

**Samspel mellan
finans- och penningpolitik i
Norden**

**Rapport framtagen på uppdrag av
Nordiska ministerrådet**

**Utkast
Oktober 2007**

Förord

Island föreslog i sitt ordförandeskapsprogram år 2004 att man skulle utarbeta en gemensam nordisk rapport om samspel mellan finans- och penningpolitik i Norden. Tanken bakom detta projekt var att bidra till ett bättre beslutsunderlag i den ekonomiska politiken med en genomgång av erfarenheter i de nordiska länder och andra länder. Nordiska ämbetsmannakommittén för ekonomi och finanspolitik godkände den 14. april 2004 mandatet för arbetsgruppen.

Rapporten har huvudsakligen utarbetats av representanter från nordiska finansdepartementen som har bestått av Jacob Vastrup, Morten Hessner och Finn Jensen, Danmark, Marketta Henriksson och Marja Tuovinen, Finland, Benedikt Valsson och Dórothea Jóhannsdóttir, Island, Erik Storm och Knut Moum, Norge och Yngve Lindh, Sverige. Arbetsgruppens sekreterare har varit Dórothea Jóhannsdóttir, finansdepartementet, Island.

Två akademiker, Matthias Erlandsson, Göteborgs Universitet och Steinar Holden, Universitet i Oslo, gav presentationer och diskuterade med arbetsgruppen. Enligt en överenskommelse med arbetsgruppen utarbetade Torben M. Andersen, Aarhus Universitet och Steinar Holden en skriftlig översikt över den forskningsrelaterade litteraturen om samspelet mellan finans- och penningpolitiken i små öppna ekonomier som medföljer som en bilaga i denna rapport.

Innehållsförteckning

Innehållsförteckning.....	2
1. Sammanfattning	4
2. Stabiliseringspolitiska ramverk och koordinering av finans- och penningpolitik i Norden: Förändring av ramverk – penningpolitikens utökade roll.....	7
2.1 Inledning.....	7
2.2 Diskussionen om stabiliseringspolitiken.....	7
2.3 Betydelsen av penningpolitisk regim	11
2.4 Ramverk för finanspolitiken	17
2.5 Mål och normer för finanspolitiken i de enskilda länderna	18
3. Koordineringen av finans- och penningpolitik.....	21
3.1 Olika förutsättningar.....	21
3.2 Samordningen av stabiliseringspolitiken	22
3.3 Det stabiliseringspolitiska samspelet. Vad säger litteraturen?.....	23
3.4 Koordinering med rörlig växelkurs	23
3.5 Koordinering i valutaunionen.	24
3.6 Samordning med fast växelkurs	25
3.7 Sammanfattning av påverkan mellan penning- och finanspolitiken	26
4. Finanspolitikens effekter och tidsfördröjningar	27
4.1 Inledning.....	27
4.2 Finanspolitiken stabiliseringeffekter	27
4.3 Några observationer	29
4.4 En generell slutsats	31
5. Om behovet for symmetri i den konjunkturregulerende økonomiske politik.....	33
5.1 Inledning.....	33
5.2 De automatiske stabilisatorer.....	33
5.3 Symmetri og forebyggelse af overophedning	34
5.4 Hensynet til langsigtede politikvirkninger	35
5.5 Symmetri og løndannelsen	36
5.6 Symmetri og pengepolitikken.....	36
6 Automatiske stabilisatorer	38
6.1 Innledning.....	38
6.2 Hvorfor stabilisere den økonomiske utviklingen?	38
6.3 Hvorfor bruke automatiske stabilisatorer	39
6.4 Hvordan virker de automatiske stabilisatorene?	40
6.5 Empiriske resultater av automatiske stabilisatorer	40
6.6 Automatiske stabilisatorer og permanente sjokk	41
6.7 Automatiske stabilisatorer og budsjettregler	41
6.8 Kan inflasjonsmål for pengepolitikken gjøre behovet for automatiske stabilisatorer mindre?	42
7. Penningpolitikens effekter	43
7.1 Inledning.....	43

7.2 Penningpolitiska ramverk	43
7.3 Penningpolitikens effekter på ekonomin	44
7.4 Empiriska undersökningar	45
8. Den makroekonomiska utvecklingen i Norden	47
8.1 Danmark	47
8.2 Finland	52
8.3 Island	61
8.4 Norge	64
8.5 Sverige	68
9. Informationsutbyte och samarbete mellan finans-departementen och centralbanker i enstaka nordiska länder	75
9.1 Finland	75
9.2 Island	76
9.3 Norge	76
9.4 Sverige	78
Bilaga	79
Fiscal and Monetary Policy Interaction in Small Open Economies	79

1. Sammanfattning

Syftet med denna rapport är att beskriva penning- och finanspolitiken och deras samspel i de nordiska länderna de senaste decennierna och analysera politikens effekter på den makroekonomiska utvecklingen. Detta har inneburit ett behov att kartlägga de institutionella förändringarna i de penning- och finanspolitiska ramverken och också en utarbete en analys som tar hänsyn till de skilda regimerna i de fem nordiska länderna när det gäller växelkurssystem, medlemskap i EU resp. i valutaunionen. En del av projektet har varit att sammanfatta kunskapsläget om finans- och penningpolitikens effekter på produktion (BNP) och inflation och att behandla de automatiska/halvautomatiska stabilisatorernas roll samt behovet för symmetri i stabiliseringspolitiken. De frågor som har behandlas har varit:

- Vad låg bakom de institutionella förändringarna?
- Vilken är rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik i den rådande ekonomisk politisk uppsättningen med oberoende centralbanker?
- Vilken är relationen mellan stabiliserings- och strukturpolitik?
- Vad menar vi med samspel mellan finans- och penningpolitik – "policy coordination" eller "policy mix" eller något annat?
- Vilka är effekterna av finans- och penningpolitik? Tidsfördröjningarna? Vad vet vi empiriskt?
- Hur fungerar de automatiska stabilisatorerna i relation till de finanspolitiska målen för det finansiella sparandet och utgiftstak?

I avsnitt två diskuteras den grundläggande frågan om behovet av konjunkturstabiliserande politik. Argumenten för att bedriva stabiliseringspolitik har oftast att göra med värlfärdsvinster av att utjämna fluktuationerna i produktion och sysselsättning över konjunkturcykeln. Därmed undviks också utslagning på arbetsmarknaden, en avgörande orsak till ojämn inkomstfördelning. Det är emellertid omdiskuterat hur starka dessa effekter kan vara. I de nordiska länderna tycks konjunkturstabiliserande politik spela en viktig roll i Norge och Sverige, samtidigt som politiken inriktas mot utbudsfrämjande reformer. Däremot förefaller man i Finland tona ned behovet konjunktur-stabiliserande politik. Där är finanspolitiken helt inriktad mot tillväxt och hög sysselsättning på längre sikt. Avsnittet fortsätter med en genomgång av de teoretiska och praktiska argumenten för att huvudansvaret för stabiliseringspolitiken läggs på penningpolitiken och särskilt då i länder med rörlig växelkurs som Island, Norge och Sverige. Därefter följer en genomgång av de förändringar av penningpolitikens ställning och mål som genomförts i de fem nordiska länderna. Parallellt med att centralbankernas oberoende ställning har stärkts och att målet om prisstabilitet har förankrats, har motsvarande förändringar skett vad gäller finanspolitikens mål och normer. Avsnittet avslutas med en genomgång av de förändringar av de finanspolitiska ramverken som har genomförts i de fem länderna.

I de nordiska länderna skiljer sig förutsättningarna för koordineringen av stabiliseringspolitiken åt beroende på växelkurssystem och på det enskilda landets ställning i förhållande till Europeiska unionen och EU:s valutaunion. I avsnitt tre beskrivs dessa förutsättningar och diskuteras samordningen och samspelet mellan finans- och penningpolitik i de fem nordiska länderna. Avsnittet bygger i stor utsträckning på analysen och genomgången av den aktuella akademiska litteraturen på området i Torben Andersens och Steinar Holdens bilaga till rapporten "Fiscal and Monetary Policy Interaction in small Open Economies". Den nuvarande samordningen av finans- och penningpolitik i system med rörlig

växelkurs kan beskrivas som en implicit samordning i vilken penning- och finanspolitiken oberoende av varandra använder sina instrument för att nå angivna mål. En central slutsats är att det i ett sådant system är av stor vikt att informationen om politiken och de förutsättningar den bygger på är öppen och transparent. I ett system med fast växelkurs som i Danmark kan finanspolitiken riktas mot andra mål än stabilisering om störningarna till ekonomin är små, men vid större störningar är det viktigt att finanspolitiken används för att bibehålla den fasta växelkursens trovärdighet.

I avsnitt fyra görs en genomgång av kunskapsläget om finanspolitikens effekter. En sammanfattning av den aktuella empiriska litteraturen visar att i genomsnitt är multiplikatoreffekternas riktning de förväntade av förändringar i olika skatte- och utgiftsinstrument, men effekterna är svagare än vad som angavs i äldre litteratur. Effekternas storlek är också bland annat beroende av graden av trovärdighet för den ekonomiska politiken, av graden av ekonomiernas öppenhet och av rådande växelkursregim. En tolkning av det senare är att stabiliseringspolitiska åtgärder med skatter och olika utgiftsslag bör ha större stabiliseringspolitisk effekt i Danmark och Finland än i Island, Norge och Sverige.

I kapitel fem diskuteras hvorledes en stabil samfundsøkonomisk udvikling i form af stabil inflations- og beskæftigelses/ledighedsudvikling er i sagens natur som udgangspunkt at foretrække frem for en udvikling med større udsving i inflation og ledighed (omkring det samme langsigtede niveau). Det vil danne basis for at føre konjunkturudjævnende symmetrisk økonomisk politik. I afsnit seks diskuteres de automatiske stabilisatores rolle i den økonomiske politik. Disse er mekanismer som bidrar til å dempe konjunktursvingninger uten eksplisitte vedtak om å endre inntekter eller utgifter. I perioder med sterk vekst i økonomien vil skatte- og avgiftsinntektene også vokse (og ofte sterkere enn veksten i nominelt BNP dersom skattesystemet er progressivt) og utgiftene til arbeidsledighetsstønader vil avta. Dette bidrar til å redusere inntektsveksten for husholdningene, og dermed reduseres veksten i samlet etterspørsel. Omvendt vil veksten skatte- og avgiftsinntektene i perioder med svak aktivitetsvekst være svakere, og det bidrar til å holde samlet etterspørsel oppe.

I avsnitt syv diskuteras penningpolitikens effekter. Under de senaste två decennierna har många centralbanker fått en ledande roll för att upprätthålla prisstabiliteten. Ramverket i många länder baseras på ett klart och explicit inflationsmål med rörlig växelkurs. Det medför att centralbankerna kan förklara penningpolitikens mål på sådana sätt att det blir väl begripligt och trovärdigt för allmänheten. Att målet är transparent bidrar till bättre förståelse och förutsägbarhet och därmed sannolikt till ökad trovärdighet. Penningpolitiken påverkar inte priser direkt utan via efterfrågan och produktion av varor och tjänster och därmed via resursutnyttjandet i ekonomin. Denna process benämns transmissionsmekanismen och beskriver hur en förändring i styrräntan påverkar andra räntor i ekonomin och växelkursen och hur sedan den aggregerade efterfrågan slutligen påverkar inflationen. Den tid det tar för ett penningpolitiskt beslut att få effekt genom transmissionsmekanismen är osäker men antas ofta ligga mellan ett till två år. Penningpolitikens transmissionskanaler delas huvudsakligen in i räntekanalerna, växelkurskanalen, och kreditkanalen.

I kapitel otte beskrives den økonomiske politik og udvikling i de nordiske lande gennem de sidste 25 år. I kapitel ni beskrives de regler som gælder om informationsudbytte og samarbejde mellem finansdepartementer og centralbanker i de nordiske lande.

2. Stabiliseringspolitiska ramverk och koordinering av finans- och penningpolitik i Norden: Förändring av ramverk – penningpolitikens utökade roll

2.1 Inledning

I de nordiska länderna, liksom i många andra länder, har penningpolitiken det senaste decenniet givits ett ökat ansvar för stabiliseringspolitiken. Samtidigt har finanspolitiken i stor utsträckning inriktats mot strukturpolitiska åtgärder. En viss förskjutning har också skett när det gäller politikens inriktning från ett kortsiktigt till ett mer medelfristigt perspektiv. Stabila priser och sunda offentliga finanser anses bidra till högre ekonomisk effektivitet och stabil ekonomisk tillväxt.

Bakgrunden till dessa förändringar går att finna i erfarenheterna från 1970- och 1980-talen. Den ekonomiska utvecklingen kännetecknades av svag tillväxt, hög inflation och i flera av de nordiska länderna försvagades växelkursen långsiktigt mot viktiga handelspartners valutor. Den då förda stabiliseringspolitiken sågs som en av orsakerna bakom utvecklingen. Politiken var i allmänhet kortsiktigt inriktad och, trots upprepade försök, var det svårt att uppnå trovärdigheten för låg och stabil inflation. Möjligheterna att med finanspolitiken bedriva konjunktur-stabiliserade politik ifrågasattes allt mer.

Den akademiska forskningen bidrog till att klargöra de mekanismer som låg bakom dessa svårigheter. Fördjupade insikterna om förväntningarnas roll för den ekonomiska politikens trovärdighet presenterades. I det sammanhanget analyserades särskilt det så kallade *tidsinkonsistensproblemet*. Därutöver diskuterades sådana fenomen som *valcykler* och betydelsen av demokratiers olika styrelsesätt för ekonomins och de offentliga finansernas utveckling.

Forskarvärldens råd för en bättre fungerande stabiliseringspolitik var att penningpolitiken bör delegeras till en självständig centralbank med uppdraget att uppnå prisstabilitet. Samtidigt bör finanspolitiken inriktas mot medelfristiga mål för det offentliga sparandet och därutöver i huvudsak inriktas mot att förbättra ekonomiernas funktionssätt.

Detta avsnitt inleds i 2.2 med en diskussion av den grundläggande frågan om behovet av konjunktur-stabiliserade politik och hur synen på avvägningen mellan stabiliseringspolitik och strukturpolitik har uttryckts av regeringarna i de nordiska länderna. I avsnitt 2.3 diskuteras orsakerna till varför penningpolitiken har givits en starkare stabiliseringspolitisk roll och hur detta formellt har implementerats i de nordiska länderna. I 2.4 redogörs för förändringarna i ländernas finanspolitiska ramverk.

2.2 Diskussionen om stabiliseringspolitiken.

Stabiliseringspolitikens syfte är att utjämna fluktuationerna i produktion och sysselsättning över konjunkturcykeln. I vilken mån stabiliseringspolitik bidrar till en starkare ekonomisk utveckling på sikt och till högre individuell välfärd är emellertid en omdiskuterad fråga. Detta avspeglar sig i viss mån i riktlinjerna för den ekonomiska politiken i de nordiska länderna. I det följande anges argument *för* och *emot* aktiv stabiliseringspolitik och principerna för stabiliseringspolitiken i de fem länderna.

Argument för konjunkturstabiliserande politik

Synen på behovet av att stabilisera konjunkturen varierar. Å ena sidan är ett synsätt att stora variationer i produktion och sysselsättning ger välfärdsförluster för medborgarna. En jämn och förutsägbar inkomstutveckling är att föredra framför stora svängningar. Åtminstone har delar av befolkningen inte möjlighet till konsumtionsutjämning med hjälp av kreditmarknaden. Empiriska resultat för Sverige tyder på att andelen hushåll vars konsumtion är nära relaterad till utvecklingen av de disponibla inkomsterna kan uppgå till 10-25 procent.¹ Sannolikt är förhållandena likartade i övriga nordiska länder. Konjunkturberoende inkomstförsäkringar och åtgärder i statsbudgetarna kan därför enligt detta synsätt ses som försäkringar mot inkomstvariationer.

Ett andra motiv är att riskerna för enskilda individer vid stora variationer i arbetslösheten är ojämnt fördelade och t.ex. beroende av individernas olika utbildningsnivå. Det kan påverka graden långsiktig utslagning på arbetsmarknaden. Belägg för sådana effekter finns i flera av de nordiska länderna. Enligt beräkningar i det finska finansdepartementet minskar sannolikheten för sysselsättning snabbt med arbetslöshetens längd. Under de tre första månaderna lyckas 50 % hitta sysselsättning, men efter tre till sex månaders arbetslöshet är det endast 20 %. Studier av Røed för Norge och övriga OECD-länder pekar i samma riktning. Detta motiverar således konjunkturutjämnande politik ur ett fördelningspolitiskt perspektiv.

De individrelaterade argumenten förs på makroplanet upp till ett behov att stabilisera konjunkturförloppet, sett över hela konjunkturcykeln, för att undgå perioder med hög arbetslöshet å ena sidan och överhettning å den andra. Överhettningperioder kan bli mycket kostsamma i form av därpå följande hög arbetslöshet. Det gäller inte minst om löneinflationen biter sig fast och är svår att bryta, eller om det finns ett behov av finanspolitisk konsolidering på grund av en låg sparbenägenhet i den privata sektorn. Anpassningen tillbaka till låg och stabil inflation kan leda till en period med ekonomisk stagnation som bland annat kännetecknas av svag sysselsättning. Anpassningskostnaderna blir förhållandevis stora, om löneökningarna lättare och/eller snabbare byggs upp än de dämpas.²

En konjunkturstabiliserande politik har således som utgångspunkt inte enbart att motverka konjunkturedgångar men också att förhindra överhettningstendenser i ekonomin. Betydelsen av att hindra överhettningstendenser är viktig. Makroekonomiska obalanser byggs lätt upp men kan vara kostsamma att avveckla.

Hur har konjunktursvängningarna utvecklats i ett längre perspektiv? Erfarenheter från USA visar att produktionens varians har minskat de senaste decennierna. Recessionerna är mindre djupa och konjunkturuppgångarna längre än tidigare. Hushållens konsumtion växer också

¹ Studier för Sverige är Agell, Berg och Edin (1995) och Agell och Berg (1995). Se också sammanfattande resonemang i den svenska utredningen "Stabiliseringspolitik i valutaunionen", SOU 2002:16, även kallad STEMU-utredningen, sid 173-175.

² Som belysande exempel genomgick Nederländerna en sådan process i början av 2000-talet. Under första åren som medlem i valutaunionen byggdes inflationstrycket upp. Under de senaste åren har en stram politik förts för att ta ned inflationen så att den motsvarar ECB:s mål. Det kräver att produktionsgapet är negativt under ett antal år.

mer stabilt, se Romer (1999)). En slutsats är att det är den makroekonomiska stabiliseringspolitiken, dvs. den sammantagna penning- och finanspolitiken, som har bidragit till den mer stabila utvecklingen, särskilt då räntepolitiken och de automatiska stabilisatorerna via inkomstskattesystemen och arbetslöshetsförsäkringarna.³

Argument mot konjunkturstabiliserande politik

Å andra sidan finns också synsättet att de kortsiktiga variationerna spelar liten roll för den långsiktiga tillväxten. I den akademiska litteraturen understöds ett sådant synsätt av teorin om s.k. reala konjunkturcykler som i sin ursprungliga form förklarar konjunktursvängningarna med teknologiska förändringar. En slutsats utifrån den teoribildningen är att konjunkturfluktuationer inte bör motverkas av stabiliseringspolitik. Politiken bör snarare inriktas mot att höja den långsiktiga potentiella tillväxten och begränsa den kortsiktiga stabiliseringspolitiken till räntevariationer inom ramen för penningpolitiken och de automatiska, konjunkturberoende, variationerna i finanspolitiken dvs. de så kallade automatiska stabilisatorerna.

Den ursprungliga teorin om reala konjunkturcykler har emellertid kritiserats därför att all arbetslöshet antas vara frivillig. Om så är fallet eller inte är beror på hur snabbt nominella priser- och löner anpassar sig vid ändrade marknadsförhållanden. Ett fundamentalt antagande i den ursprungliga versionen av teorin var att nominella variabler anpassar sig omedelbart. I senare litteratur har teorin om reala konjunkturcykler kombinerats med antaganden om trögrörliga priser. Därmed kan störningar till ekonomin uppkomma både från ekonomins utbuds- respektive efterfrågesida. De förra kan inte motverkas med penningpolitik, men det kan däremot de senare. Denna "nyklassiska syntes" kan möjligen betraktas som mer realistisk än den rena reala konjunkturcykelteorin.⁴

I ett uppmärksammat arbete argumenterade Lucas (1987) för att till och med en perfekt stabilisering, dvs en fullständig eliminering av variationen i konsumtionen, inte skulle tillföra hushållen någon nämnvärd nytta. Kritiken mot Lucas slutsats har å sin sida tagit fasta på att konjunkturedgångar endast påverkar en mindre del av befolkningen negativt, vilket förbigås i en aggregerad analys. Dessutom kan det förekomma förluster humankapital förluster av arbetslöshet som kan få en negativ påverkan på den långsiktiga tillväxten.⁵

Stabiliseringspolitikens inriktning i Norden

Av de nordiska länderna tycks *Finland* mest konsekvent ha anammat synsättet att finanspolitik i huvudsak bör inriktas mot strukturella reformer för att höja den potentiella produktionen.

³ Se Cohen och Folette (1999).

⁴ Se exempelvis Goodfriend och King (1997) och Woodford (2003).

⁵ Se Cohen och Folette (1999).

Box 1: Relationen mellan stabiliserings- och strukturpolitik i Finland

Den starka inriktningen mot strukturpolitik anses vara orsakad av den lyckosamma inriktningen av den ekonomiska politiken efter krisen i början av 1990-talet. Då kombinerades en konsolidering av de offentliga finanserna med strukturella reformer. Samtidigt förekom en oro för att ekonomins tidigare inflationskänslighet skulle kunna återkomma med alltför stimulerande politik.

Det finns flera argument mot att använda finanspolitiken för kortsiktig stabilisering av ekonomin. Det betonas att finanspolitiska åtgärder har långa tidseftersläpningar innan de får effekter på ekonomin. Vidare är prognoser, speciellt vad gäller den ekonomiska utvecklingens vändpunkter, är osäkra. Osäkerheten försvårar precisionen och dimensioneringen av stabiliseringspolitiska åtgärder. Det finska deltagandet i EU:s valutaunion ställer också en flexibel ekonomisk struktur och väl fungerande marknader i fokus.

Den ekonomiska politikens mål i Finland är ekonomisk tillväxt och förbättrad sysselsättning på medellång och lång sikt. Med reformer i skatte- och transfereringssystem, effektivisering av den offentliga verksamheten och reformer inriktade mot förbättrad konkurrens på olika marknader eftersträvas flexibilitet i ekonomin.

Finanspolitikens mål på *Island* är ekonomisk tillväxt underbyggd av en låg och stabil inflation. Målet är kopplat till skattereformer som kompletteras med medelfristiga utgiftstak.

Övriga länder har självfallet likartade mål för den längre sikten men tycks även ge utrymme för ett visst mått av aktiv konjunktur-stabiliserande politik inom ramen för stabila medelfristiga ekonomisk-politiska ramar.

I *Norge* anger riktlinjerna för finanspolitiken möjligheten till att budgetpolitiken skall kunna användas aktivt för att påverka ekonomin. Detta har formulerats på följande sätt : "I perioder med høy ledighet åpner retningslinjene for at den handlefriheten i budsjettpolitikken som oljeinntektene gir, kan utnyttes til å stimulere produksjon og sysselsetting. Motsatt vil det være behov for å holde igjen i finanspolitikken i perioder med høy kapasitetsutnyttelse og presstendenser i økonomien." (Revidert nasjonalbudsjett 2005 (mai 2005)).

I Sverige har aktiv finanspolitisk stabilisering vid vissa tillfällen bedrivits inom ramen för finanspolitikens medelfristiga mål. T.ex. var det fallet i samband med konjunkturförsvagningen 2001 och 2002 då budgetpolitiken var klart expansiv. I vårpropositionen 2003 uttryckte den svenska regeringen en principiell syn på stabiliseringspolitiken, och rollfördelningen mellan penning- och finanspolitiken. "Finanspolitikens främsta uppgift är att upprätthålla ett stabilt överskott i de offentliga finanserna på medellång sikt för att skapa goda förutsättningar att möta de framtida demografiska påfrestningarna på de offentliga finanserna. Huvudansvaret för stabiliseringspolitiken vilar på penningpolitiken genom Riksbankens inflationsmål. Även finanspolitiken har dock betydelse för efterfrågan i ekonomin på kort sikt och påverkar därmed förutsättningarna för penningpolitiken."

2.3 Betydelsen av penningpolitisk regim

I länder med penningpolitik inriktad mot inflationsmål och med rörlig växelkurs är huvudansvaret för stabiliseringspolitiken lagd på penningpolitiken, men därmed utesluts inte aktiv finanspolitik i vissa situationer, t.ex. när stark överhettning hotar ekonomin eller när arbetslösheten riskerar att bli hög. Detta förhållande gäller som angavs ovan i *Norge* och *Sverige*.

Exempelvis formulerar den norska regeringen relationen mellan finans- och penningpolitik på följande sätt "Budsjettpolitikken og pengepolitikken må virke sammen for å bidra til en stabil utvikling i produksjon og etterspørsel. Retningslinjene for den økonomiske politikken gir budsjettpolitikken en mellomlangsigte forankring, samtidig som pengepolitikken har fått en klar rolle i å stabilisere den økonomiske utviklingen." (Revidert nasjonalbudsjett 2005). I Vårpropositionen för år 2000 uttrycker den svenska regeringen sambandet på följande sätt: "Med rörlig växelkurs och ett inflationsmål är finanspolitikens främsta syfte att skapa goda betingelser för tillväxt och sysselsättning genom att säkerställa ett överskott i de offentliga finanserna och att hålla utgifterna under kontroll." Se även citat ovan ur vårpropositionen 2003.

I *Danmark* som har fast växelkurs ligger huvudansvaret för stabiliseringspolitiken på finanspolitiken. Det samma gäller i princip också *Finland*. Som en relativt liten medlem i den europeiska valutaunionen måste ECB:s penningpolitik betraktas som exogen ur finskt perspektiv. I en sådan situation är finanspolitiken det återstående inhemska stabiliseringspolitiska instrument. Men som har berörts tidigare förlitar sig den finska regeringen mer på att marknaderna absorberar ekonomiska störningar på ett flexibelt sätt än till stabiliseringspolitiska medel.

Varför starkare roll för penningpolitiken?

Erfarenheterna från 1970- och 1980-talen av stabiliseringspolitiken i industrialiserade länder, så också i Norden, var inte odelat positiv. Generellt sett kännetecknades den makroekonomiska utvecklingen av hög inflation, låg tillväxt och förtroendeproblem för de fasta växelkurssystemen (se länderavsnitten). I de nordiska länderna uppgick inflationen under den här perioden vid flertal tillfällen till tvåsiffriga tal och tillväxten var genomgående låg. Situationen förvärrades på Island och i Norge och Sverige genom att de annonserade fasta växelkurserna utsattes för återkommande trovärdighetskriser orsakade av att inflationen långa perioder översteg den i omvärlden.⁶

Tabell 2.1. Genomsnittlig BNP-tillväxt och inflation (KPI) under perioderna 1980-89, 1990-99 och 2000-04 och växelkursernas förändring över perioden 1970-89

	DK	I	N	SF	S
BNP 1980-1989	1,3	3,4	2,8	3,8	2,3
BNP 1990-1999	2,1	2,3	3,6	1,6	1,6
BNP 2000-2004	1,9	4,0	2,5	3,3	2,9

⁶ I Sverige innebar detta att kronan under 1970- och 1980-talen devalverades vid en flertal tillfällen och sammanlagt skrevs den mellan 1973 och 1983 ned med ca 50 procent gentemot D-marken.

KPI 1980-1989	6,9	39,3	8,3	7,3	7,9
KPI 1990-1999	2,1	4,1	2,4	2,2	3,3
KPI 2000-2004	2,1	4,7	2,0	1,7	1,4
Förändring i nationella växelkurser, totalt ⁷	-6,4	-98,5	-3,7	-11,8	-28,3

I den akademiska litteraturen utvecklades under den här perioden analyser som pekade på att en kortsiktig inriktning av stabiliseringspolitiken kan leda till en politik som i genomsnitt blir alltför expansiv och därmed på sikt inflationsdrivande.

Den tidigare optimistiska synen om möjligheterna av att kunna finjustera konjunkturen, som förekom decennierna efter andra världskriget, förbyttes i skepsis. Bl.a. hävdades att det inte är möjligt att erhålla den tillräckligt stora informationmängd om ekonomin som är nödvändig för finjustering av konjunkturutvecklingen. Därutöver är viss information alltför osäker för att kunna utgöra en säker grund för politiken. Osäkerheten kan t.ex. gälla mätningar av nivån för potentiell produktionen, som utgör ett viktigt riktmärke för stabiliseringspolitiken, men som också är notoriskt svår att mäta.

En grundläggande tankegång i det synsätt som växte fram är att penningpolitiken inte kan påverka den reala utvecklingen på längre sikt, även om det på kort sikt finns ett utbytesförhållande så att något högre inflation ger något högre produktion och sysselsättning. Det förhållandet kan leda till att den ekonomiska politiken i genomsnitt riskerar bli inflationsdrivande utan att utvecklingen av produktion och sysselsättning på längre sikt förbättras. Erfarenheterna från 1970- och 1980-talen både i USA och i europeiska länder, inte minst i de nordiska länderna, tycks bekräfta detta. Utvecklingen ledde till löne- och prispiraler som på sikt var skadliga för produktion och sysselsättning.⁸

Erfarenheterna från den *danska* ekonomin under 1980-talet och fram till konjunkturuppgången 1994 är exempel på en löne- och prisspiral. På *Island* förekom en hög löneinflation under 1980-talet som så småningom bröts på 1990-talet. Anpassningskostnaderna för att ta ner inflationen fram till mitten av 1990-talet var tydliga och visade sig i en relativt hög arbetslöshet. De starka löne- och prisstegringarna i *Norge* i början och i mitten av 1970-talet var en viktig orsak till att regeringen tillfälligt införde ett lönestopp hösten 1978. Löneökningarna stoppades upp, men ökade igen kraftigt efter det att lönestoppet hade upphävdes

⁷ Källor: Ecowin (Nominal Narrow Effective Exchange Rate Index), utan Island Hagstofa Íslands.

⁸ Sedan en tid finns det emellertid en forskningskola, framför allt representad av Akerlof, Dickens och Perry (1996), som analyserar effekter av mycket låg inflation och som hävdar penningpolitiken i sådana situationer även kan ha (negativa) effekter på längre sikt. Skälet till det är att nominallönerna är särskilt trögrörliga nedåt. Vid låg inflation kan därmed inte reallönerna anpassa sig nedåt i tillräcklig utsträckning för att de vid störningar skall kunna klarera förändringar i utbud och/eller efterfrågan. Det skulle kunna påverka sysselsättningens nivå på sikt. Lundborg och Sacklén (2001) har erhållit resultat för Sverige som ligger i linje med vad Akerlof m.fl. fick för USA. Slutsatserna får ännu anses vara otillräckligt empiriskt belagda, se Bergström et. al. (2005).

1980. Löne- och prisspiralerna i *Sverige* i slutet av 1970-talet och 1989-1990 är andra utpräglade exempel.⁹

Ytterligare en företeelse som kan försvåra förutsättningarna för en väl avvägd stabiliseringspolitik är att regeringar i samband med val kan ha en tendens att stimulera ekonomin och sysselsättningen för att på så sätt öka möjligheterna till omval. Persson och Tabellini (2003) fann att i samband med val sjunker de offentliga inkomster med ca 0.5 procent av BNP i alla typer av demokratier. I länder med majoritetsval sjunker dessutom utgifterna valåret, dock ej så i länder med proportionella val, som i stället har en expansion av sina välfärdsstatsutgifter i storleksordningen 0.25% av BNP såväl valåret som året efter.¹⁰

Som tidigare framhölls analyserades utvecklingen med hög inflation och svag tillväxt i den akademiska litteraturen. I förklaringsmodellerna infördes begrepp som rationella förväntningar tidsinkonsistens och trovärdighet. I Box 2 förklars dessa begrepp närmare.

Den centrala slutsatsen av erfarenheterna av den ekonomiska utvecklingen på 1970- och 1980-talen och av de akademiska ekonomernas analys av problemen var att det är av stor betydelse att stärka förankringen av inflationsförväntningarna och att ange tydliga medelfristiga riktlinjer för finanspolitiken.

⁹ Enligt Holden och Nymo (2002) är problemen med kraftiga löneökningar i överhettningperioder beror på att NAWRU är icke-linjär. H-N fann också i sin studie av de nordiska ekonomierna att lönebildningens bestämningsfaktorer inte har förändrat sig nämnvärt sedan 1970- och 1980-talet.

¹⁰ Resultaten baserade på cirka förtio års paneldata i femtio demokratier.

För att öka trovärdigheten för prisstabilitet har den praktiska hanteringen av penningpolitiken delegerats till självständiga centralbanker. Centralbankerna inriktar räntepolitiken mot att uppnå förutbestämda inflationsmål kopplade till regimer med rörlig växelkurs. Centralbankerna leds av styrelser (direktioner) vars uppdrag är att bedriva politiken så att prisstabilitetsmålet uppnås. Tanken är att de privata aktörernas inflationsförväntningar därmed förankras.

Självständiga centralbanker som har inflationsmål infördes först i Canada på slutet av 1980-talet, därefter i New Zealand, Storbritannien och *Sverige*. År 2005 har ett tjugotal länder runt världen inför sådana penningpolitiska regimer, bl.a. också *Island* och *Norge*. Även *Finland* kan sägas ha en sådan regim genom sitt medlemskap i euroområdet.¹²

Box 2: Rationella förväntningar, tidsinkonsistens och trovärdighet

Under 1970- och 1990-talen blev det allt tydligare att stabiliseringspolitiken hade misslyckats och att det fanns brister i det teoretiska underlaget som den ekonomiska politiken vilade på. Ungefär samtidigt utvecklades centrala begrepp inom den makroekonomiska forskningen som *rationella förväntningar* och den ekonomiska politikens *tidskonsistensproblem*. Analysen, i vilken dessa begrepp utgjorde hörnstenar, blev betydelsefulla för den praktiska utformning av den makroekonomiska politiken i olika länder.

Med *rationella förväntningar* menas att aktörer på olika marknader bildar sina förväntningar om ekonomiska variabelers utveckling utifrån tillgängliga information och kunskap om ekonomin.

Tidskonsistensproblem uppstår när förväntningar om den framtida ekonomiska politiken spelar roll för de privata aktörernas konsumtions- och investeringsbeteende, samtidigt som politiska beslutsfattare kan vara benägna att förändra politikens inriktning. Det kan ofta vara frestande för beslutsfattarna att inte fullfölja den ekonomiska politiken på det sätt som man tidigare avsett att göra. En orsak kan vara att det på kort sikt är frestande att stimulera sysselsättningen, en annan kan vara att det uppstår målkonflikter mellan t.ex. uppsatta offentligfinansiella mål och mål om sysselsättningen. Problemet uppstår således om de ekonomisk-politiska beslutsfattarna har svårigheter med att övertyga allmänheten om att politiken kommer att vara långsiktigt stabil och konsekvent. Allmänheten kan misstro att ett annonserat mål för inflationen kommer att ligga fast. Det gäller även i fall där politikens uppsåt verkligen är att uppnå låg inflation. Det uppstår således ett trovärdighetsproblem. Trovärdighet för den ekonomiska politiken tar lång tid att erhålla men den kan förloras mycket snabbt.¹¹

När det gäller finanspolitiken har tendensen det senaste decenniet varit att lägga allt större vikt på ramverk och policyregler. På så sätt skapas mer disciplin för den ekonomiska politiken och därmed sannolikt också trovärdighet för sunda offentliga finanser som i sin tur är grundläggande för pristabilitet. Ett av syftena med stabiliserande finanspolitiska ramverk är således att ge stöd till penningpolitiken. Utvecklingen har sannolikt inneburit att mindre vikt läggs på kortsiktig aktiv stabiliseringspolitik. Istället har fokus ökat på den roll de automatiska stabilisatorernas spelar.

¹¹ Kydland och Prescott (1977) och Barro och Gordon (1983) gjorde tidiga insatser på området.

¹² Se Berg (2005).

En erfarenhet som kan dras efter att de nya ramverken och policyreglerna har varit i bruk en tid, är att det tar tid att bygga upp förtroende hos ekonomiska aktörer och allmänheten för de nya ramverken och den förda politiken. Det gäller såväl för finanspolitiken som för penningpolitiken. Det är centralt att målen, handlingsreglerna och informationen om den förda politiken är tydlig och transparent. Trovärdigheten stärks av ett effektivt informationsflöde. Det hjälper aktörerna i den privata sektorn att förstå stabiliseringspolitiken och därmed också att bilda "rationella" förväntningar. Om den ekonomiska politiken under en längre tid upprätthåller en stabil inriktning, och förklaras väl, kommer förväntningarna småningom att anpassa sig mot de uppsatta målen. Ett belysande exempel är när inflationsförväntningarna ligger nära ett offentligt inflationsmål.

En viktig aspekt i det här sammanhanget är att högt förtroende för en penningpolitik inriktad mot låg och stabil inflation ger ett utökad utrymme för att med penningpolitiken parera oförväntade ekonomisk störningar. Anledningen är att en öppen och adekvat information om synen på det ekonomiska läget och om handlingsregler vid tänkbara störningar förbättrar centralbankens möjligheter att förklara varför inflationen kan avvika från målet och vilken penningpolitisk reaktion som krävs för att återföra inflationen mot målet.

Utformningen av penningpolitiken i Norden

Analysen om trovärdighetsproblemen hade en stark påverkan på hur stabiliseringspolitiken kom att utformas. Framförallt gäller det förändringarna i centralbankernas ställning, hur penningpolitiken kom att bedrivas och samspelet mellan penning- och finanspolitik. I stort gjordes likartade förändringar i alla de nordiska länderna. Det gäller oavsett om landet ingår i den Europeiska Unionen (EU) eller inte. Karaktäristiska drag för förändringarna är att parlamenten tog beslut om övergripande mål för inriktningen av penningpolitiken men att beslut om den löpande penningpolitiken delegerades till centralbankerna. Den bakomliggande tanken är att de penningpolitiska besluten skall tas utan att påverkas av den kortsiktiga politiska inriktningen. Frestelsen att kortsiktigt stimulera ekonomin, som först skulle kunna leda till överhettningsproblem och därefter nödvändiga och hårda åtstramningar med hög arbetslöshet som följd, kan därmed undvikas. Således kan i genomsnitt en lägre inflation uppnås samtidigt som produktion och sysselsättning sannolikt utvecklas lika fördelaktigt eller möjligen bättre än vad den annars skulle ha gjort.

Under 1990-talet förändrades också lagstiftningen angående penningpolitiken i de nordiska länderna i riktning mot att centralbankernas ställning stärktes. *Finlands bank* meddelade i februari 1993 att ett inflationsmål skulle införas 1995, men målet uppfylldes redan 1994. På *Island* ändrades lagen för centralbanken år 2001. Förändringen innebar att banken bl.a. erhöll en ökad självständighet med syfte att mer effektivt bedriva penningpolitiken mot en låg och stabil inflation vilket är huvudmålet. Målet deklarerades av centralbanken med statsministerns samtycke. I *Norge* infördes först ett flexibelt valutakursmål, därefter gjordes en gradvis övergång till ett inflationsmål 1999, till att bli helt formaliserat 2001. I *Sverige* innebar den nya riksbankslagen (1999) att prisstabilitetsmålet, som i praktiken hade gällt sedan 1995 och som annonserades redan i januari 1993, lagstiftades och att Riksbanken i sin tillämpning av målet skall vara oberoende. Bl.a. får inte Riksbankens direktion ta emot instruktioner utifrån om penningpolitikens utformning, se vidare avsnitt 9.5.

