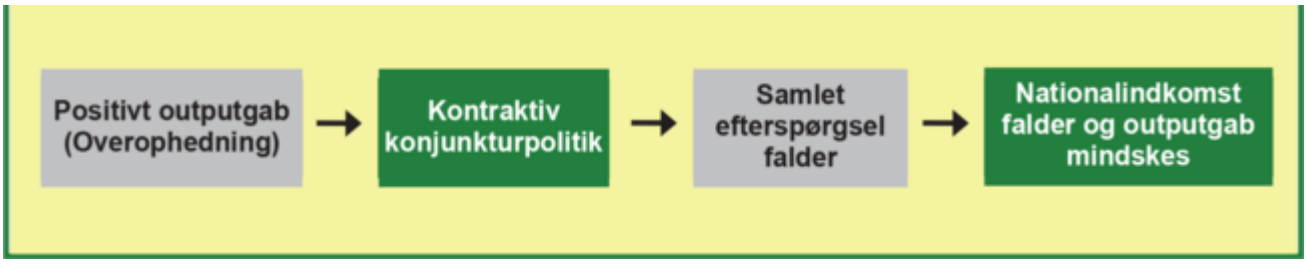
I figuren springer perioden med højkonjunktur fra 2004 til 2007 og finanskrisens efterfølgende bratte overgang til lavkonjunktur fra 2009 særligt i øjnene. Desuden bemærkes det store fald i BNP i 2020 som følge af Corona-nedlukningerne.

Ønsket om at undgå længere perioder med ledighed og inflation skaber behov for at stabilisere konjunkturudviklingen, så BNP ikke kommer for langt fra det potentielle BNP. Stabiliseringen er hovedmålet for *konjunkturpolitikken (stabiliseringspolitikken).*

Med konklusionen fra kapitel 7 om, at det er udviklingen i den samlede efterspørgsel, der er afgørende for de kortsigtede bevægelser i BNP, handler konjunkturpolitikken især om at påvirke efterspørgslen. Som illustreret i figur 8.2 og 8.3 skelnes mellem en *ekspansiv konjunkturpolitik*, der har til formål at forøge den samlede efterspørgsel og mindske et negativt outputgab og den *kontraktive konjunkturpolitik,* som sigter mod at undgå store positive outputgab ved at dæmpe den samlede efterspørgsel.



Figur 8.2 Ekspansiv konjunkturpolitik



Figur 8.3 Kontraktiv konjunkturpolitik

I den praktiske udformning af konjunkturpolitikken er der et valg mellem to politikker, finanspolitikken og pengepolitikken. Begge kan påvirke den samlede efterspørgsel, men de adskiller sig med hensyn til de anvendte instrumenter.

Kommentar til indholdet? Skriv til redaktionen

Forrige

Næste

Finanspolitik

I *finanspolitik* anvendes ændringer i statens udgifter og skatteindtægter til at påvirke samfundets samlede efterspørgsel og aktivitetsniveau.

I Danmark er det regering og Folketing, der træffer de finanspolitiske beslutninger. Finanspolitikken udmøntes dels i den årlige finanslov og dels i aftalerne med kommuner og regioner om den kommunale beskatning og om statstilskuddene til de kommunale og regionale udgifter. Herudover foretages der efter behov egentlige finanspolitiske indgreb, når der er politisk enighed om at foretage en ekstraordinær påvirkning af konjunkturudviklingen.

Kommentar til indholdet? Skriv til redaktionen

Finanspolitikkens virkninger

Finanspolitikken kan anvendes til at begrænse efterspørgslen i situationer, hvor der ønskes en sænkning af aktivitetsniveauet, fx med henblik på forbedring af betalingsbalancen eller på at forhindre en "overophedning" af økonomien. Her taler man om en *kontraktiv finanspolitik*, som udføres ved at skære ned på de offentlige udgifter og/eller forøge beskatningen. En ulempe kan være en nedgang i beskæftigelsen.

Figur 8.4 Kontraktiv finanspolitik

Hvis omvendt aktivitetsniveauet ønskes hævet, fx for at øge beskæftigelsen, kan man forøge de offentlige udgifter eller sænke skatterne. Dette kaldes *ekspansiv finanspolitik*, idet staten herved stimulerer efterspørgslen i samfundet, enten direkte ved at købe varer og tjenester eller indirekte ved at forøge befolkningens disponible indkomster. Ulemper kan her være en forringelse af betalingsbalancen og en risiko for, at inflationen øges.

Figur 8.5 Ekspansiv finanspolitik

I Keynes-modellen fra kapitel 7 kan effekten af finanspolitikken vises ved at ændre på G (Offentlige udgifter til køb af varer og tjenester), R (Indkomstoverførsler til borgerne) eller T (Skatter).

En forøgelse af G eller R vil være et eksempel på en ekspansiv finanspolitik, hvor man prøver at forøge nationalindkomsten. I Keynes-model diagrammet vises det som en forskydning af SE-kurven i opadgående retning. Det er illustreret i figur 8.6. Virkningen bliver en forøgelse af nationalindkomsten.

Figur 8.6 Ekspansiv finanspolitik: Forøgelse af offentlige udgifter

Omvendt vil en kontraktiv finanspolitik, der søger at sænke aktivitetsniveauet, kunne gennemføres ved at reducere G eller R. I Keynes-model diagrammet vises det som en forskydning af SE-kurven i nedadgående retning. Det er vist i figur 8.7. Virkningen bliver en lavere nationalindkomst.

Figur 8.7 Kontraktiv finanspolitik. Reduktion i offentlige udgifter

Men det er ikke uden betydning, om man vælger at ændre G eller R. Hvis man vælger at ændre G, vil det være en direkte ændring af den samlede efterspørgsel. Der vil være fuld

multiplikatorvirkning af ændringen. Virkningen kan beregnes som:

Ændring i Y = Multiplikator ganget med *Ændring i G*

eller med symboler: $\Delta Y = \frac{1}{1-c(1-t)+im} \cdot \Delta G$

Vælger man derimod at ændre på indkomstoverførslerne, er påvirkningen af efterspørgslen mere indirekte. I første omgang ændrer man den disponible indkomst. Det er kun i det omfang, at indkomstmodtageren ændrer sit forbrug, at efterspørgslen påvirkes. I beregningseksemplet i kapitel 7 var den marginale forbrugskvote 0,75. Når den disponible indkomst ændres med 100 kr., vil der derfor komme en forbrugsændring på 75 kr. Det betyder i denne sammenhæng, at ændringer i indkomstoverførsler kun påvirker efterspørgslen med 75 pct. styrke sammenlignet med ændringer i G. Virkningen kan beregnes som

Ændring i Y = Multiplikator ganget med *75 pct. af ændring i indkomstoverførsel*

eller med symboler

$$\Delta Y = \frac{1}{1 - c(1 - t) + im} \cdot \Delta R$$

Man kan også føre finanspolitik ved at ændre på skatten. En ekspansiv finanspolitik kan gennemføres ved at sætte skatten ned, mens en skatteforhøjelse kan være et redskab i en kontraktiv finanspolitik. Gennemføres skatteændringen som en ændring af den marginale skatteprocent (t), vil det kunne vises som en drejning af SE-kurven i Keynes-model diagrammet. Det er illustreret i figur 8.8.

Figur 8.8 Ekspansiv finanspolitik. Sænkning af skatteprocenter

Af figur 8.8 kan man se, at der ikke sker noget med SE-linjens udgangspunkt på den lodrette akse, når man ændrer på skatteprocenten. Virkningen kommer igennem en ændring i linjens

hældning og dermed i multiplikatorens størrelse.

Hvis man derimod ændrer på indkomstuafhængige skatter, vil man få en virkning, der svarer til virkningen af ændringer i indkomstoverførslerne – blot i modsat retning. En forhøjelse af ejendomsbeskatningen vil fx få nationalindkomsten til at falde med en multiplikatorvirkning, der kan udtrykkes ved

$$\Delta Y = \frac{-c}{1 - c(1 - t) + im} \cdot \Delta T_0$$

hvor T_0 betegner indkomstuafhængige skatter. I Keynes-model diagrammet vises det som en forskydning af SE-kurven i nedadgående retning, ligesom i figur 8.7.

I Keynes-modellen kan man illustrere retningen af finanspolitikkens påvirkninger. Hvis man vil sige noget mere præcist om, hvor kraftigt finanspolitikken virker i praksis, må man foretage en beregning.

Kommentar til indholdet? Skriv til redaktionen

← Forrige

Næste

Mål for finanspolitikkens virkning

Et groft mål for finanspolitikkens virkning fås ved at undersøge, om den offentlige sektor har underskud eller overskud. Et overskud peger i retning af en stram finanspolitik, idet skatteindtægterne, som virker efterspørgselsbegrænsende, overstiger de efterspørgselsskabende udgifter. Omvendt kan et underskud hos den offentlige sektor tages som tegn på en stimulerende finanspolitik.

I tabel 8.1 er vist den offentlige sektors saldo og gæld i perioden fra 2018 til 2021. I perioden har saldoen været positiv. Det tyder på en kontraktiv finanspolitik.

	2018	2019	2020	2021
Offentlig saldo, mia. kr.	17,1	95,5	5,0	65,2
Offentlig saldo, % af BNP	0,8	4,1	0,2	2,6
Offentlig gæld[1], % af BNP	34,0	33,6	42,1	36,6
Offentlig nettoformue[2], % af BNP	-1,2	-6,3	-11,3	-12,4

[1] ØMU-gæld, dvs. gælden er opgjort efter den definition, der anvendes i konvergenskriterierne i EU's økonomisk-monetære union, jf. kapitel 4.

[2] I *den offentlige nettogæld* bliver de finansielle aktiver modregnet i passiverne. Den offentlige nettogæld er det centrale gældsbegreb i forbindelse med opgørelsen af finanspolitikkens langsigtede holdbarhed, jf. afsnittet her.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Konvergensprogram 2022, Finansministeriet 2022, Økonomisk Redegørelse, August 2022. Finansministeriet 2022.

Tabel 8.1 **Offentlig saldo og gæld. Danmark 2018-2021**

Når den offentlige saldo kun kan tages som et groft mål for efterspørgselsvirkningen af statsfinanserne, hænger det sammen med, at de forskellige udgifter og indtægter ikke påvirker efterspørgslen lige kraftigt.

Ovenfor sås, at multiplikatorvirkningen af at ændre de offentlige udgifter til forbrug og investeringer i Keynes-modellen var kraftigere end virkningen af at ændre skatter og indkomstoverførsler med samme beløb. Når offentligt forbrug og investering øges med 1 mia. kr., vil den samlede efterspørgsel umiddelbart øges med 1 mia. kr. Når der opkræves skatter hos forbrugerne, er der ikke på tilsvarende måde tale om en direkte begrænsning af efterspørgslen. Skatter på 1 mia. kr. vil ikke føre til en umiddelbar efterspørgselsbegrænsning på 1 mia. kr., idet skatteyderne skaffer penge til skatten dels ved at sætte forbruget ned, dels ved at skære ned på opsparingen.

Kun nedsættelsen af forbruget påvirker efterspørgslen. Hvis det forudsættes, at den marginale forbrugskvote er 0,8, vil 80 pct. af pengene til skatten hentes fra forbrugsnedgang. De resterende 20 pct. tages fra opsparingen.

En samtidig forøgelse af skatter og offentlige udgifter med 1 mia. vil da forøge den samlede efterspørgsel med 0,2 mia. kr. Hertil kommer multiplikatorvirkningen. Generelt gælder:

Ændringer i offentligt forbrug og investeringer virker kraftigere på efterspørgsel og aktivitetsniveau end ændringer i beskatning og indkomstoverførsler.

Når udgifterne virker kraftigere end skatterne, vil en samtidig forøgelse af offentlige udgifter og skatter (en såkaldt *balanceret budgetændring*) normalt virke stimulerende. Tilsvarende gælder, at balance mellem indtægter og udgifter på det samlede offentlige budget er udtryk for ekspansiv finanspolitik.

Også mellem de forskellige udgiftstyper og beskatningsformer er der forskelle i efterspørgselsvirkningen. I tabel 8.2 er vist en oversigt over førsteårs-virkningen af forskellige finanspolitiske redskaber. Beregningerne er baseret på den økonomiske model, SMEC, der anvendes af De Økonomiske Råd.