En starkt trovärdighet för inflationsmålen ger också på sikt ett ökat utrymme för stabiliseringspolitik. I situationer med stor offentlig skuldsättning då trovärdigheten för stabiliseringspolitiken har gått förlorad, som i *Danmark* runt 1980 vid krisen före kartoffelkuren, i *Norge* efter oljeprisfallet vid årsskiftet 1985-1986 och i *Finland* och *Sverige* i början av 1990-talet, finns inget annat val än att med hård konsolidering av de offentliga finanserna återupprätta förtroendet för den ekonomiska politiken. Därmed genereras en positiv spiral för den reala ekonomin. I den akademiska litteraturen beskrivs sådana effekter som icke-keynesianska effekter.¹³ Det bör emellertid understrykas att det tar tid innan de positiva effekterna på trovärdighet och real ekonomi uppstår. Vid krisen i Sverige i början av 1990-talet genomfördes hårda konsolideringsprogram. De initierades åren 1993 och 1994, men de fick inte positiva effekter förrän 1997-1998.

När däremot trovärdighet för politiken föreligger får centralbankerna ett visst utrymme att ta hänsyn till utvecklingen av den reala ekonomin, löneutvecklingen eller växelkursen. Det gäller emellertid endast under förutsättning att målet om prisstabilitet inte ifrågasätts.¹⁴

De *norska* riktlinjerna för penningpolitiken (st.meld.29 (2000-2001)) etablerade ett flexibelt inflationsmål, i vilket det också skulle läggas vikt vid variationer i produktion och sysselsättning. Därutöver skall penningpolitiken "bidra till stabila förväntningar om valutakursutvecklingen". I föreskrifterna blev det inte fastlagt någon tidshorisont för hur snabbt målet om prisökningar på 2,5 procent skall uppnås, men Norges Bank har tolkat mandatet så att en tidshorisont på två år är det naturliga. De första åren med inflationsstyrning blev Norges Bank kritiserad av Norges Bank Watch för att ha tolkat tidshorisonten för snävt. Inflationsmålets flexibilitet har senare utökats på så sätt att Norges Bank har utvidgat tidshorisonten till 1 till 3 år. I *Sverige* är en utveckling mot ökad penningpolitisk flexibilitet tydligt. Den svenska penningpolitiken med inflationsmål kan sägas ha genomgått olika stadier efter den fasta växelkursens fall i november 1992. Under den första perioden var politiken enbart inriktad mot att upprätta trovärdigheten för inflationsmålet genom en förhållandevis hård räntepolitik med understöd av en starkt åtstramande finanspolitik. Efter det att Riksbankens nya direktionen hade tillträtt 1999 formulerades mer nyanserade riktlinjer för penningpolitiken. Särskilt betonades att vissa typer av störningar, företrädesvis tillfälliga utbudsstörningar som driver upp inflationen, inte nödvändigtvis skall föranleda en stramare penningpolitik. Även då inflationen har fallit ur fas med målet skall den inte nödvändigtvis snabbt återföras mot målet. En allt för snabb återgång skulle kunna ge stora svängningar i produktion och sysselsättning. Senare har detta även föranlett Riksbanken att diskutera en förlängning av penningpolitikens tidshorisont till att vara längre än två år.¹⁵ För *Finland* gäller den Europeiska centralbankens (ECB)

¹³ Så kallade icke-keynesianska effekter har t.ex. analyserats och empiriskt estimerats av Perotti (2002).

¹⁴ Benigno & Woodford (2004) visar i en teoretisk modell att en optimal policy kan karaktäriseras av en målregel som inkluderar banor för prisinflationen, löneinflationen och produktionsgapet. I Dorum, Holden och Isachsen (2005) finns liknade idéer, men som också inkluderar växelkursen.

¹⁵ Heikensten (1999) och (2005) preciserar Riksbankens agerande vid olika typer av störningar och när inflationsmålet är ur fas. Berg, Jansson och Vredin (2004) finner att under de första åren med inflationsregim var huvudmålet att säkerställa trovärdigheten. I senare perioder med stor makroekonomisk osäkerhet, som 1998 och 2000, har politikens reaktion på förändringar i

prisstabiliseringsmål. ECB har inte sedan starten 1999 förändrat sin strikta tolkning av prisstabilitetsmålet. *Island* har ännu endast haft en kort period med inflationsmål. Det innebär att någon långsiktig trovärdighet för penningpolitiken ännu knappast har etablerats. Det begränsar utrymmet för stabilisering inriktad mot den reala ekonomin.

2.4 Ramverk för finanspolitiken

Parallellt med att oberoendet stärktes för centralbankerna och att prisstabilitetsmålet har förankrats stadigare än tidigare, har tydliga finanspolitiska mål och normer införts i de nordiska länderna. Ramverken består av medelfristiga mål för det offentliga saldot och tak för de offentliga utgifterna, men de är utformade på olika sätt i de enskilda länderna. Gemensamt är emellertid att ramverken har medfört en mer medelfristig inriktning av finanspolitiken än tidigare.

Det finns flera syften med de finanspolitiska målen. Ett primärt mål är att stärka trovärdigheten för den ekonomiska politiken hos hushåll och företag och andra aktörer i ekonomin genom att skapa hinder för en finanspolitik med stora underskott. På det sättet stötts även prisstabilitetsmålen. Att införa finanspolitiska mål och normer är alltså ett sätt att komma tillrätta med det ovan diskuterade *tidinkonsistensproblemet*, se Box 2.

Därutöver finns åtminstone ytterligare två syften med de finanspolitiska målen och normerna. I flera av de nordiska länderna är de medelfristiga överskottsmålen avpassade så att de offentliga skulderna skall amorteras så att kostnaderna för den framtida demografiska utvecklingen blir hanterlig.¹⁶

Ett tredje syfte är att genom överskottsmålen ge utrymme för stabiliseringspolitik. Genom att sätta upp mål för det offentliga sparandet i genomsnitt över en konjunkturcykel, ges utrymme för en viss grad av stabiliseringspolitik via finanspolitiken. I alla de nordiska länderna är tanken att de automatiska stabilisatorerna skall kunna verka fritt under saldomålen utan att alltför stora underskott uppstår. Därutöver kan det även ges utrymme för en viss grad av diskretionär finanspolitik. Som tidigare påpekats skiljer sig synen på behovet av diskretionär politik något mellan länderna.

I Danmark, Sverige och Finland har medlemskapet i Europeiska Unionen (EU) haft inverkan på hur målen för det offentliga sparandet har avvägts. Alla tre länderna har överskottsmål som väl uppfyller Stabilitets- och tillväxtpaktens (STP) medelfristiga mål för det offentligt sparande. Under våren 2005 reformeras STP. Det principbeslut som togs av Finansministerrådet 22 mars 2005 om förändringar i det finanspolitiska regelverket inom EU innebär att de medelfristiga målen blir mer individuellt anpassade beroende av de olika ländernas skuldsituation, potentiella produktionsnivåer och graden av långsiktig hållbarhet i de offentliga finanserna. De nordiska EU-medlemmarnas

inflationsförväntningarna varit relativt svaga. Tolkningen är att banken då har tagit hänsyn till andra mål än inflationen.

¹⁶ Den frågan är emellertid inte helt okontroversiell. Det finns för det första en diskussion om vad som är rättvist ur ett generationsperspektiv. Därutöver finns en diskussion om utformningen av de offentliga systemen i framtiden, t.ex. när det gäller storleken av och utformningen av transfereringssystemen och hur produktionen av hälso- och sjukvårdstjänster, åldringsvård etc. skall utföras.

överskottsmål bedöms även framgent väl klara den reformerade paktens krav.

2.5 Mål och normer för finanspolitiken i de enskilda länderna

De *norska* riktlinjerna för budgetpolitiken, som en stor majoritet i Stortinget ställde sig bakom våren 2001, inriktas mot en långsiktig, infasning av oljeintäkterna i norsk ekonomi, i takt med utvecklingen av förväntad realavkastning av Statens petroleumfond (handlingsregeln). Riktlinjerna bygger på att budgetpolitiken skall vara hållbar över tiden. Samtidigt skall budgetpolitiken bidra till en stabil ekonomisk utveckling. I perioder med hög arbetslöshet medger riktlinjerna att handlingsfriheten i budgetpolitiken som oljeintäkterna ger kan utnyttjas till att stimulera produktion och sysselsättning. Motsatt kommer det att finnas behov av att hålla igen i finanspolitiken i perioder med högt kapacitetsutnyttjande och tendenser till överhettning i ekonomin. Handlingsregeln uttrycker att budgetpolitiken skall ha en medelfristig inriktning. Genom att knyta användningen av oljeintäkterna till det strukturella, oljekorrigerade underskottet, ges förutsättningar till att så kallade automatiska stabilisatorerna skall kunna verka. I en högkonjunktur kommer ökade skatteintäkter att ge förbättrad budgetbalans. Det motsatta gäller i lågkonjunktur. Riktlinjerna för den ekonomiska politiken innebär vidare att penningpolitiken har en klar roll i att stabilisera den ekonomiska utvecklingen.

I *Finland* har den nuvarande regeringens politik formulerats i regeringsprogrammet från juni 2003. Här återges de delar av programmet som anger stabiliseringspolitiska mål. Regeringens finanspolitik syftar till att statsekonomins hålls stabil. Statskuldens andel av bruttonationalprodukten minskar med undantag av konjunkturmässiga avvikelser. För att säkerställa den offentliga ekonomins hållbarhet har regeringen som mål att statsbudgeten enligt nationalräkenskaperna och under sedvanliga tillväxtförhållanden är i balans vid slutet av valperioden. Under valperioden kommer regeringen att lätta i synnerhet på beskattningen av arbete.

Regeringen förbinder sig att iakta de ramar för statsfinanserna 2004-2007 som i maj 2003 gavs i redogörelse till riksdagen. Ca. en fjärdedel av anslagen i statsbudgeten dimensioneras i en ram som gäller hela valperioden.

Utgifter utanför ramen utgörs i huvudsak av konjunktürkänsliga utgifter, med undantag av verkningar av ändringar av utgiftsgrunderna, ränteutgifterna för statsskulden samt vissa utgifter som av finanspolitiska skäl inte binds till ramen. Tilläggsbudgetpropositionerna ingår i ramen. Högst 10 % av den del av inkomster av försäljning av statens egendom som överskrider 500 miljoner euro kan användas till engångsartade tilläggsutgifter, som investeringar och forsknings- och utvecklingsverksamhet.

I *Danmark* har regeringen formulerat en medelfristig ekonomisk politik, sk. 2010-plan. Målet är att fastställa ett budgetöverskott på 2-3 procent av BNP för att förbereda den danska ekonomin att kunna motstå ökat tryck på offentliga utgifter av den kommande demografiska utvecklingen. 2010-planen innebär också en minskning av tillväxten i de offentliga utgifterna. Målsättning är en tillväxt i reala termer motsvarande 0,5 % per år fram till året 2010.

På *Island* syftar de centrala myndigheterna mot skattereformer med inriktningen lägre inkomstskatter för individer och företag och lägre

marginaleffekter. I det sammanhanget fastställs två utgiftstak för statliga finanserna på medelfristig sikt. För det första ska offentlig konsumtion inte öka med mer än 2 procent per år. För det andra ska transfereringarna inte öka med mer än 2,5 procent per år. Dessa utgiftstak medger ett utrymme för aktiv stabiliseringspolitik genom att tillväxten i dessa utgifter hålls lägre än utgiftstaken, t.ex. vid överhettning av ekonomin genom åtstramning. Genom att skjuta på offentliga investeringar har myndigheterna försökt att bedriva en aktiv stabiliseringspolitik. Så är fallet över perioden 2003-2007, då det i förhand har beslutats om en stram politik i samband med stora investeringsprojekt i den privata sektorn.

I *Sverige* utgör *överskottsmålet* för det offentliga saldot, 1 procent i genomsnitt över en konjunkturcykeln, ankaret i det finanspolitiska ramverket.¹⁷ Målet syftar till att den offentliga skulden och räntekostnaderna faller tillräckligt mycket som förberedelse inför att kostnaderna för den demografiska utvecklingen utan att skattekvoten behöver höjas. De *fleråriga utgiftstaken* kan ses som ett operationellt komplement till överskottsmålen. Utgiftstakens främsta uppgift är att de ska bidra till att överskottsmålet uppfylls. Utgiftstaken gäller för statens utgifter, förutom räntekostnaderna, men inklusive kostnaderna för ålderspensionssystemet. Utgiftstaken sätts rullande med tre års framförhållning. Kombinationen av överskottsmål och utgiftstak begränsar utgiftskvoten och sätter därmed ett implicit mål för skattekvoten. Utgiftstaken är satta i nominella termer vilket gör dem transparanta och lätta att övervaka av oberoende myndigheter. De stärker också allokeringsmekanismen för knappa resurser i budgeten. Bl.a. för att hantera konjunkturvarierande utgifter, som kostnader för arbetsmarknadspolitiken och arbetslöshetsförsäkringarna, sätts en s.k. budgeteringsmarginal under utgiftstaken.

I samband med den ekonomiska vårpropositionen 2007 och i budgetpropositionen för 2008 har den svenska regeringen påbörjat ett arbete att förstärka det svenska finanspolitiska ramverket för att öka öppenheten och tydligheten i finanspolitiken. Inriktningen är att stärka sambandet mellan överskottsmål och utgiftstak, att utveckla indikatorer som tydliggör måluppfyllelse och finanspolitikens inriktning. Vidare skall sambanden mellan reformpolitik för att stärka arbetsutbudet och kraven på de finanspolitiska målen tydliggöras och ligga till grund för reformeringen av det finanspolitiska ramverket. Under 2007 har ett ekonomiskt råd inrättats som av finansministern har fått i uppdrag att årligen följa upp om de finanspolitiska målen uppnås. Rådet ska också granska tydligheten i de ekonomiska propositionerna samt kvaliteten i det underlag som regeringen baserar sina bedömningar på. Syftet är att rådets arbete ska bidra till att öka allmänhetens ansvarutkrävande.

Referenser

Agell, J., Berg, L. & Edin P-A. (1995), **The Swedish Boom to Bust Cycle: Tax reform consumption and asset structure**, Swedish Economic Policy Review vol. 2.

¹⁷ Överskottsmålet, som har gällt sedan 2000, formulerades först som att ett överskott motsvarande 2 % av BNP skall hållas i genomsnitt över en konjunkturcykel. Efter Eurostats beslut 2005 att definiera sparandet i fonderade pensionssystem som ett sparande i hushållssektorn och inte i offentlig sektor beslutade Riksdagen i April 2007 att målet skall gälla ett sparande motsvarande i genomsnitt 1 % av BNP över en konjunkturcykel. I praktiken innebär detta endast en marginell förändring av målet.

- Agell, J. & Berg, L. (1995), **Does financial deregulation cause the Swedish consumption boom?**, Scandinavian Journal of Economics, 98, no. 4.
- Akerlof, G., Dickens, W. & Perry, G. (1999), **The Macroeconomics of Low Inflation**, Brookings Papers on Economic Activity No. 1.
- Barro, R. & Gordon, D. (1983), **Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy**, JME.
- Benigno, P. & Woodford, M., (2004) **Inflation Stabilization and Welfare: The Case of a Distorted Steady State**, NBER Working Papers 10838, National Bureau of Economic Research.
- Berg, C. (2005), **Penningpolitik med inflationsmål – erfarenheter från 20 länder**, Penning- och valutapolitik 2005:1, Sveriges Riksbank.
- Berg, C., Per, J. & Vredin, A. (2004), **How Useful are Simple Rules for Monetary Policy? The Swedish Experience**, Working Paper Series 169, Sveriges Riksbank.
- Bergström, V., Svensson, A. & Ådahl, M. (2005), **Riksbanken och sysselsättningen**, Penning- och valutapolitik 2005:1, Sveriges Riksbank.
- Cohen, D. & Folette, G. (1999), **The Automatic Stabilisers: Quietly Doing their Thing**, mimeo, Federal Reserve Board.
- Dorum, O., Holden, S. & Isachsen A., (2005) Norges Bank Watch 2005: **An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway**, Norges Bank Watch Report Series No. 6.
- Goodfriend, M. & King, R. (1997), **The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy**, NBER Macroeconomics Annual. Cambridge: MIT Press.
- Heikensten, L. (1999), **Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering**, Penning- och valutapolitik 1999:1, Sveriges Riksbank.
- Holden, S. & Nymoén, R. (2002), **Measuring structural unemployment: NAWRU-estimates in the Nordic countries**, Scandinavian Journal of Economics, 104.
- Kydland, F. & Prescott, E. (1977), **Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans**, Journal of Political Economy 87.
- Lucas, R. (1976), **Econometric Policy Evaluation: A Critique**, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 1.
- Lundborg, P. & Sacklén, H. (2001), **Is There a Long Run Unemployment-Inflation Trade-off In Sweden?**, FIEF Working Paper No. 173.
- Perotti, R. (2002); **Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries**, European Central Bank Working Paper 168.
- Woodford, M. (2003), **Interest & Prices – Foundations of a Theory of Monetary Policy**, Princeton University Press.

3. Koordineringen av finans- och penningpolitik

I de nordiska länderna skiljer sig förutsättningarna för koordineringen av stabiliseringspolitiken åt beroende på val av växelkurssystem och av de enskilda ländernas relation till Europeiska Unionen (EU) och till EU: s valutaunionen. I följande avsnitt beskrivs de skilda förutsättningarna och diskuteras samordningen av och samspelet mellan finans- och penningpolitik i de olika stabiliseringspolitiska regimerna. Avsnittet bygger i stor utsträckning på Torben Andersens och Steinar Holdens bilaga till rapporten "Fiscal and Monetary Policy Interaction in small Open Economies."

3.1 Olika förutsättningar

Finland är medlem i valutaunionen. På grund av att Finland endast utgör en liten del av hela unionen kan penningpolitiken ses som given utifrån. Eventuell stabiliseringspolitik måste därmed bedrivas med finanspolitiken. Samtidigt har den finska finanspolitiken endast en försumbar effekt på räntan och växelkursen i Finland (och i euroområdet). Däremot kan finanspolitiken påverka den finska realräntan via effekter på den inhemska inflationen. *Danmark* och *Sverige* är medlemmar i EU, och omfattas därmed av EU: s finanspolitiska ramverk givna i Maastrichtfördraget och av Stabilitets- och tillväxttaket¹⁸, men länderna är inte medlemmar av valutaunionen. *Danmark* har valt att hålla en fast växelkurs mot euron, därmed är utrymmet stabilisering via penningpolitiken även litet i Danmark. Så länge växelkursen är trovärdig, fungerar regimen mycket lika ett medlemskap i valutaunionen. Men för att upprätthålla trovärdigheten läggs ytterligare restriktioner på den danska ekonomins utveckling, och således också på finanspolitiken. *Island*, *Norge* och *Sverige* har alla valt rörliga växelkurssystem med inflationsmål. Ett inflationsmål innebär att penningpolitiken anpassas till situationen i den inhemska ekonomin (inflation, produktion och sysselsättning), men även till yttre restriktioner som växelkursens utveckling och utländska räntor. Det gör att interaktionen mellan finans- och penningpolitik är mer komplex i dessa länder än i Finland och Danmark. Penningpolitiken i dessa länder reagerar på olika ekonomiska störningar och bl.a. också på finanspolitiken då finanspolitiken kan ha effekter på inflationen. Vid vissa störningar, men inte vid andra, krävs även att finanspolitiken kompletterar penningpolitiken.

Tabell 3.1 Penningpolitiska regimer i de nordiska länderna¹⁹.

	Penningpolitisk regim
Danmark	Fast växelkurs. medlem i ERMII med bandet +/- 2,25%
Finland	Medlem i EMU
Island	Flytande växelkurs med inflationsmål 2½% +/- 1½%
Norge	Flytande växelkurs med inflationsmål 2½

¹⁸ I egenskap av länder utanför valutaunionen omfattas inte Danmark och Sverige av sanktionsmöjligheten böter vid för stora underskott i de offentliga finanserna.

¹⁹ Tabellen är hämtad ur Andersen och Holden (2005) och översatt till svenska.

Sverige	Flytande växelkurs med inflationsmål 2%+/- 1%
---------	---

3.2 Samordningen av stabiliseringspolitiken

Ett gemensamt drag för alla de nordiska länderna är att penningpolitiken bedrivs av oberoende centralbanker. Det påverkar hur stabiliseringspolitiken samordnas.

De rådande stabiliseringspolitiska systemen kännetecknas i huvudsak av att samordningen sker genom vad som skulle kunna benämnas *implicit samordning genom politikregler*²⁰ Samordningen sker genom att finans- respektive penningpolitiken var för sig följer politikregler inriktade på ett medelfristigt perspektiv. Regelverken innehåller mål för inflationen eller för växelkursen, som kan betraktas som ett indirekt inflationsmål, och för det offentliga sparandet. Regelverken syftar till makroekonomisk stabilitet på längre sikt.

Inom ramarna för de stabiliseringspolitiska regelverken ges utrymme för finans- och penningpolitiska reaktionerna som syftar till stabil pris- och konjunkturutveckling. Finanspolitikens automatiska stabilisatorer är centrala för stabiliseringen i alla de fem länderna. Det beror på att stabilisatorerna är stora i internationell jämförelse beroende på de relativt höga skatte- respektive utgiftskvoterna.²¹ Därutöver ges i varierande grad utrymme för aktiva finanspolitiska åtgärder.

Implicit samordning definieras således som att finans- och penningpolitiken oberoende av varandra använder sina instrument för att uppnå de angivna målen. I sådana system har det visat sig vara av stor vikt att informationen om politiken och dess förutsättningar är öppen och transparent. Informationen kan gälla:

- bedömningen av det ekonomiska läget och prognoser och projektioner för de närmaste åren (medelfristiga perspektiv). Särskilt centrala är bedömningar av produktionsgapet och en uppsättning andra indikatorer för resursläget och för prisutvecklingen.
- bedömning av de ekonomiska störningarnas natur och hur långlivade de bedöms vara. En samordnad kunskap kan öka möjligheterna till en effektiv stabiliseringspolitik och dessutom minska risken att penning- och finanspolitiken drar åt olika håll.

I informationssyfte publicerar flera centralbankerna inflationsrapporter med bedömningar av inflationsutvecklingen de närmaste åren. I två nordiska länder, *Norge* och *Sverige*, publiceras också räntebesluten från möten i centralbankernas beslutande organ en kort tid efter det att besluten är tagna. I samband med budgetpropositioner publicerar finansdepartementen sina prognoser, projektioner och syn på den ekonomiska utvecklingen.

Inga centralbanker eller regeringar bedriver politiken efter tydligt uttryckta "reaktionsfunktioner", men det har blivit allt vanligare att centralbanker publicerar sin syn på hur de kan tänkas reagera i olika konjunktursituationer och vid olika typer av ekonomiska störningar. På så sätt ökar de privata aktörernas möjligheter att förutse förändringar

²⁰ Den typ av samordning som tidigare var vanlig i våra länder, före de reformer som ledde till oberoende centralbankerna, kan benämnas en *aktiv (diskretionär) samordning*. De två politikgrenarna skulle gemensamt uppnå en viss makroekonomisk inriktning (*eng. macroeconomic stance*).

²¹ En ingående analys av de automatiska stabilisatorerna görs i avsnitt 6.

av den penningpolitiska inriktningen. Som angavs **ovan** har både den svenska Riksbanken och Norges Bank presenterat sådana förtydliganden av sin penningpolitik.

3.3 Det stabiliseringspolitiska samspelet. Vad säger litteraturen?

I den aktuella akademiska litteraturen om finans- och penningpolitik under rubriken "*coordination of fiscal and monetary policy*" analyseras snarare *samspelet* mellan politikområdena än *samordningen*. I både teoretisk analys, som företrädesvis görs med stöd av spelteoretiska ansatser, och i empiriska tester undersöks hur finans- och penningpolitik reagerar på varandras aktiviteter. De två politikgrenarna är antingen *substitut* till varandra eller också utgör de *komplement*. Centralt för stabiliseringspolitikens effekter är också i vilken tidsordning (*eng. sequence*) de penning- respektive finanspolitiska impulserna kommer. Är det penningpolitiken som reagerar på finanspolitiska initiativ, gäller det omvända eller kommer initiativen simultant?

Att de två politikgrenarna utgör *substitut* till varandra innebär att en expansiv/kontraktiv finanspolitik sammanfaller med en kontraktiv-/expansiv penningpolitiken eller att finanspolitiken. Det innebär alltså att den finans- och penningpolitiken inriktningen (*eng. macroeconomic stance*) "drar åt olika håll", dvs. påverkar produktionen i olika riktning. Politiken är däremot *komplimenterande* om penning- och finanspolitiken "drar åt samma håll".

I Andersen och Holdens (2005)²² genomgång av den aktuella litteraturen understryks att i teoretiska analyser beror sammansättningen av produktionsutvecklingen och inflationen, i de fall de två aktörerna prioriterar dessa variabler olika i sina "målfunktioner", på om penning - och finanspolitiken utgör substitut eller är komplimenterande. I fall där penning- och finanspolitiken antas sättas simultant kan problem uppstå om de två aktörerna prioriterar stabil produktion respektive låg och stabil inflation olika. En inflationsuppgång kan leda till en stram penningpolitik med dämpad produktion som följd. Det i sin tur kan leda till en expansiv finanspolitik. Således utgör finans- och penningpolitiken i det fallert substitut till varandra. Sammantaget kan en sådan utveckling leda till en sammansättning av finans- och penningpolitiken som inte är optimal, varken ur centralbankens eller den finanspolitiska myndighetens synvinkel och med relativt sett hög inflation och svag produktionutveckling.

3.4 Koordinering med rörlig växelkurs

I de fall då den ena politiken implementeras före den andra (*eng. sequencing*), vilket sannolikt är det vanligast förekommande fallet i praktiken, kan det slutliga utfallet i produktion och inflation komma att ligga närmare ett "optimalt" utfall än i fallet då båda aktörerna agerar simultant. Till exempel i det fall när finanspolitiken implementeras tidsmässigt före penningpolitiken kommer den finanspolitiska beslutsfattaren att ta hänsyn till den förväntade penningpolitiska reaktionen. Om penningpolitiken har en starkare inriktning mot prisstabilitet än finanspolitiken kommer det att lägga en restriktion på finanspolitiken som följaktligen blir mindre expansiv än vad som annars skulle ha varit fallet. Dixit och Lambertini (2000, 2001, 2003a) drar också slutsatsen att "mer optimala" makroekonomiska utfall uppstår om finanspolitiken sätts först och att penningpolitiken därefter reagerar på den finans-

²² Andersen och Holden (2005) utgör bilaga 1 till rapporten.

politiska inriktning, än i fallet då det motsatta gäller. Det kan vara skadligt för penningpolitikens möjlighet att uppfylla prisstabilitetsmålet om finanspolitiken reagerar i efterhand på den penningpolitiska inriktningen.

Dessa resonemang visar att kombinationen finanspolitiskt ledarskap och en penningpolitik med inflationsmål löser problemen med stabiliseringspolitikens tidsinkonsistens och benägenheten att driva upp inflationen. I det sammanhanget förekommer emellertid en avvägningsfråga. Ett strikt inflationsmål är optimalt för att komma till rätta med problemet att den ekonomiska politiken kan tendera att driva upp inflationen, men innebär också att penningpolitiken kan komma att spela en minimal roll när det gäller att stabilisera konjunkturen. Utvecklingen av flexibla inflationsmål kan ses som ett svar på detta dilemma.

I empiriska undersökningar finner Muscatelli, Tirelli och Trecroci (2002) och Muscatelli, Tirelli och Recoci (2003) att interaktionen mellan de två politikgrenarna är beroende av vilken typ av störningar som ekonomierna utsätts för och att finans- och penningpolitik efter 1980-talet har tenderat att bli mer komplementär. Det anses vara resultatet av att ekonomierna under det senaste decenniet utsatts för fler produktionsstörningar och färre inflationsstörningar än tidigare. Andersen och Holden (2005) visar i illustrationer av "policy-mixen" i olika länder att penning- och finanspolitiken i USA och Storbritannien i huvudsak har varit komplementär men att den tendensen är mindre tydlig i Norge, Finland, Danmark och Sverige.

Det finns en intressant koppling till de nordiska länderna vad gäller resonemang om tidsordningen. I Finland och Danmark bör det rimligtvis vara så att det är finanspolitiken som reagerar, om den nu reagerar alls, på penningpolitiska initiativ. Det bör gälla fullt ut i Finland på grund av att penningpolitiken är exogen.²³ Under normala och stabila förhållanden då förtroendet för den fasta växelkursen är starkt bör det också vara fallet i Danmark. I de tre övriga länderna är det sannolikt att det omvända gäller. Under "normala" stabila förhållanden är det penningpolitiken som reagerar, om den reagerar alls, på de finanspolitiska initiativen. Så bör det vara därför att större finanspolitiska förändringar normalt endast genomförs en eller två gånger årligen och då i samband med att regeringarnas budgetförslag tas av parlamenten. Impulsen till ekonomin av finanspolitiska förändringar är i det sammanhanget endast en faktor bland många som påverkar centralbankernas syn på inflationsutvecklingen. När finansministrarna föreslår inriktningen av finanspolitiken tar de också hänsyn till vilka de penningpolitiska reaktionerna kan komma att bli av olika alternativ.

3.5 Koordinering i valutaunionen.

Enligt Maastrichfördraget är den stabiliseringspolitiska arbetsfördelningen sådan att penningpolitikens uppgift är att uppnå låg och stabil inflation i valutaunionen, medan stabiliseringen av produktionen och sysselsättningen i det enskilda landet överlåts till den nationella finanspolitiken. En sådan uppdelning får också stöd av resultaten av teoretiska analyser, se t.ex. Beetsma och Jensen (2004).

I sin teoretiska analys av samordningen i valutaunionen tolkar Andersen och Holden (2005) den nuvarande relationen i valutaunionen mellan finans- och penningpolitik som att de nationella finanspolitiska besluten

²³ Däremot är det, som Andersen och Holden påpekar, rimligt att tänka sig att den centrala penningpolitiken reagerar på den aggregerade finanspolitiska inriktningen i valutaunionen.

tas före de centrala penningpolitiska besluten. Penningpolitiken använder ränteinstrumentet för att uppnå stabila priser och de finanspolitiska myndigheterna strävar efter låg variabilitet i produktionen och i de finanspolitiska instrumenten (utgifter och skatter). En finanspolitisk expansion på aggregerad nivå kommer alltid att helt kunna motverkas av penningpolitiken som helt inriktas mot sitt inflationsmål. På nationell nivå blir emellertid resultatet ett annat. En finanspolitisk stimulans påverkar efterfrågan, men den negativa effekten av räntehöjningen på nationell nivå bli mindre ju fler medlemmar valutaunionen har.²⁴ Också i ett relativt till unionen litet land fås en liknande effekt (jfr diskussionen om koordineringen i *Finland*). I ett litet land blir alltså de finanspolitiska multiplikatorerna större än i större länder. Finanspolitiken får således starkare effekter på efterfrågan i dessa länder. Andersen och Holdens drar också slutsatsen att i valutaunionen är problemet med den stabiliseringspolitiska koordineringen större i de fall störningarna till ekonomin är aggregerade och symmetriska medan problemen är mindre vid asymmetriska, landspecifika störningar. Detta gäller även när finanspolitiken endast utgörs av automatiska stabilisatorer. En annan slutsats är att koordineringsproblemet i valutaunionen skulle kunna dämpas om penningpolitiken bedrevs mer flexibelt, dvs. att det vid de penningpolitiska besluten även skulle läggas en viss vikt vid att stabilisera produktionen.

3.6 Samordning med fast växelkurs

Med fullt liberaliserade kapitalflöden är det inte möjligt att hålla en fast växelkursregim föra en oberoende penningpolitik. Så länge växelkursen är fullt trovärdig bestäms räntan exogent. Finanspolitiken kan då användas för att stabilisera produktionen under restriktionen att trovärdigheten bibehålls. Konkret innebär restriktionen att finanspolitiken skall inriktas mot att hålla inflationen nära den i omvärlden. Finanspolitiken får således en central roll att förhindra att alltför stora obalanser uppstår i ekonomin. Andersen och Holden (2005) uttrycker detta på följande sätt:

”Inom ett band av små störningar, kan den efterfrågeinriktade stabiliseringspolitiken riktas mot andra mål, men vid stora störningar, är det viktigt att finanspolitiken används för att bibehålla den fasta växelkursens trovärdighet.”

Ett sätt att tolka detta är att för att erhålla trovärdighet, måste den finanspolitiska stabiliseringen inriktas mot ett implicit inflationsmål, nämligen inflationstakten i den valutaunion till vilken den egna valutan är knuten. Detta blir nu finanspolitikens uppgift eftersom penningpolitik inte kan användas till intern stabilisering.

Danmark har sedan början av 1980-talet bedrivit politiken utifrån de ovan angivna riktlinjerna. Med en konsekvent arbetsfördelning mellan finans- och penningpolitiken har trovärdigheten för växelkursen lyckats upprätthållas. För närvarande är den danska kronan knuten till euron. Därmed utgör ECB:s inflationsmål implicit även Danmarks inflationsmål.

²⁴ I den teoretiska modellen antas att medlemmarna i valutaunionen är lika stora.

3.7 Sammanfattning av påverkan mellan penning- och finanspolitiken

Det förekommer en *ömsesidig påverkan* mellan penning- och finanspolitiken, i den meningen att den ene aktören direkt eller indirekt påverkar förutsättningarna för den andre aktörens politik.

Finanspolitikens påverkan på penningpolitiken

- via förändringar i indirekta skatter och administrerade priser uppkommer direkta effekter på den kortsiktiga inflationen
- via förändringar i skatter och offentliga utgifter uppkommer förändringar i det offentliga saldot som i sin tur påverkar den aggregerade efterfrågan
- på längre sikt påverkar den offentliga skuldens utveckling de långa räntorna.
- skatte- och välfärdsystemens utformning, utbildningspolitiken och konkurrenspolitiken påverkar långsiktigt den potentiella produktionen och prisflexibiliteten. Förutsättningarna för penningpolitiken verkar påverkas således.

Penningpolitikens påverkan på finanspolitiken

- genom prisutvecklingen och inflationsförväntningarna. T.ex. förekommer indexuppräknning av transfereringar beroende av prisutvecklingen.
- ränteutvecklingen påverkar kostnaderna för statskulden
- därutöver har penningpolitiken temporära effekter på den reala aktiviteten i ekonomin.

4. Finanspolitikens effekter och tidsfördröjningar

4.1 Inledning

I detta avsnitt följer en genomgång av kunskapsläget om olika finanspolitiska instruments multiplikatoreffekt och tidsfördröjningar. Avsnittet berör endast tekniska aspekter av stabilisering med finanspolitiken och analyserar således inte olika politiska och institutionella förutsättningar för att bedriva sådan politik som diskuterades i avsnitt 2.

4.2 Finanspolitiken stabiliseringseffekter

Synen på finanspolitikens stabiliseringseffekter har varierat de senaste femtio åren. Under 1950 till 1970-talen dominerade det keynesianska synsättet. Finanspolitiken ansågs ha relativt starka effekter på BNP med multiplikatorer klart över ett för både förändringar i offentliga utgifter och skatter. Under de två följande decennierna dominerade makroekonomiska skolor som framförde stor tveksamhet till möjligheterna att bedriva stabiliseringspolitik med finanspolitiska instrument. Med hypotesen om ricardiansk ekvivalens ifrågasattes finanspolitikens förmåga att överhuvudtaget påverka den ekonomiska aktiviteten. Enligt hypotesen antas individerna anpassa sitt sparande när skatterna förändras. Vid exempelvis en lånefinansierad skattesänkning inser de privata aktörerna att skatterna kommer att höjas i framtiden för att skattebördan över tiden skall vara konstant. Den finanspolitiska stimulansen motverkas då av att de privata aktörerna ökar sitt sparande. Om vissa konsumenter, som har svårt att låna för att överbrygga inkomstsvackor, ändå reagerar direkt med förändrad konsumtion när de disponibla inkomsterna förändras, överdriver hypotesen om ricardiansk ekvivalens finanspolitikens svaghet. Detsamma gäller om aktörerna inte har fullständigt framåtblickande förväntningar. Dessutom gäller ricardiansk ekvivalens endast effekterna på BNP via de disponibla inkomsterna. Instrument som verkar via förändrade relativpriser, som indirekta skatter, eller direkt på efterfrågan som offentlig konsumtion eller investeringar som har effekter därför att de påverkar efterfrågan via andra kanaler än hushållens disponibla inkomster. Empirin avvisar i allmänhet också ricardiansk ekvivalens.²⁵

Däremot finns emellertid situationer när det är uppenbart att finanspolitiken måste läggas om i restriktiv riktning för att positiva effekter skall uppstå på den reala ekonomin. Det gäller särskilt när finanspolitiken inte är långsiktigt hållbar på grund av hög skulduppbyggnad. I sådana lägen kan riskpremierna bli så stora att multiplikatorerna till och med blir negativa. Sådana omvända effekter benämns som beskrevs i kapitel 2 icke-keynesianska effekter och kan ha förekommit t.ex. i Danmark på 1980-talet och i Finland och Sverige under konsolideringen efter krisen i början av 1990-talet och Finland.

Under de senaste åren har intresset för att empiriskt testa styrkan och dynamiken av förändringar i finanspolitiska instrument ökat. Ett arbete av Blanchard-Perotti (2002) är centralt. Tyvärr finns inte mycket forskning gjord inom området för de nordiska länderna de senaste åren.²⁶ I den svenska utredningen "Stabiliseringspolitik i valuta-

²⁵ Se t.ex. Hemming et. al. (2002).

²⁶ För Sverige gjorde Hokkanen och Jansson (1994) och Becker och Paalzow (1996) empiriska tester av hypotesen om Ricardians ekvivalens. Den första studien gjorde på årsdata för perioden 1897-1990 och den andra på

unionen²⁷ (STEMU-utredningen) sammanfattades resultaten av senare tids forskning på följande sätt:

”Några tentativa slutsatser kan dras från i första hand senare tids internationella studier. För det första tycks effekternas riktning vara de förväntade, så länge vi håller oss till situationer då trovärdigheten för den ekonomiska politiken är god. Det innebär att t.ex. högre offentlig konsumtion och investeringar eller sänkta skatter och transfereringar ökar efterfrågan i ekonomin. För det andra är ett ofta återkommande resultat att förändringar i offentlig konsumtion och offentliga investeringar ger starkare effekter än förändringar av skatter och transfereringar.

Ett tredje resultat är att effekterna tycks vara mindre än vad man trodde enligt äldre keynesianska synsätt. I den analysen uppskattades ofta de så kallade multiplikatorerna till klart större än ett.²⁸ Med det menas att den slutliga effekten på efterfrågan är klart större än, och ibland mer än dubbelt så stor, som den ursprungliga förändringen i skatten eller utgifterna. Senare tids empiriska studier tyder på att multiplikatorerna för förändringar i den offentliga konsumtionen eller de offentliga investeringarna kan uppgå till ca ett, dvs. att effekten blir ungefär lika stor som den ursprungliga förändringen och att multiplikatorerna för förändringar av skatter och transfereringar är mindre än ett.²⁹”

I Tabell 4.1 ges en sammanfattande bedömning av de effekter och tidsförskjutningar förändringar i olika skatter och offentliga utgifter ger upphov till. Bedömningen utgår från en del aktuella internationella studier.³⁰ De flesta studier är gjorda på amerikanska data men en några behandlar europeiska länder.³¹ Blanchard och Perotti (2002), Giardino et al. (2005), Mountford och Uhlig (2002) och Perotti (2004) använder ekonometrisk analys medan övriga gör simuleringar i så kallade kalibrerade modeller. Resultaten som framkommer i dessa modeller är självfallet starkt beroende av de antaganden som görs. Det gäller bland annat antagandet om ricardiansk ekvivalens. Ett annat centralt antagande är hur finanspolitiken påverkar räntorna. Hemming m.fl. (2002) och Henry m. fl. (2004) är utmärkta översikter.

I tabellen ges en sammanfattning av forskningsresultaten för multiplikatorerna för tre skatteslag och för offentliga utgifter. En förändring av de finanspolitiska instrumenten med en procentenhet får effekter på BNP som anges i intervallen. Dessutom anges intervall för när den maximala effekten på BNP av den finanspolitiska kan komma att inträffa. Intervallen illustrerar osäkerheten i resultaten. De återspeglar förutom rent statistisk osäkerhet också det förhållandet att de empiriska studierna gäller länder med olika karaktäristika, t.ex. vad gäller ekonomins öppenhet och att resultaten från modellsimuleringarna

kvartalsdata för perioden 1970-1994. Båda studierna finner att budgetunderskott inte har någon effekt på den reala aktiviteten, men att förändringar i offentlig konsumtion har det.

²⁷ SOU 2002:16, ”Stabiliseringspolitik i valutaunionen”

²⁸ Se till exempel Blinder och Solow (1974).

²⁹ Se till exempel Blanchard och Perotti (2002), Giardino et.al., (2005), Hemming et. al., Mountford och Uhlig (2002), Perotti (2004), Wren och Lewis (2000) och Virén (2001).

³⁰ Blanchard och Perotti (2002), Fatás och Mihov (2001), Wijkander och Roeger (1999), Virén (2001), Wren-Lewis (2000), IMF (2000) och H.M. Treasury (2003).

³¹ Exempel på studier som behandlar finanspolitiska effekter i europeiska länder är Wijkander och Roeger (1999) och Henry et.al. (2004).

återspeglar olika antaganden om t.ex. finanspolitikens effekter på penningpolitiken.

Tabell 4.1. Olika instruments effekter på BNP och dynamik

Instrument	Multiplikatoreffekt på BNP	Dynamik – När uppnås maximal effekt?
Inkomstskatt	0,3 – 0,8 ³²	4 – 7 kv
Mervärdeskatt	0,4 – 1,1	2 – 6 kv
Sociala avgifter	0,1 – 0,5 ³³	4 – 7 kv
Offentliga utgifter	0,6 – 1,4	1 – 4 år ³⁴

Dynamiken i tabell 4.1 anger efter hur många kvartal den *maximala* effekten uppstår. Multiplikatorn anger effekten inom ett år. Tabellen visar att för alla skatteinstrument infaller ca hälften av effekten inom ett år. Utgiftsförändringar kan ha betydligt längre effektstidsfördröjning.

4.3 Några observationer

Tolkning av intervallen i relation till växelkurssystem

De resultat som genereras av modellsimuleringar är i vissa fall gjorda för ekonomier med egen penning- och växelkurspolitik (fast och rörlig kurs) och i andra fall med gemensam politik i en valutaunion. En rimlig bedömning är att multiplikatorerna vid ett medlemskap i valutaunionen, som i Finlands fall, och med fast växelkursregim, som för Danmark, sannolikt ligger i de övre delarna av intervallen. Sannolikt är multiplikatorerna något mindre för de tre övriga länderna. Detta diskuteras vidare nedan.

Multiplikatorn för offentliga utgifter

Multiplikatorn för offentliga utgifter har en lång tidutsträckning men effekten på ekonomin under det första året (*eng. impact*) är förhållandevis stor.

Giordano m.fl. (2005) finner att offentliga utgifter riktade mot konsumtion och investeringar har signifikanta effekter på produktionen men inte på priserna. Det omvända gäller för offentliga utgifter som används till löner för offentligt anställda.

Effekter av inkomstskatt och indirekta skatter

Variationen i den uppskattade multiplikatoreffekten i de olika studierna är betydligt större för personlig inkomstskatt än för indirekta skatter. Även om inkomstskatten i bästa fall kan ha nästan lika stor multiplikatoreffekt som indirekta skatter är effekten betydligt mer osäker. Effekterna av förändringar i indirekta skatter är således i genomsnitt kraftigare än av förändringar i inkomstskatter. Indirekta skatter har i flera studier nästan lika stora multiplikatorer som offentliga utgifter. Förändringar av inkomstskatter får, om de påverkar

³² Enligt Hemming et.al. (2002) ligger de flesta skatte- respektive utgiftsmultiplikator i detta intervallet.

³³ Bygger på Henry et.al (2004).

³⁴ Resultaten för dynamiken vid utgiftsförändringar bygger i stor utsträckning på Blanchard- Perotti (2002). I deras studie är utgiftsförändringar utdragna till upp mot 2,5 år. Bryant (1988) sammanfattar resultat från 12 makromodeller. Han finner att den genomsnittliga multiplikatorn av permanenta utgiftsökningar är 1,27 första året och 0,65 efter 4 år.

marginalskatterna, emellertid starkare långsiktiga effekter på arbetsutbud och potentiell produktion.³⁵

Graden av undanträngning med olika växelkurssystem

Ett intressant resultat i Blanchard & Perotti (2002) för USA är att effekter av förändringar i offentliga utgifter på BNP verkar genom privat konsumtion, medan offentliga investeringar inte alls bidrar eller till och med motverkar effekten på BNP. Förklaringen kan vara att en ökning av de offentliga utgifterna "tränger ut" (*eng. crowd out*) de privata investeringarna genom att de ökade offentliga utgifterna höjer ränteläget. Den senare mekanismen bör således inte förekomma för Finland som är medlem i den europeiska valutaunionen och endast till en liten grad för Danmark med sin fasta växelkurs. I övriga länder kan den förekomma.

I starkt öppna ekonomier som de nordiska är multiplikatorernas storlek således beroende av växelkurssystemet. Med en flexibel växelkurs leder i allmänhet högre ränta till kapitalinflöde som apprecierar växelkursen. Med perfekta kapitalflöden sker i teorin en fullständig undanträngning vilket innebär att finanspolitiken helt ineffektiv. Multiplikatorerna påverkas också av förmögenhetseffekter. Högre räntor och starkare växelkurs minskar värdet på tillgångar, vilket kan dämpa konsumtionen. Med fast växelkurs kommer en finanspolitisk expansion att påverka räntan i mindre utsträckning än i en sluten ekonomi. Utifrån traditionell teori bör således stabilisering via finanspolitiken vara effektivare i Danmark och Finland än i de tre övriga länderna. Som tidigare påpekats gäller det helt omvända för penningpolitiken.

Effekten är beroende dels av hur mycket en expansiv impuls från finanspolitiken påverkar räntan och dels av hur mycket ränteförändringen påverkar valutakursen. I situationer när en expansiv impuls snabbt påverkar priser och löner, t.ex. vid högt kapacitetsutnyttjande i ekonomin kan den motverkande penningpolitiska impulsen vara stor. Om däremot räntan endast reagerar svagt på pris- och lönebildningen, men har relativt stora effekter på växelkursen, kommer sammansättningen av effekterna att vara olika i olika länder. I små öppna ekonomier med flytande växelkurs kommer en större del av åtstramningen att uppstå genom försvagad konkurrenskraft och en mindre genom reducerad efterfrågan.

Emellertid pekar empiriska undersökningar på att skillnaderna beroende på växelkursregim inte är så stor.³⁶ Effekterna via räntan, och därmed via växelkursen, kan vara små.

De internationella resultatens rimlighet för nordiska länder.

Är resultaten för multiplikatorer och dynamik rimliga även för de nordiska länderna? De studier som sammanfattas i tabellen är i de flesta fall gjorda för stora länder med små motverkande effekter via växelkursen. Det talar å ena sidan för att multiplikatorerna för Island, Norge och Sverige ligger i undre delen av intervallen i tabellen. Å andra sidan är finanspolitikens multiplikatorer sannolikt större i Finland och Danmark, eftersom de motverkande effekterna som uppstår via växelkursen och räntan inte förekommer för ett land som ingår i valutaunionen och som har fast växelkurs. Vår sammantagna bedömning är därför att multiplikatorerna i tabellen kan ge en finger-

³⁵ I flera studier dras slutsatsen att indirekta skatter har starkare multiplikatorer än inkomstskatten, se t.ex. Hemming et.al. (2002) och Wiljkander och Roeger (2002). Det resultatet bekräftas emellertid inte av Henry et.al. (2004).

³⁶ Hemming m.fl., (2002).

visning om effekterna av olika stabiliseringspolitiska åtgärder. Det bör åter understrykas att de i tabellen angivna effekterna endast uppkommer om de finanspolitiska åtgärderna inte hotar trovärdigheten för de offentliga finanserna. Ökad ekonomisk osäkerhet kan reducera multiplikatorerna. Förtroendeeffekter är mycket viktiga.

Multiplikatorerna minskar med större prisflexibilitet

Graden av prisflexibilitet påverkar multiplikatorerna så att en ökad grad av prisflexibilitet minskar effekterna på produktionen av finanspolitik. Det beror av att en större andel av anpassningen kommer att ske via priserna och en mindre andel vis kvantiteter. Flera empiriska studier, som t.ex. Perotti (2004), finner att multiplikatorernas storlek har minskat på senare tid. Det resultatet får också visst stöd i Blanchard – Perotti (2002).³⁷ Det skulle kunna tolkas så att olika marknader uppvisar större prisflexibilitet efter avregleringar och andra strukturella reformer riktade mot förbättrad marknadskonkurrens i de utvecklade länderna.

Effekter av permanenta och temporära åtgärder

Det förekommer skillnader mellan effekter av temporära och permanenta finanspolitiska åtgärder. Permanent finanspolitisk expansion kan i vissa fall öka undanträngningen så att multiplikatorerna t.o.m. blir negativa, dvs. Så kallade icke-keynesianska effekter kan uppstå. Det kan vara fallet om hushåll och företag förväntar att räntehöjningen och växelkursförstärkningen är permanenta. Det är således inte självklart att permanenta åtgärder får större effekter på reala ekonomin än temporära. Empirin uppvisar resultat åt båda hållen.

Stabiliseringseffekter av utbudsreformer

Reformer inriktade mot att höja den potentiella produktionsnivån görs i ett långsiktigt perspektiv, men de kan självfallet ha kortsiktiga konsekvenser. Ett exempel är inkomstskattereformer som sänker marginalskatterna. De kan på kort sikt vara efterfrågestimulerande och därutöver öka arbetsutbudet långsiktigt. Strukturella reformer som ökar produktiviteten kan på kort sikt öka arbetslösheten men på längre sikt höja potentiell produktion och sysselsättning. Kortsiktiga effekter av strukturella förändringar bör således tas med i beräkningen när konjunkturutvecklingen bedöms och ekonomisk politik formas.

4.4 En generell slutsats

En generell slutsats är att effekterna av stabilisering via finanspolitiken är gynnsammast om ekonomin har lågt resursutnyttjande, ekonomin har en liten grad av öppenhet, växelkursen är fast (eller landet ingår i en valutaunion) och den långsiktiga hållbarheten för de offentliga finanserna är grundmurad. Med omvända förutsättningar kan effekterna bli svaga eller till och med byta tecken. I detta sammanhang har vi emellertid inte alls diskuterat de institutionella förutsättningarna för att för möjligheterna att föra en väl avvägd konjunkturstabiliserande finanspolitik.

Referenser

Apel, M. & Jansson, P. (1997), **System Estimates of Potential Output and the NAIRU**, Working Paper XXX, Riksbanken.

³⁷ I Blanchard – Perotti (2002) minskar i flera fall multiplikatorernas storlek när tidiga decennier utesluts i de empiriska testerna.

- Blanchard & Perotti (2002), **An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output**, *The Quarterly Journal of Economics*, XXX.
- Blinder, A.S. & R.M. Solow (1974), **Analytical Foundations of Fiscal Policy**, i *The Economics of Public Finance*, The Brooking Institution.
- Bryant (1988)
- Calmfors, L. (1998), **Macroeconomic Policy, Wage Setting and Employment – What Difference Does the EMU Make?**, *Oxford Review of Economic Policy*, 14.
- Becker, T. & Paalzow, A. (1996), **Real Effects of Budget Deficits - Theory and Evidence**, *Swedish Economic Policy Review* 3.
- Fatás, A. & I. Mihov (2001) **The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence**, CEPR Discussion Paper No. 2760.
- Giardino et.al. (2005)
- Hemming, R., Kell, M. & Selma Mahfouz (2002) **The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity – A Review of the Literature**, IMF WP/02/208.
- Henry, J, Pablo Hernadéz de Cos and Sandro Momigliani (2004), **The Short-Term Impact of Government Budgets on Prices – Evidence from Macroeconometric Models**, ECB WP Series No 396.
- H.M. Treasury (2003)
- Hokkanen, J. & Jansson, P. (1994), **The Impact of Budget Deficits on Key Macroeconomic Variables in Sweden 1872-1990**, i P. Jansson, *Essays in empirical macroeconomics*, Department of Economics, Uppsala University.
- Maountford, A. & Uhlig, H. (2002), **What are the Effects of Fiscal Policy Shocks?**, CEPR Discussions Papers 3338.
- Perotti (2004)
- SOU 2002:16, **Stabiliseringspolitik i valutaunionen**, betänkande avlämnat av Kommittén för full sysselsättning vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen.
- Virén, M. (2001) **Fiscal Policy, Automatic Stabilisers and Coordination**, i Brunila, A., M. Buti & D. Franco (red.), *The Stability and Growth Pact – The Architecture of fiscal Policy in EMU*, Palgrave.
- Wijkander, H. & Roeger, W. (1999), **Fiscal Policy in the European Monetary Union**, Working Paper, EU-kommission, DG II.
- Wren-Lewis, S. (2000) **The Limits to Discretionary Fiscal Stabilisation Policy**, *Oxford Review of Economic Policy*, 16, No. 4.

5. Om behovet for symmetri i den konjunkturregulerende økonomiske politik

5.1 Inledning

En stabil samfundsøkonomisk udvikling i form af stabil inflations- og beskæftigelses/ledighedsudvikling er i sagens natur som udgangspunkt at foretrække frem for en udvikling med større udsving i inflation og ledighed (omkring det samme langsigtede niveau).³⁸ Det vil danne basis for at føre konjunkturudjævnende økonomisk politik.³⁹

Som udgangspunkt vil en effektiv konjunkturregulerende økonomisk politik være symmetrisk, dvs. at den økonomiske politik lempes i forbindelse med kraftige konjunkturedgange og modsvarende strammes i forbindelse med kraftige konjunkturopgange.

5.2 De automatiske stabilisatorer

De automatiske stabilisatorer, der i de nordiske økonomier i kraft af udbyggede skatte- og overførselssystemer er forholdsvis stærke, vil mere eller mindre per automatik opfylde hensynet til symmetri⁴⁰. De automatiske stabilisatorer i de nordiske økonomier er generelt stærkere end i de øvrige OECD-lande, jf. tabel 5.1.

Tabel 5.1. Elasticiteter i de nordiske lande og OECD.

	1996	2000	2003
Danmark	0,62	0,57	0,59
Sverige	0,59	0,54	0,55
Norge (fastlands)	0,52	0,49	0,53
Finland	0,55	0,46	0,48
Island	0,40	0,37	0,37
OECD-gennemsnit	0,45	0,42	0,44
Euroområdet-gennemsnit	0,49	0,45	0,48

Kilde: OECD (outlook 76 data). (kommende) OECD working paper: "Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries" by Nathalie Girouard and Christophe Ancre.

Anm.: Semielasticiteter. Angiver ændringen i den samlede offentlige saldo (i pct. af BNP) ved en ændring i BNP på 1 procent. 2003-vægte for 2003-tal. Udregnet på baggrund af 4 kategorier af skatter og 1 udgiftspost, vægtet med de respektive andele af BNP.

I en konjunkturopgang vil de opkrævede skatter mere eller mindre per automatik stige og dermed isoleret set dæmpe fremgangen i de private

³⁸ Udgangspunktet er, at den velfærdsmæssige omkostning ved en periode, hvor eksempelvis ledigheden midlertidigt ligger over sit (langsigtede) strukturelle niveau er større end velfærdsgevinsten ved en periode, hvor ledigheden ligger tilsvarende under sit strukturelle niveau.

³⁹ Et yderligere argument for at føre konjunkturudjævnende politik fremkommer såfremt at det i forhold til en konjunkturneutral situation er således, at den gennemsnitlige ledighedsstigning under et konjunkturtilbageslag alt andet er en smule større og/eller indtræffer en smule hurtigere end det gennemsnitlige ledighedsfald under en høj konjunktur. Med andre ord, hvis der er ikke-linearitet i udsvingene i ledigheden over konjunkturcyklen. I så fald kan en konjunkturstabiliserende politik bidrage til en mindre reduktion i det langsigtede gennemsnitlige ledighedsniveau.

⁴⁰ Kilde: Kommende OECD working paper: "Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries" by Nathalie Girouard and Christophe Ancre (fx page 19, tabel 9).

indkomster og dermed grundlaget for privatforbruget. Tilsvarende vil udbetalinger af arbejdsløshedsunderstøttelse mv. aftage i takt med at konjunkturopgangen giver lavere ledighed mv., og det vil ligeledes dæmpe fremgangen i de private indkomster og dermed privatforbruget.

Omvendt, vil de opkrævede skatter mere eller mindre per automatik falde under et konjunkturtilbageslag, mens udbetalinger af arbejdsløshedsunderstøttelse mv. vil stige i takt med at konjunkturslaget slår ud i stigende ledighed. De samme mekanismer, der bidrager til at dæmpe fremgangen under en konjunkturopgang, vil således også bidrage til at dæmpe nedgangen under et konjunkturtilbageslag, hvilket sikrer symmetrien.

Udfordringen i forhold til de automatiske stabilisatorer er således kun i ganske beskeden grad konjunkturmæssigt betinget.

De automatiske stabilisatorer giver dog samtidig en betydelig konjunkturfølsomhed i de offentlige finanser, idet skatteindtægter og overførselsudgifter per automatik vil forøges mærkbart under en konjunkturopgang og modsat vil reduceres mærkbart under et konjunkturtilbageslag. Det skaber en udfordring i forhold til at undgå at de konjunkturbetingede udsving i de offentlige finanser giver anledning til en konjunkturforstærkende diskretionær finanspolitik, dvs. pro-cyklisk finanspolitik. En pro-cyklisk finanspolitik kan eksempelvis tage form af skattelettelser og/eller kraftig vækst i det offentlige forbrug i perioder med gunstige konjunkturer, hvor de offentlige finanser midlertidigt styrkes.

Det bemærkes, at stærke automatiske stabilisatorer netop opstår i kraft af udbyggede skatte- og overførselssystemer, hvor den enkelte persons økonomiske gevinst ved eksempelvis at gå fra overførselsindkomst til beskæftigelse er reduceret. Det er samtidig udtryk for, at det økonomiske incitament til at være på arbejdsmarkedet og aktivt søge beskæftigelse er mindsket.

En udbygning af omfanget af de automatiske stabilisatorer vil derfor også være forbundet med (betydelige) ændringer af de strukturelle forhold på ikke mindst arbejdsmarkedet (ligesom der sandsynligvis vil være væsentlige fordelingspolitiske implikationer). I forhold til efficiens hensyn i skatte- og overførselssystemet samt den ønskede fordelingspolitik må spørgsmålet om et ønskeligt omfang af de automatiske stabilisatorer klart betragtes som underordnet. Et valg af omfanget af de automatiske stabilisatorer må derfor først og fremmest opfattes som et spørgsmål om strukturelle forhold i økonomien, ikke mindst et spørgsmål om efficiens hensyn i skatte- og overførselssystemer.

5.3 Symmetri og forebyggelse af overophedning

Behovet for symmetri i den konjunkturregulerende økonomiske politik skal blandt andet ses i lyset af påvirkningen af forløbet af konjunkturerne set over hele konjunkturcyklen, herunder ikke mindst hensynet til at undgå perioder med overophedning af økonomien og opbygning af makroøkonomiske ubalancer, som der kan være væsentlige tilpasningsomkostninger forbundet med at afvikle.

Det gælder ikke mindst i forhold til lønpres eller et behov for en konsolidering af en lav opsparingstilbøjelighed (i den private sektor) opbygget under en højkonjunktur. Tilpasningerne manifesterer sig blandt andet i en periode med stagnation i økonomien (en "cooling-off" periode), hvor eksempelvis beskæftigelsen kan falde mærkbart. Tilpasningsomkostningerne vil i sagens natur være forholdsmæssigt

størst, hvis eksempelvis et lønpres lettere og/eller hurtigere opbygges end det afvikles. Her kan erfaringerne fra dansk økonomi i 1980'erne og frem til konjunkturopgangen i 1994 ses som en indikation på, at dette kan være tilfældet.

Det bemærkes, at under kraftige højkonjunkturer vil der som udgangspunkt opbygges knaphedsbetinget pres i økonomien, hvor lønstigningerne gradvist accelererer i takt med at outputgabets vokser, dvs. udnyttelsen af produktionskapaciteten øges.⁴¹ Herunder vil lønningerne ofte reagere med en vis forsinkelse i forhold til udnyttelsen af produktionskapaciteten, hvorfor der et stykke inde i en højkonjunktur kan være opstået et betydeligt lønpres, der endnu ikke har manifesteret sig i lønstigningstakten.

En konjunkturregulerende politik vil således som udgangspunkt have til formål ikke blot at modvirke konjunkturtilbageslag men også at hindre overophedningstendenser i økonomien. Betydningen af at hindre overophedningstendenser i økonomien er særlig udtalt, hvis makroøkonomiske ubalancer lettere opbygges end de afvikles, og givet den velfærdsmæssige gevinst ved en periode med høj aktivitetsfremskud ikke modsvarer den velfærdsmæssige omkostning ved periode med stagnation.

5.4 Hensynet til langsigtede politikvirkninger

Foruden de rent konjunkturmæssige hensyn er der i forhold til symmetri i konjunkturpolitikken et væsentligt hensyn til potentielle utilsigtede og u hensigtsmæssige langsigtede virkninger af politiktiltagene.

Det gælder særligt i forhold til finanspolitikken, hvor konjunkturtiltag oftest vil have visse langsigtede implikationer mht. indretningen af den offentlige sektor, herunder i forhold til skattepolitikken og i forhold til størrelsen af og ressourceanvendelse i den offentlige sektor. Eksempelvis må en forøgelse af det offentlige forbrug (f.eks. i form af øget offentlig beskæftigelse) som udgangspunkt formodes at være en permanent forøgelse, der således giver anledning til en større offentlig sektor.

Hvis en finanspolitisk lempelse i form af eksempelvis større offentlig beskæftigelse er delvist motiveret af konjunkturmæssige hensyn, vil denne (delvist) konjunkturbetingede lempelse som udgangspunkt have permanent effekt på indretningen af den offentlige sektor. Dvs. man har en situation, hvor et midlertidigt (eller kortvarigt) hensyn til konjunkturerne får permanent (eller langsigtet) effekt.

En asymmetrisk konjunkturpolitik, hvor man søger at benytte den økonomiske politik til at skære bunden af lavkonjunkturer uden at skære toppen af højkonjunkturer, øger risikoen for at akkumulere sådanne utilsigtede, permanente ændringer af indretningen af den offentlige sektor og/eller skattesystemet etc.

Herunder er der en risiko for at kortsigtede hensyn til konjunkturerne at få skævvredet økonomien. Det kan eksempelvis være i form af skatteundtagelser eller tilskudsordninger, der på kort sigt styrker konjunkturerne men samtidig indebærer en mere langsigtet forvriddning af skattesystemet. Det kan også være i form af f.eks. introduktion af

⁴¹ Startpunktet for højkonjunkturerne forudsættes her at være en ekspansion i efterspørgslen. Det må betragtes som en naturligt indgang til en diskussion af konjunkturregulerende politik i form af finans- og pengepolitik, idet finans- og pengepolitik netop virker konjunkturregulerende via en påvirkning af den kortsigtede efterspørgselsvækst i økonomien.

orlov- og tilbagetrækningsordninger mv. på arbejdsmarkedet, der på kort sigt kan reducere ledigheden, men som på lang sigt reducerer arbejdsstyrken og dermed økonomiens produktionspotentiale. Det kan også gælde i forhold til øget offentlig forbrug, der på kort sigt styrker beskæftigelsesudsigterne, men som på sigt kan indebære, at det offentlige udfører visse opgaver med en begrænset samfundsmæssig værdi, og/eller at der i dele af den offentlige sektor opstår en direkte ineffektiv ressourceanvendelse i opgaveløsningen (og hvor der således forholdsvis uproblematisk kunne opnås effektiviseringsgevinster).

5.5 Symmetri og løndannelsen

En asymmetrisk konjunkturpolitik indebærer også en risiko i forhold til at få opbygget asymmetriske forventninger i løndannelsen, således at arbejdsmarkedets parter i en forventning om at blive "bailed out" i konjunkturtilbageslag men ikke i konjunkturopgange vil være mindre tilbageholdende i løndannelsen.⁴² Et større (real)lønpres kan indebære en vis risiko for forøgelse af den strukturelle ledighed, samtidig med at det generelle niveau for løn- og prisstigninger i økonomien kan blive presset i vejret.

5.6 Symmetri og pengepolitikken

Det bemærkes, at Finland deltager fuldt ud i ØMU'en tredje fase og derfor har fælles pengepolitik med de øvrige lande i euroområdet. Danmark deltager i ERM2 og har en fast valutakurs i forhold til euroen (og står uden for ØMU'en tredje fase), og den danske pengepolitik er således fuldt ud orienteret i retning af at fastholde kronekursen i forhold til euroen. I praksis relaterer nedenstående diskussion om pengepolitik sig derfor kun til lande en selvstændig valuta, hvor pengepolitikken ikke fuldt ud er eksternt orienteret (dvs. valutakursen er flydende).

Bekymringen i forhold til langsigtede politikvirkninger gør sig også gældende i forhold til pengepolitikken, hvor en asymmetrisk konjunkturpolitik kan have utilsigtet effekt på de generelle inflationsforventninger.

I forhold til pengepolitikken er udviklingen i inflationsforventningerne, herunder forventningerne til den fremtidige pengepolitik, afgørende for effekten af pengepolitikken i dag. En forventning om, at de pengepolitiske myndigheder ikke vil stramme pengepolitikken for at tage toppen af en højkonjunktur og herunder det inflationspres, der opbygges i løbet af en højkonjunktur, må som udgangspunkt forventes at påvirke de generelle inflationsforventninger i opadgående retning, *jf. figur 1*.

En asymmetri i pengepolitikken kan på denne vis give anledning til en form for inflationsbias, hvor grænsen for, hvad der udgør en henholdsvis lav og høj inflation, flyttes opad som resultat af, at niveauet for hvad der udgør en gennemsnitlig stramhedsgrad i pengepolitikken flyttes opad. Det indebærer en risiko for, at den forventede og den langsigtede gennemsnitlige inflation kan ligge højere end udmeldte målsætninger.⁴³

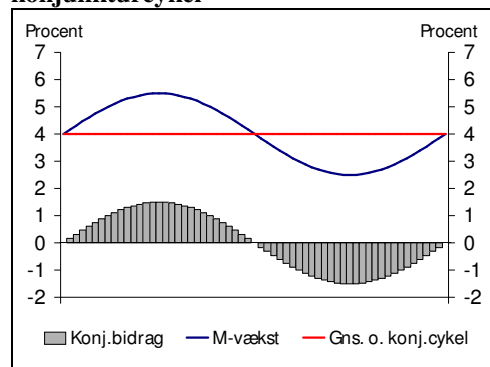
⁴² Den grundlæggende mekanisme omkring forventningsdannelsen i løndannelsen her kan siges at være parallel til mekanismen omkring forventningsdannelsen for inflationen i forbindelse med pengepolitikken, *jf. diskussionen i næste afsnit*.

⁴³ Det bemærkes, at der er visse omkostninger forbundet med et højt langsigtet inflationsniveau, herunder kan der være en vis negativ påvirkning af det langsigtede niveau for produktion og beskæftigelse. Det gælder særligt, når man i skattesystemet beskatter nominelt afkast på formue frem for reelt afkast af formue (dvs. afkastet korrigeret for inflationen). Det er ét væsentligt argument for en målsætning om prisstabilitet forstået som et lavt langsigtet inflationsniveau.

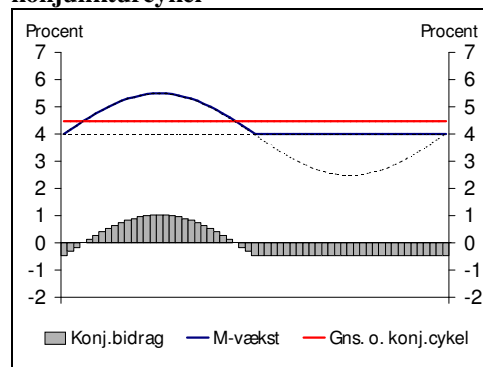
En anden mulig virkning af en asymmetri i pengepolitikken kan være at det konjunkturdæpende element i pengepolitikken reelt mindskes, *jf. figur 1*. Det vil afhænge af hvorledes asymmetrien i praksis udspiller sig, men såfremt de pengepolitiske myndigheder undlader at stramme pengepolitikken i en højkonjunktur og umiddelbart fastholder det pengepolitiske reaktionsmønster i en lavkonjunktur, vil forskellen mellem "top" og "bund" i pengepolitikken alt andet lige indsnævres.

De pengepolitiske myndigheder kan modgå en sådan indsnævring ved at reagere mere aggressivt i forhold til en konjunkturedgang, dvs. alt andet lige lempes pengepolitikken kraftigere i en konjunkturedgang. Det bemærkes dog, at en sådan kraftigere lempelse i en konjunktur nedgang alt andet lige vil forstærke problematikken omkring en generel forøgelse af inflationsforventningerne som følge af asymmetri. Som udgangspunkt vil en mere aggressiv, asymmetrisk pengepolitik hæve det generelle inflationsniveau yderligere, mens konjunkturvirkningerne kvalitativt set bliver omtrent parallelle til konjunkturvirkninger af den oprindeligt betragtede, symmetriske pengepolitik.

Figur 1a. Symmetrisk politik over en konjunkturcykel



Figur 1b. Asymmetrisk politik over en konjunkturcykel



Anm.: I figur 1b er forudsat, at stramningen af pengepolitikken i form af en lavere i pengemængdevæksten undlades, dvs. trunkeres i forhold til figur 1a. Det har dels den effekt, at den gennemsnitlige pengemængdevækst over konjunkturcyklen forøges, hvilket alt andet lige vil presse de generelle inflationsforventninger i vejret. Desuden reduceres konjunktur-elementet forstået som forskellen mellem pengepolitikken på kort sigt og gennemsnittet set over konjunkturcyklen. Forløbet i figur 1a og 1b er væsentligt simplificeret.

6 Automatiske stabilisatorer

6.1 Innledning

Myndighetene kan påvirke aktiviteten i økonomien gjennom endringer i budsjettpolitikken, dvs. ved endringer i skatte- og avgiftssatser eller endringer i utgiftsnivået. De offentlige budsjettene påvirker imidlertid også økonomien gjennom såkalte automatiske stabilisatorer. Automatiske stabilisatorer i de offentlige budsjettene er mekanismer som bidrar til å dempe konjunktursvingninger uten eksplisitte vedtak om å endre inntekter eller utgifter. I perioder med sterk vekst i økonomien vil skatte- og avgiftsinntektene også vokse (og ofte sterkere enn veksten i nominelt BNP dersom skattesystemet er progressivt) og utgiftene til arbeidsledighetsstønader vil avta. Dette bidrar til å redusere inntektsveksten for husholdningene, og dermed reduseres veksten i samlet etterspørsel. Omvendt vil veksten skatte- og avgiftsinntektene i perioder med svak aktivitetsvekst være svakere, og det bidrar til å holde samlet etterspørsel oppe.

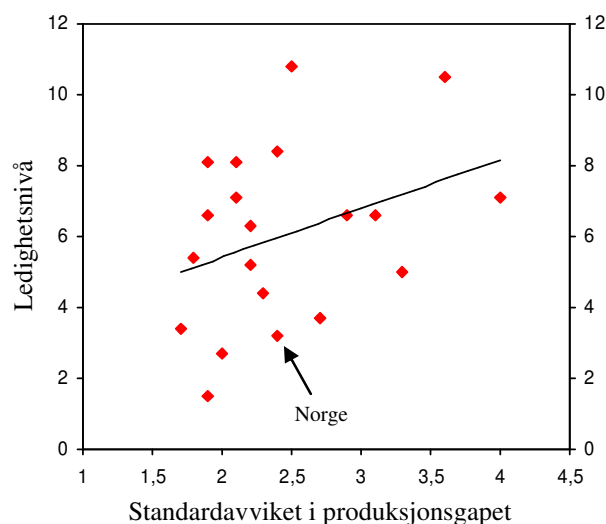
Selv uten at det gjøres aktive tiltak i statsbudsjettet fra år til år, innebærer således de automatiske stabilisatorene at budsjettet i stor grad bidrar til å dempe svingninger i økonomien. Effektene av de automatiske stabilisatorene vil variere avhengig av hva slags sjokk økonomien utsettes for. Graden av automatiske stabilisatorer varierer også mye mellom land. Skillet mellom diskresjonær finanspolitikk og automatiske stabilisatorer er ikke helt klart. For eksempel vil utgiftene til en del former for arbeidsmarkedstiltak i stor grad følge konjunktur-utviklingen.

6.2 Hvorfor stabilisere den økonomiske utviklingen?

Det er kostnader forbundet med store variasjoner i ressursutnyttelsen. Erfaringene fra OECD-området kan tyde på at land med store svingninger i aktivitetsnivået gjennomgående har hatt noe svakere ressursutnyttelse (høyere gjennomsnittlig arbeidsledighet) enn land med en mer stabil utvikling.

Figur A viser gjennomsnittlig arbeidsledighet og standardavviket i produksjonsgapet i OECD-området for perioden 1970-2003.

A. Økonomisk stabilitet og arbeidsledighet i OECD-området, 1970-2003



Konjunktursvingninger kan også påvirke den langsiktige veksttakten gjennom pris- og lønnsdannelsen. Sterke svingninger i inflasjonen innebærer kostnader gjennom at det vanskeliggjør bedriftenes prissetting og husholdningenes vurdering av priser på varer og tjenester. Erfaringene fra de nordiske landene (ref. Holden og Nymoen (2001)) kan tyde på at lønnreaksjonen ved en endring i ledigheten er sterkere når ledigheten er lav i utgangspunktet enn om den er høy. Dette innebærer at reallønnsnivået over tid er lavere – og den kostnadmessige konkurranseevnen bedre – dersom ledigheten er stabil på et bestemt nivå enn dersom den svinger rundt dette nivået.

6.3 Hvorfor bruke automatiske stabilisatorer

Selv om troen på mulighetene til å finstyre økonomien gjennom finanspolitikken er blitt vesentlig svekket siden 1950-tallet⁴⁴, er det fortsatt relativt bred enighet om at myndighetene i hovedsak bør la de automatiske stabilisatorene virke. Den europeiske sentralbanken skriver for eksempel (ECB (2004)):*“The most important way in which fiscal policies can improve the environment in which the ECB operates is by supporting macroeconomic stability. In the short term, automatic stabilisers rather than discretionary fiscal measures are likely to have a stabilising effect on the aggregate level of activity and on prices.”*

Et hovedargument for å bruke automatiske stabilisatorer for å redusere konjunkturutslag i økonomien er nettopp at de er automatiske, og dermed påvirker den økonomiske utviklingen uten store tidslag. Det blir ofte brukt som argument mot å bruke diskresjonær finanspolitikk for slik stabilisering at det tar tid å foreta diskresjonære endringer i budsjettet. Dette kan føre til at politikken virker prosyklisk, gjennom at for eksempel en finanspolitisk stimulans først får effekt når veksten i økonomien allerede har tatt seg opp. Automatiske stabilisatorer vil reagere raskere på endringer i økonomien, og kan i mange tilfeller ha effekt på økonomien selv før omslaget er registrert av myndighetene.

Det er også blitt trukket frem som en fordel med de automatiske stabilisatorene at de lettere vil være dosert i forhold til hvor kraftig konjunkturutslagene i økonomien er. Store konjunkturutslag gir store effekter på budsjettbalansen av de automatiske stabilisatorene, mens mindre konjunkturutslag får mindre effekt.

Automatiske stabilisatorer vil også i utgangspunktet være symmetriske over konjunktursyklusen. Problemer med å oppnå slik symmetri har vært et viktig ankepunkt mot å føre diskresjonær finanspolitikk. I perioder med svak vekst og økende ledighet kan det være fristende å føre en ekspansiv finanspolitikk, mens det kan være vanskeligere å stramme til i en oppgangskonjunktur. Slik asymmetri kan imidlertid også være aktuell selv med en aktiv bruk av de automatiske stabilisatorene. Dersom myndighetene fristes til å bruke mer penger i en oppgangskonjunktur, når veksten i skatteinntektene er høy, mens de lar de automatiske stabilisatorene virke fullt ut i en nedgangskonjunktur, vil den strukturelle balansen stadig svekkes.

⁴⁴ R. Lucas (1987) argumenterte for at velferdsgevinsten ved å fjerne svingninger i konsumet var svært små sammenlignet med velferdsgevinsten av selv en marginal økning i konsumveksten.

6.4 Hvordan virker de automatiske stabilisatorene?

I hvilken grad de automatiske stabilisatorene faktisk påvirker den økonomiske utviklingen avhenger bl.a. av i hvor stor grad aktørene i økonomien tar hensyn til fremtidige skatter og overføringer når de bestemmer konsum og sparing (Brunila (2002)). Med rasjonelle forventninger og ingen restriksjoner mht. å låne på fremtidig inntekt, kan det vises at de automatiske stabilisatorene ikke vil ha noen effekt på den økonomiske utviklingen. I mer tradisjonelle Keynesianske modeller, der husholdningenes konsum baseres på løpende inntekter, virker inntektsskatt og arbeidsledighetstrygd stabiliserende ved at disse reduserer variasjonen i løpende inntekter.

At det er løpende og ikke fremtidige inntekter som bestemmer konsumet kan for eksempel skyldes at husholdningene er kredittrasjonerte. En annen årsak kan være at husholdningene ikke fullt ut tar hensyn til at lavere skatter i dag kan gi et behov for økte skatter senere. Den enkelte husholdning kan vurdere det slik at det er fremtidige generasjoner som (i hvert fall delvis) vil måtte betale for lavere skatter i dag, og dermed påvirkes konsumet. Men også i modeller med fremoverskuende aktører som ikke er kredittrasjonerte kan automatiske stabilisatorer virke stabiliserende (Cohen, Follette (1999)).