	Virkning efter 1 år på	
Forøgelse med en promille af BNP af	BNP i faste priser (pct.)	Beskæftigelse 1000 personer
Offentlig beskæftigelse	0,135	5,4
Offentligt varekøb	0,127	2,3
Offentlige investeringer	0,075	1,3
Skattepligtige indkomstoverførsler	0,029	0,5
Moms	-0,029	-0,5
Selskabsskat	-0,009	-0,2

Personlig indkomstskat	-0,043	-0,7
Ejendomsværdiskat	-0,057	-0,9

Kilde: Dorte Grinderslev og John Smidt: SMEC Modelbeskrivelse og modelegenskaber, 2006. Arbejdspapir 2007:1, De Økonomiske Råd (www.dors.dk)

Tabel 8.2 **Finanspolitiske multiplikatorer i Danmark**

I tabellen ses, at hvis man bruger et beløb svarende til en promille af BNP (i 2021 ca. 2,5 mia. kr.) på at ansætte flere i den offentlige sektor, vil BNP det første år stige med 0,135 pct. (eller 1,35 promille), mens beskæftigelsen vil øges med i alt 5400 personer. Omvendt vil en forhøjelse af momsen med samme beløb reducere BNP det første år med 0,029 pct. (eller 0,29 promille) og formindske beskæftigelsen med 500 personer.

Det ses, at tabellen bekræfter de teoretiske resultater om, at udgifter til offentligt forbrug og investeringer virker kraftigere på BNP og beskæftigelse end indkomstoverførsler og skatter.

Kommentar til indholdet? Skriv til redaktionen

← Forrige

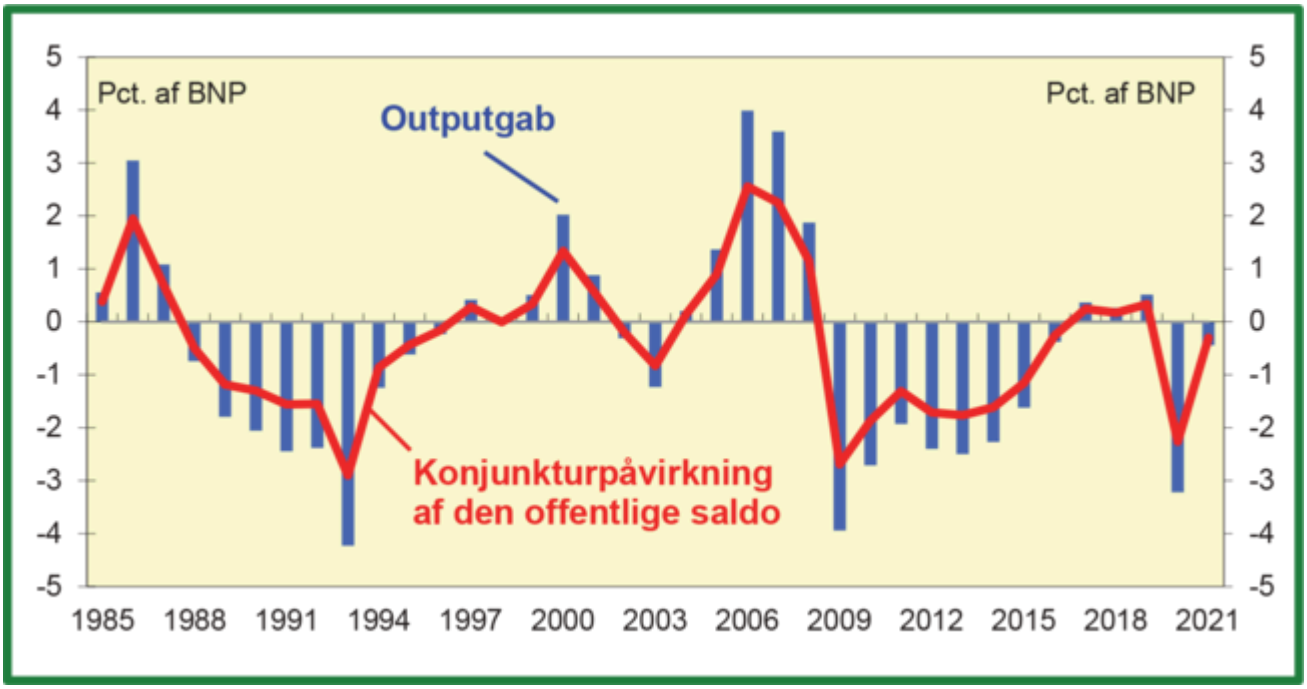
Næste

Aktiv finanspolitik og automatisk finansreaktion

I gennemgangen af finanspolitikken har udgangspunktet været, at den finanspolitiske virkning fremkommer som resultat af egentlige finanspolitiske indgreb. Det kan være ændringer af skattesatser, tilskudssatser eller udgiftsniveau. I sådanne tilfælde taler man om en *aktiv finanspolitik*.

Ved bedømmelsen af finanspolitikken, skal der desuden tages hensyn til den såkaldte *automatiske finansreaktion*. Det er den del af de offentlige finansers efterspørgselsvirkning, der ikke er et resultat af specifikke indgreb, men derimod af selve indretningen af de offentlige finanser. Der tænkes fx på indkomstskattesystemet samt reglerne for udbetaling af arbejdsløshedsdagpenge og kontanthjælp. Disse indtægter og udgifter udmærker sig ved at være konjunkturafhængige og kaldes også automatiske stabilisatorer.

I gode tider giver store skatteindtægter og små sociale udgifter tendens til overskud hos staten, mens underskud omvendt ofte ses i tider med dårlige konjunkturer. I figur 8.9 er vist, hvordan de offentlige finanser i perioden fra 1985 til 2021 er blevet påvirket af konjunkturudviklingen.



Figur 8.9 Den offentlige budgetsaldos konjunkturfølsomhed 1985-2021

Anm. Konjunkturpåvirkningen af den offentlige saldo viser, hvor meget konjunkturændringerne påvirker den offentlige sektors overskud. Tallene for 2021 er prognosetal.

Kilde: OECD

Relativt til andre lande er de offentlige finanser i Danmark meget konjunkturfølsomme . Årsagen skal søges i det høje skattetryk og det relativt høje niveau for arbejdsløshedsunderstøttelse i Danmark.

Gennem den automatiske finansreaktion sættes der en *bremse på konjunkturbevægelserne*. I opgangstider bremses konjunkturfremgangen, mens der i nedgangstider sker en automatisk stimulering af aktivitetsniveauet.

Kommentar til indholdet? Skriv til redaktionen

← Forrige

Næste

Finanseffekten

Ovenfor nævntes, at den offentlige sektors overskud kan bruges som et groft mål for finanspolitikkens virkninger. Et forsøg på at opstille et mere nøjagtigt mål er beregningen af den såkaldte *finanseffekt*, der er defineret som virkningen på BNP i faste priser af finanspolitiske ændringer i den offentlige sektors indtægter og udgifter. Sagt på en anden måde er finanseffekten et mål for virkningen af den aktive finanspolitik. En positiv finanseffekt indikerer, at finanspolitikken forøger den økonomiske aktivitet, mens en negativ finanseffekt fortæller, at finanspolitikken virker afdæmpende på den økonomiske aktivitet.

Beregningen af finanseffekten sker ved anvendelsen af makroøkonomiske modeller. Principielt foregår beregningen på følgende måde:

1. Først beregnes for hvert enkelt år størrelsen af de dele af den offentlige sektors indtægter og udgifter, der skyldes ændringer i finanspolitikken det pågældende år. Disse størrelser kaldes *de direkte provenuvirkninger*.
2. Dernæst beregnes den afledte virkning af de direkte provenuvirkninger ved hjælp af de tilhørende multiplikatorer, fx svarende til dem, der er vist i tabel 8.2.
3. Finanseffekten findes ved at gange provenuvirkning med multiplikator for hver enkelt kategori af indtægter og udgifter og lægge det hele sammen.

Et forenklet eksempel på et finanspolitisk indgreb, sammensat af tre finanspolitiske instrumenter, kan vise, hvordan beregningen foregår:

a. Momsen hæves med et beløb svarende til 3 promille af BNP
b. Den offentlige beskæftigelse øges med et beløb svarende til 2 promille af BNP
c. De skattepligtige overførsler øges med et beløb svarende til 1 promille af BNP

Hvis multiplikatorerne fra tabel 8.2 benyttes, kan den samlede finanseffekt af indgrebet beregnes til:

33(-0,029) + 220,135 + 110,029 = 0,212

Det finanspolitiske indgreb har en finanseffekt på 0,212, hvilket betyder, at det vil forøge vækstprocenten i BNP med ca. 0,2.

I dette tilfælde gav indgrebet en positiv finanseffekt, altså en forøgelse af den samlede aktivitet i samfundet. Ved at bruge andre indgreb kunne regeringen have opnået en anden effekt.

Den samlede virkning af et finanspolitisk indgreb afhænger med andre ord både af, hvor *kraftige* indgrebene er, og af hvordan *sammensætningen* af indgrebene er.

Spørgsmål 1

Beregn ved hjælp af tabel 8.2 virkningen på beskæftigelsen af det finanspolitiske indgreb fra eksemplet.

I tabel 8.3 er vist tal for den etårige finanseffekt i Danmark i perioden 2017-2023. Det understreges igen, at finanseffekten alene måler efterspørgselsvirkningen af den aktive finanspolitik og dermed ikke afspejler virkningen af de automatiske stabilisatorer. Tallene tyder på en ret neutral finanspolitik i 2017, 2018 og 2019. I 2020 og 2021 var finanspolitikken meget ekspansiv på grund af hjælpepakker, der skulle holde hånden under økonomien under Corona-nedlukningerne. Fra 2022 strammedes finanspolitikken gradvist for at formindske risikoen for pris- og lønstigningspres.

Aktivitetsvirkning i pct. af BNP	2017	2018	2019	2020	2021[1]	2022[1]
Finanseffekt i alt	-0,2	0,2	-0,1	1,9	1,4	-1,4
Offentlig saldo, pct. af BNP	1,8	0,8	4,1	0,2	2,6	1,2

[1] Prognosetal

Kilde: Danmarks Statistik, Økonomisk Redegørelse, August 2022. Finansministeriet 2022. (ww) samt tidligere årgange.

Tabel 8.3 **Etårig finanseffekt i Danmark 2017-2023**

I figur 8.10 vises et langsigtet billede af finanseffekten. Figuren viser, at finanseffekten over hele perioden fra 1972 til 2023 samlet set har været positiv. Det bemærkes, at der mellem 1986 og 2011 ikke har været år med en stor negativ finanseffekt. I denne periode på 25 år blev der næsten hvert år ført lempelig finanspolitik.

Figur 8.10 Finanseffekten i Danmark. 1972-2023

Kilde: Finansredegørelse 2004 og Budgetoversigt, december 2009, Økonomisk Redegørelse, august 2022. Finansministeriet (www.fm.dk) samt tidligere udgaver af denne publikation. Tallene for 2021-23 er prognosetal.

Kommentar til indholdet? Skriv til redaktionen

Forrige

Næste

Strukturel offentlig saldo

En anden metode til at adskille finanspolitikken fra den automatiske finansreaktion er beregningen af den *strukturelle offentlige saldo.* Den strukturelle saldo beregnes som den faktiske offentlige saldo fratrukket bidraget fra konjunktursituationen og andre midlertidige forhold. Andre midlertidige forhold er fx svingninger i indtægter fra skat på pensionsafkast og på indtægter fra nordsøolien samt ekstraordinære indtægter fra omlægningen af kapitalpensioner.

Den strukturelle saldo fortæller derfor, hvordan den offentlige saldo ville have været, hvis konjunktursituationen havde været "normal". Den "normale" konjunktursituation defineres ud fra en vurdering af de strukturelle niveauer for nationalindkomst, beskæftigelse og ledighed, dvs. de niveauer, hvor der hverken er udbredt mangel på eller overskud af arbejdskraft .

Man kan derfor fortolke den strukturelle saldo som den offentlige saldo, Danmark ville have haft, hvis BNP svarede til potentielt BNP. Tabel 8.4 viser, at den strukturelle saldo i perioden 2017-2023 er mere stabil end den faktiske offentlige saldo.

Pct. af BNP	2017	2018	2019	2020	2021[1]	2022[1]
Strukturel offentlig saldo	0,7	0,6	0,9	0,8	0,7	0,3
Offentlig saldo	1,8	0,8	4,1	0,2	2,6	1,2

[1]Prognosetal

Kilde: Økonomisk Redegørelse, August 2022. Finansministeriet 2022. (www.fm.dk)

Tabel 8.4 **Strukturel saldo i Danmark 2017-2023**

I et længere perspektiv, kan man i figur 8.11 se, at den strukturelle saldo var negativ frem til 2000, herefter positiv frem til 2008, igen negativ fra 2009 til 2015, og positiv fra 2016. En positiv strukturel saldo gør det muligt at reducere den offentlige gæld.

Figur 8.11 Faktisk og strukturel offentlig saldo. Danmark 1990-2021

Kilde: Økonomisk Redegørelse, diverse årgange. Finansministeriet (www.fm.dk) og Økonomi- og indenrigsministeriet (www.oim.dk).

Figur 8.11 og tabel 8.4 kan også bruges til at tegne et billede af konjunkturudviklingen i Danmark. Når den faktiske saldo er højere end den strukturelle saldo, er det normalt tegn på, at ledigheden er lavere end den strukturelle ledighed, dvs. højkonjunktur. I 2014 er denne sammenhæng forstyrret af engangsindtægter fra omlægning af kapitalpensioner, som forbedrer den faktiske saldo med ca. 3 pct. af BNP, uden at påvirke den strukturelle saldo.

Omvendt vil konjunkturledighed og lavkonjunktur vise sig ved, at den faktiske saldo er lavere end den strukturelle saldo.

Spørgsmål 2

Forsøg ud fra figur 8.11 at give en beskrivelse af konjunkturudviklingen i Danmark i perioden 1990-2021. Se bort fra 2014 og fra Corona-året 2020.

Kommentar til indholdet? Skriv til redaktionen

Målsætninger for finanspolitikken i Danmark

Finanspolitikken i Danmark tilrettelægges , så de offentlige finanser kan betegnes som "sunde", hvilket hviler på to forudsætninger:

- Den finanspolitiske stabiliseringspolitik er symmetrisk, dvs. der skal strammes lige så meget under højkonjunktur, som der lempes under lavkonjunktur
- Finanspolitikken skal tilpasses den strukturelle udvikling i befolkningens sammensætning og adfærd, dvs. at der med passende varsel gennemføres reformer, der sikrer, at de offentlige udgifter kan finansieres i et længere perspektiv, og at den offentlige gæld holdes på et niveau, som betyder, at selv væsentlige rentestigninger ikke truer den langsigtede finansiering

De centrale mål for den finanspolitiske styring er *den strukturelle saldo* og *finanspolitisk holdbarhed*. Ved finanspolitisk holdbarhed forstås, at den politik, der planlægges inden for den mellemfristede planlægningshorisont, kan videreføres uændret derefter, uden at det fører til, at den offentlige gæld vokser ukontrolleret på langt sigt.

Den finanspolitiske planlægning foregår på tre niveauer:

- Årlig finanslov (Udgiftslofter for 4 år)
  - Mål: Strukturelt underskud på maksimalt 1 pct. af BNP i overensstemmelse med budgetloven, jf. nedenfor. Derudover gælder de generelle EU-regler, hvor det faktiske underskud maksimalt må være 3 pct. af BNP
- Mellemfristet niveau ("2030 plan")
  - Mål: maksimalt strukturelt underskud på 0,5 pct. af BNP i 2030
- Perioden efter slutåret for det mellemfristede niveau
  - Mål: mindst finanspolitisk holdbarhed

For at sikre en bedre styring af de offentlige udgifter og for at leve op til bestemmelserne i EU's Finanspagt blev der i 2012 vedtaget en budgetlov.

Budgetloven indfører en ny og væsentlig mere forpligtende udgiftsstyring ved hjælp af udgiftslofter. Der fastsættes tre udgiftslofter for stat, kommuner og regioner, der hver for sig udgør en nominel overgrænse for de faktiske udgifter, som må afholdes under loftet. Lofterne gælder for en løbende 4-årig periode. Budgetter og regnskaber for stat, kommuner og regioner skal hvert år holde sig inden for udgiftslofterne. Overholdelsen af udgiftslofterne understøttes af økonomiske sanktioner. Det Økonomiske Råd vurderer løbende, om udgiftslofterne er afstemt med den mellemfristede fremskrivning, og om udgiftslofterne overholdes.

De tre udgiftslofter dækker tilsammen ca. ¾ af de totale offentlige udgifter. Anlægsudgifter og ledighedsafhængige udgifter holdes uden for lofterne. Det sker, for at de automatiske stabilisatorer kan virke frit og for at undgå, at finanspolitikken kommer til at virke konjunkturforstærkende.

Udgiftslofter, der dækker en 4-årig periode, sikrer et længere perspektiv i de udgiftspolitiske rammer, så det bliver nemmere at realisere den mellemfristede målsætning om balance i de offentlige finanser. Ved politiske beslutninger om reformer kan konsekvenserne indarbejdes i de mellemfristede fremskrivninger og give mulighed for fastsættelse af højere udgiftsrammer. Lofterne trådte i kraft fra 2014.

Desuden indeholder Budgetloven en regel om at underskuddet på den strukturelle saldo som udgangspunkt ikke må overstige 1 pct. af BNP. Før 1. juli 2022 var grænsen ½ pct. Loven foreskriver, at hvis skønnet for det kommende år overskrider denne regel, er regeringen forpligtet til at fremlægge forslag, der kan korrigere uoverensstemmelsen med målet.

Et væsentligt element i Budgetloven er, at finansieringen af nye initiativer skal være konkret og besluttet – det såkaldte *forsigtighedsprincip*.

Kommentar til indholdet? Skriv til redaktionen

Pengepolitik

Sidens indhold

- Pengepolitik som konjunkturpolitisk redskab
- Pengepolitik og valutapolitik
- Danmarks valutakurspolitik
- Pengepolitik i andre lande

Pengepolitik defineres som ændringer i pengemængde, rente og/eller kreditvilkår med det formål at påvirke udviklingen i priser, valutakurs og valutareserve eller at påvirke den samlede efterspørgsel i samfundet og dermed økonomiens aktivitetsniveau.

Pengepolitik som konjunkturpolitisk redskab

Hvis formålet med pengepolitikken er at påvirke den samlede efterspørgsel og dermed aktivitetsniveauet i samfundet, er der tale om konjunkturpolitik på linje med finanspolitikken.

Mens finanspolitikken anvender skatter og offentlige udgifter til direkte at påvirke efterspørgslen på varemarkedet, sker pengepolitikkens påvirkning mere indirekte gennem ændringer i likviditeten eller renten. Denne "*transmissionsmekanisme*" er vist i figur 8.12, som skal læses fra højre side.

Figur 8.12 Ekspansiv pengepolitik

En sænkning af renten vil være et eksempel på en *ekspansiv pengepolitik,* hvor man prøver at forøge nationalindkomsten. En lavere rente vil gøre det billigere at finansiere nybyggeri og andre investeringer, ligesom forbrugerne vil kunne få billigere forbrugslån (fx billån) og får lavere forrentning på finansiel opsparing. Det kan få husholdninger og virksomheder til at øge forbrug og investeringer og sænke opsparingen. Virkningen forstærkes, hvis rentefaldet gør køb af aktier og boliger mere attraktive, hvilket kan betyde stigende aktiekurser og boligpriser og dermed også en stigning i husholdningernes formue. En ekspansiv pengepolitik vil øge den samlede efterspørgsel og få nationalindkomst og beskæftigelse til at stige. Derfor vil pengepolitikken kunne bidrage til at formindske et negativt outputgab.

I Keynes-modellen kan virkningen af en ekspansiv pengepolitik illustreres på samme måde som en ekspansiv finanspolitik, jf. figur 8.13

Figur 8.13 Ekspansiv pengepolitik: Forøgelse af investeringer og forbrug

Omvendt vil en *kontraktiv pengepolitik,* der søger at sænke aktivitetsniveauet, kunne gennemføres ved at hæve renten. Virkningerne af dette og transmissionen heraf til varemarkedet er vist i figur 8.14. Virkningen bliver en lavere nationalindkomst.

Figur 8.14 Kontraktiv pengepolitik

En højere rente vil øge omkostningerne ved at finansiere nybyggeri og andre investeringer, ligesom forbrugslån (fx billån) bliver dyrere, og afkastet af opsparing vil blive højere. Det kan få husholdninger og virksomheder til at øge opsparingen og reducere forbrug og investeringer. Det vil reducere den samlede efterspørgsel, hvilket vil formindske nationalindkomsten og reducere et positivt outputgab.

I Keynes-modellen kan virkningen af en kontraktiv pengepolitik illustreres på samme måde som en kontraktiv finanspolitik. Det er vist i figur 8.15.

Figur 8.15 Kontraktiv pengepolitik. Reduktion i investeringer og forbrug.

For at sætte tal på pengepolitikkens virkning på nationalindkomsten må det først vurderes, hvor meget investeringer og forbrug påvirkes. Herefter kan der laves en beregning af multiplikatorvirkningen:

Ændring i Y = Multiplikator ganget med *Ændring i eksogen efterspørgsel*

eller med symboler:

$$\Delta Y = \frac{1}{1 - c(1 - t) + im} \cdot \Delta E$$

Virker den pengepolitiske transmission?

Der kan stilles flere spørgsmål til den pengepolitiske transmission, dvs. mulighederne for at påvirke indkomst og beskæftigelse i økonomien gennem renteændringer. Det første spørgsmål er, om de pengepolitiske myndigheder kan påvirke de renter, der har betydning for virksomheders og husholdningers dispositioner på vare- og tjenestemarkederne. Den næste spørgsmål er, hvor stor effekt renten har for disse dispositioner i forhold til andre mulige faktorer af betydning for dispositionerne.

Det er vist i kapitel 6, at der er en snæver sammenhæng mellem de korte pengepolitiske renter, pengemarkedsrenterne og pengeinstitutternes udlåns- og indlånsrenter.

Centralbankerne sætter derfor det generelle renteniveau i økonomierne – dog kan markedsbestemte renteniveauer, fx renterne på langfristede obligationer og andre fordringer

bevæge sig mere uafhængigt af de korte renter.

Til det første spørgsmål om mulighederne for at påvirke renten/renterne i økonomien gennem pengepolitikken kan man altså svare bekræftende – centralbankerne styrer de korte rentesatser og i nogen grad også renterne på langfristede fordringer, jf. dog diskussionen nedenfor om problemerne med at anvende rentestyring i lavrenteperioden efter finanskrisen.

Det andet spørgsmål om betydningen af rentens højde for husholdningers og virksomheders køb af forbrugs- og investeringsgoder er mere omdiskuteret. I tidligere økonomisk teori blev det antaget, at såvel opsparing og investeringer i reale goder var rentefølsomme og henholdsvis positivt og negativt afhængige af renten, jf. figur 6.1. Dette blev anfægtet af senere økonomer, der fandt, at andre faktorer var mere væsentlige. Det er blandt andet blevet fremhævet, at opsparing kan ske med flere forskellige formål, hvor renten ikke er så afgørende (pensionsopsparing, opsparing med et konkret formål for øje, opsparing for at kunne imødegå uforudsete hændelser). Virksomheders lyst til at investere i produktionsudstyr og -anlæg afhænger i meget høj grad af deres forventninger til fremtidig omsætning og indtjening, så en lav rente kan ikke alene øge investeringerne.

Pengepolitik og valutapolitik

Rammen for rentedannelsen i dag for de fleste lande er, at de er en del af et stort internationalt penge- og kapitalmarked med fuldt konverterbare valutaer, fri bevægelighed af kapital over landegrænserne og et fælles marked for finansielle tjenesteydelser. Renten i de enkelte lande er derfor afhængig af renten i omverdenen. Danmark er en lille åben økonomi, der har valgt at knytte sin valuta til et større valutaområde, euroen, og den danske pengepolitiske rente må af den grund følge renten i euroområdet. Danmark kan altså ikke føre en selvstændig pengepolitik, og den transmissionsmekanisme, der er gennemgået ovenfor, er ikke mulig som en uafhængig politik i Danmark. Man kan sige, at Danmark deler pengepolitik med EU, hvor målsætningerne for pengepolitikken udformes af Den Europæiske Centralbank, ECB.

Det primære mål for ECB's pengepolitik er at sikre en lav og stabil prisstigningstakt. Denne målsætning deles med de fleste andre centralbanker i den vestlige verden. Målsætningen må ses i lyset af erfaringerne i de fleste lande fra 1970'erne og 1980'erne, hvor høje og svingende prisstigningstakter havde en lang række negative konsekvenser, herunder tab af konkurrenceevne, forringet betalingsbalance, valutakursfald, højere renter, usikkerhed i mange dispositioner mm. Med en målsætning om at sikre en lav prisstigningstakt skaber centralbankerne en stabil ramme for økonomien, et såkaldt "*nominelt anker*", som vurderes at være det bedste bidrag, pengepolitikken kan give til at sikre vækst i økonomierne.