Effektene av de automatiske stabilisatorene vil bl.a. avhenge av troverdigheten knyttet til at disse ikke endres over konjunktursyklusen. Stabile skatte- og overføringsystemer gjør det lettere for aktørene i økonomien å tilpasse seg endringer i aktivitetsnivået. For eksempel kan det være viktig for husholdningenes forsiktighetsmotiverte sparing om ytelsesnivået i arbeidsledighetstrygden forventes å være rimelig stabilt. Tilsvarende kan det argumenteres for at det å holde skattesatser uendret over konjunktursyklusen vil kunne bidra til større sikkerhet for fremtidig avkastning for bedriftene, og dermed høyere investeringer. Dette kan være gunstig også ut i fra et effektivitetssynspunkt (Barro (1979)). Ytelsesnivået i overføringsordningene og utformingen av skattesystemet er imidlertid i liten grad basert på hvilke stabiliserende effekter de har på økonomien. Et mer progressivt skattesystem og høye ledighetstrygder vil gi større stabilitet i inntektene for husholdningene, men kan ha uheldige insentiveffekter på arbeidstilbudet.

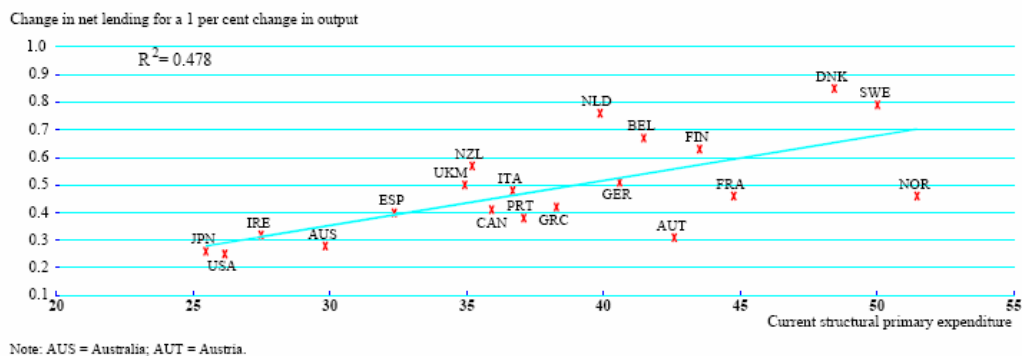
Størrelsen på de automatiske stabilisatorene avhenger også av størrelsen på offentlig sektor som andel av BNP. Generelt vil budsjettbalansen i land med en stor offentlig sektor være mer påvirket av konjunktursvingninger enn land der offentlig sektor utgjør en mindre andel av økonomien. (Van den Noord (2000), Fatás and Mihov (1999)).

De automatiske stabilisatorene kan virke destabiliserende ved et tilbudssidesjokk. Dersom skattesatsene ikke er indeksert til prisveksten, kan for eksempel et oljeprissjokk som fører til redusert aktivitet også bidra til økte nominelle inntekter, og dermed økte skatter. Dette vil dermed forsterke de negative effektene av tilbudssidesjokket.

6.5 Empiriske resultater av automatiske stabilisatorer

I Van den Noord (2000) er konjunkturfølsomheten i de offentlige budsjettene beregnet for en rekke OECD-land.

Figure 1. Cyclical sensitivity of the fiscal position and government size, 1999
Per cent of GDP



Van den Noord finner at effekten på offentlig sektors overskudd (net lending) som andel av BNP av en endring i BNP på ett prosentpoeng varierer fra om lag 0,2-0,3 pst. i USA og Japan, til 0,8-0,9 pst. i Sverige og Danmark. Han finner også at konjunkturutslagene i BNP på 1990-tallet i gjennomsnitt ble redusert med om lag 25 pst. som følge av de automatiske stabilisatorene. For Finland og Danmark ble effektene av de automatiske stabilisatorene anslått til å være nesten dobbelt så sterke. Van den Noord peker på at resultatene kan undervurdere de såkalte ikke-Keynesianske effektene av automatiske stabilisatorer. I perioder med sterkt svekkede offentlige finanser kan husholdningene øke sparingen i forventning om fremtidige kutt i offentlige utgifter fordi de offentlige balansene ikke oppfattes som opprettholdbare.

6.6 Automatiske stabilisatorer og permanente sjokk

Erfaringen fra flere nordiske land på 1990-tallet var at kombinasjonen med sterke innslag av automatiske stabilisatorer og permanente (strukturelle) sjokk bidro til en ikke opprettholdbar forverring av budsjettbalansen. I Norge ble det etter det kraftige fallet i oljeprisene i 1986 foretatt innstramminger i budsjettet for 1987. Dette ble gjort selv om norsk økonomi var på vei inn i en nedgangskonjunktur. Det samme har man gjort i Finland, Danmark (kartoffelkuren) og Island.

6.7 Automatiske stabilisatorer og budsjettregler

De nordiske landene har valgt ulike budsjettmål for den mellom-langsiktige budsjettpolitikken. Alle disse målene benytter det strukturelle budsjettoverskuddet som referanse, og åpner dermed opp for at de automatiske stabilisatorene skal kunne virke over konjunktursyklusen.

De norske retningslinjene for budsjettpolitikken sikter mot en langsiktig, innfasing av oljeinntektene i norsk økonomi, om lag i takt med utviklingen i forventet realavkastning av Statens petroleumsfond. Retningslinjene bygger på at budsjettpolitikken må være opprettholdbar over tid. Samtidig skal budsjettpolitikken bidra til en stabil økonomisk utvikling. I perioder med høy ledighet åpner retningslinjene for at handlefriheten i budsjettpolitikken som oljeinntektene gir, kan utnyttes til å stimulere produksjon og sysselsetting. Motsatt vil det være behov for å holde igjen i finanspolitikken i perioder med høy kapasitetsutnyttelse og presstendenser i økonomien.

Disse budsjettreglene kan, i kombinasjon med sterke effekter på budsjettet av automatiske stabilisatorer, gjøre det nødvendig å føre en aktiv medsyklisk finanspolitikk (særlig i nedgangstider). Selv om en del

av budsjettreglene korrigerer for konjunktoreffekter på budsjettunderskuddene kan dette i mange tilfeller ikke være tilstrekkelig.

I Holden og Andersen (2002) viser de at for små åpne økonomier kan en budsjettregel med nominelle budsjetttrammer bidra til å gjøre de automatiske stabilisatorene effektive både overfor tilbudssidesjokk og etterspørselssjokk. Gjennom å variere kjøpene av varer og tjenester fra skjermet sektor (non-tradables) kan myndighetene stabilisere utviklingen i konkurransutsatt sektor.

6.8 Kan inflasjonsmål for pengepolitikken gjøre behovet for automatiske stabilisatorer mindre?

Dersom et inflasjonsmål bidrar til å redusere variasjonen i inflasjonen vil dette også bidra til å redusere konjunkturfølsomheten i de offentlige budsjettene. Dette både fordi progressiviteten i skattesystemet bidrar til at prisvariasjoner for effekter på skatteinntektene, men også fordi prisjusteringen av nominelle stønadssatser tenderer til å overkompensere ved lav prisvekst og underkompensere ved høy prisvekst.

Referanser

- Brunila A. (2002): **Gauging Ricardian Equivalence, The Behaviour of Fiscal Authorities**, Palgrave, ed.
- Cohen D. og Follette G., (1999): **The automatic fiscal stabilizers: quietly doing their thing**, Finance and Economics Discussion Series 1999-64, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- Blanchard O. (1999): **Commentary on: The automatic fiscal stabilizers: quietly doing their thing**, Finance and Economics Discussion Series 1999-64, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- Barro R. (1979): **On the Determination of the Public Debt**, Journal of Political Economy 87 (1979)
- ECB (2004): **European Central Bank, Monthly Bulletin**, April 2004
- Fatas A. og Mihov I. (1999): **Government size and automatic stabilizers: International and intranational evidence**, Discussion Paper no. 2259, CEPR.
- Lucas R. (1987): **Models of Business Cycles**. Basil Blackwell, New York. 1987.
- Van den Noord P. (2000): **The size and role of automatic fiscal stabilisers in the 1990s and beyond**, OECD, ECO/WKP(2000)3
- Holden S. og Braconier H. (1999): **The public budget balance – fiscal indicators and cyclical sensitivity in the Nordic countries**, Tema Nord 1999:575.
- Holden S. og Nymoen R. (2002): **Measuring structural unemployment: NAWRU estimates in the Nordic countries**, Scandinavian Journal of Economics, Blackwell Publishing, vol. 104(1) 2002
- Holden S. og Andersen T. (2002): **Stabilization policy in an open economy**, (with Torben M. Andersen), *Journal of Macroeconomics* 24, 2002

7. Penningpolitikens effekter

7.1 Inledning

I avsnitt 2 redovisades att hög och variabel prisutvecklingen i många marknadsekonomier under 1970 och 1980-talet bidrog till minskande tilltro till den aktiva finanspolitiken. Detta var en anledning till att nya penningpolitiska ramverk utvecklades i kampen mot inflationen. Det blev allt klarare att hög och starkt variabel inflation har skadliga effekter på den långsiktiga ekonomisk tillväxten. Dessa effekter visar sig på olika sätt.

I marknadsekonomier är relativpriser viktiga signaler för resursallokeringen. Hög och variabel inflation leder till att konsumenter och producenter får det svårare att göra jämförelser mellan priser. Det kan i sin tur leda till ineffektiv resursanvändning. Instabilitet i prisutvecklingen kan öka riskpremien på kapitalmarknaden och mer generellt kommer en hög och varierande inflation att bli ett hinder för hushåll och företag att göra rationella planer för framtiden. Detta kan motverka lönsamma investeringar både i fastkapital och humankapital som är nödvändig förutsättning för den ekonomiska välfärden på lång sikt.

Penningpolitiken kan knytas till olika mål. Bland de finns en fast eller stabil växelkurs, ett explicit inflationsmål och ett penningmängdsmål. Följande genomgång kommer i först hand att belysa inflationsmålet och dess effekter på ekonomin.

7.2 Penningpolitiska ramverk

Under de senaste två decennierna har många centralbanker fått en ledande roll för att upprätthålla prisstabiliteten. Ramverket i många länder baseras på ett klart och explicit inflationsmål med rörlig växelkurs. Det medför att centralbankerna kan förklara penningpolitikens mål på sådana sätt att det blir väl begripligt och trovärdigt för allmänheten. Att målet är transparent bidrar till bättre förståelse och förutsägbarhet och därmed sannolikt till ökad trovärdighet.

Den aktuella målnivån sätts antingen som ett punktmål eller som ett bandmål. Målvariabeln är oftast inflationen mätt som det nationella konsumentprisindexet. Inflationsmålet ligger omkring 1-3 procent över en period som täcker sista 12 månaderna. För närvarande finns det drygt 20 länder spridda till all kontinenter som använder inflationsmål. I Norden driver centralbankerna i Sverige, Norge och Island inflationsmål där styrräntan är huvudinstrumentet i deras agerande. I de länder som har bedrivit explicit inflationsmål har både inflationstakten och inflationsvariationen reducerats (Pétursson (2004)).

I penningpolitiska regimer med inflationsmål bygger centralbankerna sitt agerande på framåtblickande bedömningar av inflationen. Detta betyder att beslutsfattarna tar hänsyn till alla de faktorer som kan tänkas påverka inflationen i den närmaste framtiden,. Vissa centralbanker har även börjat att bedöma utvecklingen på medellångt sikt. Med framåtblickande agerande som bygger på prognoser för relevanta variabler minskar sannolikheten att inflationstrycket byggs upp i ekonomin.

Tabell 7.1 Länder med inflationsmål

	r	Annonsering målet	Instrument- oberoende	Aktuell målnivå ²	Målvariabel
Australien	1993	Regering och centralbank	Ja ¹	2–3 (b)	KPI
Brasilien	1999	Regering	Ja	3,5 ±2,5 ³ (p)	KPI
Chile	1990	Centralbank	Ja	2–4 (b)	KPI
Colombia	1999	Centralbank	Ja	3,5–5,5 ³	KPI
Filippinerna	2002	Regering och centralbank	Ja	4–5 (b)	KPI
Island	2001	Regering	Ja	2,5 ±1,5 (p)	KPI
Israel	1991	Regering	Ja	1–3 (b)	KPI
Kanada	1991	Regering och centralbank	Ja ¹	2 ±1 (p)	KPI
Mexiko	1995	Centralbank	Ja	3 ±1 (p)	KPI
Norge	2001	Centralbank	Ja ¹	2,5 (p)	KPI
Nya Zeeland	1990	Regering och centralbank	Ja ¹	1–3 (b)	KPI
Peru	2002	Centralbank	Ja	2,5 ±1 (p)	KPI
Polen	1998	Centralbank	Ja	2,5 ±1 (p)	KPI
Storbritannien	1992	Regering	Ja ¹	2 (p)	KPI (HIKP)
Sverige	1993	Centralbank	Ja	2 ±1 (p)	KPI
Sydafrika	2000	Regering och centralbank	Ja	3–6 (b)	KPIX
Sydkorea	1998	Regering och centralbank	Ja ¹	3 ±1 (b)	UND ⁵
Thailand	2000	Centralbank	Ja ¹	0–3,5 (b)	UND ⁵
Tjeckien	1997	Regering och centralbank	Ja	2–4 ⁴ (b)	KPI
Ungern	2001	Regering och centralbank	Ja	4 ±1 (p)	KPI

¹ Normalt men kan åsidosättas av regeringen.

² p = punktmål, b = bandml.

³ Gäller 2005.

⁴ Gäller t.o.m. 2005 därefter punktmål 3 %.

⁵ KPI exkl. priser på livsmedel och olja.

Källa: Berg (2005).

Sist men inte minst har alla länder med inflationsmål i princip infört instrumentoberoende fr centralbankerna. Med det avses att de har full kontroll över hur penningpolitiken genomförs utan påverkan från andra offentliga myndigheter eller intressegrupper.

7.3 Penningpolitikens effekter på ekonomin

Penningpolitiken påverkar inte priser direkt utan via efterfrågan och produktion av varor och tnster och därmed via resursutnyttjandet i ekonomin. Denna process benämnas transmissionsmekanismen och beskriver hur en förändring i styrräntan påverkar andra räntor i ekonomin och växelkursen och hur sedan den aggregerade efterfrågan slutligen påverkar inflationen. Den tid det tar för ett penningpolitiskt beslut att f effekt genom transmissionsmekanismen r osäker men antas ofta ligga mellan ett till tv r. Det bör understrykas att den tumregeln r osäker. Tidsfördröjningen i transmissionsmekanismens olika kanaler varierar sannolikt. Penningpolitikens transmissionskanaler delas huvudsakligen in i rntekanalerna, växelkurskanalen, och kreditkanalen.

Rntekanalerna beskriver de direkta effekterna av ändrad styrränta. Styrrntans förändring har omedelbar eller åtminstone relativ snabb effekt på de korta marknadsräntorna. Genom denna kanal kommer ocks längre räntor att förändras men med en tidsfördröjning. Om centralbanken höjer styrräntan för att minska inflationstrycket kan man frventas att högre marknadsräntor kommer att ka hushållens sparande som i sin tur påverkar konsumtionen nedåt. När marknadsräntorna stiger kommer priset på finansiella- och reala

tillgångar att bli lägre på grund av lägre nuvärde för framtida avkastningar. Denna effekt påverkar konsumtionen ytterligare nedåt. Fasta investeringar kommer också att minska. Följaktligen kommer inflationstrycket att gå ned eftersom den aggregerade efterfrågan i ekonomin har minskat.

Växelkurskanalen. Höjning av styrräntan leder normalt till att växelkursen apprecieras. Detta sker genom ökad kapitalinflöde som beror på att högre räntor leder till att inhemska tillgångar framstår som mer inbringande än jämförbara utländska tillgångar. Med andra ord ökar räntedifferensen mellan inhemska och utländska räntor. Starkare växelkurs betyder lägre importpriser som flyttar en del av efterfrågan från inhemska till importerade varor vilket dämpar inflationstrycket och leder också till en försämrad handelsbalans.

Kreditkanalen. När centralbanken höjer styrräntan kan resursanvändningen i ekonomin komma att dämpas genom att bankers och andra kreditinstituts utlåning minskar. Detta gäller sannolikt för hushållen och för små och medelstora företag som i stor utsträckning är beroende av bankkrediter och som i mindre utsträckning utnyttjar värdepappersmarknaden. Det bör också tilläggas att tillgångspriser spelar en viktig roll för transmissinonsmekanismen. En höjning av styrräntan kommer att påverka marknadsräntorna som i sin tur leder till minskad efterfrågan på pengar. Detta leder sedan till att priser på aktier, obligationer och fastigheter kommer att bli lägre. Hushållens förmögenhet kommer därför att reduceras som i sin tur leder till att den privata konsumtionen och inflationstrycket minskas.

7.4 Empiriska undersökningar

Det är en allmän konsensus om i vilken riktning förändring av centralbankens styrränta påverkar produktion och inflation. En höjning av styrräntan kommer att dämpa utvecklingen av dessa två variabler och det omvända gäller när styrräntan sänks. Däremot förefaller det vara mindre samstämmighet vad gäller storleken på och tidsfördröjningen av en förändring av styrräntan.

Det finns emellertid några färskas empiriska undersökningar om penningpolitikens ekonomiska effekter gjorda för nordiska länder⁴⁵. I stora drag visar dessa undersökningar likartade resultat för effekterna av en höjning av styrräntan på real BNP och på inflationen. Men resultaten bör att tolkas försiktigt på grund av osäkerhet i simuleringarna. I s.k. avvikelseräkningar med RAMSES (en makromodell som har utvecklats på Riksbanken i Sverige) är resultatet att en 0,25 procentenheters oförväntad höjning av styrräntan leder till att BNP-nivån kommer att falla med omkring 0,1% efter cirka ett år. Resultatet ligger mellan -0,03 och -0,2 procentenheter med hänsyn till 95% konfidensintervall. Liksom andra jämförbara empiriska undersökningar kommer den penningpolitiska effekten på den reala ekonomin att neutraliseras och BNP återgår till den långsiktiga tillväxtbanan. Denna tidsfördröjning kan ta 4-5 år. Avvikelseberäkningar med RAMSES vad gäller inflationen ger största effekt -0,13% efter ca. ett år och planas ut efter 3-4 år.

⁴⁵ Se till exempel Adolfson et.al. (2007), Danielsson et.al. (2006), Danmarks Nationalbank (2003) och Kortelainen (2002).

Tabell 7.2. Empiriska resultat av styrräntans höjning med 1% på real BNP och KPI inom euro området

	Real BNP				KPI			
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 1	År 2	År 3	År 4
Model 1	-0,34	-0,71	-0,71	-0,63	-0,15	-0,30	-0,38	-0,49
Model 2	-0,22	-0,38	-0,29	-0,14	-0,09	-0,21	-0,31	-0,40
Model 3	-0,34	-0,47	-0,37	-0,28	-0,06	-0,10	-0,19	-0,31

Anmärkning: Siffrorna anger förändring i % från den ursprungliga nivån på real BNP och konsument prisindexen (KPI). Model 1 är EUs Area-Wide Model (AWM). Model 2 hänvisar till det sammansatta resultat av makroekonomiska modeller som används av enstaka centralbankar inom euro området. Model 3 är ett fler-länder modell som används av National Institute of Economic and Social Research (NiGEM).

Källa: ECB (2004).

I tabell 7.2 visas resultatet av penningpolitikens effekter genom simuleringar av tre olika makroekonomiska modeller inom euro området. I stora drag visar utfallen av simuleringarna för euroområdet likartade mönster. Alla modellerna anger att den negativa effekten på BNP är som störst efter 2-3 år men magnituden varierar ganska mycket. Effekten på KPI är störst under fjärde året. Den relativa skillnaden vad magnitudens effekter mellan modellerna verkar vara mindre vad gäller KPI jämfört med effekten på BNP. Dessa resultat ligger huvudsakligen i linje med andra empiriska undersökningar (Christiano et.al. (1999)).

Referenser

- Adolfson, M., Laséen, S., Lindé, J. & Villani, M. (2007), **Evaluating An Estimated New Keynesian Small Open Economy Model**, Working Papers Series No. 203, Sveriges Riksbank
- Berg, C. (2005), **Penningpolitik med inflationsmål – erfarenheter från 20 länder**, Penning- och valutapolitik 2005:1, Riksbanken.
- Danmarks Nationalbank (2003), **MONA – en kvartalsmodell af dansk ökonomi**.
- Daníelsson, Á., Elíasson, L., Gudmundsson, M., Hauksson, B., Jónsdóttir, R., Ólafsson, Th. & Pétursson Th. G. (2006), **QMM – A Quarterly Macroeconomic Model of the Icelandic Economy**, Working Papers No. 32, Central Bank of Iceland.
- European Central Bank (2004), **The Monetary Policy of the ECB**.
- Kortelainen, M. (2002), **Edge: a model of the euro area with applications to monetary policy**, Bank of Finland.
- LO (2005), **Ekonomiska utsikter våren 2005**, Landorganisationen i Sverige.
- Pétursson, Th. G. (2004), **Formulation of inflation targeting around the world**, Monetary Bulletin Vol. 6 no. 1 March 2004, Central Bank of Iceland.
- SA (2007) **Ársskýrsla 2006-2007**, Samtök atvinnulífsins.

8. Den makroøkonomiske udviklingen i Norden

8.1 Danmark

1980-1990. Ubalancer og kartoffelkur

- Generelt

I begyndelsen af 1980'erne var dansk økonomi præget af betydelige makroøkonomiske ubalancer, der var blevet opbygget igennem 1970'erne. Betalingsbalancen udviste i sidste del af 1970'erne underskud på omkring 3-4 pct. af BNP, mens inflationen og arbejdsløsheden var stigende igennem 1970'erne.

Konkurrenceevnen var svag, og stærkt stigende lønomkostninger var i løbet af 1970'erne blandt andet søgt modvirket gennem devalueringer, som bidrog til prisstigninger og et højt renteniveau.

I kølvandet på den 2. oliekrise i slutningen af 1979 faldt den indenlandske efterspørgsel ganske kraftigt i 1980 og 1981, og arbejdsløsheden steg. Blandt andet som følge af forsøg på finanspolitisk stimulering af økonomien, herunder i form af såkaldt twistpolitik, forværredes den offentlige budgetsaldo kraftigt, og i 1982 nåede det offentlige budgetunderskud op over 8 pct. af BNP.

Fra 1983 til 1986 voksede den indenlandske efterspørgsel, først og fremmest de private investeringer og privatforbruget, ganske kraftigt. Den kraftige fremgang gav sig også udslag på ejendomsmarkedet, hvor priserne på enfamiliehuse fra 1982 til 1986 stiger med godt 16 pct. om året (mens den almindelige forbrugerpris-inflation er godt 5 pct.) Stigningen i ejerboligpriserne bidrog til at understøtte væksten i privatforbruget.

Fremgangen i den indenlandske efterspørgsel førte til en kraftig vækst i (netto)importen og derigennem en forværring af handelsbalancen og betalingsbalancen. I 1986 var betalingsbalanceunderskuddet steget til godt 5 pct. af BNP.

Den kraftige vækst førte samtidig til nedgang i ledigheden og en opbygning af lønpres.

Den indenlandske efterspørgselsvækst dæmpes kraftigt fra og med 1987, blandt andet som følge af økonomisk-politiske indgreb. Dansk økonomi var således uden ekstern ubalance ved udgangen af 1980'erne.

- Finanspolitik

I september 1982 besluttede den nytiltrådte borgerlige regering at opgive devalueringer som politikinstrument og indføre en fastkurspolitik inden for rammerne af EMS-samarbejdet.

Parallelt hertil var der i 1982 et klart behov for en konsolidering af de offentlige finanser, og der blev i 1982/83 gennemført væsentlige stramninger på de offentlige finanser. Samtidig suspendede man pristalsreguleringen af lønningerne. Stramningerne medvirkede til at styrke troværdigheden om den nyligt annoncerede fastkurspolitik.

Væksten i det offentlige forbrug blev reduceret fra 2¾ pct. i 1982 til 0 pct. i 1983 og 1984. Et væsentlig bidrag til styrkelsen af den strukturelle saldo var indførelsen af en beskatning af kapitalindkomst i private (og halv-offentlige) pensionsfonde i 1983. Pensionsafkastbeskatningen blev indført som en såkaldt realrenteafgift, dvs. skat på afkast korrigeret for

inflation. Siden har pensionsafkastbeskatningen undergået flere ændringer og er i dag en 15 pct. skat på alle former for afkast.

I forbindelse med overenskomstforhandlingerne om overenskomstperioden fra marts 1985 til februar 1987 blev en potentiel (varslet) konflikt på store dele af arbejdsmarkedet forhindret gennem et lovindgreb, der fastlagde maksimale lønstigninger på 2 pct. årligt, hvortil kom en fuldt lønkompenseret arbejdstidsforkortelse fra 40 til 39 timer ved udgangen af 1986 (svarende til en forøgelse af lønomkostningerne på 2½ pct.).⁴⁶

I begyndelsen af 1986 vedtoges en skattereform med virkning fra indkomståret 1987. Ved skattereformen indførtes en skelnen mellem personlig indkomst (løn mv.) og kapitalindkomst, som indtil da var blevet beskattet ens. Skattesatsen for kapitalindkomst blev nedsat til ca. 50 pct., hvilket indebar en væsentlig reduktion af skatteværdien af rentefradrag, der indtil da havde været op til 72 pct. Den højeste marginalskat på lønindkomst reduceres fra 72 pct. til 68 pct. Skattereformen reducerede således incitamentet til at stifte gæld.

Blandt andet i lyset af den kraftige forværring af betalingsbalancen blev i efteråret 1986 gennemført den såkaldte kartoffelkur, der skulle dæmme op for den kraftige vækst i den private efterspørgsel. Et væsentlig element var indførelsen af såkaldte mix-lån, således at nye realkreditlån skulle indeholde mindst 40 pct. serielån (frem for annuitetslån). Serielån er karakteriseret ved højere afdrag i begyndelsen af lånets løbetid end for annuitetslån. Et andet element i kartoffelkuren var en afgift på 20 pct. af nettorenteudgifterne til især forbrugslån (forbrugsrenteafgiften).

Kartoffelkuren mindskede derved ikke mindst incitamentet til lånefinansiering af privatforbrug, herunder via udnyttelse af friværdi i fast ejendom. Væksten i det private forbrug, der nåede op på knap 6 pct. i 1986, efterfølges i 1987 af et fald på godt 2 pct.

Ved de generelle overenskomster i 1987 blev aftalt lønstigninger i størrelsesordenen 6½ pct. det første år og 5 pct. det andet år, inklusive en gradvis (lønkompenseret) nedsættelse af den normale arbejdstid til 37 timer om ugen. Inklusive overhæng og lønglidning nåede lønstigningerne op på ca. 10 pct. i 1987. De ganske kraftige lønstigninger medførte en betydelig udhuling af den danske konkurrenceevne.

Med henblik på at afbøde de negative virkninger på konkurrenceevnen af lønstigninger, der var langt kraftigere end udlandets, blev i efteråret 1987 indgået et bredt forlig om reduktion af arbejdsgiverbidragene samt introduktion af den såkaldte AMBI, der var en moms lignende afgift, og som senere i 1992 blev afløst af en momsforhøjelse fra 22 til 25 pct.⁴⁷

- Pengepolitik

⁴⁶ Endvidere gennemføres en forøgelse af selskabsskatten fra 40 til 50 pct. og de forskellige arbejdsgiverbidrag nedsættes svarende til 1½ pct. af lønsummen fra og med 3. kvartal 1985. Lånegrænsen for realkreditlån i forbindelse med ejerskifte for parcel- og rækkehuse samt ejerlejligheder reduceres fra 80 til 70 pct.

⁴⁷ I tilknytning til finansloven for 1988 sker endvidere en regulering af en række overførselsindkomster blandt andet med henblik på at kompensere for AMBI'ens effekt på den reale købekraft. AMBI-pakken havde flere lighedspunkter med en devaluering (og omtales ofte som en intern devaluering).

Indførelsen af fastkurspolitik inden for rammerne af EMS-samarbejdet indebærer en målsætning om, at fastholde kronen inden for det snævre EMS bånd med afvigelser på maksimalt +/- 2¼ pct. i forhold til den centrale paritet. Denne beslutning blev sat på prøve i oktober 1982, da Sverige gennemførte en devaluering på 16 pct. i forhold til EMS-valutaerne og herunder den danske krone. Den danske regering holdt fast i fastkursmålsætningen.

Fastkurspolitikken betød, at pengepolitikken var fuldt ud orienteret imod at fastholde kronkursen inden for EMS-båndet. Fra 1982 til 1983 indsnævredes renteforskellen til Tyskland ganske betydeligt, hvilket er et klart tegn på, at der på forholdsvis kort tid var opbygget en væsentlig grad af troværdighed omkring fastkurspolitikken. Indsnævringen af rentespændet i forhold til Tyskland fortsatte i løbet af de følgende år. Samtidig aftog den tyske rente i første halvdel af 1980'erne, og faldet i det danske renteniveau fortsatte således i 1984 og 1985.

D-marken blev revalueret flere gange i perioden 1982-1987 over for de øvrige deltagere i EMS, også over for danske kroner. Men aldrig på dansk initiativ. Centralkursen blev senest ændret i januar 1987.

1991-2000. Kickstart, højkonjunktur og Pinsepakke

- almen

Højere (reale) renter i begyndelsen af 1990'erne bidrog til at forlænge den lave vækst i den indenlandske efterspørgsel. Det skal blandt andet ses i lyset af Bundesbanks renteforøgelse i kølvandet på det tyske genforeningsboom.⁴⁸ Desuden kan den almindelige geopolitiske usikkerhed og de midlertidige højere oliepriser i forbindelse med Golfkrigen i 1990/91 have bidraget til at forlænge lavvækstperioden. I 1990 vendte underskuddet på betalingsbalancen til et lille overskud, det første betalingsbalanceoverskud i ca. 30 år.

Den europæiske lavkonjunktur i 1992-93 ramte også Danmark. Eksportvæksten, der i årene 1988-91 lå på omtrent 6 pct. om året, faldt til minus 1-2 pct. i 1992 og 1993. Samtidig var væksten i den indenlandske efterspørgsel fortsat svag. Den strukturelle ledighed var høj, mens betalingsbalanceoverskuddet nåede op på 3¼ pct. af BNP i 1993. Udviklingen afspejledes også på ejendomsmarkedet, hvor prisen på enfamiliehuse fra 1986 til 1993 falder med samlet 15 pct.⁴⁹

Den såkaldte kick-start af økonomien bliver begyndelsen på en 5-årig periode med stærk fremgang i produktion og indenlandsk efterspørgsel, der i de første år er hjulpet på vej af en ekspansiv finanspolitik.

Foruden skattereform mv. blev orlovsmuligheder fra arbejdsmarkedet udvidet, og der blev introduceret såkaldt overgangsydelse, en mulighed for førtidig tilbagetrækning for langtidsledige over 50 år. Det bemærkes, at der i løbet af 1996 vedtoges reformer af orlovsordningerne og overgangsydelsen, hvorved der i meget vidt omfang lukkedes for tilgangen til disse ordninger.

Fremgangen i midten af 1990'erne giver anledning til tiltagende lønpres og en udhuling af betalingsbalanceoverskuddet. I begyndelsen af 1998 vendes betalingsbalanceoverskuddet til et underskud⁵⁰.

⁴⁸ Det tyske genforeningsboom giver anledning til en ganske kraftig eksportvækst i 1990 og 1991, men den indenlandske efterspørgselsvækst forbliver omtrent nul.

⁴⁹ De generelle forbrugerpriser stiger i perioden fra 1986 til 1993 med 3 pct. om året.

⁵⁰ Beregnet ved glidende sum over de seneste 12 måneder.

- Finanspolitik

I årene 1989 og frem føres generelt en ekspansiv finanspolitik (målt ved finanseffekten). Som et led i en lempelig økonomisk politik fjernes gradvist en række kreditbegrænsende tiltag fra kartoffelkuren. Herunder åbnedes i 1992 for realkreditlån med en 30-årig løbetid (mod hidtil 20-årig).

I juni 1994 gennemføres en større omlægning af skattesystemet samt en række arbejdsmarkedsreformer. Et væsentligt element i skattereformen er en udvidelse af skattebaserne kombineret med lavere skattesatser, herunder en omlægning i retning af grønne afgifter. Den højeste marginalskat på lønindkomst reduceres fra 68 pct. til 65 pct. i 1994 og med yderligere 3 pct.enheder over de efterfølgende to år, således at det "skrå skatteloft" i 1996 var sænket til 62 pct. Reformen på arbejdsmarkedet inkluderede blandt andet strammere rådighedsregler.

I maj 1998 gennemførtes lovindgreb om overenskomsterne, der afslutter storkonflikt på arbejdsmarkedet. I juni 1998 gennemførtes Pinsepakken for at styrke den private opsparing. Pinsepakken indebærer, at det midlertidige ATP-pensionsbidrag (gældende for 1998) på 1 pct. af lønnen gøres permanent, skatteværdien af rentefradraget reduceres gradvist fra 46 pct. til 33 pct. i perioden 1999-2001, ligesom der indføres nye grønne afgifter og afgiftsforhøjelser i perioden 1998-2002. Samtidig gennemføres en række lempelser af personskatteloven i form af bl.a. lavere bundskat og højere grænse for betaling af mellemskat. Lempelserne af lønindkomstbeskatningen sker gradvist over perioden 1999-2002.

I slutningen af 1998 vedtoges reformer af blandt andet efterlønsordningen, der øger incitamentet til at forblive på arbejdsmarkedet efter man er fyldt 60 år.⁵¹

- Pengepolitik

I august 1993 påvirkes også den danske krone af generel valutauro i EMS-systemet, hvor blandt andet den italienske lira og franske franc devalueres i forhold til D-marken. Kronens udsvingsbånd udvides kortvarigt til +/- 15 pct. Kronens centralpariteter over for kernevalutaerne i ERM forblev uforandret. Statsministeren og Nationalbankdirektøren understregede, at målet med den danske valutakurspolitik fortsat var at holde en stabil kurs over for kernevalutaerne i ERM.

Siden starten på tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) den 1. januar 1999 har Danmark deltaget i det europæiske fastkursamarbejde, ERM2 (Exchange Rate Mechanism 2).

Danmark deltager i ERM2 med en centralkurs på 746,038 kroner pr. 100 euro. Standardbredden på udsvingsbåndet i ERM2 er +/- 15 pct., men på grund af den høje grad af konvergens har Danmark indgået aftale med Den Europæiske Centralbank (ECB) og eurolandene om et snævrere udsvingsbånd på +/- 2,25 pct. Det indebærer, at kronen højst kan bevæge sig mellem 762,824 kroner pr. 100 euro og 729,252 kroner pr. 100 euro. Nationalbanken har de senere år stabiliseret kronkursen tættere på centralkursen.

Den 28. september 2000 afholdtes der folkeafstemning om dansk tilslutning til euroen. Resultatet blev, at 53,1 pct. stemte nej og 46,9

⁵¹ Den generelle folkepensionsalder sænkes fra 67 år 65 år med virkning fra medio 2004. Erhvervsfrekvensen for de 65-årige ligger dog blot på knap 20 pct.

pct. stemte ja. Efter afstemningen står Danmark fortsat uden for euroen, men fortsætter med at være tæt bundet til euroen gennem fastkurssamarbejdet, ERM2.

2001-2004. Forårspakke og mellemfristede finanspolitiske målsætninger

- almen

Pinsepakken giver umiddelbart anledning til en opbremsning i den indenlandske efterspørgsel – specielt for det private forbrug, som i årene 1999-2001 ikke vokser målt i reale størrelser⁵². Blandt andet i kraft af international højkonjunktur og (deraf afledt) fremgang i (netto-)eksporten opretholdes en forholdsvis høj BNP-vækst i årene 1999 til 2001 på i gennemsnit 2½ pct., ligesom ledigheden fortsat reduceres. Omfattende reparationsarbejder i kølvandet på en orkan i december 1999 bidrager også midlertidigt til høj investeringsvækst i 2000 og til tilsvarende lavere vækst i 2001, hvor BNP-effekten af reparationsarbejderne var ophørt.

I årene fra 1999/00 og frem udbredes rentetilpasningslån (variabelt forrentede realkreditlån) i et betragteligt tempo. De nye lånetyper bidrager til fortsat fremgang i boligpriserne, der fra 1998 til 2001 stiger yderligere med ca. 7 pct. om året, efter stigninger på gennemsnitligt 10 pct. om året fra 1993 til 1998. (I årene fra 1993 til 2001 ligger stigningstakten i de generelle forbrugerpriser på godt 2 pct. om året).

Den internationale konjunkturedgang i kølvandet på den såkaldt bristede i IT-boble på aktiemarkedene samt terrorangrebene i USA d. 11. september 2001 når Danmark med en vis forsinkelse og i form af en forholdsvis mild konjunkturedgang i Danmark i årene 2001-2003.

I marts 2004 lanceres Forårspakken med henblik på at understøtte det gryende opsving i den økonomiske aktivitet.

- Finanspolitik

I januar 2001 fremlægger den daværende regering sin nye mellemfristede økonomiske strategi for dansk økonomi, den såkaldte 2010-plan.⁵³ Målet er gennem fastholdelse af offentlige overskud på 2-3 pct. af BNP (inklusive offentlige fonde, herunder ATP og SP) at forberede dansk økonomi til at kunne modstå det udgiftspres, der sætter ind efter 2010 i takt med at levetiden stiger og andelen af ældre i befolkningen forøges markant. Endvidere skal varig forbedring af beskæftigelsen frem til 2010 understøtte de offentlige finanser. 2010-planen indebærer en målsætning om en klar afdæmpning af væksten i det offentlige forbrug til 1 pct. realvækst frem til 2005 og derefter ½ pct. realvækst frem til 2010. I forbindelse med 2010-planen cementeres holdbarhedsbetragtninger som et grundlag for den mellemfristede økonomiske politik.

Den nye borgerlige regering, der tiltræder i slutningen af november 2001, fastholder 2010-planen som grundlaget for den økonomiske politik på mellemfristet sigt.

Den borgerlige regering indfører endvidere et skattestop, der indebærer at ingen skatter eller afgifter må sættes i vejret – for skatter og afgifter fastsat som en procentsats må procentsatsen ikke forøges, og for

⁵² Efter en real stigning i det private forbrug i årene 1996-98 på i gennemsnit ca. 2½ pct. faldt forbruget i årene 1999-2001 med i alt 0,2 pct.

⁵³ En mellemfristet fremskrivning af den økonomiske udvikling frem til 2005 havde tidligere været præsenteret.

skatter og afgifter fastsat nominelt (i kroner og ører) må den nominelle sats ikke forøges.

I forbindelse med finanslovforhandlingerne for 2004 (der gennemføres i 2. halvår 2003) opnås enighed om en gradvis nedsættelse af personskatterne, dels i form af et beskæftigelsesfradrag, dels i form af en højere indkomstgrænse for mellemskatten. Skattepakken skal efter planen indføres over 4 år startende fra 1. januar 2004.

Forårspakken, der lanceres i marts 2004 med henblik på at understøtte den økonomiske aktivitet, fremrykker de allerede vedtagne skattelettelser og suspenderer midlertidigt indbetalingerne til SP (Særlig Pensionsopsparing, 1 pct. af bruttoindkomst). Forårspakken stimulerer specielt det private forbrug og boliginvesteringerne, som i 2004 trækker BNP-væksten op på 2,4 pct. på trods af en vigende (netto-)eksport.