Selv om lav inflation er det væsentligste mål i pengepolitikken, vil ledelsen i de fleste centralbanker kunne tage andre hensyn ved tilrettelæggelsen af pengepolitikken, hvis

inflationen og inflationsprognoserne fremover tegner tilfredsstillende. I den situation vil udviklingen i vækst og beskæftigelse kunne få betydning for, om man vælger at lempe eller stramme pengepolitikken .

Danmarks valutakurspolitik

Danmark har siden starten af 1980'erne haft en målsætning om en stabil kronekurs over for de vigtigste samhandelspartnere. Det blev klart formuleret i regeringsgrundlaget for den borgerlige regering under Poul Schlüters ledelse i 1982.

Forud for det deltog Danmark fra 1972 i et europæisk valutasamarbejde inden for Det Europæiske Fællesskab (EF). Samarbejdet indsnævrede den totale udsvingsmulighed mellem EF-valutaerne til 4,50 pct. og blev kaldt for "slangesamarbejdet", da valutakurserne kunne "sno sig" inden for de ydre margener fastsat af det daværende internationale valutasamarbejde, Bretton Woods-systemet.

Aftalen om valutakursregulering blev i 1979 baseret på en ny mekanisme, ERM (Exchange Rate Mechanism) i Det Europæiske Monetære Samarbejde (European Monetary System, EMS). Selv om der var ret snævre udsvingsmargener for de enkelte valutaer inden for samarbejdet, kunne det lade sig gøre at få ændret centralkursen efter forhandling med de øvrige deltagerlande. I perioden 1979-1982 skete det ofte, at nogle deltagerlande nedskrev deres valuta i forhold til den tyske D-mark og den hollandske gylden. Den danske krone blev nedskrevet ikke mindre end 12 gange i denne periode. Det var denne valutapolitik med jævnlige devalueringer, som den nye regering i 1982 ville sætte en stopper for. Målsætningen skulle nu være at holde kronekursen stabil over for samarbejdslandene og føre en indenlandsk økonomisk politik, der kunne fastholde denne målsætning.

Penge- og valutapolitikken er siden 1982 udformet ud fra målsætningen om en stabil kronekurs. Det europæiske samarbejde inden for EF udviklede sig i løbet af 1980'erne gradvist tættere, og samarbejdet om Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) indledtes i 1992 med vedtagelsen af Maastricht traktaten. Danmark valgte at deltage i dette samarbejde med visse undtagelser, herunder at stå uden for Den Monetære Union. Siden starten af tredje fase af ØMU'en den 1. januar 1999, hvor euroen blev indført, har Danmark deltaget i det europæiske fastkurssamarbejde ERM2, som minder meget om det tidligere fastkurssamarbejde ERM i EMS'en. I ERM2 er der for deltagerlandene defineret en fast centralkurs i forhold til euro og et udsvingsbånd på +/- 15 pct. i forhold til centralkursen. For Danmarks vedkommende er der aftalt et mere snævert bånd på +/- 2,25 pct. En række syd- og østeuropæiske medlemslande har deltaget i ERM2 i en periode frem til optagelsen i euro-samarbejdet. Fra 2016 er Danmark eneste deltager i ERM2 samarbejdet.

Nationalbankens mål er at fastholde kronekursen tæt på en centralkurs på 746,038 kroner pr. 100 euro og inden for udsvingsbåndet på +/- 2,25 pct. I praksis har kronekursen befundet sig tæt på centralkursen de senere år. Det er som tidligere nævnt ikke muligt for Nationalbanken samtidigt at forfølge andre mål i tilrettelæggelsen af pengepolitikken. Det tilkendegives helt klart af Nationalbanken selv: "I et fastkursregime som det danske er de pengepolitiske renter reserveret til styring af kronekursen, så de ikke samtidig kan anvendes til at styre den indenlandske konjunktursituation" . Det betyder, at finanspolitikken i Danmark er det vigtigste instrument i den indenlandske konjunkturpolitik.

Som nævnt i kapitel 6 er Nationalbankens pengepolitiske renter det primære instrument i pengepolitikken. De pengepolitiske renter ændres, når Den Europæiske Centralbank ændrer sin rente, eller hvis der bliver behov for at styre kronekursen. Når Nationalbanken hæver renten uafhængigt af ECB, vil det blive mere attraktivt at placere i danske kroner, og det styrker den danske krone. Det modsatte sker ved en rentesænkning uafhængigt af ECB.

Danmarks pengepolitiske strategi illustreres af figur 8.16, der viser, at Nationalbankens udlånsrente følger bevægelserne i ECB's pengepolitiske rente meget tæt.

Figur 8.16 Pengepolitiske renter. Danmark og Euro-området, 2000-2022

Anm: Som dansk pengepolitisk rente er anvendt Nationalbankens udlånsrente. For Euroområdet er anvendt Renten på refinansieringsoperationer.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Den Europæiske Centralbank.

Kun i perioder med valutauro ses, at Nationalbanken hæver udlånsrenten uafhængigt af ECB, senest i efteråret 2008 hvor finanskrisen var på sit højeste. I 2012-2013 skete det modsatte: at

den danske rente blev reduceret mere end den europæiske rente. Det skyldtes de økonomiske problemer i de sydeuropæiske medlemslande af ØMU'en, som betød en stigende rente på disse landes statspapirer og usikkerhed om euro'ens fremtid. De danske statspapirer var på den baggrund foretrukket af de udenlandske investorer, og det betød en stor kapitalimport til Danmark og en voksende valutareserve. Nationalbanken reagerede ved ensidigt at nedsætte de pengepolitiske renter i Danmark.

Der ses også en tilsyneladende ensidig nedsættelse af Nationalbankens udlånsrente i marts 2021 fra 0,05 pct. til - 0,35 pct. Denne nedsættelse skal ses i lyset af en teknisk tilpasning af Nationalbankens pengepolitiske instrumenter, hvor en ekstra udlånsfacilitet blev afskaffet, og alle udlån herefter forrentes med samme rentesats (den hidtidige rente på den ekstra udlånsfacilitet), jf. omtalen i kapitel 6. Nedsættelsen var ikke udtryk for en skærpelse af rentesatserne. I september 2021 blev udlånsrenten igen sat ned, med 0,1 pct. til - 0,45 pct., og denne gang skyldtes det Nationalbankens køb af valuta i markedet, altså en nedsættelse der sigtede på at styre kronekursen.

Pengepolitik i andre lande

I stort set alle vestlige lande anvendes ændringer i centralbankernes rentesatser over for bankerne som det primære instrument i pengepolitikken. I pengepolitik kan centralbankerne principielt vælge mellem at styre *mængden* af likviditet (pengemængden) eller *prisen* på likviditet (renten). Gennem årene har den foretrukne styring skiftet mellem pengemængden og renten, og det har været debatteret, hvilken af de to der var mest effektiv. I de seneste årtier har der været almindelig enighed om, at det er vanskeligt at styre pengemængden, og at rentestyring derfor er at foretrække. Med rentestyring forfølger centralbankerne målsætningen om prisstabilitet gennem renteændringer og lader likviditeten følge efterspørgslen i pengeinstitutterne og den finansielle sektor, så betalinger og transaktioner kan gennemføres gnidningsfrit.

Der er en vis variation i de mål for den økonomiske udvikling, som centralbankerne ønsker at påvirke gennem pengepolitikken. I de fleste lande bruges pengepolitikken til at styre prisstigningstakten (inflationen), da en stabil prisudvikling anses for at være det bedste bidrag, pengepolitikken kan give til en balanceret økonomisk vækst. Udover prisstigningstakten har pengepolitikken også mulighed for at påvirke den økonomiske aktivitet gennem transmissionsmekanismen, jf. s. 213. Vægtningen mellem disse målsætninger kan være lidt forskellig i landenes centralbanker.

Euro-området

EU har i Maastricht-traktaten formuleret det overordnede mål at fastholde prisstabilitet i euroområdet. Den Europæiske Centralbank (ECB) tilrettelægger pengepolitikken med henblik

på at opfylde dette mål, hvor prisstabilitet er blevet defineret som en årlig stigning i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet på 2 pct. på mellemlangt sigt .

Som grundlag for vurderingen af den fremtidige inflationstakt udarbejder ECB to sæt analyser – en økonomisk og en monetær analyse. Den økonomiske analyse tager udgangspunkt i en lang række økonomiske og finansielle forhold, der antages at have indvirkning på inflationsudviklingen på kort og mellemlangt sigt, herunder også den realøkonomiske udvikling, så man får indkredset forskellige risikofaktorer i relation til prisudviklingen. Den monetære analyse sigter på at vurdere den fremtidige prisudvikling ud fra monetære størrelser, herunder pengemængden. Tidsperspektivet er her det mellemlange til lange sigt. Dermed får man prisudviklingen analyseret ud fra to forskellige vinkler, som så kan sammenholdes og vurderes.

ECB's pengepolitiske instrumenter

ECB's primære instrument er de tre pengepolitiske renter:

- *Renten på refinansieringsoperationer*. I disse operationer kan bankerne låne i ECB mod sikkerhed på ugentlig basis til en forud fastsat rente.
- *Renten på indlånsfaciliteten*, som bankerne kan bruge til at placere likviditet dag-til-dag til en forud fastsat rente, der er lavere end refinansieringsrenten.
- *Renten på den marginale lånefacilitet*, som tilbyder kredit dag-til-dag til en forud fastsat rente, der er højere end renten på refinansieringsoperationerne.

Indlånsrenten og den marginale udlånsrente bestemmer henholdsvis en nedre og øvre grænse for dag-til-dag-renten på det europæiske pengemarked.

Før finanskrisen blev ECB's pengepolitik primært styret med disse rentesatser. Efter finanskrisen har ECB taget nye instrumenter i anvendelse som supplement til ændringer af de pengepolitiske renter. Det har været nødvendigt for at kunne påvirke husholdninger og virksomheder i perioder, hvor det finansielle system har været i krise og den sædvanlige transmissionsmekanisme har været sat ud af kraft på grund af det meget lave renteniveau, jf. afsnit nedenfor om *den naturlige realrente*.

Et vigtigt element i de nye pengepolitiske instrumenter er *Quantitative Easing (QE),* som er forskellige metoder til at forøge mængden af likviditet, fx ved at foretage direkte opkøb af værdipapirer på markederne for værdipapirer. De nye pengepolitiske metoder i euroområdet er grundigt beskrevet i afsnittet om Konjunkturpolitik de seneste 15 år i slutningen af kapitlet.

USA

I lovgivningen bag den amerikanske centralbank (The Federal Reserve System, "FED"), er målene for pengepolitikken formuleret bredere end i EU. Målene er høj beskæftigelse, stabile priser og moderate lange renter . Det giver baggrund for at reagere på flere forhold end direkte inflationsrelaterede forhold.

Den amerikanske centralbank anvender en lang række indikatorer for at vurdere økonomiens tilstand og udviklingstendenser, fx aktuel og forventet udvikling i inflation, vækstrate og beskæftigelse samt udvikling i pengemængde og valutakurs.

Forskellen i pengepolitikken kan illustreres af figur 8.17, der tyder på, at man i USA anvender en beskæftigelsesmålsætning i pengepolitikken i højere grad end ECB. Det fremgår af, at den amerikanske centralbank brugen renten mere aktivt end ECB og med baggrund i konjunkturudviklingen. Det ses i forbindelse med konjunkturtilbageslaget i 2002-2003 og recessionen i 2008-2009 samt opsvinget efter finanskrisen, hvor renten fra 2016 gradvis blev hævet i små trin i takt med de forbedrede konjunkturer. Samme mønster ses efter pandemien. Den amerikanske rente er i 2022 hævet hurtigere og flere gange, mens ECB-renten lå stabilt på et meget lavt niveau i årene efter finanskrisen og frem til juli 2022. Også FED har i de senere år anvendt nye instrumenter i pengepolitikken i form af QE.

Figur 8.17 Pengepolitiske renter. Euro-området og USA, 2000-2022

Anm: For Euroområdet er anvendt Renten på refinansieringsoperationer. For USA er anvendt Federal Funds Target Rate.

Kilde: OECD, Den Europæiske Centralbank og Federal Reserve System.

Storbritannien, Sverige og Norge

Tre af Danmarks vigtigste samhandelslande har valgt at styre pengepolitikken efter en inflationsmålsætning , nemlig England, Sverige og Norge.

Alle tre lande har en målsætning om at stræbe mod en inflation på omkring 2 pct. Målene er som i EU formuleret for inflationen på mellemlangt sigt.

Hvis der er udsigt til, at inflationen vil overstige det fastsatte mål, vil det føre til en stramning af pengepolitikken, og modsat vil en forventet lavere prisstigningstakt end den tilstræbte, give anledning til en lempelse af pengepolitikken. Bank of England og Norges Bank nævner i deres pengepolitiske strategi, at pengepolitikken på kort sigt kan tage hensyn til ønsket om høj og stabil produktion og beskæftigelse.

Kommentar til indholdet? Skriv til redaktionen

← Forrige

Næste

Konjunkturpolitikkens muligheder

Sidens indhold

- Timing og dosering af konjunkturpolitik
- Valutakurssystemets betydning for konjunkturpolitikken
- Sammenfatning af finans- og pengepolitikkens virkninger på kort sigt
- Er der tillid til konjunkturpolitikken?
- Pengepolitik eller finanspolitik?

I det foregående er gennemgået, hvordan forskellige former for indgreb kan bidrage til at stabilisere konjunkturforløbet. Hovedvægten blev lagt på en gennemgang af indgrebenes virkninger.

Skal der i praksis føres konjunkturpolitik, er det imidlertid ikke tilstrækkeligt med kendskab til indgrebenes virkning. Det må også være muligt at kunne vurdere, hvornår og hvor stærkt der skal gribes ind. Desuden må man være opmærksom på de bindinger af institutionel eller politisk art, som kan hæmme mulighederne for at iværksætte og gennemføre en økonomisk politik. Det kan fx være, at der i Folketinget ikke kan skabes politisk enighed om et økonomisk-politisk indgreb. Også EU-reglerne eller aftaler om fast valutakurs kan sætte grænser for, hvilke midler der kan tages i brug. Desuden kan det være et problem for den indirekte del af konjunkturpolitikken, at husholdninger og virksomheder ikke altid reagerer på skatte- eller renteændringer. I dette afsnit vil en række af de praktiske problemer ved at føre konjunkturpolitik blive omtalt.

Timing og dosering af konjunkturpolitik

Hvornår skal der gribes ind?

Hvis den økonomiske politik skal have de ønskede virkninger, må det kræves, at der ikke går for lang tid, fra behovet for indgreb opstår, til indgrebene begynder at virke. Faserne i den økonomiske politiks tilblivelse er illustreret i Figur 8.18.

Figur 8.18 Faserne i økonomisk politik

Erkendelsesfasen er perioden, indtil man bliver klar over, at der er noget galt. Denne fase kan være langvarig af flere grunde, fx kommer statistiske oplysninger med en vis forsinkelse.

Mens erkendelsesfasens varighed principielt er uafhængig af indgrebets art, vil *beslutningsfasen* variere kraftigt, alt efter hvilke indgreb der er tale om. Beslutningsfasen for finanspolitiske indgreb, der skal vedtages af Folketinget, kan være meget langvarig. Omvendt er pengepolitikken ikke underlagt Folketingets løbende kontrol. På dette område kan Nationalbanken meget hurtigt beslutte at iværksætte indgreb. Pengepolitikken er derfor en meget fleksibel form for økonomisk politik.

Udførelsesfasen er som nævnt ganske kort for penge- og valutakurspolitikken. For finanspolitikken vil denne fase variere efter indgrebets art. Momssatsen kan ændres fra den ene dag til den anden, mens fx reglerne for indkomstbeskatningen er fastlagt for et helt år ad gangen.

Virkningsfasen kan også variere. En hurtig og kraftig virkning vil man fx kunne opnå ved en midlertidig ændring af momsprocenten. Omvendt vil tilskud til investering og udvikling virke langsomt på erhvervslivets omkostningsniveau og konkurrenceevne. Også transmissionsmekanismen i pengepolitikken fra renteændringer til ændringer i forbrug og investeringer kan være langsom og usikker.

Problemerne med "timingen" af den økonomiske politik stiller altså krav om fleksible instrumenter samt krav om et pålideligt og aktuelt informationsgrundlag.

Informationsgrundlaget for den økonomiske politik er i de senere årtier forbedret væsentligt, især på tre områder. Det første er en udbygget "statistik om fremtiden" baseret på undersøgelser af ordrebeholdninger i virksomhederne samt af husholdningernes og

virksomhedernes forventninger til fremtiden. Det andet område er en forbedring af nationalregnskabsstatistikken, hvor der nu offentliggøres kvartalsvise nationalregnskabstal. Væsentligst er dog den stadig mere udbredte anvendelse af makroøkonomiske modeller til prognoser.

Hvor stærkt skal der gribes ind?

I "doseringen" af den økonomiske politik er det nødvendigt med pålidelige tal for den seneste økonomiske udvikling samt prognoser for den nærmeste fremtid. Herudover er det nødvendigt at kunne sætte tal på virkningen af de forskellige indgreb.

Finansministeriet er helt centralt placeret i udformningen af den økonomiske politik. Forslag om indgreb støttes af beregninger af de økonomiske virkninger af disse, foretaget ved hjælp af makroøkonomiske modeller.

Mens det økonomisk-politiske beslutningsgrundlag for 50 år siden helt overvejende var af verbal karakter, har den stigende vægt på modelberegninger ført til, at de økonomiske rapporter og analyser i dag indeholder præcise tal for virkningerne af forskellige økonomiske indgreb, ofte specificeret for en periode 3-5 år frem.

Som nævnt i kapitel 3, er sådanne modelberegninger behæftet med usikkerhed og kan ikke uden videre ses som forudsigelser af den økonomiske fremtid. Dels er beregningsmodellerne baseret på tidligere års udvikling og økonomisk adfærd, som måske er ændret, når den fremtidige økonomiske udvikling skal vurderes. Dels er modellerne ikke komplette og er præget af almindelig statistisk usikkerhed. Hvis det teoretiske grundlag er forskelligt fra den ene model til den anden, vil modellerne også give forskellige bud på virkningerne af den samme økonomiske politik. Der er derfor flere grunde til, at modelberegninger altid skal ses i tilknytning til de forudsætninger, der ligger bag beregningerne.

Er finjustering realistisk?

Problemerne med "timing" og "dosering" indebærer, at der ved økonomisk-politiske indgreb foreligger en risiko for, at indgrebene kommer til "at ramme ved siden af".

I figur 8.19 er angivet virkningen af et indgreb, der iværksættes på tidspunkt b, men burde have været sat i gang allerede på tidspunkt a. Forklaringen på forsinkelsen kan være, at oplysningerne om den økonomiske situation kommer for sent, eller at det tager lang tid at opnå politisk enighed om det indgreb, der skal foretages, jf. ovenfor. Den ideelle konjunkturpolitik ville have ændret konjunkturudviklingen, så den fulgte den stiplede linje, der viser den ønskede nationalindkomst $Y_Ø$.

Figur 8.19 Timing af den økonomiske politik

Effekten i eksemplet i figur 8.19 er, at konjunkturudsvingene bliver større end ellers, modsat hensigten, som var at sikre en stabil nationalindkomst.

I figur 8.20 vises tilsvarende virkningen af forkert dosering. I eksemplet er doseringen for stærk, så aktivitetsniveauet bliver hævet henholdsvis sænket mere end ønsket. Forklaringen kan være, at den model, som man bruger til at beregne den økonomiske politiks virkninger, ikke passer præcist, eller at det reaktionsmønster i befolkningen og hos virksomheder, der er forudsat i modellen, måske ikke længere er gældende.

Figur 8.20 Dosering af den økonomiske politik

Problemerne ved at fastsætte indgrebenes korrekte tidspunkt og styrke gør en egentlig "finjustering" af konjunkturforløbet meget vanskelig. Vanskelighederne forstærkes af, at store konjunkturudsving ofte er drevet af kraftige udsving i aktiekurser, boligpriser og forventninger, som er meget vanskelige at forudsige og derfor svære at forebygge gennem konjunkturpolitikken .

Valutakurssystemets betydning for konjunkturpolitikken

I en åben økonomi kan finanspolitikken og pengepolitikken have virkninger på kapitalbevægelser og valutamarked. Disse påvirkninger kan have stor betydning for konjunkturpolitikkens effekt. Navnlig for pengepolitikken er virkningerne forskellige i lande med flydende valutakurser og lande med faste valutakurser.

Flydende valutakurser

I et land med flydende valutakurser vil pengepolitikken virke ekstra kraftigt. Det hænger sammen med, at pengepolitikken vil påvirke valutamarkedet på en måde, der forstærker effekten på den økonomiske aktivitet. For en ekspansiv pengepolitik er dette illustreret i figur 8.21.

Figur 8.21 Ekspansiv pengepolitik i åben økonomi med flydende kurser

Den faldende rente vil gøre finansielle placeringer i udlandet relativt mere fordelagtige. Det vil føre til kapitaleksport, og dermed øges efterspørgslen efter andre landes valutaer og udbudet af landets egen valuta. Konsekvensen er en depreciering, som vil forbedre eksportmulighederne for landets virksomheder. Herved får pengepolitikken ved flydende valutakurser en dobbelt ekspansiv effekt, idet rentefaldet både fører til øgede investeringer og til øget eksport.

Faste valutakurser

Ved faste valutakurser vil pengepolitikken derimod være uden virkning på konjunkturudviklingen, medmindre der er tale om et stort land, som er i stand til at påvirke det internationale renteniveau.

Forklaringen er, at centralbanken er nødt til at neutralisere kapitalbevægelsernes påvirkning af valutamarkedet for at holde den faste valutakurs. For en ekspansiv pengepolitik er det illustreret i figur 8.22.

Figur 8.22 Ekspansiv pengepolitik i åben økonomi med faste kurser

Ved faste kurser er centralbanken forpligtet til at møde den forøgede efterspørgsel efter udenlandsk valuta i forbindelse med kapitaleksporten ved at sælge den udenlandske valuta til den faste kurs. Centralbankens valutareserve vil herved falde.

Centralbanken må derfor hæve renten igen, så renteforskellen mellem den indenlandske og udenlandske rente genskaber tilliden til den faste valutakurs. Den eneste virkning af den ekspansive pengepolitik under disse omstændigheder er derfor et fald i valutareserven.

Sammenfatning af finans- og pengepolitikkens virkninger på kort sigt

I tabel 8.5 sammenlignes virkningerne af finanspolitik og pengepolitik i henholdsvis en økonomi med flydende valutakurser og en lille økonomi med faste valutakurser.

	Finanspolitik	**Pengepolitik**	
Virkning på		Flydende valutakurser	Faste valuta
Nationalindkomst (Y)	stiger	stiger meget	uændr

Ledighed	falder	falder meget	uændr
Betalingsbalanceoverskud	falder	stiger/falder	uændr

Tabel 8.5 **Virkningerne af ekspansiv finans- og pengepolitik på kort sigt**

Pengepolitikkens virkning på nationalindkomsten er forklaret i figurerne 8.21 og 8.22, mens finanspolitikkens er vist i figur 8.5. Virkningerne på ledighed følger virkningerne på nationalindkomsten: Når nationalindkomsten stiger, vil beskæftigelsen typisk stige, og ledigheden vil falde.

Den ekspansive finanspolitiks virkninger på overskuddet på betalingsbalancen kommer fra en øget import, der er en konsekvens af større produktion, indkomster og forbrug. Når betalingsbalancevirkningen af en ekspansiv pengepolitik ved flydende valutakurser er usikker, skyldes det, at stigningen i den økonomiske aktivitet giver større import og dermed trækker i retning af en dårligere betalingsbalance. Men den depreciering, der følger af rentefaldet, trækker i den modsatte retning, da den øger eksporten og reducerer importen.

Er der tillid til konjunkturpolitikken?

I perioder kan konjunkturpolitiske indgreb vise sig at have meget ringe gennemslagskraft i økonomien.

I lavkonjunkturen efter finanskrisen var både finans- og pengepolitikken meget lempelig i mange lande. Alligevel havde virksomhederne ikke mod på at udvide produktionskapaciteten, og husholdningerne havde ikke lyst til at købe nye huse eller til at "powershoppe". Der manglede optimisme med hensyn til fremtiden, og den økonomiske udvikling har på denne baggrund været svær at vende for de økonomisk-politiske beslutningstagere.

Mange økonomer pointerer vigtigheden af, at der blandt husholdninger og virksomheder er forståelse for myndighedernes konjunkturpolitiske strategi samt tillid til, at denne strategi vil blive efterlevet i konkret handling.