- *Pengepolitik*

Danmark deltager fortsat og på uændrede betingelser i ERM2 med en centalkurs på 746,038 kroner pr. 100 euro. Forskellen mellem danske og tyske renter er meget beskedent.

8.2 Finland

1980-1990

Det økonomiska läget

BNP växte snabbare än i EU- eller OECD-länderna i medeltal. Det ekonomiska läget uppvisade inte några speciellt oroväckande drag enligt allmänna makroekonomiska indikatorer. Men ekonomiska krisen började mogna på senaste hälften av decenniet.

Den inhemska efterfrågan började då öka kraftigt. Den baserade sig dock i alltför stor grad på företagets och hushållens skuldsättning. Avregleringen av finansmarknaderna har lett till en ny slags finansmarknadssituation där inhemsk och utländsk kredit erbjuds i stora mängder utan att tillräckliga riskkartläggningar utförs. Hushållens förmögenhet fördubblades under denna period, emedan aktiepriserna och framför allt bostadspriserna höjdes. Förmögenhetsökningen tillsammans med enkla lån ledde till slut till att hushållens sparande rasade. Den lägre räntenivån utomlands jämfört med hemlandet ökade på företagets utländska skulder utan att företagen eller de inhemska kreditinstituten skulle ha insett riskerna med lånens valutakurser.

Finanspolitiken

Finanspolitiken under denna period var alltför slapp med tanke på konjunkturerna. Statsfinanserna uppvisade överskott, alltså förekom inte heller något tryck från det hållet om åtgärder som skulle återupprätta balansen.

År 1987 satte den nya regeringen⁵⁴ som finanspolitiska mål att sänka på arbetslösheten, minska på inflationen, bevara markens externa värde samt att öka på flexibiliteten hos produktionsstrukturerna. Ökningen av den offentliga konsumtionen skulle hållas inom ramen för en stabil skattegrad och den ekonomiska tillväxten.

Följande år gjordes ett försök att strama åt finanspolitiken. I enlighet med regeringens principbeslut samlade man upp hos företag

⁵⁴ Statsminister Harri Holkeris regering, 30.4.1987–24.4.1991.

konjunkturdepositioner på ett år och en investeringskatt⁵⁵ för ett årtogs i bruk. Man försökte också bli kvitt de för tiden typiska utgiftsökningar som finansierades med tilläggsbudgetar.

Penningpolitiken - Fast kurs och liberaliseringen av kapitalrörelserna

Under efterkrigstiden har Finlands penningpolitiska system baserat sig på fasta valutakurser – som dock devalverats ungefär med 10 års mellanrum – och långt reglerade finansmarknader. Kapitalrörelserna kontrollerades av Finlands Bank. Räntorna var huvudsakligen bundna till den politiskt reglerade grundräntan. Centralbanken reglerade villkoren för bankernas centralbankslån genom kvoter och tilläggsräntearrangemang.

Regleringens grepp försvagades redan under 1970-talet. Under det följande årtiondet avskaffades det helt. Till en början pratades det om s.k. gråa pengar, då finansieringen skedde företag emellan utan att den statistikfördes. En betydande impuls för utvecklingen av finansmarknaderna, speciellt uppkomsten av marknadsräntorna, utgjordes av Finlands Banks utträdande från valutaterminsmarknaderna 1980. Penningmarknadshandeln mellan bankerna utbreddes och även storföretag började delta i den. Strax efter mitten av 1980-talet blev de inlåningsbevis som bankerna släppt ut på marknaden huvudinstrumentet på finansmarknaderna. Samtidigt frigjordes räntebildningen på finansmarknaderna. Marknadsräntorna översteg de kredit- och depositionsräntor som var bundna till Finlands Banks grundränta.

Ränteregleringens rester avskaffades stegvis i mitten av 1980-talet. Samtidigt ökade man gradvis de finländska företagens möjligheter att ta utländskt lån, tills begränsningarna slutligen helt slopades vid decennieskiftet.

Då finansmarknaderna utvecklades blev det möjligt inom finanspolitiken att övergå till att använda öppna marknadsoperationer. Som material för operationerna användes till en början nästan enbart sådana inlåningsbevis som bankerna släppt ut på marknaden.

Den stora skillnaden mellan inhemska och utländska marknadsräntor lockade företagen att utnyttja valutalån i allt större omfattning. Bankerna erbjöd dem ivrigt, eftersom de liberaliserade marknaderna tvingade dem att konkurrera om nya kunder. Den ekonomiska uppsving som förstärktes av en allt starkare bytesrelation bidrog också till den tilltagande viljan till kredittagning.

Överhettningen slutade i valutaflykt

Det hade varit skäl att strama åt penningpolitiken för att motverka överhettningen, men det var inte möjligt under förhållanden med fasta valutakurser, då kapitalimporten ökade likviditeten. Det fanns ingen beredskap för att låta valutan flyta. Revalveringen 1989 var liten och den inträffade i en tidpunkt då konjunkturerna redan förändrades snabbt. Samtidigt vidtog Finlands Bank exceptionella åtgärder för att stävja kreditexpansionen. Den tog i bruk ett tilläggs-kassareservsystem som bundits till ökningen av kreditgivningen. Åtgärderna hade ändå liten effekt i jämförelse med problemens storhetsklass.

Revalvering hade utnyttjats även tidigare men endast sällan och i små portioner. Däremot kom medborgarna ihåg de stora devalveringarna, den sista år 1982. Den internationella konjunkturutvecklingen tog en

⁵⁵ Investeringskattens giltighetstid förlängdes flera gånger och det byggande som skatten gällde definierades.

sämre sväng 1989, samtidigt som det blev uppenbart att bankernas kreditgivning hade ökat utom kontroll. Ökningen av kreditgivningen steg tidvis 1988 nästan upp till 30 %, vilket ledde till en höjning av förmögenhetspriserna.

1991–1994

Det ekonomiska läget

Efterfrågan i industriländerna avtog och exporttillväxten till dem blev långsammare. Exporten till Sovjetunionen rasade till följd av de politiska ändringarna i landet. Underskottet i bytesbalansen fördjupades.

Finansinstitutens soliditet hamnade i kris och kreditgivningen stördes allvarligt. Förmögenhetsvärdena minskade och t.ex. bostadspriserna sjönk. Företagen och hushållen var överskuldssatta, följden blir konkurser, uppsägningar och friställningar. Den inhemska efterfrågan rasade.

Den ekonomiska depressionen var betydligt allvarligare i Finland än i övriga västländer, bl.a. på grund av exportens struktur. Bruttonationalproduktionens volym minskade från 1990 ända till 1993. Arbetslöshetsgraden steg från knappa 4 procent till ca 15–17 procent under åren 1993–1995.

Industrins priskonkurrenskraft förbättrades efter devalveringar och den flytande marken. BNP-volymer började växa först 1994 främst tack vare den tilltagande exporten. Även den inhemska efterfrågan stödde tillväxten vid denna tidpunkt. Bytesbalansen uppvisade överskott för första gången på länge.

Finanspolitiken

Statsminister Esko Ahos regering⁵⁶ hamnade mitt i den ekonomiska krisen. Den började snart inse depressionens djup, även om krisens verkliga allvar blev uppenbar först under hösten och våren då statistikerna från 1990 och början av 1991 blev tillgängliga. Våren 1991 konstaterade regeringen i sin redogörelse att dess utgångsläge var dåligt: både den yttre och den inre ekonomiska balansen hade rubbats. Under de kommande åren skulle den offentliga konsumtionens ökning stävjas på ett permanent sätt, den öppna sektorns konkurrens- och tillväxtförutsättningar förstärkas och inkomstuppgörelserna skulle vara moderata.

Efter förhandlingarna det gällande inkomstavtalet förlängdes i oförändrad form utan lönehöjningar ända till oktober 1993. Avtalet innehöll även ett indexvillkor. Finansieringen av arbetslöshetsskyddet reformerades så att det nästan motsvarade nuvarande system. En annan strukturell ändring var att en del av arbetspensionsavgiften överflyttades på den försäkrade (från och med början av 1993). Det var typiskt för perioden att socialskyddsavgifter i allmänhet höjdes och nya avgifter togs i bruk: löntagarna fick t.ex. en arbetspensionsavgift och en arbetslöshetsförsäkringsavgift, en höjd folkpensions- och sjukförsäkringsavgift på pensionsinkomster, och en höjd sjukförsäkringsavgift för dem som förtjänar över 80 000 mk per år.

Statsfinansernas underskott växte snabbt då arbetslöshetsutgifterna ökade och intäktsutvecklingen försvagades. Finanspolitiken mål var att minska på landets utlandsskuld samt att förbättra sysselsättningen och produktiviteten av arbete. För att målet skulle förverkligas krävdes exportbaserad ekonomisk tillväxt, en minskning av underskottet i den

⁵⁶ Statsminister Esko Ahos regering 26.4.1991–13.4.1995

offentliga ekonomin och en förbättring av den ekonomiska effektiviteten. En extra skatt som graderats enligt inkomsterna togs ut för förvärvsinkomster genom att innehållningsprocentsatserna höjdes under 1993–1995. Skatten returnerades i samband med den slutliga beskattningen. Underskottet i statsfinanserna minskade med nästan 70 miljoner mark under 1993–1995 då samtliga spar- och intäktsökande åtgärder medräknas. Inte ens i detta fall uppnåddes underskottsmålet. Underskottet blev mindre men inte i den mån man hoppats.

Regeringen tog i bruk ramförfarandet, och de första ramarna för utgifterna för 1992-1995 slogs fast 1991. Under depressionsåren förblev det egentliga ramförfarandet dock en bisak då man blev tvungen att genomföra omfattande sparbeslut i budgetarna oavsett ramprocessen. Ramarna kunde alltså föråldras på några månader. Sparbesluten inföll i huvudsak under åren 1992–1996. Totalt uppgick de till 8 % i relation till bruttonationalproduktionen.

De ekonomiska strukturerna reformerades vid sidan av sparåtgärder och skuldfinansierade budgetar. Lagen ändrades 1993 så att det blev lättare att genomdriva sparbeslut: Tidigare krävdes $\frac{2}{3}$ majoritet i riksdagen för att minska på lagstadgade utgifter, förutom när nedskärningarna gällde för ett år. Således var de flesta utgiftsbesparingarna ettåriga, och de förnyades årligen. I andra fall skulle sparandet ha gått om intet. Enligt den nya lagen räcker en enkel majoritet i riksdagen för att fatta beslut om permanenta besparingar, med undantag av vissa grundskyddsutgifter. Kommunernas statsandelssystem reviderades 1993. Kommunernas kostnadsbaserade statsandelar ersattes med statsandelar som baserar sig på invånarantal och kommunala särdrag, samt med ett utjämningssystem för skatteinkomsterna. Det nya finansieringssystem som gäller utbildnings-, hälso- och socialtjänster effektiviserar kommunernas ekonomiskötsel och dämpar ökningen av de offentliga utgifterna. Kommunerna hade i stort sett undkommit statens utgiftsnedskärningar ända tills statsandelsreformen. Efter reformen sänktes kommunernas statsandelar på samma sätt som övriga överföringsutgifter. Också företagsbeskattningen reviderades 1993. Mervärdesskattesystemet togs i bruk 1994. Alkoholbeskattningen ändrades för att motsvara EU-bestämmelserna.

Penningpolitiken Valutaflykten ledde till flytande valuta 1992

En försämring av konjunkturen vände valutaflödet bort från landet igen, vilket ledde till en häftig åtstramning av finansmarknaderna. Valutan råkade ständigt ut för spekulativa attacker under åren 1991–1992. Räntehöjningarna hade inte någon inverkan på valutaflykten, alltså var man tvungen att revalvera Finska marken november 1991. Finlands Bank skulle ha velat låta marken flyta redan i detta skede, men flytandet ansågs då på sakkunnigt håll inte vara lagenligt. Spekulationen tilltog följande år, och slutligen tilläts marken flyta i september 1992. Valutan försvagades kraftigt under flera månader efter beslutet om flytandet. Den fortsatta kapitalflykten och försvarandet av marken resulterade stundvis i mycket höga räntor. På så sätt omvändes kreditexpansionen till kreditkontraktion. Många företag som tagit valutalån led kursförluster. Således realiserades kundernas valutarisker åt bankerna i form av en ökning av kreditförluster. Sjunkande förmögenhetspriser innebar sänkta säkerhetsvärden. Banksektorn hamnade i kris.

Inflationsmålet

Valutan försvagades så mycket efter beslutet att låta valutan flyta att nästan alla insåg att den reella valutakursen borde justeras på något sätt. En reell förstärkning av valutakurserna kunde ha skett i och med

ökad inflation. Detta ansågs dock oacceptabelt, i synnerhet eftersom målet med en stabil prisnivå började vara en allmänt godkänd princip annanstans i Europa.

För att stabilisera inflationsförväntningarna meddelade Finlands Bank i februari 1993 om ett ensidigt inflationsmål. Målet var att uppnå en inflation på 2 % före 1995 och att behålla den nära 2 % därefter. Inflationsmålet fastslogs utan toleransgränser på basis av den s.k. basinflationen. Statistikcentralen ombads beräkna en grundprisindikator varje månad, från vilket man räknat bort verkningarna av indirekta skatter och bostadsräntor.

Förutom stabiliseringen av inflationsförväntningarna ansåg Finlands bank att en övergång till en inflationsmålstrategi skulle hjälpa att sänka räntorna, eftersom det ansågs förstärka förväntningarna om valutaförstärkning. Så skedde också. Räntorna sjönk hastigt och valutan började bli starkare redan under 1993. Den alltför svaga marknaden förstärktes då till en hållbarare nivå genom formell förstärkning i stället för inflation. Finlands Bank försökte dämpa valutaförstärkningen under en tid i syfte att återställa sin valuta-reserv, som krympt på grund av spekulativa attacker, till en acceptabel nivå.

Det inflationsmål som ställts för 1995 förverkligades redan i slutet av 1994.

1995 – 2000

Det ekonomiska läget

BNP växte snabbt, i medeltal med 5 % per år. Den ekonomiska tillväxten drevs kraftigt av exporten, med elektronik- och övrig metallindustri som drivande kraft i tillväxten. Även den inhemska efterfrågan förstärktes, men långsamt, och kraftigare först mot slutet av perioden. Det ekonomiska läget och utvecklingen verkade vara gynnsamma, bortsett den fortfarande höga arbetslösheten som riskerade att bli strukturell. Läget normaliserades också på finansmarknaderna. Bankernas kreditgivning började växa så småningom.

Priserna på börsaktier och bostäder började stiga. IT-sektorns tillväxt gjorde att börskurserna nästan 7-dubblas från 1995 till 2000.

Finland blev medlem i EU 1995, och trädde in i Europeiska centralbanksystemet 1999.

Finanspolitiken

Finanspolitikens mål och handlingssätt ändrades snabbt i och med EU-medlemskapet. Finland utarbetade det första konvergensprogrammet 1995 som en del av förberedelserna för EMUs tredje fas. I programmet presenterades en plan för hur Finland skall uppfylla Euroområdet konvergenskrav före 1999.⁵⁷ Riksdagen behandlade programmet i samband med budgeten. Det första stabilitetsprogrammet gjordes 1998.

Det centrala målet i den nya regeringens⁵⁸ finanspolitiska program var att förbättra sysselsättningen. En förbättring av sysselsättningen förutsätter permanent snabb ekonomisk tillväxt, låg inflation och sänkt statsskuld. Regeringsprogrammet innehöll också flera åtgärder avsedda att bestående minska på statens utgifter. Budgeten 1996 innehöll ännu flera nya omfattande sparåtgärder och samtidigt permanentades flera beslut som fattats före 1995.

⁵⁷ Den offentliga sektorns skuld var knappa 60 % och underskottet 6½ % av BNP.

⁵⁸ Statsminister Paavo Lipponens regering 13.4.1995–15.4.1999

På grund av sysselsättningsmålet viktighet fästes mera uppmärksamhet än förr vid sysselsättningsmöjligheterna och förbättrandet av arbetets incitament, bl.a. genom att skatte- och inkomstöverföringssystem förnyades. I oktober 1997 beslöt man i samband med kollektivavtalet att socialskyddsavgifterna och inkomstskatterna skulle sänkas 1998 och 1999. Från och med denna tidpunkt intog skattelättnaderna och inriktandet av dem på beskattningen av arbete en central roll både när det gäller att åstadkomma moderata inkomstuppgörelser och att främja sysselsättningen. Skattelättnaderna uppgick till 7,3 miljarder mark under åren 1998–2000, till 9,1 miljarder mark inklusive inflationsjusteringen. Skattelättnaderna inleddes lämpligt just det år då den offentliga sektorn uppvisade överskott för första gången sedan 1990.

Man strävade fortfarande efter att hålla utgifterna under kontroll: t.ex. de utgiftsramar som godkändes för åren 2000–2002 ställdes reellt på 1999 års nivå. Ramdisciplinen var dock svagare än under den föregående perioden, och statens inkomster växte ovanligt snabbt. Man fattade inte några nya sparbeslut.

Finland gick med i det Europeiska centralbanksystemet 1999. Inträdet i centralbanksystemet och speciellt överlåtandet av den finanspolitiska autonomi väckte oro. Det beslutades, i syfte att utjämna konjunkturrelaterade svängningar i fråga om sysselsättningen och arbetslöshetsförsäkringspremien, att försäkringspremier inte längre dimensioneras enbart på basis av de uppskattade utgifterna under nästa kalenderår. Överskott samlas in i arbetslöshetsförsäkringsfonden under högkonjunkturer och fonden avbetalas under lågkonjunkturer.

Paavo Lipponens II regering⁵⁹ utnämndes i april 1999. Huvudmålet för regeringens ekonomiska politik var att förbättra sysselsättningen, vilket förutsätter tryggandet av en stabil ekonomisk tillväxt. Målsättningen för sysselsättningsgraden ställdes vid 70 %, dvs. samma som i EU:s riktlinjer för sysselsättning. Regeringen eftersträvade med en stram budgetpolitik att det under valperioden skulle uppstå ett strukturellt överskott i statsekonomin och att statsskulden skulle krympa så att den vid slutet av valperioden skulle uppgå till 50 % av BNP. På så sätt skapades rörelseutrymme för kommande finansierings- och utgiftstryck som orsakas av konjunkturväxlingar och befolkningsåldrandet. Regeringen beredde sig för inkomstbeskattnings- och socialskyddsavgiftslindringar motsvarande 10–11 miljarder mark under valperioden, vilket förutsatte fortsatt kraftig ekonomisk tillväxt, moderata inkomstpolitiska lösningar och utvecklande av skattstrukturen.

Totalt lindrades beskattningen av arbete under Lipponens II regering sammanlagt med nästan 17 miljarder mark.

Staten har redan från och med början av 1990-talet bolagiserat, privatiserat och omvandlat sina funktioner till affärsverk. Avsikten var att statsägda företag överflyttas till privat ägo allt efter som marknadsläget gör det möjligt och industripolitiken förutsätter det. Under senare delen av 1999 och under 2000 erhöll staten betydande försäljningsvinster för statsägda företag.⁶⁰ Regeringen beslöt att försäljningsvinsterna används till att amortera statsskulden med undantag av vissa (små och engångsartade) utgifter. Samtidigt ökade

⁵⁹ Statsminister Paavo Lipponens II regering 15.4.1999–17.4.2003

⁶⁰ Bl.a. Sonera, Patria, Edita, Leonia, Medivire. Det sammanlagda vinstbeloppet för försäljning av statens egendom uppgick till 6,7 miljarder euro under åren 1999–2002.

även statens dividendinkomster och skatteintäkter för options- och försäljningsvinster ovanligt mycket.

Penningpolitiken ERM-kopplingen

Det inflationsmål som ställts för 1995 förverkligades redan vid slutet av 1994. Under de följande åren sjönk basinflationen klart under målnivån på 2 procent. Orsaken var att EU-medlemskapet från och med början av 1995 sänkte priset på matvaror.

Under tiden med flytande kurs och inflationsmålet användes penningpolitiken i en aktivt åtstramande riktning i slutet av 1994 och i början av följande år. Bakgrunden till detta var den tämligen snabba höjningen av lönerna och växande inflationsförväntningar. I slutet av 1995 blev det möjligt att lätta på penningpolitiken.

Valutakursen förblev tämligen stabil i relation till den tyska marken och övriga ERM-valutor från och med slutet av 1994 till ERM-kopplingen. Marken började försvagas 1995, vilket dels kunde bero på den påbörjade diskussionen om markens ERM-koppling. Försvagningen motarbetades genom sporadiska valutainterventioner. Trycket mot marken försvann våren 1996, och marken började förstärkas i relation till Tysklands mark. Det blev möjligt att lätta på penningpolitiken igen.

Marken kopplades till ERM-systemet i oktober 1996. Centralkursen blev 5.80661 mark i relation till ECU och 3.0400 mark i relation till Tysklands mark. Centralkursen var mycket nära kursens medeltal under ett par föregående år.

Den nationella penningpolitikens sista år

Marken råkade ut för ett nytt tryck strax efter att ERM-medlemskapet börjat. Denna gång gällde spekulatioerna en eventuell revalvering av markens centralkurs innan inträdandet i EMU. Finlands Bank var tvungen att intervensera med rätt stora valutaköp i början av 1997 för att hindra marken från att förstärkas. Efter det förekom ingen press på penning- eller valutamarknaderna, utan marknaderna började tro på att den ERM-kurs som valts i oktober också skulle utgöra konversionskursen vid övergången till euron. Inte ens Rysslands kris 1998 märktes på något sätt på Finlands penning- och valutamarknader.

Man höll fast vid inflationsmålet på 2 procent även under ERM-medlemskapet. Räntan höjdes lite i slutet av 1997. Tyskland och de övriga ERM-länderna hade höjt på räntan redan tidigare. Räntan höjdes marginellt även i Finland i början av 1998 som en påminnelse om att inflationen började tillta i Finland. Ett beslut om medlemsländerna i penningunionen fattades i början av maj. Europeiska centralbanken inledde sin verksamhet genast i juni.

Finlands Banks sista räntebeslut under nationell penningpolitik gjordes i början av december 1998, då auktionsräntan sänktes från 3,4 procent till 3,0 procent. I detta fall var det fråga om ett koordinerat beslut genom vilket alla de centralbankers, som skulle komma med i eurosystemet, styrräntor hamnade på samma nivå innan euron togs i bruk i finanspolitiska operationer.

Förnyandet av de operativa systemen

Finlands Banks operativa system förnyades ganska grundligt i början av 1990-talet. Man övergick till auktionsförfarande vid öppenmarknadsoperationer år 1992. Till en början tillämpade banken auktioner med rörlig ränta, där räntan utgjordes av medeltalet av de godkända erbjudandena. 1994 övergick man till ett auktionssystem med fast ränta där centralbanken satte en ränta enligt vilken bankerna kunde få

likviditet från centralbanken. Denna ränta blev sedan centralbankens styrränta. Dagskredit- och depositionssystemet ersattes 1992 med ett nytt likviditetssystem. Räntorna för bankernas centralbanklån och depositioner i centralbanken bands till auktionsräntan.

Ett lagstadgat minimireservsystem togs i bruk 1993. Det tidigare kassareservsystemet var baserat på ett avtal mellan centralbanken och de övriga bankerna. I oktober 1995 övergick man i minimireservförpliktelsen till ett medelvärdebaserat system. Samtidigt överflyttades bankernas tidigare reservdepositioner från spärrkonton till bankernas checkkonton i Finlands Bank. Finlands Banks checkkontosystem fungerade i realtid sedan början av årtiondet.

De förnyade penningpolitiska operativsystemen fungerade utmärkt. Allt som behövdes var parametriska justeringar då Finlands Bank gick med i den gemensamma penningpolitiken i början av 1999.

2001 –

Det ekonomiska läget

BNP växer klart långsammare än under den föregående perioden. Typiska drag för det ekonomiska läget är stort överskott i bytesbalansen, små investeringar, fortsatt hög arbetslöshet, låg inflation och låga räntor.

Finland uppfyller de krav på balans inom den offentliga ekonomin som ställs av stabilitets- och tillväxtpakten. Den offentliga sektorns överskott baserar sig dock på socialskyddsfonder, dvs. fondering av arbetspensionerna.

Finanspolitiken

Lindrandet av inkomstbeskattningen fortsatte. Alkoholaccisen och bilskatten sänktes på grund av EU-harmonisering. Företags- och kapitalbeskattningen förnyades och beskattningen lättades bl.a. för att förbättra den inhemska företagsverksamhetens internationella konkurrensställning. En av de mest betydande strukturpolitiska reformerna var den pensionsreform som trädde i kraft 2005, om vilket man kom överens redan 2002. Dessutom genomfördes flera "mindre" reformer i syfte att motarbeta social marginalisering och att sporra till sysselsättning: bl.a. rehabiliterande arbetsverksamhet, höjning av arbetslöshetskydd, lindrande av utkomststödets inkomstbundenhet när det gäller arbetsinkomster, förbättrande av arbetskraftsservicen (arbetssökningsplaner) samt koncentrerandet av arbetskrafts- och socialservicen i ett och samma serviceställe. De offentliga tjänsterna förbättrades genom "normering", såsom vård- och utbildningsgarantier. Den strukturella approachen förstärktes ytterligare inom finanspolitiken. Den stöddes för sin del av EU:s finans- och välfärdspolitik som verkställs genom program, allmänna och landsspecifika rekommendationer samt jämförelser länder emellan. (T.ex. stabilitets- och tillväxtprogrammet, arbetskraftspolitiska programmet, öppen koordinering inom olika sektorer).

Ett regeringskifte ägde rum den 17 april 2003.⁶¹ Regeringens viktigaste mål är att öka sysselsättningen med åtminstone 100 000 personer före slutet av valperioden. Detta, och skapandet av en stabil grund för god sysselsättningsutveckling är nödvändiga för att man kan uppnå en sysselsättningsgrad på 75 procent före slutet av nästa valperiod. Regeringen genomför en åtgärdsheltet som stöder företagsamhet, tillväxt och sysselsättning. Den inkluderar utbildningspolitik, F&U samt

⁶¹ Statsminister Anneli Jäätteenmäki/Matti Vanhanen , 17.4.2003/24.6.2003.

andra tillväxtingsatsningar, skattepolitik, stöd för uppnående av inkomstpolitiska uppgörelser, reformering av arbetskraftspolitiken samt förvaltningsgränsöverskridande politikprogram för sysselsättning, företagsamhet, informationssamhället och medborgarinflytande. Lösningarna förverkligas inom ramen för det finanspolitiska rörelseutrymmet.

Finanspolitiken strävar till en stark statsekonomi med vars hjälp man förbereder sig för de tilltagande ansvar som den demografiska utvecklingen medför de närmaste årtiondena. En statsekonomi som vilar på stabil grund behövs även för att säkerställa att det finns tillräckligt med finanspolitiskt spelrum för tryggheten av den ekonomiska tillväxten under alla förhållanden. Målet är att statsskuldens andel av BNP skulle minska, med undantag av konjunkturartade specialfall. Regeringen har som mål att uppnå en balanserad statsekonomi under sedvanliga tillväxtförhållanden vid slutet av valperioden. Då uppstår ett överskott i den offentliga ekonomin som helhet, motsvarande ca 3 procent av BNP. Konjunkturartade eller annars tillfälliga avvikelser från statsekonomins balans kan tillåtas om de inte äventyrar minskandet av statsskulden i relation till bruttonationalproduktionen.

Regeringens program är kraftigt strukturpolitisk, men den innehåller också ovannämnd konjunkturpolitisk flexibilitet. De skattelättnader på 1,1 miljarder euro som ingår i regeringsprogrammet genomfördes degressivt genast i början av regeringsperioden, åren 2003 och 2004, på grund av konjunkturedgången och läget med den inhemska efterfrågan.

Stommen i regeringsprogrammet utgörs av ramförfarandet som förnyades 2003, och det rambeslut för åren 2004–2007 som gavs till riksdagen i maj 2003.

Ca $\frac{3}{4}$ av anslagen i budgeten dimensioneras i rambeslutet i en ram som omfattar hela valperioden. Utanför ramen finns utgifter som varierar huvudsakligen enligt konjunkturerna. Konjunkturberoende utgifter är bl.a. arbetslöshetsutgifterna och övriga grundskyddsutgifter. Utanför ramen finns också ränteutgifterna för statsskulden, utgifter med vars hjälp man kompenserar de verkningar som orsakas andra skattemottagare på grund av ändringar i skattegrunderna, utgifter som motsvarar inkomster från EU, finansinvesteringsutgifter, mm.

Rambesluten ses över årligen. I samband med översynen jämförs den verkliga utvecklingen med själva rambeslutet och resurserna ordnas om vid behov. En specificerad uppskattning om statens inkomster ges ut i samband med rambesluten, liksom även en motiveringspromemoria där man redogör för de helhetsekonomiska bakgrundsbedömningarna, de faktorer som påverkar den ekonomiska utvecklingen på medellång sikt samt en bedömning om statsfinansernas hållbarhet. Det stabilitetsprogram som skall tillställas EU årligen baserar sig förutom på den senaste budgeten, på regeringsprogrammet och rambesluten. De mål som gäller statsfinanserna och hela den offentliga ekonomins balans specificeras i detta program.

Ett förhandlingsresultat om det inkomstpolitiska avtalet för 2005–2007 uppnåddes i november 2004. Regeringen utfäste sig att lindra inkomstbeskattningen under de tre följande åren med sammanlagt 1,7 miljarder euro.

Penningpolitiken

Under denna period drabbas euroområdet av flera störningar av varierande karaktär, styrka och varaktighet, som påverkar ekonomin.

Under dessa omständigheter har målet med ECB:s penningpolitiska beslutsfattande varit att bevara prisstabiliteten på medellång sikt.

Referenser

- Aaltonen, A., E. Aurikko ja J. Kontulainen, (1994) **Rahapolitiikka Suomessa**, Helsinki: Suomen Pankki A:90.
- Bordes, C., D. Currie ja H.T. Söderström, H.T., (1993) **Three Assessments of Finland's Economic Crisis and Economic Policy**. Bank of Finland D:9.
- Kontulainen, J. ja J. Tarkka, (2002) **Suomi ja Euroopan rahapoliittinen järjestelmä**, teoksessa Loikkanen, H.A., J. Pekkarinen ja P. Vartia (toim.), Kansantaloutemme rakenteet ja muutos, Helsinki: Taloustieto Oy.
- Korhonen, T., (2001) **Finnish monetary and foreign exchange policy and the changeover to the euro**, Bank of Finland Discussion Papers 25.
- Lehmussaari, O-P., A. Suvanto ja L. Vajanne, (1994) **Currency Band and Credibility: Finnish Experiences**, in Åkerholm, J. and A. Giovannini (eds.) Exchange Rate Policies in Nordic Countries. CEPR.
- Mutikainen, Tapio, (1995) **Recession, economic policy and Banking crisis management in Finland in the 1990's**, Ministry of Finance, Discussion Paper no 60/1998. Pikkarainen, P. ja A. Ripatti, "The role of monetary indicators in the design of monetary policy". Bank of Finland Bulletin, no. 8.
- Pikkarainen, P., A. Suvanto, J. Hukkinen and I. Pyyhtiä, (1997) **Monetary policy in Finland: Experiences since 1992**, in Monetary Policy in the Nordic Countries since 1992, Basle: BIS Policy Papers No. 2.
- Suvanto, A., (2000) **Inflation targeting: Reflections on the Finnish experience. Inflation Targeting Experiences: England, Finland, Poland, Mexico, Brazil, Chile**. Ankara: [The Central Bank of the Republic of Turkey](#) 2000, pp. 75-84.
- "Finanssipolitiikan sääntöjen ja kehysmenettelyn kehittäminen Suomessa", Työryhmäraportti 7.2.2003, Valtiovaranministeriö.

8.3 Island

Den isländska ekonomins särdrag jämfört med andra västerländska industriländer är att den är relativt enformig och att den bygger till en stor del på utnyttjande och bearbetning av naturresurser, främst av fiskeri men även energiproduktion. Fisket svarade länge för omkring 90% av landets varuexport ända till aluminiumproduktionen startade år 1969 när den gick ner till 75%. Denna andel av varuexporten hölls någorlunda oförändrat tills slutet av 90-talet när fiskets andel sjönk igen, till 70%, på grund av en ökning inom aluminiumsektorn. Denna trend har fortsatt ytterligare på grund av bl a ökat varuexport av högteknologisk utrustning så att fisket för nuvarande svarar för omkring 60% av den totala varuexporten.

Utrikeshandeln är en mycket viktig drivkraft bakom den ekonomiska tillväxten på Island och när man följer ändringarna i exporten ser man tydligt att den påverkar starkt fluktuationen BNP tillväxten. Av den totala exporten har varuexporten varit omkring 70% de sista två

decennierna. De sista åren har export av tjänster ökat successivt och dess andel av exportintäkterna har kommit upp i 36% året 2004.

Produktiviteten i många länder minskade som följd av oljepris-höjningarna under 70-talet. Den ekonomiska tillväxten i OECD-staterna gick ner med åtföljande arbetslöshet och inflation (stagflation). Effekten av denna lågkonjunktur dröjde på Island, bland annat på grund av en utvidgning av landets fiskegränser från 12 sjömil till 200 sjömil under 70-talet vilket utvidgade naturresursbasen för ekonomin. Under denna period var den årliga genomsnittliga BNP tillväxten 6½%.

Det som har kännetecknat ekonomin under perioden 1980-2004 är relativa stora fluktuationer i BNP-tillväxten. Men det är vissa indikationer som pekar på att volatiliteten har minskat. Under 1980-talet när den ekonomiska politiken prioriterade full sysselsättning blev arbetslösheten aldrig högre än 2% av arbetskraften. Under samma period var inflation däremot mycket hög. Under 1990-talet kom inflationen mer under kontrol men under samma period har jämviktsarbetslöshet blivit högre.

1980-talet

Under åren 1982-1984 blev fångsten av den viktigaste fiskestammen, torsken, betydligt mindre. Under året 1983 till exempel minskade fångsten med en fjärdedel jämfört med året innan och loddefångsten kollapsade. Denna kraftiga minskning av torskfisket var enligt biologexperterna en följd av överfiskning. Detta blev orsaken till en omstrukturering av fiskerisystemet och det så kallade kvotsystem blev inrättad.

Under 80-talet var det den höga inflationen som kännetecknade den ekonomiska utvecklingen. Inflationen nådde sin höjdpunkt året 1983 när den gick upp till 84%. Gynnsamma fiskefångster och bytesförhållanden samt en växande privat och offentlig konsumtion ledde dock till en genomsnittlig BNP tillväxt på 2,8% per år under 80-talet.

Kampen mot inflationen satte djupa spår på den ekonomiska politiken. Under 70 och 80-talet var ekonomiska politikens huvudmål full sysselsättning som resulterades att man hade bokstavligen ingen arbetslöshet men kostnaden visade sig klart i galopperande inflation med tillhörande negativa följder för ekonomin. I löneförhandlingarna året 1977 prisindexreglerades lönerna vilket, tillsammans med prisstegringarna utomlands, till exempel på olja hösten 1979, medförde en inflationen på 51-84% i början på 80-talet. Under denna period kan man konstatera att ekonomin hade hamnat i en ond cirkel som var en inflationsspiral av växelverkan mellan lönehöjningar och prisstegringar.

Regeringens vanliga åtgärder för att kompensera den konkurrensutsatta sektorn, särskilt varuexporten, på grund av höga lönekostnader, var att devalvera den isländska kronan vilket skedde under åren 1982, 1983, 1984 och tre gånger året 1988. Åt andra sidan syftade devalveringarna också att bibehålla en hög arbetsnivå (Guðmundsson och Zoëga). Men dessa penningpolitiska åtgärder var asymmetriska i den mån när den aktuella arbetslösheten blev lägre än jämviktsarbetslösheten var valutapolitiken neutral. Följden blev att både aktiv och neutral valutapolitik bidrog till fortsatt inflation.

I maj 1983 när inflationen siktade mot tre siffriga tal tog man till samordnade ekonomiska åtgärder; valutan devalverades och fastställdes, prisindexering på lönerna förbjöds i två år. Dessa åtgärder åstadkoms med samförstånd mellan statsmakten, fackföreningarna och arbetsgivarna. Man kan säga att åtgärderna hade visserligen effekter

eftersom inflationen kom ner till omkring 30% de nästa två åren på bekostnad av en drastisk minskning av lönernas köpkraft.

I början av året 1988 upptogs ett skattesystem med kontantbetalning (PAYE) medan man tidigare betalade en stor del av inkomstskatter för löner året efter. Detta medförde att 1987 blev ett "skattefritt år" som många utnyttjade med ökat arbete som i sin tur ledde till en 16% ökning i reala termer av den privata konsumtionen. På samma tid sänktes importavgifter avsevärt på varaktiga konsumtionsvaror. En överhettning och stor efterfrågan på arbetskraft märktes 1986-1987. Den genomsnittliga ekonomiska tillväxten för de två åren uppgick till 7,4%. "Bubblan" sprack, inflation ökade igen, tre devalveringar ägde rum under 1988 åtföljda av en hårdare reglering, stagnation med relativt hög arbetslöshet fram till mitten av 1990-talet. Den årliga genomsnittliga BNP tillväxten under förra hälften av 90-talet blev nästan lika med noll.

Stabiliseringspolitiken genom diskretionär finanspolitik på utgiftssidan under 80-talet ökade konjunkturen. Men däremot minskade fluktuationerna genom inkomstsidan. Totalt ökade diskretionära åtgärder konjunkturen.

1990-talet

I februari året 1990, i skuggan av en accelererande arbetslöshet, undertecknades en viktig överenskommelse av arbetsmarknadens partner som har kallats "nationalförlikningen" (isl. þjóðarsátt). Huvuddraget i överenskommelsen var att syfta på att stegringen i reallönerna skulle inte innebära risk för inflation i samma mån och den hade varit de två sista decennierna. Regeringen deltog också med att realisera denna överenskommelse med ekonomiska politiska inslag bl a med att bibehålla en stabil växelkurs.

Under 90-talet började en liberalisering av ekonomin, delvis som följd av att Island blev en medlem i det Europiska Ekonomiska Området (EEO). Detta ledde till slopandet av många hinder i varu- och tjänstehandeln och ett fritt flöde av arbetskraft, tjänster och kapital inom EEO. Fiskekvoterna gjordes utlämningsbara som har bidragit till ökat effektivitet inom fiskenäringen. Centralbanken fick större utrymme för att öka prisstabiliteten med tillstånd till att upprätta en marknad för utländsk valuta, att låta kronan värde bestämmas av marknaden, vidare att sätta en minimal- och maximalgräns för kronans växelkurs och tillgripa åtgärder för att hålla kronan innan dessa gränser.

Den ekonomiska tillväxten stagnerade under förra hälften av 90-talet och arbetslösheten blev rekordhög omkring 5% av arbetskraften året 1995. Också under samma period föll inflationen kraftigt och kom under 2% åren 1994 och 1995. Under denna period blev den makroekonomiska politiken reviderat och fundamentala strukturförändringar gjordes inom ekonomin. Förändringarna syftade på en mindre betoning på direkta offentliga interventioner och istället kom mer marknadsorienterade närmanden för den ekonomiska politiken.