Da internationaliseringen har gjort, at en lavkonjunktur ikke kun er et problem for det enkelte land, men for mange lande, kræver det også en koordineret indsats inden for EU og måske i de vestlige lande generelt. Kun hvis der føres en konsekvent og troværdig konjunkturpolitik, vil myndighederne kunne gøre sig håb om at påvirke de forventninger til fremtidens økonomiske udvikling, der er afgørende for at få vendt en uheldig konjunkturudvikling.

Pengepolitik eller finanspolitik?

Ovenfor er nævnt nogle eksempler på, at praktiske, institutionelle eller politiske forhold kan gøre, at man ikke er i stand til at anvende pengepolitikken eller finanspolitikken. I dette afsnit forudsættes, at både finanspolitikken og pengepolitikken er til rådighed. Hvad er så forskellen på, om man vælger finanspolitik eller pengepolitik som det foretrukne redskab i konjunkturpolitikken?

Det er tidligere nævnt, at pengepolitikken er en mere *indirekte* måde til påvirkning af den samlede efterspørgsel end finanspolitikken. Den pengepolitiske transmissionsmekanisme består i en kæde af virkninger fra renteændringer til ændringer i den samlede efterspørgsel. Hvis et eller flere led i kæden svigter, kan pengepolitikken være et svagt redskab. Derimod er finanspolitikken mere *direkte* i sin påvirkning af den samlede efterspørgsel, især hvis der justeres i de offentlige udgifter til forbrug og investering. Forskellen kan være, at man får en mere sikker effekt ved at bruge finanspolitikken.

En anden forskel er, at de to politikker ændrer *forskellige dele af den samlede efterspørgsel*. Pengepolitikken virker primært gennem ændringer i virksomhedernes investeringer og husholdningernes forbrug. Finanspolitikken virker gennem ændringer i de offentlige udgifter til forbrug og investering eller gennem det private forbrug via ændringer i skatter eller overførselsindkomster. Der kan være forskellige holdninger til, om det i en given situation er bedst at påvirke via private investeringer og forbrugsudgifter eller gennem offentlige udgifter og skatter. Fx kan det være et problem, at den offentlige saldo forringes og den offentlige gæld forøges, når der føres ekspansiv finanspolitik.

En tredje forskel vedrører *forholdet til andre lande*. Her kan det spille ind, at pengepolitikken ved flydende valutakurser har den sidegevinst, at landets valuta deprecieres ved en ekspansiv pengepolitik og omvendt apprecieres ved en kontraktiv politik. Det kan bidrage til at øge pengepolitikkens effekt og til at gøre, at konjunkturpolitikken ikke får den store betydning for betalingsbalancen. Betalingsbalanceeffekten fra finanspolitikken vil derimod være styret af den ændring i importen, der følger af en ændring af den økonomiske aktivitet. En ekspansiv finanspolitik vil give en forøgelse af importen og dermed en forringelse af betalingsbalancen. Omvendt vil en kontraktiv finanspolitik forbedre betalingsbalancen.

Kommentar til indholdet? Skriv til redaktionen

Konjunkturpolitik de seneste 15 år

Sidens indhold

- Eurokrisen
- Coronapandemien 2020
- Ny pengepolitisk udfordring fra høj inflation 2022

Verden har været ramt af to økonomiske kriser efter midten af 00'erne, finanskrisen og Corona-pandemien. Begge kriser har udløst økonomisk-politiske indgreb af både finanspolitisk og pengepolitisk art.

Et mål for en krises indflydelse på økonomien er outputgabet, dvs. forskellen mellem den potentielle og den faktiske produktion.

I figur 8.23 er vist outputgabet for Danmark, Euro-området og USA. Af figuren ses, at BNP efter nogle år med gode konjunkturer faldt kraftigt og pludseligt fra 2008 til 2009. Fra 2009 til 2016 lå BNP meget lavere end det potentielle BNP. Det viser en overgang fra fuld kapacitetsudnyttelse til meget lav kapacitetsudnyttelse. Først 10 år senere kom økonomien tilbage på et niveau omkring normal kapacitetsudnyttelse.

Figur 8.23 Outputgab Danmark, Euro-området og USA 2006-2023

Anm. Tallene for 2021-2023 er prognosetal.

Kilde: OECD, Economic Outlook nr. 111, Juni 2022

Allerede i 2020 ramtes verden igen af et stort konjunkturtilbageslag i form af coronapandemien, som for USA og Euro-området førte til endnu større outputgab end finanskrisen. I Danmark blev tilbageslaget af mindre størrelsesorden på grund af de omfattende hjælpepakker til erhvervsdrivende og lønmodtagere. Det ses også, at Danmark hurtigt genvandt et normalt produktionsniveau, mens der fortsat i 2022 er et efterslæb i USA og Europa, der forventes at vare ind i 2023.

I mange lande reagerede man på begge kriser ved at iværksætte en ekspansiv konjunkturpolitik for at imødegå udsigterne til langvarige fald i produktion og beskæftigelse. Da prognoserne viste lav inflation, kunne man føre ekspansiv konjunkturpolitik uden at komme i konflikt med målsætningen om lav inflation.

Ofte ses, at konjunkturudsving i den vestlige verden starter i USA, hvorefter Europa følger efter. Det skete for finanskrisen, der havde sit udspring i første halvdel af 00'erne i USA som følge af omfattende private boligkøb i en periode med lav rente og let adgang til boliglån. Da renten blev sat op, fik mange private låntagere betalingsproblemer. Det startede en dominoeffekt i hele den finansielle sektor med alvorlige konsekvenser for banker og andre kreditinstitutter. Krisen i USA bredte sig hastigt til Europa, jf. kapitel 6.

USA var blandt de første til at lempe konjunkturpolitikken. Figur 8.17 viser, at den amerikanske centralbank allerede i slutningen af 2007 sænkede den pengepolitiske rente. Først i december

2015 hævede den amerikanske centralbank renten en smule.

Den europæiske centralbank startede sine rentesænkninger et års tid senere. Rentesænkningerne var ledsaget af en kraftig udvidelse af bankernes muligheder for at skaffe sig likviditet i centralbankerne samt af store opkøb af obligationer.

Også finanspolitikken blev lempet betydeligt i mange lande . Omfanget af de finanspolitiske lempelser beløb sig for OECD-landene til 2 pct. af BNP i 2009 og yderligere 1 pct. af BNP i 2010. Lempelserne varierede fra land til land. I USA lempedes finanspolitikken noget mere end i Europa. Danmark var et af de EU-lande, der foretog de største lempelser. De finanspolitiske lempelser betød en forringelse af de offentlige finanser i alle lande.

Eurokrisen

Lavkonjunkturen og dens afledte økonomiske virkninger viste sig snart at skabe alvorlige spændinger mellem landene i euro-samarbejdet. Økonomiske svagheder i en række medlemslande viste sig tydeligt i form af store underskud på såvel de offentlige finanser som på betalingsbalancen, mens andre lande var bedre rustet til at møde krisen. Det viste sig også, at de hidtidige aftaler i samarbejdet om finanspolitikken i EU havde været for svage.

Som nævnt i kapitel 4 er det en forudsætning for deltagerlandene i en monetær union, at den økonomiske udvikling på en række områder er nogenlunde ensartet. Især bør pris- og lønudvikling og konkurrenceevne samt den økonomiske politik være koordineret. I flere sydeuropæiske lande var konkurrenceevnen i årene forud for finanskrisen blevet forringet i forhold til de øvrige lande, hvilket slog ud i store underskud på betalingsbalancen. Samtidig havde landene opbygget en stor offentlig gæld, og da underskuddet på de offentlige finanser voksede under lavkonjunkturen, steg renten på landenes statspapirer i takt med investorernes voksende mistillid til landenes evne til at få orden på økonomien, jf. figur 8.24.

Figur 8.24 Rente på 10-årige statsobligationer i udvalgte lande 2011-2022

Kilde: Eurostat

Den såkaldte statsgældskrise i de sydeuropæiske lande var en realitet og krævede akut nødhjælp fra de øvrige euro-lande, hvis euroen som fælles valuta ikke skulle bryde sammen. Værst var situationen i Grækenland, men også Spanien, Italien, Portugal, Cypern og Irland var ramt.

Finanspolitik i euroområdet i årene efter Finanskrisen

Krisen blev imødegået dels ved akutte hjælpepakker til de nødstedte lande, dels ved at styrke finanspolitikken på nationalt plan og dels ved at forstærke samarbejdet om finanspolitikken i EU.

Udgangspunktet for dette samarbejde er Stabilitets- og Vækstpagten fra 1997. De centrale elementer i pagten er, at underskuddet på de offentlige finanser normalt højst må udgøre 3 pct. af BNP, samt at den offentlige gæld højest må udgøre 60 pct. af BNP eller skal nedbringes med en tilfredsstillende hastighed.

Hensigten er blandt andet at begrænse mulighederne for, at de enkelte lande fører en uansvarlig finanspolitik. Pagten indeholder en forpligtelse for EU-landene til på mellemlang sigt at *"tilstræbe en offentlig budgetstilling tæt på balance eller i overskud".* Stabilitets- og Vækstpagten har en korrigerende og en forebyggende del:

- *Den korrigerende del*, "Budgetunderskudsproceduren", tages i anvendelse over for lande, der overskrider kravet om, at budgetunderskuddet ikke må overstige 3 pct. af BNP og sigter på at rette på denne situation. I 2010 blev næsten alle EU-lande underlagt budgetunderskudsproceduren . Danmark fik pålæg om at nedbringe det strukturelle underskud med mindst ½ pct. af BNP i hvert af årene 2011, 2012 og 2013. I 2014 blev Danmark sammen med 5 andre lande "løsladt" fra proceduren.
- Stabilitets- og Vækstpagtens *forebyggende del* stiller krav om, at EU-landene på mellemlangt sigt (dvs. 3-5 år) tilstræber balance eller overskud på den strukturelle saldo. De mellemfristede målsætninger (MTO) fastsættes individuelt i de enkelte lande med udgangspunkt i størrelsen af landets offentlige gæld og væksten i landets potentielle nationalindkomst. Landene udarbejder årlige stabilitetsprogrammer (eurolande) eller konvergensprogrammer (ikke eurolande) til brug for EU's overvågning af landenes finanspolitik.

I årene efter 2010 blev der foretaget en række stramninger af Stabilitets- og Vækstpagten. Vigtige elementer er:

- Mere intensiv overvågning af budgetprocessen i medlemslandene.
- Udviklingen i den offentlige gæld kan nu også på linje med udviklingen i underskuddet føre til, at et land skal underkastes budgetproceduren.
- Den forebyggende del er styrket ved indførelsen af overvågning af *Makroøkonomiske ubalancer*, hvor der ses mere bredt på landenes makroøkonomiske udvikling på områder som bl.a. betalingsbalance, lønudvikling, husholdningernes gæld og huspriser. Hvis EU-kommissionen vurderer, at der er store makroøkonomiske ubalancer i et land, kan rådet sende landet i *Excessive Imbalance Procedure (EIP)* og dermed pålægge det at gennemføre tiltag, der sigter på at rette op på ubalancerne indenfor en given tidsramme.
- Finanspagten ("Fiscal Compact"), der trådte i kraft i 2013, foreskriver blandt andet, at det skal stadfæstes ved national lov, at der skal være *budgetbalance*, dvs. at den strukturelle offentlige saldo mindst skal svare til landets mellemfristede målsætning (MTO). Den nationale budgetlov skal desuden indeholde en *automatisk korrektionsmekanisme,* der træder i kraft ved væsentlige afvigelser fra kravet om budgetbalance.

Pengepolitik i euroområdet i årene efter Finanskrisen

Også på det finansielle område blev der i EU-regi foretaget en række indgreb, der dels skulle hjælpe den finansielle sektor gennem den økonomiske krise og dels havde til formål at øge den finansielle stabilitet, så risikoen for fremtidige finanskriser blev formindsket. Blandt hjælpeforanstaltningerne kan nævnes:

- Direkte hjælp til banksektoren i form af rekapitalisering af banker som led i de økonomiske støtteprogrammer for Irland, Grækenland, Portugal, Spanien og Cypern.
- ECBs beslutning i 2012 om, at man inden for rammerne af sit mandat ville gøre alt for at bevare eurosamarbejdet. I september 2012 vedtog ECB rammerne for et såkaldt Outright Monetary Transactions (OTC) Program, som gav mulighed for køb af eurolandes statspapirer for at sikre gennemslaget af de pengepolitiske renter i hele euroområdet. Tiltagene førte til en kraftig reduktion af rentespændene for Spanien og Italien, jf. figur 8.24. De store problemer i den italienske økonomi førte dog senere til at rentespændet for Italien steg igen.