Under förra hälften av 90-talet expanderades den isländska aktiemarknaden som hade positiva effekter vad gäller företagets ägandestruktur och förmåga att utvecklas till större enheter och öka produktiviteten. Under samma period började en viktig pågående process som syftar på att förena små kommuner till större hållbara enheter.

Ekonomin kännetecknades av en högkonjunktur under senare hälften av 90-talet. Lönernas köpkraft steg ganska kraftigt med tillhörande ökat

konsumtion. Væxande konsumtion samt stora investeringar bidrog till ett relativt stort underskott i bytesbalansen som kumlerades till 10% av BNP året 2000. På samma tid försämrades utlandsskulden

Efter 2000

Under förra hälften av 2001 övergavs den politik med fast växelkurs och istället upprätthålls ett inflationsmål på 2½% med 1½% toleransintervall. Följden blev att kronan deprecierades kraftigt och underskottet i bytesbalansen ändrades till 1% överskott av BNP året 2002. Under samma år gick ekonomin genom en kort recession med en sammandragning i BNP på 2%. Nästa år fick ekonomin fart igen med BNP tillväxt på drygt 4% men på samma år ökade arbetslösheten. Denna återhämtning präglades alltså av "jobless growth." Innevarande indikationer visar klart att sysselsättningen är på väg uppåt igen som anknyttas till stora projekt inom energi- och aluminumsektorn som kommer att pågå till året 2007.

En viktig del av liberaliseringen av ekonomin har varit privatisering av olika offentliga verksamheter. Staten hade förr en dominerade status på kreditmarknaden, men nu förtiden är bankväsendet helt och hållet i privatägo. Denna förändring har tillbringat effektivisering inom banksektorn som har till och med expanderat utomlands.

De sista åren har finanspolitiken inriktas på policy-regler som t ex medger att den offentliga konsumtionen får inte växa mer än 2% i reala termer per år och att transfereringarna begränsas vid 2,5%. Myndigheterna har också sänkt skatterna, dvs. hushållens inkomstskatt och mervädeskatten. Redan har inkomstskatten på företag sänkts avsevärt.

Referenser

- Guðmundsson, B. & Zoëga, G. (1998), **Fjármálastefna íslenskra stjórnvalda 1960-1998**, Fjálamálatíðindi, 1998:2.
- Guðmundsson M. & Davíðsson T. (2000), **Iceland's Experience of Financial Instability in Recent Decades** in Macroeconomic Policy – Iceland in an Era of Global Integration, Háskóli Íslands.
- Friðjónsson, Th. (1985), **Nokkur orð um hagsstjórn og stöðu þjóðarbúsins út á við**, Klemensarbók, FVH.
- Magnússon, G. (2004), **Frá kreppu til þjóðarsáttar – Saga VSÍ 1934 til 1999**, Samtök atvinnulífsins.
- Snævarr, S. (1993), **Haglýsing Íslands**, Heimskringla.

8.4 Norge

Internasjonal økonomi var i perioden etter 1973 preget av lav vekst, stigende arbeidsløshet og høy inflasjon. I Norge ble produksjonsveksten og sysselsettingsveksten holdt oppe ved en sterk vekst i innenlandsk etterspørsel gjennom en ekspansiv finanspolitikk og en betydelig kredittilførsel til private og kommunene gjennom statsbankene. Lønnsveksten ble høyere for Norge enn hos handelspartnerne. Dette bidro til betydelig tap av konkurranseevne, nedbygging av konkurranseutsatt virksomhet og underskudd på driftsbalansen med utlandet. Fra 1978 ble det iverksatt finanspolitiske, pengepolitiske og inntektspolitiske tiltak for å dempe etterspørselen og pris- og kostnadsveksten i norsk økonomi.

Etter det andre oljeprissjokket i 1979 fant det sted et nytt konjunkturtilbakeslag i internasjonal økonomi. Sammen med lavere innenlandsk etterspørsel og fortsatt tap av markedsandeler for norsk næringsliv bidro dette til en vesentlig avmating av veksten i norsk økonomi på begynnelsen av 1980-tallet. Prisstigningen var fortsatt høy, dels som følge av sterk inflasjon internasjonalt, og dels som følge av ettervirkninger av pris og lønnsreguleringen i 1978-1979.

Myndighetenes stabiliseringspolitikk var trolig i vesentlig grad påvirket av at norsk økonomi i årene 1981-1983 hadde den høyeste ledigheten til da i etterkrigstiden, og at stats- og utenriksregnskapene viste store og økende overskudd i årene 1980-1985. Finanspolitikken bidro særlig i 1984 og 1985 til å forsterke presset i norsk økonomi. Svakheter i statistikken for finansielle og realøkonomiske størrelser gjorde at det reelle utviklingen ikke ble reflektert i statistikken før lang tid i etterkant. Det svekket grunnlaget for de makroøkonomiske analysene og prognosene, og dermed beslutningsgrunnlaget for den økonomiske politikken. Likevel viste den løpende kredittmarkedsstatistikken at veksten i kreditt og pengemengde ikke var bærekraftig.

Rentenivået ble ikke justert oppover i takt med den sterkt økende etterspørselen etter kreditt. Høy inflasjon, høyt rentefradrag og høye marginalsattesatser medførte svært lave realrenter etter skatt. Dette bidro til å øke den kredittfinansierte etterspørselen som ledet til en forbruks- og investeringsboom på midten av 1980-tallet.

Vinteren og våren 1986 ble den økonomiske politikken lagt om. Siktemålet var å dempe etterspørselspresset i norsk økonomi, redusere pris- og kostnadsveksten og gjenopprette balansen i utenriksøkonomien. Pengepolitikken ble rettet inn mot å holde en fast valutakurs. Innstramningene i den økonomiske politikken fra 1986 falt sammen med at husholdningene måtte spare og redusere gjelden som en uunngåelig følge av de tidligere store låneopptakene. Svingningene i husholdningenes og bedriftenes sparing og investering viste seg å bli svært kraftige. Sammen med høye realrenter etter skatt resulterte dette i en omfattende bank- og finanskrise.

Den kraftige reduksjonen i den innenlandske etterspørselen falt sammen med en internasjonal oppgangskonjunktur i etterkant av oljeprisfallet i 1986. En usedvanlig sterk vekst i den tradisjonelle vareeksporten bidro dermed til å dempe konjunkturedgangen, men kunne ikke forhindre en kraftig økning i arbeidsledigheten fra vel 2½ pst. målt som andel av arbeidsstyrken i 1988 til over 6 pst. i 1993.

Nedgangen i aktiviteten mot slutten av 1980-årene og de første årene på 1990-tallet ble møtt med en ekspansiv finanspolitikk gjennom bl.a. økte utgifter til arbeidsmarkedstiltak, økte overføringer til kommunene og økning av statsbankenes utlånsrammer. I 1991 og 1992 ble det i tillegg satset på en endring i sammensetningen av offentlige utgifter for å oppnå økt sysselsetting. Skattereformen av 1992 ble kombinert med betydelige skattelettelser.

Etter overgangen til et markedsbasert regime i penge- og kredittpolitikken ble renten gjennom flere år rettet inn mot stabilitet i valutakursen, både for å drive devalueringsforventningene ut av markedet og for å bidra til stabile rammebetingelser for konkurranseutsatt næringsliv. Stabiliseringen av norske kroner mot den europeiske valutaenheten ECU bidro imidlertid til at også det norske rentenivået ble liggende på et svært høyt nivå lenge. Dette bidro til å forlenge lavkonjunkturen tidlig på 1990-tallet, til tross for at budsjettpolitikken i disse årene var svært ekspansiv.

Overgangen til et markedsbasert regime i penge- og kredittpolitikken på 1980-tallet førte til at etterspørselen i privat sektor ble mer følsom for renteendringer enn tidligere. Skattereformen, som innebar en reduksjon i fradragene knyttet til renteutgiftene, trakk i samme retning. En markert rentenedgang ga dermed et solid bidrag til at norsk økonomi gikk inn i en ny og kraftig oppgangskonjunktur i 1993.

Oppgangen på 1990-tallet startet i en situasjon med betydelig ledige ressurser i norsk økonomi. Den sterke produksjonsveksten slo derfor ikke ut i vesentlige pressproblemer de første årene. Først mot slutten av 1990-tallet bidro fortsatt høy etterspørselsvekst til økte presstendenser og tiltakende lønnsvekst. Ettersom konjunktorene bedret seg utover på 1990-tallet, ble finanspolitikken strammet inn. Mot slutten av oppgangskonjunktoren var imidlertid ikke finanspolitikken tilstrekkelig stram til å forhindre pressproblemer i økonomien. I denne perioden var det samtidig en klar tendens til glidning i budsjettpolitikken gjennom året, slik at finanspolitikken samlet sett ikke ble så stram som det i utgangspunktet ble lagt opp til. Gjennom perioden 1996-1999 økte også aktiviteten i kommunesektoren klart sterkere enn det overføringene fra staten og veksten i skatteinntektene skulle tilsi.

Systemet med en definert sentralkurs og snevre svingningsmarginer rundt denne viste seg etter hvert å være sårbart for spekulative angrep, og forholdene i valutamarkedet gjorde det nødvendig å forlate dette systemet den 10. desember 1992. Både sentralkursen og svingningsmarginene falt da bort, og kronen ble formelt flytende. Gjennom 1993 og begynnelsen av 1994 ble det i gjennomføringen av penge- og valutapolitikken lagt vekt på at valutakursen skulle være stabil målt mot europeiske valutaer.

Den 6. mai 1994 ble det fastsatt ny forskrift for kronens kursordning. Valutaforskriften påla Norges Bank å innrette de pengepolitiske virkemidlene mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer, med utgangspunkt i kursleiet siden kronen begynte å flyte desember 1992. Forskriften ga samtidig fleksibilitet i utøvelsen av pengepolitikken, ved at det ikke ble fastsatt noen sentralkurs for kronen med tilhørende svingningsmarginer og plikt for Norges Bank til å intervensere. Ved vesentlige endringer i valutakursen skulle Norges Bank innrette virkemidlene i pengepolitikken med sikte på at valutakursen etter hvert skulle bringes tilbake til utgangsløiet.

Etter et sterkt appresieringspress rundt årsskiftet 1996-1997, beveget kronen seg tilbake til det såkalte utgangsløiet sommeren 1997.⁵ I 1998 ble kronen etter hvert utsatt for et betydelig depresieringspress i valutamarkedet. For å dempe presset mot kronen økte Norges Bank styringsrentene i alt 7 ganger fra 19. mars til 25. august 1998, med til sammen 4,5 prosentpoeng. Svekkelsen av kronen må ses i sammenheng med den lave oljeprisen, den internasjonale finansuroen og de betydelige ubalansene i norsk økonomi. Den kraftige renteøkningen ble til en viss grad motvirket av en svakere kronekurs, men alt i alt virket endringen i de pengepolitiske forholdene dempende på veksten i norsk økonomi.

Finanspolitikken ble også strammet inn fra 1998 til 1999 for å dempe presset i fastlandsøkonomien og for å skape større tillit til den økonomiske utviklingen. Også det inntektspolitiske samarbeidet ble styrket. I forkant av tariffoppgjøret våren 1999 var partene i arbeidslivet og myndighetene i utvalget for forberedelse av inntektsoppgjøret 1999 (Arntsen-utvalget) enige om behovet for moderate lønnsoppgjør i 1999 og i årene framover. I tråd med Arntsen-utvalgets innstilling ble

lønnsveksten brakt betydelig ned fra 1998 til 1999, til tross for et fortsatt sterkt press i deler av arbeidsmarkedet.

Regjeringen Stoltenberg skrev i Nasjonalbudsjettet 2001 blant annet følgende om arbeidsdelingen i den økonomiske politikken:

«Regjeringen bygger sin økonomiske politikk på Solidaritetsalternativet, som sprang ut av arbeidet til Sysselsettingsutvalget i 1992. Solidaritetsalternativet er en helhetlig strategi for den økonomiske politikken. Partene i arbeidslivet skal gjennom moderate lønnsoppgjør bidra til å opprettholde den kostnadsmessige konkurranseevnen. Regjering og Storting skal gjennom budsjettpolitikken bidra til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting, samtidig som budsjettpolitikken skal være forsvarlig i et langsiktig perspektiv. Penge- og valutapolitikken er rettet inn mot stabilitet i kronens verdi overfor europeiske valutaer. Samtidig sikter strukturpolitikken mot å styrke vekstevnen i økonomien, holde arbeidsstyrken høy og arbeidsledigheten lav.»

I St.meld. 29 (2000-2001) ble hovedtrekkene i de nye retningslinjene motivert som følger: «Inntektene fra petroleumsproduksjonen har blitt betydelig høyere de siste to årene enn tidligere lagt til grunn. Dette har gitt store avsetninger til Statens petroleumsfond, og økt rom for bruk av avkastningen av disse midlene. Det forventes at fondet vil fortsette å vokse betydelig også i årene framover. Dette har økt handlefriheten i budsjettpolitikken. Regjeringen mener på denne bakgrunn at det er behov for en klar, langsiktig strategi for bruken av oljeinntektene.»

I denne situasjonen var det behov for en klarere forankring av pengepolitikkenes rolle i å støtte opp om en stabil økonomisk utvikling.

I tråd med forskriften skal pengepolitikken sikte mot stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, herunder også bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal i samsvar med dette rettes inn mot lav og stabil inflasjon, definert som en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2½ pst. Det forventes at konsumprisveksten som en hovedregel vil ligge innenfor et intervall på +/- 1 prosentpoeng rundt målet for prisstigningen. I St.meld. nr. 29 (2000-2001) står det videre at Norges Banks rentesetting skal være framoverskuende og ta tilbørlig hensyn til usikkerheten knyttet til makroøkonomiske anslag og vurderinger. Den skal ta hensyn til at det kan ta tid før politikken dringer får effekt, og den bør se bort fra forstyrrelser av midlertidig karakter som ikke vurderes å påvirke den underliggende pris- og kostnadsveksten.

Budsjettpolitikken og pengepolitikken må virke sammen for å bidra til en stabil utvikling i produksjon og etterspørsel. Retningslinjene for den økonomiske politikken innebærer samtidig at pengepolitikken har fått en klar rolle i å stabilisere den økonomiske utviklingen. Dette betyr at en bør utnytte handlingsrommet i pengepolitikken dersom utsiktene for økonomien endres. Det kan også oppstå situasjoner der en aktiv bruk av budsjettpolitikken er påkrevd, enten fordi kapasitetsutnyttningen er særlig lav, eller fordi presset i økonomien er svært høyt.

Gjennom 2002 ble det klart at vekstutsiktene for norsk økonomi var betydelig svekket, og arbeidsledigheten økte. Samtidig var rentenivået høyt og kronen sterk. Det var følgelig rom for betydelige lettelser i pengepolitikken. Budsjettpolitikken for 2003 ble lagt opp i tråd med dette. Styringsrenten ble redusert med 5,25 pst. fra desember 2002 til april 2004. Redusert rentedifferanse overfor utlandet bidro til at kronkursen har svekket seg betydelig gjennom 2004. Også i budsjettene for 2004 og 2005 ble det lagt stor vekt på at penge- og finanspolitikken måtte virke sammen for å unngå at man på nytt kom i

en situation med kraftig styrking av kronkursen og dermed svekket konkurranseevne.

8.5 Sverige⁶²

1980-talet

Efter de goda decennierna efter andra världskriget med hög tillväxt och låg inflation kännetecknades 1970-talet av stora obalanser. Höga lönekostnader löstes med devalveringar som i sin tur följdes av ytterligare löne- och prisspiraler. Den stora devalveringen 1982 (16 %) syftade till att komma till rätta med de strukturella obalanserna genom stimulans av den konkurrensutsatta sektorn. Tanken var att en stram finanspolitik skulle hålla inflationsimpulsen i schack. Detta fungerade väl några år.

Finanspolitik

Några år in på 1980-talet försvagades konjunkturen och BNP-gapet nådde en bottennivå. Från 1985 ökade emellertid den inhemska efterfrågan starkt, särskilt konsumtionen. Trots det var finanspolitiken stimulerande med ökande transfereringarna till hushållen och ökad offentlig konsumtion. En drivkraft var också den snabba kreditexpansionen som följde av avvecklingen av de kvantitativa regleringarna på kreditmarknaden. Under perioden mellan 1985 och 1990 ökade kreditvolymen med i genomsnitt 16 % per år. Därtill var den internationella konjunkturen stark hela den senare delen av 1980-talet, bl.a. beroende på fallande oljepriser. Ekonomin präglades av en överhettning, som berörde såväl varu- och arbetsmarknaderna som flera tillgångsmarknader. Inflationen steg kraftigt och uppgick 1989 till 10 %.

Penning- och valutapolitik

Under den då rådande fasta växelkursregimen var penningpolitikens huvuduppgift att hålla räntan på en sådan nivå att kapitalflödena balanserade. Den inhemska räntan anpassades därmed till nivån i de länder till vilka man hade fast växelkurs och Riksbankens utrymme för stabiliseringspolitik var marginellt. Därmed föll ansvaret att motverka inflationsimpulser på finanspolitiken.

Det rådande skattesystemet ledde i många fall till negativa realräntor. Höga nominella räntor, som i sin tur var en följd av hög inflation bidrog till att öka betydelsen av ränteavdragen. Därmed stimulerades kreditefterfrågan. I den starka överhettningssituationen var BNP-gapet som störst 1989-90 och de offentliga finanserna uppvisade överskott. En slutsats är emellertid att under denna period var den samlade ekonomiska politiken inte tillräckligt stram. Överskotten i de offentliga finanserna borde ha varit ännu större.

1990-1999

Depressionen i början av 1990-talet

I samband med att den dåvarande socialdemokratiska regeringen på våren 1990 föreslog vissa åtstramande åtgärder uppstod för första gången stora valutautflöden och Riksbanken tvingades stödköpa kronor. Tilltron till den fasta växelkursen var bruten. Den internationella konjunkturen började vika, samtidigt som det svenska kostnadsläget

⁶² Detta avsnitt bygger i stor utsträckning på bilagan till 2002 års vårproposition, och på analyser i de återkommande bilagan "Svensk ekonomi" i budget- och vårpropositionerna.

bidrog till att marknadsandelar förlorades. Ny valutaoro återkom i oktober 1990. Återigen försvarade Riksbanken kronan.

Under hösten 1990 gav regeringen besked om att den ämnade starta en process som syftade mot ett svenskt EU-medlemskap. Det stärkte tillfälligt förtroendet för åtagandet om fast växelkurs då detta är en viktig del av EU-samarbetet.

Samtidigt byggdes emellertid obalanser upp i det finansiella systemet med stora förluster på fastighetsaffärer i några finansbolag. Priser och omsättning sjönk snabbt på fastighetsmarknaden. Den omfattande skattereformen 1990-91 var ur de flesta synvinklar väl motiverad, men den bidrog också genom begränsning av avdragsrätten för skuldräntor till att markant öka sparandet och därmed dämpa efterfrågan på fastighetsmarknaden.

Penning- och valutapolitik

Som ett led i Sveriges europapolitik knöt Riksbanken i maj 1991 kronan ensidigt till ecun. Detta ledde under en kort tid till ett större förtroende för den fasta växelkursen, men på hösten samma år ökade spänningarna i det europeiska växelkurssamarbetet ERM och i Sveriges närhet devalverade Finland. Samtidigt föll svensk industriproduktion och sysselsättning kraftigt. Även statsfinanserna försvagades markant och kreditförlusterna i finansbolagssektorn spred sig till bankerna.

Den borgerliga regering som tillträdde på hösten 1991 satte inflationsbekämpningen i centrum och upprepade målet om fast växelkurs och balanserade skattesänkningar med motsvarande utgiftsminskningar. Under 1992 föll inflationen till 2 % som en följd av ett mycket svagt efterfrågeläge, samtidigt som räntenivån låg kvar över 10 % på grund av den svaga tilltron till den fasta växelkursen. Statsfinanserna försvagades nu kraftigt och läget i banksystemet försämrades ytterligare.

Yttre oro, t.ex. Danmarks nej till Maastrichtfördraget och spänningar i ERM-systemet, minskade kronans redan låga trovärdighet vilket krävde allt högre räntehöjningar för dess försvar. Den 16 september, samma dag som pundet och italienska liran började flyta, höjdes styrräntan till 500 procent. Dagen därpå startade förhandlingar mellan regeringen och den socialdemokratiska oppositionen om en krisuppgörelse som ledde till ett första sparpaket. Bankkrisen blev samtidigt akut och en generell garanti för fordringar i svenska banker infördes. Ytterligare ett krispaket genomfördes med kraftiga sänkningar av näringslivets kostnader.

När utflödet av valuta återigen blev starkt och det inte gick att uppnå en politisk överenskommelse om ytterligare krispaket gav Riksbanken upp försvaret av kronan. På eftermiddagen den 19 november meddelade Riksbanken beslutet att med omedelbar verkan låta växelkursen flyta, Före 1992 års utgång föll kronan med ca 15 %

Nya förutsättningar för den ekonomiska politiken

I januari 1993 lade Riksbanken fast ett kvantitativt mål för penningpolitiken med förebild från Kanada och Nya Zeeland. Inflationen, mätt som KPI, skulle från och med 1995 uppgå till 2 % med ett symmetriskt intervall på +/- 1 %. Politiken fördes till att börja med under stor osäkerhet. Kunskaperna om ekonomins funktionsätt under rörlig växelkurs var begränsade. Underskottet i de offentliga finanserna uppgick till 12 % av BNP och statsskulden motsvarade i slutet av året 76 % av BNP, en ökning med 30 procentenheter sedan början av 1989. Kronans värde försvagades ytterligare under 1993 och räntedifferensen mot omvärlden var hög. Stor oro fanns även för att ekonomin skulle bli

tudelad via den starkt försvagade växelkursen, med en starkt stimulerad exportsektor och en återhållen inhemsk sektor. I den situationen inledde Riksbanken en period med sänkning av styrräntan.

Penningpolitiken

Det penningpolitiska vägvalet var komplicerat. Riksbanken fortsatte räntesänkningarna till juni 1994 att trots den svaga växelkursen och de höga långräntorna i förhållande till omvärlden indikerade att inflationsmålet ännu inte var trovärdigt. Efter sommaren 1994 var trovärdigheten för den ekonomiska politiken så svag att Riksbanken beslutade höja styrräntan igen och en viss stabilitet uppstod.

Finanspolitiken

1993 försvagades de offentliga finanserna starkt av onormalt höga kostnader för arbetslösheten. Kostnaderna för bankstödet, som uppgick till ca. 4 % av BNP. I budgetpropositionen våren 1994 aviserade den dåvarande regeringen budgetförstärkningar motsvarande 91 miljarder kronor, ca 6 procent av BNP. Syftet vara att vända skuldkvoten 1999.

Den konkurrensutsatta sektorn stimulerades kraftigt, medan inhemska delarna av ekonomin drabbades hårt av den förda politiken. Krisstämningen ledde till ett mycket högt privat finansiellt sparande, ca 15 procent av BNP, med spegelbilden av mycket svag privat konsumtion till följd av oro för de svaga offentliga finanserna och mycket svag arbetsmarknad. Det negativa BNP-gapet vart nu det största sedan andra världskriget och Den öppna arbetslösheten steg till cirka 8 procent 1993, en nivå som låg ca. fyra gånger högre än vad som var vanligt under tidigare decennier. Den höga nivån låg kvar i fyra år.

Den nyttillträdde socialdemokratiska regeringens politik inriktades mot att sanera statskulden. I den ekonomisk-politiska propositionen i november 1994 föreslogs ett budgetpolitiskt mål att statskulden som andel av BNP skulle stabilisera finanserna till 1998. Det konsolideringsprogram som lades fram omfattade 118 miljarder eller 7,5 % av BNP i permanenta effekter på de offentliga finanserna 1998. Åren 1995 och 1996 stärktes ambitionerna så att det finansiella sparandet skulle vara i balans 1998 och statsskulden som andel av BNP skulle stabiliseras redan 1996. Sammantaget uppgick nu konsolideringsprogrammet till 126 miljarder kronor. Drygt hälften av programmet var utgiftsnedskärningar, som till större delen avsåg minskade transfereringar till hushållen.

Institutionella förändringar

Mot bakgrund av den svåra ekonomiska krisen i början 1990-talet inleddes i mitten av decenniet ett genomgripande reformarbete av det institutionella ramverket för budgetpolitiken. En ny budgetlag antogs 1997. Den nya budgetprocessen innebar utgiftstak för staten sattes tre år framåt i tiden och en rambeslutsmodell infördes för statsbudgeten. I vårpropositionen 1997 lades ett långsiktigt budgetmål fast. Det offentliga finansiella sparandet skall ha ett överskott motsvarande 2 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel. Motiven var att offentliga sektorn skall stå väl rustad inför den demografiska utvecklingen på 2000-talet och att ge tillräckliga marginaler för stabiliseringspolitiken. En bit in på 2000-talet motsvaras i stort sett överskottet av sparandet i ålderspensionssystemet. Med ett balanskrav för kommunsektorn innebär därmed överskottsmålet att statens finansiella sparande förväntades ligga nära balans eller strax under och att statskulden minskar trendmässigt som andel av BNP men inte nödvändigtvis i nominella termer. Det sätts också årliga mål för

sparandet anpassade efter konjunkturläget för att undvika att politiken förstärker konjunktursvängningarna.

Förtroendet stärks

Penningpolitiken

I takt med att det finanspolitiska konsolideringsprogrammet och de budgetpolitiska målen vann trovärdighet ändrades förväntningsbilden. Under 1996 inledde Riksbanken en lång rad räntesänkningar som sammantaget innebär sänkningar motsvarande 5 procentenheter ner till 4,1 %. Under året sjönk också tioårsräntan med 3 procentenheter och växelkursen var relativt stabil. Inflationen föll och har sedan dess legat inom ramen för Riksbankens mål. I efterhand har det diskuterats om inte penningpolitiken blev alltför stram 1994 och 1995. Tillsammans med det finanspolitiska konsolideringsprogrammet och en svag internationell konjunktur blev BNP-tillväxten svag och inflationen sjönk mot noll. Vinsten var emellertid att trovärdigheten för inflationsmålet uppnåddes vilket gav stabiliseringspolitiken flexibilitet framöver. Förväntningarna om den medelfristiga inflationen sjönk kontinuerligt från 1995 till 2000.

En kort period vid årsskiftet 1997/98 bedömde Riksbanken att inflationen skulle överstiga målet på grund av goda tillväxtutsikter och oro för höga löneökningar. Reporäntan höjdes. Under våren 1998 minskade emellertid inflationstrycket. Asienkrisen påverkade den internationella konjunkturen och Riksbanken lade om penningpolitiken. Reporäntan sänktes under sommaren 1998.

Svensk ekonomi utvecklades väl under 1990-talets sista år till följd av höga investeringar och stark privat konsumtion. Resursutnyttjandet var emellertid fortfarande lågt, vilket tillsammans med avregleringar (tele, el) och starka produktivitetsoökningar i industrin ledde till att en hög tillväxt kunde kombineras med låg inflation. Penningpolitiken lättades ytterligare i början av 1999.

Självständig penningpolitik utanför EMU

I december 1997 fattade riksdagen beslutet att Sverige inte skulle delta i valutaunionen. I samband med beslutet sågs också behovet att stärka den nationella penningpolitiken. Förändringarna av riksbankslagstiftningen innebär att riksbanken från och med 1999 fick ett lagstiftat prisstabilitetsmål (mer om Riksbankslagen). När Riksbankens nya direktion tillträdde i januari 1999 klargjorde den att inflationsmålet skulle ligga fast. Den förtydliga också penningpolitikens uppläggning .

2000-2004 – Efter budgetsaneringen

De offentliga finanserna förbättrades kraftigt. År 2000 hade statsskuldens andel av BNP sjunkit till 58,2 %, en förbättring med 25,8 % av BNP sedan 1995. Finanspolitiken lades nu om från konsolidering till en expansiv inriktning. Totalt motsvarade reformprogrammen 86 miljarder kronor år 2000 jämfört med 1996 års nivå (Nettoeffekt efter finansiering 71 miljarder). I huvudsak ökade utgifterna för vård, skola, utbildning och socialförsäkringar. År 2000 inleddes också en serie inkomstskattesänkningar.

Under den första halvan av det innevarande decenniet har konjunkturen växlat från en stark inledning 2000, över en utdragen men grund avmattning 2001-2003 och återigen en stark tillväxt 2004 men fortfarande med en relativt svag arbetsmarknad. Att avmattningen 2001-2003 blev så mild kan bl.a. sannolikt hänföras till en på kraftigt expansiv finanspolitik 2001 och 2002.

Penning och finanspolitik

2000 var det andra året med en BNP-tillväxt nära 4% av BNP och ett positivt produktionsgap uppstod för första gången sedan början av 1990-talet. Även om den aktiva finanspolitiken var expansiv 2000, var den sammantagna impulsen till ekonomin av de offentliga finanserna åtstramande. Till det bidrog bl.a. kraftigt ökade skattebetalningar från hushållen, t.ex. från skatt reavinst. Penningpolitiken skärptes också och reporäntan kom att hållas på ca 4 % med mindre variationer från början av 2001 till hösten av 2002.

Under 2001 var BNP-tillväxten svag, 1,0 % av BNP, och BNP-gapet var åter negativt. En tungt vägande orsak till den svaga tillväxten var den svaga utvecklingen i ITK-sektorn. Att penningpolitiken inte lättades berodde på att växelkursen försvagades kraftigt. Inflationen och inflationsförväntningarna steg och differensen mot de tyska långräntorna vidgades. Den aktiva finanspolitiken var expansiv och framförallt sänktes inkomstskatten. Den offentliga sektorn bidrog till en starkt expansiv impuls till ekonomin.

Även år 2002 bidrog den offentliga sektorn till en starkt expansiv impuls. Den aktiva politiken bestod bl.a. av skattesänkningar motsvarande ca 1 % av BNP och reformer på utgiftssidan i nästan lika stor omfattning. Under hösten 2002 blev det uppenbart att konjunkturen inte skulle ta fart och penningpolitiken lades om i expansiv riktning vilket innebar styrräntesänkningar från 4,25 % till 2,0 % i april 2004. Efter den starka finanspolitiska stimulansen 2002 var finanspolitiken mer återhållsam 2003 och 2004 med små aktiva stimulanser som bl.a. vägdes upp av stärkta finanser i kommunerna.

Förändringar i det svenska finanspolitiska ramverket sedan 1990

År	Förändringar
1994	Mål att stabilisera statsskuldskvoten som skulle stabiliseras senast 1996.
1996	Sverige går med i EU och omfattas därmed av de offentligfinansiella konvergenskriterierna. Budgetlagen 1996 Ny <u>budgetårscykel</u> med vårproposition i april och budgetproposition i september. <u>Rambeslutsmodell</u> införes. I det första steget beslutar riksdagen det samlade budgetutrymmet och fördelar det på 27 utgiftsområden. Efter utskottsbehandling beslutar riksdagen om de olika anslagen. <u>nominella utgiftstak</u> införes. Taken sätts i vårpropositionen. Utgående från lagstiftningen har detta konkretiserats så att tidshorisonten är tre år och gäller alla utgifter i statsbudgeten utom utgifter för räntor men inkluderat utgifter för socialförsäkringar. Taken sätts tidigt i budgetprocessen.
1997	Ett <u>långsiktigt överskottsmål</u> läggs fast i vårpropositionen 1997. Regeringen föreslår att det offentliga finansiella sparandet skall ha ett överskott motsvarande 2 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel. Utgiftstak för tredje året sätts i budgetpropositionen, enligt

2002	<p>beslut av riksdagen 2000, och inte i vårpropositionen som tidigare (dock sattes inget tak för 2005 hösten 2002 pga kort beredningstid efter riksdagsvalet 2002).</p> <p>Regeringen inleder förstärkning av det finanspolitiska ramverket. Det treåriga perspektivet för utgiftstaken återställs. Sambandet mellan långsiktig hållbarhet och de finanspolitiska målen stärks och ett finanspolitiskt råd inrättas.</p>
------	--

Förändringar i och händelser som påverkar det svenska penningpolitiska ramverket efter 1990

1991 maj	Riksbanken annonserar att den svenska kronan ensidigt knyts med en fast växelkurs till ecun. Tidigare var kronan knuten till en handelsvägd valutakorg.
1992 nov	Den fasta växelkursen överges.
1993	Riksbanken lägger fast en ny ram för penningpolitiken under rörlig växelkurs. Ett inflationsmål sattes till 2 procent +/- 1 procent. Målet skulle gälla från och med 1995.
1997	Riksdagen fattar beslut att Sverige inte skall gå med i EU:s valutaunion från start 1999.
1999	<p>Den nya riksbankslagen innebär att Riksbanken från och med 1999 har det lagstiftade målet om att upprätta ett fast penningvärde och att stödja den allmänna ekonomiska politiken, bl.a. i syfte att främja hållbar tillväxt och en hög sysselsättning, i den mån det inte strider mot prisstabilitetsmålet.</p> <p>Riksbanken får i och med den nya lagstiftningen inte ta emot instruktioner utifrån om penningpolitikens utformning. Därmed ändrades Riksbankens skyldighet att samråda med regeringen inför viktiga penningpolitiska beslut till skyldighet att informera.</p> <p>Regeringen har det övergripande ansvaret för övergripande valutapolitiska frågor. Riksbanken skall å andra sidan besluta om den praktiska tillämpningen av valutapolitiken i ett system med flytande växelkurs.</p> <p>De penningpolitiska besluten tas av Riksbankens Direktion (sex medlemmar) som tillsätts av Riksbankens fullmäktige enligt ett rullande schema.</p>
1999	Den nya direktionen klargör inflationsmålet. Framförallt gäller klargörandet i vilka situationer avvikelser från inflationsmålet kan tillåtas förekomma under begränsade perioder.
2003	Resultatet av folkomröstningen om deltagande i EU:s valutaunion blir ett nej. Penning- och valutapolitiken ligger fast.

Referenser

Budgetpropositioner och ekonomiska vårpropositioner, särskilt bilagan "Svensk ekonomi" i dessa propositioner.

"Finans- och penningpolitiskt bokslut för 1990-talet", Bilaga 5, särtryck ur 2001 års ekonomiska vårproposition.

Riksbankens inflationsrapporter

9. Informationsutbyte och samarbete mellan finans-departementen och centralbanker i enstaka nordiska länder

9.1 Finland

Finlands Bank är Finlands centralbank och medlem av Europeiska centralbankssystemet (ECBS).

Enligt grundlagen står Finlands Bank "under riksdagens garanti och vård" samt under tillsyn av nio bankfullmäktigeledamöter som utses av riksdagen. För förvaltningen och skötseln av de uppgifter som ålagts banken svarar direktionen, som består av chefdirektören och högst fem andra medlemmar. Chefdirektören och de övriga direktionsmedlemmarna utnämns av republikens president på föredragning av statsrådet utifrån bankfullmäktiges framställning om tillsättning av tjänsterna. Chefdirektörens mandatperiod är sju år och de övriga direktionsmedlemmarnas fem år.

Huvudmålet för Finlands Bank är att i överensstämmelse med fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen upprätthålla prisstabilitet i euroområdet och Finland. Utan att äventyra detta mål skall banken också stödja uppnåendet av andra ekonomisk-politiska mål.

Huvuduppgifterna för Finlands Bank är att

- medverka i beslutsfattandet, den penningpolitiska beredningen och informationen om penningpolitiken vid Europeiska centralbanken (ECB)
- genomföra ECBS penningpolitiska operationer i Finland
- svara för penningförsörjningen i Finland
- för sin del förvalta valutareserven och sörja för betalnings- och finanssystemen
- sammanställa den statistik som behövs för bankens verksamhet.

Lagen om Finlands Bank

Lagstiftningen om Finlands Bank har på en kort tid reviderats i två omgångar. Den lag som trädde i kraft vid början av 1998 (719/1997) uppfyllde inte alla kriterier för EMU:s tredje etapp, och därför ändrades lagen genom en ny lag om Finlands Bank som antogs av riksdagen den 20 mars 1998. Samtidigt antogs också lagen om upphävande av myntlagen och den nya lagen om mynt. Bestämmelserna om Finlands Banks oberoende ställning i den nya lagen trädde i kraft den 1 maj 1998. Bestämmelserna om Finlands Banks integration i Europeiska centralbankssystemet (ECBS) och myntlagstiftningen trädde i kraft när Finland gick med i euroområdet den 1 januari 1999.

I lagen slås fast att Finlands Bank är Finlands centralbank och fungerar som en del av ECBS. När Finlands Bank sköter ECBS uppgifter skall banken handla i överensstämmelse med Europeiska centralbankens riktlinjer och instruktioner och får då varken begära eller ta emot instruktioner om sin verksamhet från annat håll än Europeiska centralbanken. Huvudmålet för Finlands Bank är att upprätthålla prisstabilitet. Banken skall också stödja uppnåendet av andra ekonomisk-politiska mål, utan att likväl äventyra sitt primära mål. Finlands Bank skall för sin del genomföra den monetära politik som Europeiska centralbankens råd har utformat. Banken skall också svara för penningförsörjningen och sedelutgivningen, inneha och förvalta

valutareserven och sörja för betalningssystemets och det övriga finansiella systemets tillförlitlighet och effektivitet. Dessutom skall Finlands Bank sörja för att det sammanställs och offentliggörs statistik som behövs för bankens verksamhet.

Finlands Banks förvaltningsorgan är bankfullmäktige och direktionen. Direktionen har de allmänna befogenheterna att sköta bankens uppgifter. Bankfullmäktige svarar för tillsynen av bankens förvaltning och verksamhet, administrativa beslut och andra uppgifter som räknas upp i lagen.

Vid införandet av euron flyttades befogenheterna i fråga om pengar över på gemenskapsplanet, och bestämmelser om den gemensamma valutan togs in i den euroförordning som trädde i kraft den 1 januari 1999. Den nuvarande myntlagen upphävdes därför, men vissa av myntlagens bestämmelser skall enligt övergångsbestämmelserna tillämpas så länge sedlar och mynt i finska mark kvarstår som lagliga betalningsmedel. I den nya lagen om mynt ingår nationella bestämmelser som kompletterar gemenskapslagstiftningen.

Referens www.bof.fi

9.2 Island

Under året 2001 ändrades lagen för centralbanken på Islands. Denna förändring betydde att banken fick bli ökat självständighet för att kunna på ett mer effektivt sätt bedriva det penningpolitiska huvudmålet som är en låg och stabil inflation. Målet, som deklarerats av centralbanken med statsministerns samtycke, är att hålla inflationen närmast 2½% enligt ändringen i konsumentprisindexen de sista 12 månaderna. Centralbankens självständighet ligger huvudsakligen i att den har fullt svängrum att använda sina medel för att uppnå inflationsmålet. Om inflationen kommer att avvika ifrån inflationsmålet med +/-1½% då skall bankledningen rapportera till regeringen om hur banken kommer att reagera för att få inflationen igen på målet och när det kommer att realiseras.

I lagstiftningen medger att centralbanken skall bidra till regeringens ekonomiska politikens framgång så länge som den inte går emot inflationsmålet. Det är statsministern som utnämner bankdirektörerna (3) och forman till bankstyrelsen.

Förutom den lagstiftade samordningen mellan regeringen och centralbanken hålls ett formellt möte mellan finansministern och bankdirektörerna om året. På dessa möten pågår huvudsakligen informationsutbyte och analys av den ekonomiska situationen. Mellan de ekonomiska avdelningarna på finansdepartementet och centralbanken växlas information om prognoser och olika tekniska sakfrågor.