Blandt de forebyggende foranstaltninger kan nævnes (jf. kapitel 6)

- Indførelsen af skærpede likviditets- og kapitalkrav til de finansielle virksomheder i EU. Herunder særlige krav til de såkaldte "systemisk vigtige finansielle institutioner".
- Etablering af en Bankunion i euroområdet. Med bankunionen indførtes et ensartet og stramt tilsyn med store banker samt en fælles praksis for håndtering af kriseramte banker.

Pengepolitik i euroområdet i lavrenteårene efter 2015

Den "klassiske" rentestyring i pengepolitikken er i de senere år blevet udfordret af det faldende renteniveau i økonomierne. Det lave renteniveau er blevet forklaret med udviklingen i den naturlige realrente og har ført til introduktionen af nye pengepolitiske metoder til supplement af rentestyringen.

Den naturlige realrente

Den naturlige realrente r* er det niveau for realrenten, der bringer den faktiske aktivitet i økonomien på linje med den potentielle nationalindkomst, jf. kapitel 6. For at pengepolitikken kan stimulere aktiviteten i økonomien, må den faktiske realrente sættes lavere end den naturlige. Modsat hvis økonomien skal dæmpes, så må den faktiske realrente sættes højere end den naturlige. En lav rente har derfor ikke nødvendigvis en effekt på investeringer og forbrug – det kommer an på, hvor lav denne rente er i forhold til r*.

Problemet for pengepolitikken opstår, fordi den naturlige realrente over en længere årrække er faldet til et meget lavt niveau. I årene efter finanskrisen tog realrenten et yderligere dyk og blev negativ, og selv om den er steget lidt igen de seneste år, ligger den omkring 4 pct. points under niveauet i starten af 90'erne. Forklaringen på faldet i den naturlige rente skal bl.a. søges i internationale forhold og den demografiske udvikling med flere ældre og færre personer i arbejdsstyrken.

I årene efter finanskrisen og frem til starten af 2022 var den pengepolitiske udfordring den svage økonomiske aktivitet og den meget lave prisstigningstakt, der lå under målsætningen på omkring 2 pct. på årsbasis. For effektivt at kunne forbedre denne tilstand skulle de pengepolitiske renter fastlægges, så den faktiske realrente kom under den lave naturlige realrente. Der er imidlertid en nedre grænse for de pengepolitiske renter, som hænger sammen med, at renten på kontanter altid er 0. Den nedre grænse kendes ikke, men som de negative renter i de senere år har vist, er grænsen under 0. Det har med andre ord været vanskeligt at fastsætte en pengepolitisk rente, som ville få realrenten under den naturlige realrente med det sigte at stimulere den økonomiske aktivitet. Flere centralbanker har derfor suppleret renteændringer med både kendte og nye instrumenter, som forbedrer mulighederne for at forfølge deres målsætninger.

De nye instrumenter i ECB's pengepolitik omfatter:

- *Adgang for banker til at låne efter behov* mod sikkerhed til en fast rente
- *Fastsætte negative renter* som tilskynder banker til billige udlån til kunder
- *Adgang for banker til langfristede lån* til en favorabel rente på betingelse af, at banken videreudlåner til husholdninger og virksomheder (TLTROs: targeted longer-term refinancing operations)
- *Køb af finansielle fordringer* udstedt af både private og offentlige låntagere (OMO)
- *Annoncere tydeligt om ECB's planlagte fremtidige pengepolitik* ("forward guidance")

Centralbankens køb af obligationer i markedet (OMO)

Et af ECB's supplerende instrumenter er køb af finansielle fordringer i markedet, som også kaldes markedsoperationer, Open Market Operations (OMO). Markedsoperationer er et pengepolitisk instrument, hvor centralbanken køber og sælger obligationer i markedet for at regulere likviditeten (pengemængden) i økonomien.

Markedsoperationer er et klassisk instrument i pengepolitikken. Det har ofte været brugt af centralbanker, også i Danmark tilbage i 1960'erne, hvor Nationalbanken havde en målsætning om at påvirke den lange obligationsrente, byggerenten, og foretog støtteopkøb i markedet.

ECB's ordinære markedsoperationer består af ugentlige likviditetsforøgende operationer i euro (main refinancing operations, MROs) og 3-måneders likviditetsforøgende operationer i euro (longer-term refinancing operations, LTROs). Desuden har ECB de senere år udført ekstraordinære langfristede refinansieringsoperationer med løbetider på op til fire år i euro og i US dollar. Disse har været foretaget under flere programmer: en serie opkøb i 2020 under pandemien (PELTROs: pandemic emergency longer-term refinancing operations), de ovenfor omtalte TLTROs, der er kredit målrettet bankerne til brug for videreudlån, APP, asset purchase

programme, som er direkte opkøb af cirkulerende finansielle fordringer og PEPP – pandemic emergency purchase programme, som blev iværksat som et speciel støtteprogram i forbindelse med coronaepidemien i 2020 med en ramme på 1,85 trillion euro. Nettoopkøb under APP og PEPP er ophørt i henholdsvis juli og april 2022. Et særligt program er ECB's Outright Monetary Transactions (OTM), som er opkøb i det sekundære marked, under visse betingelser, af obligationer udstedt af medlemsstater i eurozonen.

Quantitative Easing (QE)

Quantitative Easing er betegnelsen på en generel strategi, der sigter på at sænke lånerenten og renten på fordringer af varierende løbetid for at fremme væksten i en økonomi. Quantitative Easing kan anvende flere instrumenter, herunder markedsoperationer, og har altså sigte på en lempelse (easing) af pengepolitikken.

ECB bruger QE til at styre rentesatser, regulere mængden af likviditet i det finansielle system og til at signalere den pengepolitiske tilstand. Signalet til markedet om at centralbanken var villig til at fortsætte med at købe fordringer i markedet for at holde renten i økonomien lav og stimulere væksten i samfundet, betød meget for forventningsdannelsen hos markedsdeltagerne og bidrog til at undgå, at en alvorlig krise kunne have udviklet sig til egentlig panik.

Fordele ved QE

Centralbanken har mulighed for at "lade pengepressen gå" og med nyudstedte penge købe fordringer i markedet, fx statsobligationer eller privat udstedte obligationer og aktier. Derved øges kassebeholdningen i finansielle institutioner, som kan bruge pengene til at låne ud eller selv købe aktiver. Tilførslen af kontanter sikrer, at banker ikke kommer i likviditetsproblemer, fx på grund af problemer med at refinansiere deres gæld.

Desuden vil de store opkøb af obligationer i markedet øge obligationskurserne, så den effektive rente mindskes, og det bliver billigere at låne. Det giver incitament for husholdninger og virksomheder til at optage lån og dermed øge forbrug og investeringer. Rentefaldet på obligationer kan få markedsdeltagere til at investere i aktiver med højere afkast, fx aktier.

Endelig vil opkøbene som nævnt øge tilliden i markedet til fremtiden. Øget låntagning, aktiekøb og lyst til at sætte aktiviteter i gang bidrager til at stimulere økonomien.

Risici ved QE

Den største risiko ved centralbankens opkøb af fordringer er, at den store tilførsel af ny likviditet kan skabe inflation. En stærkt stigende likviditet i forhold til en given produktion af reale goder i økonomien har i flere tilfælde historisk været årsag til en voldsomt stigende

inflation. Det er fx sket i forbindelse med staters finansiering af krig ved hjælp af nye penge (monetær finansiering).

Der eksisterer også en risiko for, at den store likviditet kan forårsage prisbobler på udvalgte aktiver, fx obligationer og aktier og ejendomsmarkedet. Spekulative transaktioner kan være medvirkende til selvforstærkende prisstigninger.

Endelig er centralbankens opkøb blevet kritiseret for at skabe større indkomstulighed. Dette er begrundet i, at den lave rente vil være til størst fordel for de markedsdeltagere, som er i stand til at udnytte kursstigningerne på de aktiver, der opkøbes. Den lave rente vil generelt være til mere gavn for låntagere end for personer med opsparing og for investorer frem for folk, der ikke handler værdipapirer og aktier.

Konklusion

Blandt fagfolk er der ikke enighed om effektiviteten af brugen af QE. Foreløbig må det konstateres, at der er tilført de internationale finansielle markeder enorme mængder af ny likviditet fra en række centralbanker. Udover ECB har også den amerikanske Federal Reserve Bank, Bank of England og Bank of Japan anvendt strategien. Forudsætningerne for brugen heraf er dog ændret i starten af 2022 på grund af krigen i Ukraine og de voldsomt stigende energi- og fødevarepriser.

Coronapandemien 2020

Coronapandemien havde sit udspring i Kina og ramte Europa omkring årsskiftet 2020. Da epidemien i mange lande blev håndteret ved omfattende og hidtil usete nedlukninger af samfundet, blev virkningerne på økonomierne meget alvorlige i form af produktionstab og fald i beskæftigelsen. I Danmark blev den første nedlukning annonceret i marts 2020 og kom til at vare flere måneder. Efter en pause i sommeren og efteråret kom en ny nedlukning i slutningen af 2020, som varede til foråret 2021. Det blev udviklingen af nye vacciner og omfattende vaccinationsprogrammer for befolkningen, der gjorde at Danmark kunne løfte restriktionerne først på sommeren 2021.

Finanspolitiske pakker i Danmark og EU

EU vedtog i februar 2021 den såkaldte genopretnings- og resiliensfacilitet, som yder tilskud og lån til støtte for reformer og investeringer i EU-landene til en samlet værdi af 723,8 mia. euro. Genopretningspakken hjælper EU med at nå sit mål om klimaneutralitet i 2050, bane vejen for den digitale omstilling og skabe jobs og vækst. Den finansierer reformer og investeringer i medlemslandene fra pandemiens start i februar 2020 til den 31. december 2026. Faciliteten er

en del af initiativet NextGenerationEU, som er et midlertidigt instrument til fremme af genopretningen i Europa efter pandemien med et budget på mere end 800 mia.kr .

I Danmark blev tidligt vedtaget en række hjælpepakker til erhvervsvirksomheder, selvstændigt erhvervsdrivende og lønmodtagere. Erhvervsministeriet stod for administrationen af disse pakker, hvoraf de første åbnede i marts 2020. Et år senere var der udbetalt over 30 mia.kr. i kompensation til virksomheder og lønmodtagere, og ca. 400.000 havde fået hjælp til at komme igennem krisen. Den hurtige hjælp til erhvervslivet betød, at Danmark kom hurtigere over krisen i forhold til andre lande.

Pengepolitiske tiltag

Som nævnt ovenfor blev EU's opkøb af værdipapirer udvidet under pandemien, samtidig med at de pengepolitiske renter blev fastholdt på 0 og under 0 for indlånsrenten.

Ny pengepolitisk udfordring fra høj inflation 2022

Efter en lang periode med lave og negative renter efter finanskrisen og under pandemien forhøjede ECB i juli 2022 de tre pengepolitiske renter med 0,50 procentpoint. Renten på indlånsfaciliteten kom op på 0 pct. og ud af den negative zone. Renteforhøjelsen kan ses som det første skridt i normaliseringen af den pengepolitiske rente og blev suppleret af godkendelse af et nyt instrument til beskyttelse af den pengepolitiske transmission, TPI (Transmission Protection Instrument). Dette instrument består af opkøb af obligationer i markedet (likviditetstilførsel), som tjener til at understøtte den effektive transmission af pengepolitikken og gøre opfyldelsen af målsætningen om 2 pct.s inflation på mellemlang sigt mere effektiv.

Renteforhøjelserne blev foretaget i lyset af ECB's vurdering af en øget risiko for voksende inflation som følge af stigende energi- og fødevarepriser. Flere faktorer lå bag prisstigningerne: krigen i Ukraine, efterspørgselsstigning efter pandemien og flaskehalse i transportsektoren.

ECB vedtog en yderligere renteforhøjelse i starten af september 2022, denne gang en forhøjelse af de tre officielle renter med 0,75 procentpoints. Stigningen blev begrundet med en overgang til et renteniveau, som vil sikre, at inflationen vender tilbage til 2 pct.s målet på mellemlang sigt. ECB annoncerede flere renteforhøjelser fremover for at dæmpe efterspørgslen og som et værn mod risikoen for, at der sker et vedvarende opadgående skift i inflationsforventningerne.

Endnu en renteforhøjelse med 0,75 procentpoints blev annonceret af ECB d. 27.10 2022. Forhøjelsen skulle ses som et yderligere skridt til at gøre pengepolitikken mindre lempelig og for at sikre, at inflationen vender rettidigt tilbage til 2 pct.-målet på mellemlangt sigt. Renten ved de primære markedsoperationer, på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten er

herefter fra 2. november 2022 henholdsvis 2,00 pct., 2,25 pct. og 1,50 pct. Samtidig vedtog ECB at skærpe vilkårene for de målrettede langfristede markedsoperationer TLTROs.

Nationalbanken fulgte ECB i de tre renteforhøjelser. Ved renteforhøjelserne i juni og september satte Nationalbanken renten op med samme forhøjelse som ECB. Ved renteforhøjelsen i oktober nøjedes nationalbanken med en renteforhøjelse på 0,60 procentpoints på foliorenten, renten på indskudsbeviser, renten på udlån og diskontoen. Udvidelsen af rentespændet til euroområdet skete på baggrund af Nationalbankens køb af valuta i markedet, dvs. at DKK har ligget stærkt i forhold til euroen.

Kommentar til indholdet? Skriv til redaktionen

Modelanalyse af penge- og finanspolitik

Aa

Sidens indhold

- Samlet efterspørgsel
- Ligevægtsnationalindkomsten

Formålet med dette afsnit er at vise, hvordan man kan foretage beregninger af penge- og finanspolitikkens virkninger ved hjælp af Keynes-modellen. I forhold til modellen i kapitel 7, udvides modellen nu med en rentevariabel, der antages at have betydning for husholdningernes forbrug og for de private investeringer. Renten forudsættes at være bestemt af pengepolitikken.

Følgende symboler vil blive benyttet:

- Samlet efterspørgsel efter indenlandsk produktion: SE
- Nationalindkomst, BNP, real BNP: Y
- Private forbrugsudgifter: C
- Basisforbrug: C_0
- Marginal forbrugskvote: c
- Skatter: T
- Marginal skattekvote: t
- Indkomstoverførsler: $R = R_0$
- Disponibel nationalindkomst: Y_D
- Private investeringer: I
- Offentligt forbrug og investeringer: $G = G_0$
- Eksport af varer og tjenester: $X = X_0$
- Import af varer og tjenester: IM
- Basisimport: IM_0

Marginal importkvote: im

Autonom/Eksogen efterspørgsel: A

Renteniveau: r

Samlet efterspørgsel

Den samlede efterspørgsel efter indenlandsk produktion er summen af planlagte udgifter til privat forbrug (C), private investeringer (I), offentligt forbrug og investeringer (G) samt eksport af varer og tjenester (X) fratrukket planlagt import (IM):

$SE = C + I + G + X - IM$

Forbrugsfunktion

Det private forbrug (C) afhænger nu af den disponible nationalindkomst (Y_D) på følgende måde:

$C = C_0 + c \cdot Y_D - d \cdot r$

I forhold til den forbrugsfunktion, der blev anvendt i kapitel 7, indgår nu et renteafhængigt led $- d \cdot r$. Minustegnet antyder, at renten påvirker forbruget negativt og konstanten d udtrykker, hvor kraftigt forbruget påvirkes af renteændringer.

Den disponible nationalindkomst (Y_D) er defineret som på side 193, og forbrugsfunktionen kan derfor omskrives til

$C = C_0 + cR_0 - cT_0 + c(1 - t)Y - d \cdot r$

Herved er forbruget udtrykt som en funktion af nationalindkomsten og renten.

Investeringsfunktion

De private investeringer antages nu at afhænge af renteniveauet. En lavere rente formodes at gøre virksomhederne mere villige til at foretage nyinvesteringer, idet omkostningerne ved at finansiere investeringerne mindskes.

$I = I_0 - b \cdot r$

Ligningen udtrykker, at de private virksomheders investeringer (I) afhænger af renteniveauet (r). Minustegnet antyder, at renten påvirker investeringerne negativt, og konstanten b udtrykker, hvor kraftigt forbruget påvirkes af renteændringer, dvs. investeringernes rentefølsomhed.

Samlet efterspørgselsfunktion

Eksport og importfunktionerne er de samme som i kapitel 7. Sættes disse og ovenstående udtryk ind i udtrykket for den samlede efterspørgsel, fås

$SE = C + I + G + X – IM$

$SE = C_0 + cR_0 – cT_0 + c(1 – t)Y – d·r + I_0 – b·r + G_0 + X_0 – IM_0 – imY$

der trækkes sammen til

$SE = C_0 + cR_0 – cT_0 + I_0 + G_0 + X_0 – IM_0 + c(1 – t)Y – imY – d·r – b·r$

eller

$SE = A + (c(1 – t) - im)Y – (d+b)·r$

hvor $A = C_0 + cR_0 – cT_0 + I_0 + G_0 + X_0 – IM_0$ er summen af alle modellens indkomst- og renteuafhængige efterspørgselselementer.

Der antages nu at gælde følgende talværdier:

$C_0 = 400$, $R_0 = 0$, $T_0 = 0$, $I_0 = 400$, $G_0 = 400$, $X_0 = 400$, $IM_0 = 100$, $c = 0,75$,$t = 0,2$, $im = 0,2$, $r = 4$, $d = 25$ og $b = 50$.

Det betyder, at:

$A = C_0 + cR_0 – cT_0 + I_0 + G_0 + X_0 – IM_0 = 400 + 0 – 0 + 400 + 400 + 400 - 100 = 1500$

og den samlede efterspørgselsfunktion kan derfor udtrykkes ved:

$SE = A + (c(1 – t) – im)Y – (d+b)r = 1500 + (0,75(1 – 0,2) – 0,2)Y – (25+50)·4$

eller

$SE = 1500 + (0,75(0,8) – 0,2)Y – 75·4 = 1200 + (0,6 – 0,2)Y$

eller

$SE = 1200 + 0,4Y$

Ligevægtsnationalindkomsten

Ligevægtsnationalindkomsten findes der, hvor nationalindkomsten (Y) netop passer til den samlede efterspørgsel (SE). For at finde den, sættes udtrykket for SE ($SE = 1200 + 0,4Y$) ind i ligevægtsbetingelsen:

Y = SE

Y = 1200 + 0,4Y

Herefter kan Y udregnes til:

Y – 0,4Y = 1200

0,6Y = 1200

$$Y = \frac{1}{0{,}6} \cdot 1200 = 1{,}667 \cdot 1200 = 2000$$

Modellen skal nu anvendes til at analysere, hvad der sker, hvis der gennemføres en ekspansiv konjunkturpolitik og undersøge, hvilken forskel det gør, om der føres finanspolitik eller pengepolitik.

Ekspansiv konjunkturpolitik I. Finanspolitik

Modellen skal nu vise resultatet af en forøgelse af de offentlige udgifter G med 30. Forøgelsen af G med 30 vil ændre SE-udtrykket til SE = 1230 + 0,4Y.

Sat ind i ligevægtsbetingelsen fås:

Y = SE

Y = 1230 + 0,4Y

Herefter kan Y udregnes til:

Y – 0,4Y = 1230

0,6Y = 1230

$$Y = \frac{1}{0{,}6} \cdot 1230 = 1{,}667 \cdot 1230 = 2050$$

Ligevægtsnationalindkomsten er blevet forøget med 50 fra 2000 til 2050.

Ekspansiv konjunkturpolitik II. Pengepolitik

I stedet for at føre ekspansiv finanspolitik kan der vælges en ekspansiv pengepolitik i form af en nedsættelse af renten. Antag, at renten sænkes fra 4 til 3,6. Rentesænkningen vil få forbrugsfunktionen til at ændre sig fra

$$\begin{aligned} C &= C_0 + cR_0 - cT_0 + c(1-t)Y - d \cdot r \\ &= 400 + 0{,}75 \cdot 0 - 0{,}75 \cdot 0 + 0{,}75(1-0{,}2)Y - 25 \cdot 4 \\ &= 400 + 0{,}6 \cdot Y - 100 \\ &= 300 + 0{,}6 \cdot Y \end{aligned}$$

til

$$\begin{aligned} C &= C_0 + cR_0 - cT_0 + c(1-t)Y - d \cdot r \\ &= 400 + 0{,}75 \cdot 0 - 0{,}75 \cdot 0 + 0{,}75(1-0{,}2)Y - 25 \cdot 3{,}6 \\ &= 400 + 0{,}6 \cdot Y - 90 \\ &= 310 + 0{,}6 \cdot Y \end{aligned}$$

Investeringerne vil tilsvarende ændre sig fra

$I = I_0 - b \cdot r = 400 - 50 \cdot 4 = 200$

til

$I = I_0 - b \cdot r = 400 - 50 \cdot 3{,}6 = 220$

Ændringerne betyder, at forbrugets bidrag til SE vil øges med 10, og investeringernes bidrag til SE vil øges med 20. Det betyder, at SE i alt vil øges med 30 fra SE = 1200 + 0,4Y til SE = 1230 + 0,4Y. Dette udtryk er det samme som ved den ekspansive finanspolitik, og det ender med samme forøgelse af ligevægtsnationalindkomsten fra 2000 til 2050.

Sammenligning af finanspolitik og pengepolitik

Selvom en forøgelse af G på 30 giver samme forøgelse af nationalindkomsten som en rentenedsættelse på 0,4, er det ikke uden forskel, om man fører finanspolitik eller pengepolitik. Det kan ses ved at beregne værdier for modellens vigtigste størrelser. Resultaterne er vist i tabel 8.6.

	Udgangspunkt	**Ekspansiv finanspolitik**	**Ekspans**
	G = 400 r = 4	**G = 430 r = 4**	**G =**
Nationalindkomst (Y)	2000	2050	
Privat forbrug (C)	1500	1530	
Private investeringer (I)	200	200	
Offentlige udgifter (G+R)	400	430	
Skatter (T)	400	410	
Offentlig saldo (T–G–R)	0	-20	
Eksport (X)	400	400	
Import (IM)	500	510	

Betalingsbalance (X–M)	-100	-110	

Tabel 8.6 **Sammenligning af finanspolitik og pengepolitik**

Af tabellen kan ses, at der ikke er forskel mellem finanspolitik og pengepolitik i modellens beregnede virkninger på import og betalingsbalance. Derimod kan det ses, at den ekspansive pengepolitik øger den private del af efterspørgslen (C og I), mens den ekspansive finanspolitik har forøget de offentlige udgifter (G). Det er dog som tidligere nævnt også muligt at føre ekspansiv finanspolitik gennem skattelettelser. Det vil øge det private forbrug snarere end de offentlige udgifter. Men både forøgelser af offentlige udgifter og skattenedsættelser vil i modellen forringe den offentlige saldo, mens den ekspansive pengepolitik ses at give en forbedring af den offentlige saldo.

Svar til kapitlets spørgsmål

Spørgsmål 1:

Virkning på beskæftigelsen: $3 \cdot (-0{,}5) + 2 \cdot 5{,}4 + 1 \cdot 0{,}5 = 9{,}8$

Det vil sige, at beskæftigelsen beregnes til at øges med 9800 personer

Spørgsmål 2:
Fra 1990-1996 og fra 2002-2003 er den strukturelle saldo bedre end den faktiske saldo. Det tyder på lavkonjunktur.

Fra 1996-2002 og fra 2004-2008 er den faktiske saldo bedre end den strukturelle saldo. Det tyder på højkonjunktur.

Fra 2009-2016 er den strukturelle saldo bedre end den faktiske saldo. Det tyder på lavkonjunktur. Som nævnt side 210 er den faktiske saldo i 2014 påvirket af ekstraordinære indtægter fra omlægning af kapitalpensioner.

Fra 2017 er den faktiske saldo bedre end den strukturelle saldo. Det tyder på højkonjunktur.

Hovedpunkter i kapitel 8

Redegør for eller svar på følgende:

- Mål og midler i finanspolitikken.

- Finanspolitiske multiplikatorer.
- Aktiv finanspolitik og automatisk finansreaktion.
- Finanseffekt og strukturel offentlig saldo.
- Hvad forstås ved finanspolitisk holdbarhed?
- Pengepolitiske mål og midler.
- Pengepolitik ved faste og flydende valutakurser.
- Hvad er den pengepolitiske transmissionsmekanisme?
- Konjunkturpolitikkens muligheder og begrænsninger.
- Nye metoder i konjunkturpolitikken.

Kommentar til indholdet? Skriv til redaktionen

← Forrige

Næste