Vad gäller offentligt uttalande om den ekonomiska politiken då har finansdepartementet inte varit med kritiska åsikter gentemot centralbankens politik eller agerande. Däremot har centralbanken uttalat sig offentligt om att den finanspolitiken behöver vara mer restriktiv under den högkonjunktursom har pågått de sista åren.

9.3 Norge

Sentralbankloven § 2 regulerer sentralbankens myndighet i forhold til statsmyndighetene. § 2 lyder som følger:

”Banken skal utøve sin virksomhet i samsvar med de økonomisk-politiske retningslinjer som er fastlagt av statsmyndighetene, og med de internasjonale forpliktelser landet er bundet av.

Før banken treffer vedtak av særlig viktighet, skal saken være forelagt departementet.

Kongen i statsråd kan treffe vedtak om bankens virksomhet. Disse vedtak kan være generelle vedtak eller pålegg i enkeltsaker. Banken skal ha anledning til å uttale seg før det treffes slikt vedtak. Melding om vedtak skal sendes Stortinget snarest mulig.

Banken er et eget rettssubjekt, som eies av staten. Riksrevisjonen fører kontroll med statsrådets myndighetsutøvelse, etter instruks fastsatt av Stortinget.”

Hensikten med en lovfestet foreleggelsesplikt, slik det framgår av Ot.prp. nr. 25 (1984-85) Om lov om Norges Bank og pengevesenet, var ”å sikre departementet og regjeringen informasjon før banken treffer vedtak i saker av særlig viktighet”. I Innst. O. nr. 50 (1984-85) slutter flertallet i komiteen seg til at en slik foreleggelsesplikt i særlig viktige saker blir lovfestet. Flertallet mente at i tilfeller det var ulike oppfatninger mellom departementet og Norges Bank, skulle ikke departementet kunne pålegge bestemte løsninger uten at instruksjonsmyndigheten ble benyttet. Flertallet uttalte at foreleggelsesplikt også skulle omfatte særlig viktige administrative saker. Loven angir ikke nærmere hvilke saker som er å forstå som ”saker av særlig viktighet”.

Foreleggelsesplikten etter sentralbankloven § 2 andre ledd må ses i sammenheng med instruksjonsretten i § 2 tredje ledd. Foreleggelsesplikten har imidlertid også en særlig oppgave i forhold til informasjons- og konsultasjonsformål. Før Norges Bank vedtar beslutninger om renten, forelegges disse for Finansdepartementet. Foreleggelsesplikten og instruksjonsretten favner imidlertid om hele Norges Banks drift, og ikke bare bankens vedtak innen penge- og valutapolitikken.

I St.meld. nr. 29 (2000-2001) ble det trukket opp nye retningslinjer for den økonomiske politikken. Stortinget sluttet seg til disse, jf. Innst. nr. 225 (2000-2001). Bakgrunnen for omleggingen var at Norge nå er i en periode hvor budsjettpolitikken skal tilpasses en gradvis og opprettholdbar økning i bruken av petroleumsinntektene i norsk økonomi. I denne situasjonen var det behov for en klar forankring av pengepolitikken rolle i å støtte opp om en stabil økonomisk utvikling. Nye retningslinjer for pengepolitikken ble fastsatt i forskrift ved kronprinsregentens resolusjon av 29. mars 2001 med hjemmel i sentralbankloven § 2 tredje ledd og § 4 annet ledd.

Penge- og valutapolitikken utgjør sammen med budsjett-, struktur- og inntektspolitikken rammene for den økonomiske politikken. Budsjettpolitikken og penge- og valutapolitikken må virke sammen for å bidra til stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Penge- og valutapolitiske vedtak er derfor en viktig del av den samlede økonomiske politikken. Foreleggelsesplikten innebærer at Norges Bank må informere om hovedstyrets rentebeslutninger før de trer i kraft. Formålet med foreleggelsen er ikke å legge bindinger på hovedstyret, som innenfor de pengepolitiske retningslinjene som er trukket opp, skal gjøre vedtak om renten på fritt grunnlag.

I Norges Banks beretning og regnskap, som i tråd med sentralbankloven § 28 utarbeides årlig, gir banken en fyldig redegjørelse for den operative gjennomføringen av pengepolitikken. Norges Bank offentliggjør også tre ganger i året inflasjonsrapporter. I disse rapportene analyserer banken den økonomiske situasjonen, med særlig vekt på inflasjonsutsiktene og forhold av betydning for pengepolitikken. Hovedstyrets rentebeslutninger offentliggjøres umiddelbart etter rentemøtene og på et tidspunkt

som er kjent på forhånd. Det holdes en pressekonferanse der sentralbanksjefen eller visesentralbanksjefen gjør nærmere rede for rentebeslutningen. Innledningen til pressekonferansen legges ut på Norges Banks internettsider i det pressekonferansen starter. Pressekonferansen er også tilgjengelig via lydoverføring. Dagen etter rentemøtene publiseres figurer som presenteres og gjennomgås med hovedstyret i tilknytning til deres rentemøter.

9.4 Sverige

1. Ur lag om Sveriges riksbank 1988: 1385 i dess lydelse den 1 juli 2004. Ett urval.

1 § Regeringen har enligt 9 kap. 12 § regeringsformen ansvaret för övergripande valutapolitiska frågor.

2 § Regeringen skall besluta om det system som skall gälla för att fastställa kronans värde i förhållande till utländska valutor. (växelkurssystemet).

3 § Riksbanken får hos regeringen hemställa att regeringen skall fatta beslut om växelkurssystem. En sådan hemställan skall regeringen behandla skyndsamt.

4 § Regeringen skall innan den beslutar om växelkurssystem samråda med Riksbanken.

VERKSAMHETSMÅL

2 § Målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla fast penningvärde.

DIREKTIONEN

2 § Ledamöter av direktionen får inte söka eller ta emot instruktioner när de fullgör penningpolitiska uppgifter.

PENNINGPOLITIK OCH BETALNINGSSYSTEM

2 § Riksbanken skall följa utvecklingen på valuta- och kreditmarknaderna samt vidta erforderliga penningpolitiska åtgärder.

3 § Riksbanken skall inför alla viktiga penningpolitiska beslut informera det statsråd som regeringen avser.

4 § Riksbanken skall minst två gånger om året lämna en skriftlig redogörelse till riksdagens finansutskott om penningpolitiken.

Riksbanken skall löpande offentliggöra statistiska uppgifter om valuta- och kreditförhållandena.

VALUTAPOLITIKEN

1 § Riksbanken skall besluta om tillämpningen av det växelkurssystem som regeringen beslutar om.

2. Ur 2000 Års Ekonomiska Vårproposition 1999/2000:100. kap 1 Finansplanen, 1.3.1, Den ekonomiska politiken. Utdrag:

Med rörlig växelkurs och ett inflationsmål är finanspolitikens främsta syfte att skapa goda betingelser för tillväxt och sysselsättning genom att säkerställa ett överskott i de offentliga finanserna och att hålla utgifterna under kontroll.

Finans- och budgetpolitiken styrs av två övergripande mål: De offentliga finanserna skall uppvisa ett överskott på 2 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel och utgifterna skall inte överstiga de uppsatta utgiftstaken

Bilaga

Fiscal and Monetary Policy Interaction in Small Open Economies

Fiscal and Monetary Policy Interactions in Small Open Economies

June 2005

Torben M. Andersen
Department of Economics, University of Aarhus
and CEPR, CESifo and EPRU
and

Steinar Holden
Department of Economics, University of Oslo and CESifo

1	Introduction.....	2
2	Macroeconomic policy regimes in the Nordic countries.....	3
3	Background issues.....	5
3.1	Different objectives.....	5
3.2	Key areas of conflicting interests.....	7
3.3	Effects of monetary and fiscal policy.....	8
3.4	The interplay between monetary and fiscal policy.....	11
3.5	Monetary policy and public debt.....	12
4	Monetary and fiscal interactions – independent monetary policy.....	14
4.1	Strategic interactions.....	15
4.2	Sequential moves.....	16
4.3	Assignments and constraints.....	19
5	Monetary Union – centralized monetary policy and decentralized fiscal policy.....	20
5.1	Policy spill-overs in a monetary union.....	21
5.2	Monetary policy and public debt in a monetary union.....	23
5.2	Stabilization policy.....	24
6	Fixed exchange rate policy.....	31
7	Concluding remarks.....	34
	References.....	35

Report prepared for Nordiska Ministerrådets arbetsgrupp om samspelet
mellan finans- och penningpolitik.

1 Introduction

A key question for macroeconomic policy making is how monetary and fiscal policies interact. This raises questions concerning how to conduct such policies as well as how they affect the macroeconomic development.

The decision structure underlying monetary and fiscal policy is important. To the extent that monetary policy is pursued by independent central banks, and fiscal policy is decided in a political process, various issues arise including objectives, information and decision processes. A particular important problem is whether monetary and fiscal policies tend to work in the same direction or whether policy mix problems can arise.

Monetary and fiscal policies interact in their effects on the economy and have different dynamic implications⁶³. This further complicates the interaction between the two policy forms.

For the conduct of macroeconomic policies it is therefore important to take into account how monetary and fiscal policy interact. This applies both in relation to assessing the consequences of given changes in monetary policy and fiscal policies, and also in relation to the discussion of normative issues in connection with macroeconomic policy making.

This paper takes its outset in the current situation for the Nordic countries. This is interesting in its own right, but also because these countries have chosen different macroeconomic policy regimes although they share a number of similarities as small and open economies. The paper provides a survey of the literature on the interaction between fiscal and monetary policy, and relates it to the ongoing policy debate.

The paper is organised as follows: Section 2 provides a brief introduction to the policy regimes in the Nordic countries as well as an account of how monetary and fiscal policies have been interacting over the last years. In section 3, we discuss several background issues, including the basic reasons for differences and potential conflicts between monetary and fiscal policies, as well as a short account of the effects of monetary and policy. We also briefly relate to the literature on possible conflicts between fiscal and monetary policy when it comes to public debt (section 3.5). The main focus of our survey is, however, on conflicts regarding stabilization issues, and this is the main theme in the remaining sections. Interactions between monetary and fiscal policies in countries with an independent monetary

⁶³ A related question is the interdependency between policies in different countries. Obstfeld and Rogoff (2002) provide a recent analysis of monetary policy interdependencies. It falls outside the scope of the present paper to cover this literature.

policy (and flexible exchange rate) are considered in section 4. Particular issues arise in a monetary union where countries share the monetary policy, but have scope for independent fiscal policies, and they are considered in section 5. Section 6 considers the role of fiscal policy in the case of a fixed exchange rate regime. Section 7 concludes.

2 Macroeconomic policy regimes in the Nordic countries

It is well established that for countries with liberalized capital movements the choice of exchange rate regime has important implications for monetary policy and thus fiscal policy. The basic insight is that a fixed exchange rate precludes the possibility of pursuing an independent monetary policy, but potentially makes fiscal policy more effective. Oppositely a flexible exchange rate allows for an independent monetary policy, but potentially reduces the effectiveness of fiscal policy.

The Nordic countries are interesting since we find countries with both fixed and flexible exchange rates, cf. table 1.

Table 1: Monetary regimes in the Nordic countries

	Monetary regime
Denmark	Fixed exchange rate policy. Member of ERMII with narrow band: +/- 2.25%
Finland	Member of EMU
Iceland	Floating exchange rate with inflation target $2\frac{1}{2}\%$ +/- $1\frac{1}{2}\%$
Norway	Floating exchange rate with inflation target 2.5%
Sweden	Floating exchange rate with inflation target 2% +/- 1%

Two countries pursue a fixed exchange rate policy, namely Denmark and Finland. As the only Nordic country, Finland is member of the EMU. Given the small relative size of the Finnish economy in the EMU, with weight of 1.6 % in the harmonised consumer price index (HICP) for the euro area, the aggregate development in the euro area exerts via the common monetary policy an important impact on Finland, but not vice versa. This has two key implications for the relationship between fiscal and monetary policy. First, it implies that monetary policy will be set according to the overall situation in the EMU, and thus not be affected by shocks that are specific to Finland. Second, it implies that the fiscal policy in Finland will have negligible impact on the interest rate and exchange rate in Finland (although fiscal

policy will affect the real interest rate and the real exchange rate via the effect on domestic inflation).

Denmark maintains a fixed exchange rate towards the euro. As long as the fixed exchange rate is credible, this works essentially like membership in the EMU. However, the requirement of maintaining credibility puts additional restrictions on the evolution of the Danish economy, and thus also on fiscal policy.

The two non-EU countries Iceland and Norway as well as the EU country Sweden adopted inflation targeting, with floating exchange rates, cf. table 1. An inflation target ensures that monetary policy is adjusted according to the situation of the domestic economy, although the central bank clearly also must take the exchange rate and foreign interest rates into account. This makes the interaction between monetary and fiscal policy more complex. First, it implies that monetary policy primarily will respond to the fiscal policy via its effects on inflation. Second, it implies that monetary policy will respond to shocks in a way that may or may not reduce the "need" for a fiscal response.

Figure 1 displays the evolution of simple indicators for monetary and fiscal policies, as well as for the cyclical situation of the economy, for the five Nordic countries, and for comparison also for the UK. Fiscal policy changes are measured by the discretionary change in the budget balance as measured by the indicator suggested in Holden (2005). A positive value of dbd indicates contractionary discretionary fiscal policy.⁶⁴ Monetary policy is measured by the short term real interest rate, while the cyclical situation is measured by the output gap as calculated by the OECD.

The graph for Norway illustrates well several important periods. In the downturn of the early 1990s, Norway followed an exchange rate target (explicit until December 1992, more implicit after that), which in long periods lacked credibility. The upshot was a high interest rate that prolonged the downturn. In contrast, fiscal policy was expansionary, which dampened the length and amplitude of the downturn. In 1997, the interest rate was kept low to prevent appreciation of the Norwegian krone, in spite of the upturn of the economy. More recently, the high real interest rate in 2002 strengthened

⁶⁴ The discretionary change in the budget balance, dbd, is the difference between the discretionary change in taxes, and the discretionary change in government expenditures. Crudely, the discretionary change in taxes is defined as the change in tax revenues that do not follow from a change in tax bases, while the discretionary change in government expenditures is defined as growth in government expenditures above trend GDP growth. Thus, dbd is zero if tax revenues increase in line with tax bases, and government expenditures increase at the rate of growth of trend GDP.

the downturn of economy, which was then countered by the sharp reduction of the interest rates during 2003.

In Finland and Sweden, we also notice high real interest rates in the downturns in the early 1990s, reflecting lack of credibility of the exchange rate and monetary policy. In both economies, real interest rates have subsequently come down. In Sweden, this reflects a credible inflation target; in Finland, it follows from the low nominal interest rates in ERM and EMU. In both countries, the large increase in government debt prevented more expansionary fiscal policy in the strong downturns.

For Denmark and the UK, there is indication of a stabilising fiscal policy, with a tendency of expansionary fiscal policy when the output gap is negative or falling, and contractionary when the output gap is positive or increasing.

In the next section, we discuss the objectives for and effects of monetary and fiscal policy.

3 Background issues

It is a basic insight that if two different decision making bodies, with different policy instruments, agree on the overall objectives, and have access to the same information, the outcome would be the same as if there were only one decision making body, with the same objective and policy instruments. In a macrocontext this has been pointed out by Dixit and Lambertini (2000, 2003b), who also show that this holds even if there are several different fiscal policy makers who may or may not cooperate. This result implies that the question of interaction between fiscal and monetary policy only takes on real importance if the fiscal and monetary policy makers have different objectives.

3.1 Different objectives

Broadly, the reasons why the fiscal and monetary policy makers may have different objective functions or differ in their perception of the need for policy intervention can be divided into three different categories.

Different institutions

The fiscal and monetary policy makers are separate entities, with separate areas of responsibility, and with separate focus. Even if the two policy makers agree on the main overall policy targets, or they just try to be loyal to the overall policy targets of the existing government and parliament, it

seems reasonable that each policy maker puts particular emphasis on the policy area that is its own responsibility. Clearly, if the actual outcome differs from the desired outcome in one specific area, the policy maker responsible for this area is likely to get the blame. Furthermore, one must also expect that two different institutions to some extent will differ in their view of the state of economy, even if they have access to the same information, because forming a view of the economy is a complex process in which different institutions generally will reach different conclusions.

Political decision-making and delegation

Monetary policy decisions are in most countries taken by independent institutions, with well-defined and rather narrow objectives, like an inflation target. In contrast, fiscal policy decisions are the outcome of a political process, where a large number of different concerns are of importance. In this light it is not surprising that the objectives in many situations will differ.

For democratic reasons one might question that monetary policy is delegated to an institution with more narrow objectives, and argue that all important economic decisions should be made by politicians who are elected directly by the voters. However, the political decision-making process is subject to several sorts of imperfections that may make this ideal undesirable for some type of decisions. First, incumbent policymakers may choose an inferior policy because this improves their possibility of being re-elected (political business cycle effects). Second, the political process may give undue advantage to specific groups in the population, at the expense of other groups. Third, the decision-making process may be subject to time inconsistency problems, where a policy that is optimal in the short run, nevertheless is inferior in the long run. Most or all countries have adopted various forms of rules and institutions to mitigate such problems. For example, the fact that most countries in their constitution have a rule requiring more than a simple majority to change to the constitution, works to prevent a small majority from exploiting the minority.

Monetary policy is inherently subject to such problems. Expansionary monetary policy in the form of lower interest rates and larger money stock may involve short run gains in the form of higher output and lower real value of public debt, even if the long run effects are detrimental. These short run gains imply substantial problems related to short term political concerns and time inconsistency. Thus, there are significant benefits to be reaped from sheltering monetary policy from such problems. Furthermore, the fact that monetary policy essentially involves only one instrument, the short term interest rate, also makes monetary policy more suitable for delegation. While the interest rate is not void of distributional implications, it is nevertheless a more technical instrument than most fiscal instruments.

In other words, the delegation to an independent central bank with a well-defined and narrower objective function than that of the fiscal policy maker, is done to obtain commitment that can prevent important problems in the underlying decision structure. A well-known paper by Rogoff (1985) shows that there is a case for choosing a more conservative central banker, that is, a central banker more concerned about inflation and less about output than policy makers at large. As always when discussing rules vs. discretion, there is a tradeoff. By choosing a monetary set-up with an independent central bank and a primary objective in the form of inflation targeting there is a loss of ability in the short run to address shocks to aggregate activity (see e.g. Flood and Isard, 1989).

Some economists (e.g. McCallum, 1995) have argued that a government that is unable to credibly commit to a low inflation policy, will also be unable to appoint a monetary policy agent capable of such commitment and of leaving that agent free to fulfil its commitment. A counterargument suggested by Buiters (2004), using the distinction of Balcerowicz (1995) between “extraordinary policies” and “normal policies”, is that during the rare periods of “extraordinary policies”, radical institutional changes (like central bank independence) can be introduced, which would be impossible during the much more common periods of “normal politics”. These changes are not necessarily undone or reversed in the course of normal politics.

Geographical area

The fiscal and monetary policy makers are in some cases associated with different geographic areas, and this may naturally give reason for differences. The obvious example is a monetary union, where there is one single monetary policy maker, caring about the whole union, while decentralized fiscal authorities naturally focus on their own country. This implies that the response to aggregate or common shocks may differ from the response to country-specific shocks.

3.2 Key areas of conflicting interests

The key conflicts have inflation as the pivotal element. The primary objective of monetary policy is to maintain low and stable inflation, while for the fiscal policy maker, inflation may involve short-run gains, most importantly in the form of reductions of public debts or higher output. Thus, in some situations the fiscal policy maker may try to reap such gains, while the monetary policy maker will oppose the effect on inflation.

Inflation may involve reduced public debt via two channels. First, the government may pay for some of its expenditure by printing money rather

than raising taxes (seignorage), with the consequence that inflation increases. Note that this effect works even when the inflation is anticipated by decision makers in the private sector. Second, unanticipated inflation reduces the real value of outstanding nominal debt by reducing the real rate of return.

In the short run, expansionary fiscal or monetary policy will lead to higher output, but at the cost of higher inflation. In an economy with nominal contracts, a key mechanism is that unanticipated inflation affects relative prices, and therefore real allocations. In the longer run, the higher inflation will be anticipated by decision makers, and the stimulating effect on output vanishes.

However, also other areas of conflict have been discussed in the literature. An important variable is the exchange rate. The government may want to depreciate or devalue the currency so as to improve competitiveness and/or the trade balance, even if this leads to higher inflation. The government and the central bank may also have different views on the extent to which the budget and the interest rate should be used to stabilize the economy over the cycle.

3.3 Effects of monetary and fiscal policy

There is a voluminous literature on the effects of monetary and fiscal policy.

In the long run, the main effect of monetary policy is on nominal variables. An expansionary monetary policy, with high growth in the nominal money stock, will over time lead to high inflation, high nominal interest rates, and depreciation of the currency. There is strong empirical evidence supporting that monetary policy also has real effects in the short run. A monetary contraction in the form of a rise in the short run interest rate will thus tend to imply lower inflation, lower output, lower employment, and usually also to an appreciation of the exchange rate.

Much of the recent evidence on the effect of monetary policy is based on VAR- analysis. Generally, one finds that the impulse response to monetary policy changes is characterized by small impact effects, which build up over time in a hump-shaped pattern. The typical impulse response has output peaking after six to eight quarters (see e.g. Christiano, Eichenbaum and Evans, 1999). In many analyses, the effects are temporary and fade away leaving no real effects in the long run. This is consistent with the mainstream view that monetary policy has no effect on real variables in the long run. However, this view is contested by other researchers, who argue that a strict monetary policy in some cases may have long-lasting effects on output via hysteresis effects in the labour market (Ball, 1999).

There are a number of different views in the literature on the effects of fiscal policy on the economy. According to traditional Keynesian theory, the effect of fiscal policy comes via the effect on aggregate demand. Increased government spending has a direct positive effect (by being part of GDP), and indirect effects via private consumption and investment. The increase in GDP arising from the direct effect will have a positive impact on private consumption, due to the increase in contemporaneous private disposable income. However, increased government spending is also likely to lead to a higher interest rate, depending on the monetary policy regime, which will have a negative effect on private consumption and investment.

In a neoclassical model (e.g. Baxter and King, 1993), the effect on output depends on the effect on the labour supply. Higher government spending will imply a negative wealth effect for households (as the spending sooner or later must be tax-financed), leading to increased labour supply and thus increased employment and output. Increased employment will raise the marginal return to capital, thus also increasing investment. However, if higher government spending is financed by distortionary taxation, labour supply may fall, leading to lower output and lower investment. Even under Ricardian equivalence changes in public consumption and taxes can have real effects by affecting relative prices or incentives in e.g. labour supply.

Several recent contributions have introduced myopic consumers (credit constrained or just myopic) in an otherwise standard optimising framework (Mankiw, 2000; Gali et al, 2003; Matsen et al, 2005). For myopic consumers, the increase in contemporaneous disposable income following a rise in government spending will lead to higher consumption, in spite of the increase in expected future taxes. Thus, the upshot is aggregate demand effects of the more traditional Keynesian type.

The effect of fiscal policy changes has been assessed in several different types of analyses, ranging from macroeconomic model simulations and simulations of general equilibrium models, to reduced form equations and VAR- analyses. In a recent survey, Hemming et al. (2002) conclude that although the range of short-run multipliers is wide, the expenditure multipliers tend to be in the range 0.6 to 1.4 (meaning that a one percentage increase in government consumption will increase GDP by 0.6 to 1.4%), and the tax multipliers in the range 0.3 to 0.8. Moreover, the multipliers are significantly smaller in the long run than in the short run.

Much of the recent empirical work on the effect of fiscal policy is based on a VAR framework, where the focus is on the effect of fiscal shocks (Blanchard and Perotti, 2002; Perotti, 2004; Fatas and Mihov, 2001).

Generally, one finds a positive effect of increased government spending, but it varies whether the multiplier is larger or smaller than one. Ramey and Shapiro (1998) and Burnside, Eichenbaum and Fisher (2003) identify fiscal shocks with exogenous changes in military purchases; the latter find increased government spending to lead to a short-lived rise in investment and small movements in consumption, the overall impact consistent with a multiplier of around or above unity. Note that in comparing impulse-response function generated by such VAR-analysis it is usually found that the impact effect of fiscal policy on real output is larger than that of monetary policy, i.e. the effect lag for fiscal policy is shorter than for monetary policy.

However, when interpreting the evidence from the VAR- analyses, one should be aware that the focus is on the effect of fiscal shocks that by construction is unrelated to the state of the economy. Thus, evidence on the effects of such shocks may not be an appropriate yardstick for the evaluating the effect of fiscal stabilization policy, where the policy is explicitly linked to the cyclical position of the economy.

Estimations of fiscal reaction functions can be used to assess whether fiscal policy has been countercyclical and contributing to stabilization, see e.g. Auerbach (2003) and Gali and Perotti (2003). Both analyses find that the fiscal policy reactions have been countercyclical, and in this way they can be said to have contributed to stabilization. Consistent with these studies, Gali (1994) finds that a large public sector has a stabilizing effect on the economy.

Other studies have focussed on crowding-out effects, where increased government spending has a negative impact on private sector demand. In a panel of OECD countries, Alesina et al (2002) find a sizeable negative effect of public spending on profits and business investments. de Mello et al (2004) find, also on a panel of OECD countries, that a change in public saving leads to an offsetting change in private saving between one-third and one-half.

In a related body of literature, Giavazzi and Pagano (1990) and others have argued that reductions in public spending could be expansionary, via effects on private sector's expectations of future taxation and interest rates. This may also imply that fiscal effects could be non-linear with conventional effects in "normal" situations, and not in other cases, e.g. at high debt levels. This has led to an extensive debate on the possibility of encountering expansionary fiscal contractions, various case studies have been undertaken, and econometric studies of the issue have been performed (see e.g. Giudice et al., 2003). While there is evidence supporting the hypothesis (e.g. Perotti,

1999), it is unclear for both the case studies and the econometric work whether the effects of fiscal policy changes have been adequately separated from other changes in the same periods.⁶⁵ In any case the policy implications are unclear, as we have limited knowledge about the precise conditions under which fiscal contractions can be expansionary.

A final problem is that evaluations of fiscal policy are often based on changes in the cyclically adjusted budget balance. However, both from a theoretical and empirical point of view, it is clear that changes in public spending and changes in taxes have different effect on the economy, even if the direct impact on the budget balance is the same. This implies that the overall budget balance conceals the effects from the various components.

3.4 The interplay between monetary and fiscal policy

The overall outcome of macroeconomic policy depends not only on the effect of each policy separately, but also on the interplay between the policy instruments. For example, if expansionary fiscal policy is met by contractionary monetary policy, the overall impact might be lower output, and not higher. A key point in studies of the interplay between fiscal and monetary policy, is whether one should view the policy decisions as taken simultaneously or sequentially. Under simultaneous decision making, each authority makes a decision taking the decision of the other authority as given (i.e. this leads to a so-called Nash equilibrium). However, under a sequential decision structure, one decision maker (the Leader) will act before the other (the Follower). A consequence is that the Follower acts with knowledge of the Leader's decision (leading to a Stackelberg equilibrium). As will become apparent below, it is often an advantage to be the Follower, who can benefit from responding to the Leader's action.

A common view on this is that fiscal policy decisions usually are the outcome a lengthy and complicated political process, with limited scope for rapid changes. Furthermore, the most important fiscal policy decisions are usually related to the annual budget decisions, and thus taken only once a year. In contrast, monetary policy decisions are taken by an independent board, and basically involve a decision of one instrument – the interest rate. This difference in reaction time suggests that the monetary policy decision maker should be seen as a follower, and the fiscal policy maker the leader.

⁶⁵ The fiscal consolidation in Denmark in the early 1980s is often mentioned as a prime example of an expansionary fiscal contraction. However, it coincided with a tight income policy, a shift in exchange rate policy and liberalization of financial markets.

However, there are several aspects that may modify this conclusion. First, traditionally, one has assumed that the effects of fiscal policy changes on the economy are more rapid than the effects changes in monetary policy. This is supported by empirical evidence, cf section 3.3.

This would make the fiscal policy maker more able to react to the effects of a change in monetary policy, implying that it would be less obvious that the fiscal policy maker should be treated as the Leader.

Second, both policy makers may be committed to specific rules of action, restricting to what extent they will act as a Follower to the action of the other. Most notably, independent central banks are often given an explicit mandate requiring the central bank to maintain nominal stability, e.g. low inflation. Such explicit mandate may prevent the central bank from responding to high public debt by monetizing it, cf. discussion of the Maastricht treaty below. However, such mandates do not prevent the central bank from being a Follower within the constraints given by the mandate.

Similar concerns apply for fiscal policy. A key example is automatic stabilizers, i.e. changes in the budget balance that follow directly from changes in the economy, without explicit new fiscal decisions. These are by definition rule based and do not require any decision making to take effect in a particular business cycle situation. Therefore the decision lag is effectively absent. It is well established that automatic stabilizers for most countries are quantitatively important (see van der Noord, 2000), and play an important role in cushioning the economy to various shocks, although the effects differ depending on the type of shock. The fact that automatic stabilizers operate without any informational requirement also implies that they handle temporary and persistent shocks in similar ways.

In a monetary union where there are several fiscal authorities, and only one monetary authority, others aspects enter. One point is that the fiscal authorities probably need more time to make decisions than the central bank, suggesting that the central bank could respond to the fiscal policy decisions. However, as long as the fiscal authorities in each country do not coordinate, only a large country would have sufficient impact on the union-wide variables to be able to influence the monetary policy in the union. In contrast, if the fiscal policies of the different countries are coordinated, it would affect union-wide variables and the central bank would respond, and thus act as a Follower.

3.5 Monetary policy and public debt

An important interaction between monetary and fiscal policy arises via the fact that monetary policy affects the public budget balance. A monetary expansion leading to an increase in the money supply will create revenue for the public sector (seigniorage), and more generally it is possible that changes in inflation affect the real value of debts.

Since inflation yields income to the government in the form of seigniorage, it is a tax that could be compared to other taxes as possible means of financing public expenditure. There is a considerable literature on the optimal fiscal and monetary policy from this perspective (see textbook treatment in Walsh, 2003). One important view, advocated by Phelps (1973), is that overall tax distortions are minimized by also raising some revenues from seigniorage. Other researchers have questioned this result, arguing that Friedman's rule for the optimal inflation rate, namely a zero nominal rate of interest, is optimal even if lump-sum taxes are not feasible (e.g. Chari, Christiano and Kehoe, 1991).

In traditional analyses of monetary policy, it is usually taken for granted that fiscal policy adjusts in the sense that the government's intertemporal budget balance is always satisfied. This situation is often described as a Ricardian regime (Sargent, 1982) with monetary dominance, or one where fiscal policy is passive, and monetary policy active.

A second approach is to assume that the fiscal policy is set without ensuring that the intertemporal budget balance holds. If the present discounted value of expenditures exceeds the present discounted value of taxes, seigniorage is needed to ensure that the intertemporal budget constraint of the government holds (see e.g. Sargent and Wallace, 1982). This regime is termed fiscal dominance, or active fiscal policy and passive monetary in the literature, due to the assumption that monetary policy adjusts so as to balance the government budget balance.

A third approach, usually referred to as the fiscal theory of the price level, differs from the other approaches by treating the intertemporal budget constraint of the government as an equilibrium condition, and not as an identity (see e.g. Sims, 1994, and Woodford, 2001). More specifically, in a situation where the intertemporal budget constraint is violated (referred to as non-Ricardian fiscal policy in recent literature), it is assumed that the price level adjusts to the level that is consistent with the intertemporal budget constraint being fulfilled. This theory has been subject to considerable criticism, both concerning logical consistency and empirical relevance (see e.g. Buiter, 2004 and Niepelt, 2004).

4 Monetary and fiscal interactions – independent monetary policy

It is natural to start by considering the interactions between monetary and fiscal policy in the case where there is monetary policy autonomy. In an open economy with fully liberalized capital movements this implies a flexible exchange rate regime.

Figures 2 and 3 below illustrate the policy mix in the Nordic countries, as well as selected other countries, some of which in the euro area, by use of simple indicators for fiscal and monetary policy, namely, at the vertical axis, the discretionary change in the budget balance *dbd* (as defined by Holden, 2005) and the change in the real interest rate (horizontal axis). Positive values indicate contractionary policy for both measures, implying that the policies support each other in their effect on aggregate activity if they move in the same direction. Policy changes that are going in opposite directions are a sign of problems in the policy mix, even if it is clear that the appropriate mix also depends on other aspects of the economic situation. Fiscal and monetary policy appear to have moved together in the US and the UK, while in Norway, there pattern is the opposite, suggesting that monetary and fiscal policies have counteracted each other when it comes to the effect on output. There is no tendency that monetary and fiscal policies have counteracted each other in the European countries displayed. In some countries, there is a weak tendency of fiscal and monetary policy moving together in Belgium and the Netherlands.

Cross-sectional evidence has shown that fiscal and monetary policy tends to be substitutes over the cycle, i.e. if monetary policy contracts, fiscal policy expands or vice versa, see Méritz (1997) and Wyploz (1999). Von Hagen et al. (2001) point to an asymmetry in the sense that looser fiscal policy matches monetary contractions, while monetary policy broadly accommodates fiscal expansions. Using a structural VAR approach, Muscatelli, Tirelli and Trecroci (2002) find that the result of strategic substitutability does not hold uniformly across countries. Interestingly they find indication of a changing relationship post-1980, implying that fiscal and monetary policy has tended to be more complementary. Based on an estimation of a new-Keynesian model for the US, Muscatelli, Tirelli and Recoci (2003) point to the fact that the relationship between the two policy instruments is shock-dependent, and they find that fiscal and monetary policies tend to be complements in the response to output shocks, while they are substitutes in the response to inflation shocks. Hence the shift in the relationship between fiscal and monetary policy during especially the 1990s can be explained by a change in shock configuration.

Using a structural VAR approach, Perotti(2002) og Canzoneri, Cumby and Diba (2002) have considered the interaction between fiscal and monetary policy. While Perotti (2002) finds that the two forms of policies tend to move in the same directions, Canzoneri, Cumby and Diba (2002) find that both an expenditure and tax increase tend to lead to a contractionary monetary policy, although slightly stronger and more persistent in the former case.

4.1 Strategic interactions

As discussed above, it will often be the case that the monetary and fiscal authorities to some extent differ in their policy objectives. Here we will show that this may lead to policy mix problems, in the sense that the outcome is inferior to the case with cooperation on policy decisions. Consider first the case with simultaneous play, where the monetary and fiscal authorities decide on their policy instrument at the same time.

To understand the basic mechanisms, consider a situation where both policy makers are concerned about inflation and output. However, the fiscal authority is more concerned about output than the monetary authority is, in the sense of putting more weight on output, or aiming at a higher output level. The outcome will be a distorted policy mix, compared to the case where the policy makers cooperate on the choice of policies. Fiscal policy will tend to be too expansionary and monetary policy too contractionary. This holds in a traditional Keynesian setting (see e.g. see Andersen and Schneider, 1986) as well as a setting where there is a time inconsistency problem due to unexpected inflation affecting output (Dixit and Lambertini, 2000, 2001, 2003a). The implications for output and inflation may be extreme, in the sense that inflation is too high and output too low seen from the perspective of both policy makers.

The policy mix problem also arises if the monetary authority targets inflation and there is no time inconsistency problem (Leitemo, 2004). With simultaneous policy decisions (the Nash game), the result is that the fiscal and monetary policies counteract each other in responding to shocks. The key reason is that the monetary policy maker aims at an output level that is consistent with inflation expectations being equal to the inflation target, while the fiscal policy maker tries to achieve its output goal (the structural output level). Thus, if there is an upward shock to inflation, the monetary policy maker will raise the real interest rate to keep inflation down, thereby reducing output and strengthening the real exchange rate. Lower output will induce the fiscal policy maker to pursue an expansionary fiscal policy, thus counteracting the efforts of the monetary policy. The upshot is that policy makers will use their instruments excessively, i.e. the fiscal stance will be

too expansionary and the real interest rate too high, implying also that the real exchange rate will appreciate too much. The lower the costs to the fiscal policy maker of pursuing an expansionary fiscal policy, the more expansionary the fiscal policy will be, and the higher the interest will be.

The basic reason for the policy mix problem is that each policy authority decides on its policy instrument so as best to serve its own objectives, taking the decisions of the other policy authority as given. Since the resulting output and inflation depend on both policy instruments, it follows that interdependencies are neglected in decision making. In the subsections below, we discuss to what extent these results also hold under sequential decisions, or whether the problems associated with the interactions between monetary and fiscal policies can be solved by an appropriate assignment of instruments and objectives.

4.2 Sequential moves

As pointed out above, one can argue that monetary policy decisions follow the fiscal decisions, because monetary decisions can be taken at short notice, while fiscal policy usually are the outcome of a political process, or are effectively pre-set in the form of automatic stabilizers. However, one can also argue for the opposite sequence, as for some fiscal instruments the output effects arise faster than for monetary policy, cf. above. Accordingly there is reason to consider the consequence of both fiscal policy preceding and following monetary policy decisions.

With sequential moves, it may seem intuitive that it is an advantage to be the Leader, which should benefit from taking the first move. However, simple and quite general arguments point to the opposite. By being able to respond to the Leader's decisions, the Follower may be able to undo the action of the Leader. Further, the decision of the Leader may be restricted by the fact that it must take into account the response of the Follower.

This is straightforward if both policy makers are concerned with only one issue, say output. If they disagree on the desired output level, it is obvious that the Follower would be able to achieve its target, since it is always possible to undo the consequences of the Leader's choice. The intuition carries forward when the authorities have several objectives (say output, inflation etc.), although the mechanisms are more complicated.

Consider a standard macro case where both policy makers are concerned about output and inflation (relative to some targets), and where output depends on unanticipated inflation and the fiscal stance. Assume that the fiscal authority is the Follower, i.e. it knows the monetary policy when

making its policy decisions, and that it uses an instrument that would tend to increase both inflation and output. The fiscal authority chooses its fiscal instrument balancing the effects on output and inflation. Since a fiscal expansion would lead to both higher output and higher inflation, the net result is that the response of the fiscal authority (the reaction function of the fiscal authority) places the economy on a negative relationship between output and inflation, where the slope depends on how strongly the fiscal authority weights output relative to inflation.⁶⁶ Intuitively, if monetary policy is contractionary, which *ceteris paribus* should lead to low inflation, the fiscal authority may respond by an expansionary fiscal policy to obtain high output. In this way the decision of the fiscal authority restrains the choices open to the Leader.

Policy mix

The policy mix will be inappropriate compared to the cooperative outcome also under sequential moves. However, the results on the direction of the biases are less clear-cut compared to the case with simultaneous moves.

In models with an underlying time inconsistency problem, Dixit and Lambertini (2001, 2003a) consider both fiscal and monetary leadership and show that while there are policy mix problems, they are not necessarily extreme in the sense of implying output levels or inflation rates above or below the targets of both authorities.

Under inflation targeting there is no time inconsistency problem, yet policy mix problems can arise (see e.g. Leitmo, 2004). If inflation is determined by some form of a Phillips curve relation, it follows that the monetary authority by its choice of the interest rate will always attempt to bring aggregate demand at a level that implies that expected inflation is equal to its target (see e.g. Svensson, 1997a, 2003). In the simple case with a Phillips curve where inflation depends only on aggregate output (or unemployment), it follows that a fiscal expansion would not affect output, as it will induce a monetary contraction aiming at preventing a rise in inflation. In this case the policy mix is obviously distorted. Since the fiscal authority anticipates this monetary reaction, the fiscal expansion would be in vain and therefore not implemented.

If fiscal policy has a direct influence on inflation, beyond the indirect effect running via aggregate demand, the effects of fiscal policy may be “non-

⁶⁶ Assume that output is determined by $y = \bar{y} + a(n - n^e) + bg$, and inflation $\pi = m + cg$, where g is the fiscal instrument and m the monetary instrument. All coefficients are positive. Assume a loss function for the fiscal authority $L = \theta(y - y^*)^2 + (\pi - \pi^*)^2$, where y^* and π^* are the desired output and inflation levels, respectively. The first order condition for the optimal choice of fiscal policy (g) for given monetary policy (m) can be written $y - y^* = -[c/(\theta(b+ac))](\pi - \pi^*)$. The reaction function is negatively sloped in the (y, π) space.

Keynesian". Under expansionary fiscal policy which increases both aggregate demand and inflationary pressure, the monetary authority would respond by a contractionary monetary policy to counteract both the direct and the indirect effects on inflation. Thus, aggregate output would have to fall so as to balance the direct inflationary effect, implying that the overall effect of the fiscal expansion was contractionary. In contrast, if the fiscal authority uses an instrument which boosts activity yet lower inflationary pressure, some expansionary effects on output would remain, since the monetary authority would not have to counteract the full effect on aggregate activity.

Commitments

An implication of the leader-follower relation is that commitments by the Leader in some cases can be unravelled by the Follower. This is important since it is related to the issue of inflation bias and rule-based monetary policy, and therefore has implications for how monetary commitments should be made.

It is well-known from the work of Barro and Gordon (1983) and others that discretionary monetary policy may lead to an inflation bias – the reason being that the temptation to inflate in an effort to boost activity makes it impossible to sustain a low inflation rate under discretion. The low inflation policy is not time-consistent. However, the time inconsistency problem can be overcome by commitment to a rule of low inflation – via e.g. the appointment of a central banker less – but still - concerned about output than society (cf. Rogoff, 1987, Svensson, 1997b).

However, this result does not directly carry over to the case where both fiscal and monetary policy interact. The reason is to be found in the importance of the sequential decision structure. If the fiscal authority is the Follower, its decisions will constrain the options open to the monetary authority. If for instance the fiscal authority is very concerned about output and little about inflation, it would have an incentive to pursue an expansionary policy that boosts inflation. The prior commitment of the monetary authority to a low inflation policy does not ensure a low inflation rate as long as the central bank has some concern for output. Hence, due to the interacting between fiscal and monetary policy the problem with an inflation bias can only be overcome by making the monetary authority target inflation only. Thus, this is an example of a case where the Follower's discretion undermines the Leader's commitment.⁶⁷

Leadership

⁶⁷ Dixit and Lambertini (2003a) show that fiscal commitment is not to the same extent negated by monetary discretion.

Given the importance of the sequential decision structure and the fact that the Follower's decisions constrain the options of the Leader, it is of interest to analyze how the sequential decision structure affects the payoffs of each of the policy makers, as well as the overall welfare as compared to a cooperative outcome.

In a setting with a time inconsistency problem, Dixit and Lambertini (2000, 2001, 2003a) show that fiscal leadership tends to be better than monetary leadership. The reason is that having the fiscal policy maker in the Follower role (implying fiscal discretion) is more harmful to monetary commitment than vice versa. The intuition is that the fiscal authority is more concerned about output and less about inflation than the monetary authority, and therefore will be more prone to inflationary policies. In general, it is ambiguous whether fiscal leadership dominates the Nash outcome, while monetary leadership is generally worse than the Nash outcome in an ex ante welfare perspective

In the case of inflation targeting, the loss to the fiscal policy maker is much lower under fiscal leadership than under simultaneous decision making (the Nash game). The monetary policy maker is indifferent in this model, due to its simple loss function, implying that fiscal leadership is unambiguously better than with simultaneous decision making, cf. Leitemo (2004). The reason is that Fiscal leadership does not destroy the ability of the monetary authority to reach its inflation target.

4.3 Assignments and constraints

Given the inappropriate policy mix which can arise, it is natural to inquire whether problems can be reduced by an appropriate assignment of objectives. The question is normative, what objectives should the authorities be pursuing?

A simple answer to this question can be given by resorting to results from Dixit and Lambertini (2003b) showing that if the policy makers agree on the ideal output and inflation levels, then no coordination problems would remain irrespective of the decision structure. However, referring to this result can be criticized for being tantamount to assuming away the problem. First, the model above is stylized and relies on strong assumptions concerning objectives, knowledge about the functioning of the economy etc. Second, it neglects some of the political problems underlying policy formation. In short it disregards many of the reasons listed in section 3 why the authorities may have different objectives.

Despite these reservations it is relevant to discuss whether an appropriate assignment of tasks and instruments can reduce the policy mix problems. The discussion centres on the role of the sequencing. If fiscal policy has leadership, the problems of time inconsistency and inflation bias can be solved by appointing independent central banks with some form of inflation target. This still leaves a question of the trade-off between rules and discretion in relation to the ability to react to shocks. A strict inflation target achieves the most in terms of reducing a potential inflation bias, but implies that monetary policy plays a minimal role in stabilizing the economy (see e.g. Flood and Issard, 1989).

If monetary policy has leadership over fiscal policy, it was argued above that monetary commitment in itself is not sufficient to eliminate time-inconsistency problems. In this case there can be an argument for restraining fiscal policy, cf. e.g. Dixit and Lambertini (2001, 2003a), Leitemo (2004) and Andersen (2002).

5 Monetary Union – centralized monetary policy and decentralized fiscal policy

Interdependencies between fiscal and monetary policy take on a particular form in a monetary union with decentralized fiscal authorities like the European Monetary Union. Member countries share the same interest rate and the same currency, but have the freedom to decide on fiscal policy (given the constraints laid down in the Stability and Growth Pact, cf. below).

The basic issues arising in relation to the aggregate policy mix problems are the same as for a single country with an independent monetary policy. The new additional aspect is that fiscal policy is decentralized rather than centralized. The considerations in section 4 can therefore be interpreted as showing the case where fiscal policy is centralized (one fiscal authority), whereas this section turns to the case with decentralized and thus many (n) fiscal decision makers. The additional aspect arising in a monetary union with decentralized fiscal policy may be dubbed 1/n effects. In a union with n (symmetric) countries, the effect of a change in one country on the union aggregate will only be 1/n of the country-specific effect. As n becomes large, 1/n becomes small, and countries will ignore the effect on the aggregate variables. In the EMU, country sizes are very asymmetric and the spill-over effect differs in importance between large and small member countries. In the harmonised index of consumer prices (HICP), the weight for e.g. Germany is 29.2%, for Spain 11.1%, for Finland 1.6% and for Luxembourg 0.3%. Thus, changes in Germany will have significant effects

for the aggregates in the euro area, while changes in Finland and Luxembourg will not. The $1/n$ effect therefore differs substantially across countries

The role of asymmetries in EMU in the early 2000s is illustrated in table 2, based on the fiscal responses via automatic stabilizers to changes in aggregate activity, as measured by the output gap. Countries differ in the shocks they are exposed to and in their fiscal response. The difference between the aggregate outcome (given country-specific output gaps, fiscal responses and weights) and the outcome in the hypothetical case of symmetric countries (all experiencing the average output gap and having the average fiscal response) are decomposed into the part that can be attributed to differences in business cycle situation and in fiscal response. For the period considered here, it is seen that asymmetries are non-trivial since the aggregate fiscal response differs from the hypothetical symmetric case by 20-25%. Decomposing this difference in the part which can be attributed to differences in the business cycle situation and the part arising due to differences in the strength of automatic stabilizers across countries, it is found that the former is dominating. The fact that business cycles are not synchronized across Euro-countries therefore has important implications for fiscal policy.

Table 2: Automatic stabilizers – Importance of asymmetries in the EMU, 2000-2004

	Actual stabilization(i)	Stabilization with symmetry(ii)		Of which in %	
			Difference due to asymmetries	Asymmetric output gaps	Asymmetric automatic stabilizers
2004	-3.17	-2.73	-0.49	96	4
2003	-3.66	-3.21	-0.46	95	5
2002	1.81	2.29	-0.47	103	-3
2001	6.24	6.46	-0.22	120	-20
2000	8.00	10.00	-2.00	104	-4

Notes: i) measured by change in average public budget balance induced by output gaps and automatic stabilizers; ii) in the hypothetical case of symmetry with output gap, automatic stabilizers..

Sources: Own calculations based on data from ECB, Eurostat and van den Noord (2000)

5.1. Policy spill-overs in a monetary union

The key source of spillover in a monetary union is the effect of fiscal policy decisions in one country on other member countries via the overall

monetary conditions like interest rates and the common exchange rate.⁶⁸ In addition there are the standard spill-over effects running via the trade links between the countries, that is, a change in fiscal policy in one country affects other member countries through changes in income and relative prices (terms of trade).

The spill-over effects at stake are complicated since a larger n (a smaller relative importance of one single country) implies that its decisions have less impact on the aggregate conditions in the monetary union, but also that the country in its decision making to a lesser degree takes repercussions on other countries into account. A further complicating factor is that individual countries may react to both country-specific and aggregate shocks, while only aggregate shocks induce a monetary response.

Monetary and fiscal policy interactions in a monetary union are therefore very complex, and all possible cases that can be derived by combining various assumptions on objectives, structures, shocks, size and sequencing would lead to an intransparent taxonomy. Accordingly, the following is restricted to bring forth some of the most important lessons from the literature concerning fiscal and monetary policy interactions in a monetary union.

In the subsections below, we focus on two questions. First, will decentralized fiscal policy make it more or less difficult to make commitments to a specific monetary policy? Second, the combination of centralized monetary policy and decentralised fiscal policy may leave an inappropriate stabilization policy (policy mix).

As a general proviso for the following, it should be noted that most of the literature on monetary and fiscal policy interactions in a monetary union treats the monetary union as a closed area. This rules out spill-over effects running via the common exchange rate. This modelling approach is not chosen due to the irrelevance of the exchange rate spill-over effect, but to achieve some simplification of models, which in any case are fairly complicated. Taking outset in a standard textbook model (Mundell-Flemming) for a flexible exchange rate regime with liberalized capital movements, a fiscal expansion in one country would tend to induce an appreciation of the currency, and this would have a contractionary effect for all member countries. Qualitatively the exchange rate spill-over thus tends to work in the same direction as the monetary policy spill-over, cf. below.

⁶⁸ Note that if the effect on the interest rate only had arisen via the effect of higher public debt on the equilibrium real interest rate, it would have been a pecuniary effect, and thus no external effect involving an imperfection. However, as long as the effect on the interest rate is via the policy response of the ECB, it may be seen as an externality.

5.2 Monetary policy and public debt in a monetary union

It has been much debated whether fiscal restraints are needed in a monetary union with decentralized fiscal policy. The concern has been that fiscal authorities would pursue to expansionary policies forcing the monetary authority to accommodate via a more inflation policy. The literature leaves an ambiguous answer as to whether a monetary union leaves a problem with excessive debt accumulation.

As pointed out by Beetsma and Bovenberg (1998), lack of commitment in monetary policy may affect the level and structure of public sector activities. Consider a sequential structure where unions first determine nominal wages, the fiscal authority the tax rate, the monetary authority monetary policy (inflation), and finally public consumption follows from the public sector budget constraint. The monetary authority is assumed to be concerned about both inflation and output. Furthermore, it is assumed that the monetary authority is unable to commit to a given reaction function, implying that monetary policy is decided discretionarily after taxes are set. In other words, the fiscal authority obtains a strategic leadership relative to the monetary authority. If the fiscal authority raises the tax rate (which *ceteris paribus* allows for a higher level of public consumption), the employment level is reduced due to tax distortions. If the monetary authority cares about employment, this will prompt a higher inflation rate, which in turn may benefit public finances via both creation of seignorage and a reduction in (non-indexed debts) real debt levels. The presence of the latter revenue effect is important since it implies that there are fiscal “benefits” of inflation.

If the number of countries in the monetary union (n) increases, a tax rise in a single country matters less for aggregate employment in the union. Thus, a tax rise in one country will induce a smaller response from the monetary authority in the union. This in turn implies that the incentive to increase taxes is weakened, and accordingly both inflation and public spending are reduced. A larger number of fiscal authorities (n) therefore leads to a lower inflation bias (and therefore reduces the need for restraints on fiscal policy).

It is an implication that subsidiarity in fiscal policy may be beneficial in a situation where the strategic position of the fiscal policy leads to commitment problems in monetary policy. An interesting implication is that fiscal policy cooperation may be counterproductive. The reason is that cooperation among the fiscal authorities implies that they regain the strategic position vis-à-vis the central bank. If all fiscal authorities raise

taxes, aggregate employment will be affected, inducing a response by the monetary authority. Accordingly, the inflation and public spending biases are reinforced.

In an intertemporal context the mechanism may, however, run differently (Beetsma and Bovenberg, 1999). In this setting, current debt policy affects future inflation, and constraining debt is a way by which fiscal authorities can make commitments concerning future inflation if the central bank is unable to do so. This holds even in the case of real debt, since less debt means less need for public revenue in the future and thus less need for distortionary taxes reducing e.g. employment. Clearly, this effect is weaker the larger the number of fiscal decision makers; hence, debt accumulation and credibility problems may be larger in a monetary union with decentralized fiscal policy. However, even though monetary unification leads to more debt accumulation, it is only excessive if there are political distortions (in the form of myopic governments). This also has implications for stabilization policy. In the presence of business cycle fluctuations, the fiscal authorities face a choice of distributing the consequence of shocks over the present and the future (via changes in public debt). Since low debt levels work as a commitment for future inflation, and this mechanism is weakened with monetary unification, it follows that fiscal authorities in a monetary union will tend to let debt absorb a larger fraction of the shocks. Or to put it differently, the costs of changing debt levels are perceived to be smaller in a monetary union, and the implied increase in debt variability leads to larger variability in inflation.

The problem related to monetization of public deficits has in the European Monetary Union been addressed by article 104 of the Maastricht Treaty. This article precludes any overdraft facility or any other type of automatic credit facility to member states with the ECB and central banks of the member states. This rules out monetary financing of public deficits and effectively means that any budget deficit must be financed on market terms by issuance of securities and bonds.

5.2 Stabilization policy

The so-called Maastricht assignment implies a clear division of labour in macroeconomic policy. Monetary policy has the task of ensuring low and stable inflation, while output stabilization is left to the national fiscal authorities. However, as national fiscal authorities pursue national interests, the net result of national policy making may be an inappropriate stabilization policy for each single member country and for the monetary union as a whole.

It is often assumed that stabilization via fiscal policies may be ensured by use of the automatic stabilizers. It has been hypothesized that a clear task assignment eliminates coordination problems

To put it simply, an efficient initial assignment of objectives and responsibilities will largely substitute the need for co-ordinated policies later on (Issing 2000)

However, as argued below, this does not hold. Even a very strict interpretation of the Maastricht assignment leaves coordination problems.

Simultaneous monetary and fiscal policy decisions

To set the scene consider first the case where monetary and fiscal policy decisions are made simultaneously (the Nash case). In this case the monetary spill-over effect does not affect fiscal decisions directly, since they are made under assumption of a given monetary policy (interest rate). In this case fiscal stabilization of common shocks may be less aggressive in the non-cooperative case compared to the case where the fiscal policy authorities cooperate (see Beetsma, Debrun and Klaassen, 2001). The reason is basically that the traditional problem of “demand leakage” makes fiscal authorities choose less aggressive policies since they do not take into account the demand spill-over effect to their trading partners.

An important point is that fiscal policy cooperation may not be optimal from a social welfare perspective since it, although it internalizes an externality among fiscal decision makers, reinforces externalities between the aggregate fiscal stance and monetary policy in the currency union.⁶⁹ Beetsma, Debrun and Klaassen (2001) consider various assumptions concerning the shocks, and reach the overall conclusion that fiscal cooperation may be counter-productive. It is also shown that this problem is larger in the case of aggregate than country-specific shocks, since in the latter case there is less tension between fiscal and monetary policy. However, in accordance with the results reported above, they find that fiscal cooperation is beneficial if fiscal decisions precede monetary policy decisions (the Stackelberg case).

Strict inflation targeting in a monetary union

To focus the discussion, let us consider a stylized representation of the current decision structure in the EMU. Since monetary policy making can be taken much more swiftly than fiscal policies in the 12 member countries and the quantitatively important component of fiscal policy is the automatic stabilizers we consider a case with fiscal leadership. A stylized interpretation of the ECB monetary policy is that a strict inflation target is

⁶⁹ This is an example of the finding that cooperation between a subset of actors may be counter-productive.

pursued. Two pertinent questions in this case are how the fiscal and monetary interdependencies depend on the nature of the shocks, and whether a stabilization bias or deficiency is left.

Work on this issue was initiated by Sveen (2001) (drawing upon Leitemo, 2004), and the following presents the main results from Andersen (2005a, b), allowing for various types of shocks (demand/supply, common/country-specific) and both monetary policy and trade links in a setting with a variable number of member countries. Specifically, consider a standard setting where inflation is determined by a Phillips curve relating price increases to domestic aggregate activity, fiscal policy and possibly various shocks (demand and supply). Activity is demand-determined, and aggregate demand depends on the real rate of interest, the terms of trade (cost spill-over), on fiscal policy and aggregate income in the monetary union (income spill-over) as well as possible shocks. A number of independent fiscal authorities choose their fiscal policy non-cooperatively.

The monetary authority determines the interest rate to target expected inflation at zero, and fiscal authorities choose fiscal policy to minimize a loss function specified over national output variability and variability in the fiscal policy instruments. The monetary policy spill-over reflects that fiscal policy affects country-specific inflation and therefore also union-wide inflation, and the monetary authority reacts to this effect. The trade spill-overs arise because a domestic fiscal expansion would benefit trading partners by increasing export demands they are facing as well as by improving their competitiveness⁷⁰ (domestic inflation will increase relative to that of other countries).

With the monetary policy maker in a Follower position, it follows that it can always adjust monetary policy so as to achieve its inflation target. In a standard setting where inflation is generated by some form of Phillips curve relation it implies, cf. section 4.2, that monetary policy aims at bringing aggregate activity at a level which implies an inflation rate consistent with the inflation target. At the aggregate level a fiscal expansion would be met by a monetary contraction, that is, the effect on aggregate activity will be neutralized by the monetary authority to ensure that inflation becomes consistent with the target. Accordingly an aggregate fiscal stimulus would not succeed in expanding output (see e.g. Svensson, 1997a, Leitemo, 2004, Andersen, 2005a, b).

⁷⁰ Note that the latter link implies that fiscal authority will be concerned about the domestic inflationary pressure due to its consequences for trade, even though the monetary authority is targeting aggregate inflation in the monetary union.

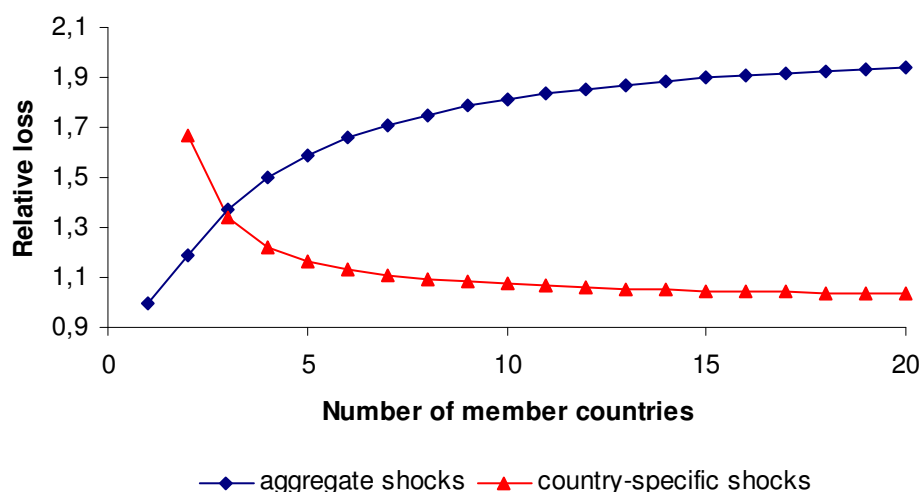
This holds at the aggregate level, but the problem in a monetary union is that fiscal policy is decentralized. At the country level the effects of fiscal policy may be perceived differently than at the aggregate level. The reason is that the single fiscal authority does not perceive that it can affect the aggregate fiscal stance in the union. A single fiscal authority perceives a fiscal expansion to release two effects, namely, the standard effects via a change in aggregate demand and a monetary spill-over effect leading to a change in the interest rate. The former is positive, and the latter negative, but of lesser importance the larger the number of fiscal authorities (n). The size of the fiscal multiplier is thus dependent on the size of the monetary union – the larger n the more potent does fiscal policy appear from a single-country perspective because the monetary policy spill-over is smaller. Note that the difference between the determination of aggregate and country-specific output arises because the single country perceives a possibility of increasing its share of aggregate activity in the currency union.

It turns out to be important whether shocks are aggregate or country-specific. Fiscal authorities react to the shocks as they affect their country. Consider rule-based fiscal policies where the fiscal authorities ex-ante decides on how fiscal policy should react to the business cycle situation (automatic stabilizers) in their particular country (output). In choosing their fiscal response function each country takes the fiscal policy decision of other countries as given (Nash). The nature of the shock is of great importance. To see the importance of this consider the extreme cases of either fully aggregate or completely idiosyncratic (country-specific) shocks.

In the case of aggregate or common shocks (demand or supply), the non-cooperative fiscal policy stance is unambiguously too counter-cyclical relative to the cooperative policy. The intuition is that each separate fiscal authority reacts to the shock without taking into account (Nash) the spill-over effects to other countries. All countries attempt to stabilize the shock by their fiscal policy, but this affects inflation in a way that is not fully considered since each country only perceives a $(1/n)$ effect of its fiscal decision on the common monetary policy. The fiscal response therefore becomes too counter-cyclical relative to the case of fiscal cooperation, which takes into account the implied monetary response. It follows straightforwardly that the inefficiency in fiscal policy is increasing in the number of fiscal decision makers (n). This is illustrated in figure 2 showing the loss under non-cooperative policy making relative to the loss under

cooperative policy making⁷¹. The relative loss flattens out when the number of fiscal authorities increases. Hence an increase in the number of fiscal authorities from 10 to say 20 implies that the loss in the non-cooperative case (relative to cooperative fiscal policy) will increase by less than when going from 1 to 10 member countries. Enlargement of the EMU may thus reinforce policy mix problems, but relatively little considering the problems already present.

**Figure 4: Relative loss under non-cooperative fiscal policy in a monetary union:
Aggregate and country-specific shocks**



In the case of country-specific shocks we find oppositely that the non-cooperative fiscal policies are not sufficiently counter-cyclical.⁷² The reason is that each fiscal authority turns out to have been too cautious in its fiscal response since the country-specific shocks do not release any monetary policy reaction. Hence, output ends up being insufficiently stabilized

⁷¹ The loss is given by a weighted sum of output variability and variability in fiscal policy (the latter captures the costs of pursuing a stabilization policy). The model parameters are chosen such that fiscal policy in the non-cooperative case is counter-cyclical wrt to output fluctuations with a numerical elasticity of about 0.6. This corresponds roughly to the level of automatic stabilizers on average across EU countries (see van den Noord, 2000).

However, this is not to be interpreted as a calibration, but only as a numerical exercise providing a first quantitative idea on the strength of the mechanisms considered here.

⁷² This result is also found in models with an explicit microfoundation. E.g. Andersen and Spange (2005) find that there is a tendency that non-cooperative fiscal policies provide insufficient stabilization compared to the cooperative case in the case of country-specific shocks. Moreover, the gains from an active stabilization policy can potentially be large.

relative to the cooperative case. Obviously, the larger the number of fiscal authorities (larger n), the smaller this inefficiency, but the effect is small already at a moderate size of the union, cf. figure 4.

In comparing aggregate and country-specific shocks it is seen that the relative loss due to non-cooperative fiscal policy making in general is lower in the latter case. Intuitively the coordination problem is more problematic for aggregate than country-specific shocks, since the latter by definition have no aggregate effects. Moreover, an increase in the number of fiscal decision makers tends to reinforce the policy mix problems in addressing aggregate shocks, but to decrease the problems related to the appropriate policy response to country-specific shocks. It follows that a monetary union adhering to a target of price stability is not necessarily problematic for the response to country-specific shocks, provided that the number of fiscal decision makers (the number of participating countries) in the union is sufficiently large. This result presumes that there are no limitations (like binding budget norms) on the ability of the fiscal authorities to respond to country-specific shocks. This finding is interesting in the perspective of the traditional discussion of the need to maintain policy instruments to cushion country-specific shocks in a monetary union (see for example Mundell (1961)). The present analysis confirms this, but also highlights that the issue of policy mix problems is related to aggregate shocks. Hence for aggregate or symmetric shocks coordination is an issue, whereas for country-specific shocks fiscal policy flexibility in addressing the shocks is important.

Finally note that the coordination problem remains even if the fiscal responses considered above are interpreted as the automatic stabilizers. This underlines that a clear assignment of tasks in a monetary union in combination with fiscal policy relying primarily on the automatic stabilizers (see e.g. Issing (2000) and Brunilla (2002)) does not eliminate coordination problem in stabilization policies.

Assignment

The problems arising due to decentralized fiscal policy in a monetary union raises the question of whether an appropriate assignment can reduce the problems. One relevant possibility would be to let the monetary objective include output stability, i.e. some form of flexible inflation targeting. The idea is that this would lower overall output stability at the cost of slightly more inflation variability.

In Andersen (2005b) it is shown that flexible inflation targeting is always preferable to strict inflation targeting, i.e. the monetary authority should also attach some weight to output stabilization. Moreover the larger the union, the more weight should be given to output stabilization in the monetary

decision making. An implication of the finding above is that if the weight to output stabilization in monetary policy is increased, the weight in fiscal policy has to be decreased. This can be interpreted as showing that flexible inflation targeting may need to be accompanied by some form of fiscal restraint.

Another question is whether countries should be weighted proportionally in the objectives of the central bank, i.e. should the weight to country-specific inflation in the monetary policy objective function correspond to the relative size of the country? Benigno (2004) points out that if member countries of a monetary union display different degrees of price rigidity, a central bank pursuing strict inflation targeting should attach a relatively higher weight to inflation in the country with the highest degree of price rigidity.

A related question is whether it is appropriate to let the central bank be concerned about aggregate inflation leaving national fiscal authorities with the task of stabilizing national output – the Maastricht assignment.. Beetsma and Jensen (2004a, b) analyze this issue in a model with explicit microfoundation for the case of two member countries. They focus on the case of cooperative fiscal policy (the non-cooperative case is non-tractable) and find support for the delegation principle that monetary policy aims at stabilizing union-wide variables, while national fiscal authorities aim at stabilizing their national economy. The analysis is made under the assumption of complete diversification of consumption risk (complete capital markets) where only supply shocks matter for the design of stabilization policies. The gains from an active policy are shown to be non-negligible. Finally, they also confirm that if fiscal stabilization rests with non-cooperative fiscal authorities there may be a case for delegating stabilization tasks in such a way that the costs of pursuing active stabilization policy are raised, cf. also the discussion above.

Stability and Growth Pact

An integral part of the EMU is the so-called Stability and Growth Pact (SGP) imposing limits on fiscal policy in the form of a deficit floor (3% of GDP) and a debt ceiling (60% of GDP). Interestingly, these limits are associated with monitoring and surveillance procedures as well as possible sanctions. This aspect is rather unusual since international policy cooperation in general relies on peer pressure.

The need and rationale for these fiscal limits have been extensively debated both theoretically and politically.

The theoretical debate has focused on the need for a pact to make the monetary union function. Two issues have been debated. The first is the

problems that may arise in the presence of a systematic deficit bias and growing debt levels. This may create both a “bail out” problem as well as twisted policy mix by raising interest rates. The former problem can be said to have been solved by clauses ruling out monetization of deficits (cf. discussion of article 104 above) and the set-up of an independent central bank with price stability as the overall objective. As to the latter the rules have been criticized for being arbitrary (Buiter, Corsetti and Roubini, 1993)). Moreover, it is not clear that there is an externality involved that requires intervention (Andersen, 1997)

The second issue is the role of the pact in relation to short-run stabilization policy (see e.g. Buti et al. (2003)). The questions raised includes the asymmetry of the pact focusing on deficits, but not ensuring sufficient consolidation in periods with high activity, and the fact that the budget limits may collide with the automatic stabilizers in prolonged downturns.

The political debate has focussed on the monitoring rules and sanctions attached to the pact. Experience has shown that it has been difficult to implement the excessive deficit procedure. Although warnings have been issued for Ireland and Portugal, it has turned out to be more difficult when larger countries like Germany, France and Italy violate the rules.

In light of the debate and experience, the Stability and Growth Pact was modified in spring 2005 to make it more flexible (European Commission, 2005). The modifications include that the budget norm should be seen relative to the debt position of the country; structural reforms temporarily deteriorating, but over time improving public finances should be accommodated; and a more flexible interpretation of “severe economic downturns”.

6 Fixed exchange rate policy

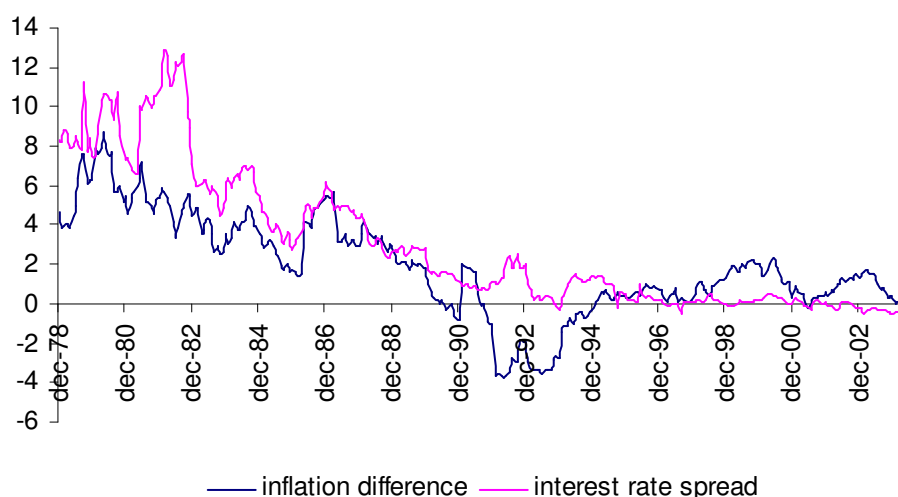
With fully liberalized capital flows it is not possible to pursue both an independent monetary policy and a fixed exchange rate policy. As long as the fixed exchange rate is fully credible, the interest rate will be exogenous and equal to the interest rate in the country/area to which the exchange rate is pegged. This would suggest that fiscal policy could be set without any concern for the interest rate. However, in practice exchange rate regimes may often lack credibility, with important implications for fiscal policy decisions.

First, there may be interaction between time inconsistency problems in the fiscal and monetary policies. Agell, Calmfors and Jonsson (1996) consider a

setting where the time inconsistency problems arise from nominal rigidities in the price and wage setting, and where the transmission effects of both monetary (exchange rate) and fiscal policies (budget deficits) to activity run via unanticipated changes in inflation. Agell et al argue that resolving the time inconsistency problem of monetary policy by joining the EMU may reinforce the problem for fiscal policy, i.e. fiscal policy would be more expansionary and budget deficits would increase.

Second, fiscal policy can be constrained by the concern to maintain credibility of the fixed exchange rate. If domestic inflation exceeds inflation in the anchor country, i.e. the country to which the currency is pegged, cost competitiveness will erode, and exchange rate markets may expect that a devaluation will take place. This suggests that the credibility of a fixed exchange rate is intimately related to controlling aggregate demand via fiscal policy, so as to ensure that the domestic inflation does not exceed inflation in the anchor country.

Figure 5: Inflation differential and interest rate spread: Denmark 1978-2004



Source: Andersen and Ichireva (2005)

Empirical evidence clearly documents that the inflation differential is an important determinant of the credibility of a fixed exchange rate policy and thus the interest rate spread. Figure 5 shows the development of inflation differential and the interest spread for Denmark to the euro area (the D-mark before 1999), and shows a close relationship between the two.

Andersen and Chiriaeva (2005) consider this issue and find that fiscal policy plays a crucial role in ensuring the credibility of the exchange rate peg. The basic point is that demand management (fiscal) policy plays a crucial role in preventing too large imbalances, which may call the credibility of the fixed exchange rate regime into question. Within a band of "small" shocks, demand management policies can be designed in accordance with other policy objectives, but in the case of "large" shocks, it is important that the fiscal policy is used to support the credibility of the exchange rate peg. One way to interpret this is that if an exchange rate peg is to gain credibility, it must have an implicit inflation target, namely the inflation rate in the currency area to which the currency is pegged. Since monetary policy cannot be used to control inflation it follows that fiscal policy has to take on the task of controlling inflation to maintain credibility. In practice this means controlling aggregate demand so as to have an inflation rate consistent with the implicit inflation target following from the exchange rate peg.

While a number of countries faced problems with their exchange rate pegs, Denmark has established credibility for its fixed exchange rate policy. Since the "regime shift" to a fixed exchange rate in Denmark in 1982/83 there has been a clear division of labour between monetary and fiscal policy. The aim of monetary policy is to support the fixed exchange rate policy, leaving the task of stabilization policy to fiscal policy. Therefore Denmark has implicitly adopted the inflation target of the ECB. The main reason for the success of the exchange rate peg over this long period is that macroeconomic policy has respected the constraints implied by a fixed exchange rate peg, a so-called "stability-oriented" policy has been pursued. A clear formulation of the constraints implied by the fixed exchange rate is found in the recent outline of a macroeconomic policy strategy terms, "A Sustainable Future – Denmark 2010":

Maintaining the fixed exchange rate policy implies that Danish interest rates and the exchange rate for Danish kroner will continue to be determined by decisions made in the European Central Bank and by developments in international financial markets. The risk of exchange rate speculation increases, other things being equal, the demands on fiscal policy. In the short run fiscal policy should ensure a stable economic development which is consistent with low and stable inflation and a healthy development on the current account.

Deviations between inflation in Denmark and the euro area or a negative development of the current account would need a swift correction. (Finansministeriet, 2001 p. 30-31, authors' translation).

This statement clearly recognizes the role of fiscal policy in ensuring credibility of the fixed exchange rate policy, and the implicit inflation target implied by the exchange rate peg to the euro.

Since the launch of the fixed exchange rate policy in the autumn 1982, there are three prime examples of how fiscal policy has been used to support the exchange rate peg, namely by fiscal tightening in 1982/83, 1986, and 1997.

The restraints that a fixed exchange rate regime imposes on fiscal policy have also been apparent in Norway. Under a fixed exchange rate, an expansionary impulse from large oil revenues involves a risk of a steady deterioration of the cost competitiveness, due to higher wage growth than abroad. Thus, during most of the 1990s, various governments have had ambitions of maintaining a tight fiscal policy. Over time, it became clear that it was politically very difficult to restrain fiscal policy when oil revenues increased. Thus, in 2001, the Stoltenberg Government changed both fiscal and monetary policy in an attempt to ensure consistency and robustness. The new fiscal rule involved formally an increase in the public spending of oil revenues, but was in practice more a formalisation of the spending that already took place, with the intention of preventing an escalation of the spending. At the same time an inflation target was adopted, giving monetary policy more flexibility to stabilise the economy, in view of fiscal policy being more concerned about medium and long term issues.

Gali and Perotti (2003) consider fiscal policy for EMU member countries before and after membership. They do not find that the Stability and Growth Pact has significantly impaired the use of fiscal stabilization policies for member countries. They find some indication of a change towards more counter-cyclical fiscal policies, which suggests that fiscal policy has been constrained by the need to ensure credibility of the fixed exchange rate policy.

7 Concluding remarks

Rather than trying to summarize the literature survey, we end by discussing some of the challenges facing the monetary and fiscal policy frameworks of the Nordic countries.

Two of the countries, Denmark and Finland, have linked their monetary policy to the euro; Finland by adopting the euro. Thus, these countries cannot use the monetary policy to stabilize the economy, nor can they benefit from exchange rate flexibility if the domestic cost level becomes too high relative to competitors. While a fixed exchange rate also involves considerable efficiency gains by avoiding exchange rate fluctuations, it is clear that the lack of the monetary policy instrument implies a greater role

for other policy measures. Fiscal policy assumes a greater responsibility for stabilizing the economy, and other policy measures, like structural policies and incomes policy, may be necessary to avoid that business fluctuations involve large fluctuations in the domestic cost level.

The three other countries, Iceland, Norway and Sweden, have adopted an inflation target for their monetary policy. An inflation target will in many cases involve an inherent stabilizing effect: In a booming economy, where inflation increases, the inflation target will imply that the interest rate is increased, which will dampen the economy directly, and via a likely appreciation of the currency. The stabilising properties of an inflation target involves the risk that fiscal policy is set without regard to the domestic economy, possibly also pro-cyclically if the contemporaneous budget deficit becomes the prime focus. One obvious risk is that this leads to a bad policy mix, where the combination of a lax fiscal policy and a tight monetary policy causes a high real interest rate, a strong currency, and a large budget deficit. However, in recent years, an different and perhaps more surprising complication has occurred: Positive supply shocks, in part related to cheap imports from China, has implied that many inflation targeting central banks have set a low interest rate, to avoid inflation from staying below the target. A least for Norway, this has implied that monetary policy has stimulated a growing economy, with the risk of amplifying the fluctuations of the economy. Again, this indicates the importance of avoiding a too expansionary fiscal policy.

References

- Agell, J., L. Calmfors and G. Jonsson, 1996, Fiscal policy when monetary policy is tied to the mast, *European Economic Review*, 40, 1413-1440
- Alesina, A., S. Ardagna, R. Perotti, and F. Schiantarelli, 2002, Fiscal Policy, Profits and Investments, *American Economic Review*, 92, 571-589.
- Andersen, T.M., 1997, Fiscal Policy in the EMU and outside, *Swedish Economic Policy Review*, 4, 235-275.
- Andersen, T.M., 2005a, Decentralized Fiscal Stabilization Policy in a Monetary Union with Inflation Targeting, *Journal of Macroeconomics*, 27, 1-29.
- Andersen, T.M., 2005b, The Macroeconomic Policy Mix in a Monetary Union with Flexible Inflation Targeting, Working paper.

Andersen, T.M., 2005c, Is there a role for an active stabilization policy, *CEifo studies* (to appear)

Andersen, T.M. and J. Chirieva, 2005, Exchange Rate pegs, Fiscal Policy and Credibility, Working Paper

Andersen, T.M. and S Holden, 2002, Stabilization policy in an open economy. *Journal of Macroeconomics* 24, 293-312.

Andersen, T.M and F.Schneider, 1986, Coordination of Fiscal and Monetary Policies under Different Institutional Arrangements. *The European Journal of Political Economy*, 1986, 2, 169-191.

Andersen, T.M. and M. Spange, 2005, International interdependencies in fiscal stabilization policies, *European Economic Review* (to appear)

Aarle B. van, G. di Bartolomeo, J. Engwarda and J. Plasmans, 2002, Monetary and Fiscal Policy Design in the EMU: An Overview, *Open Economies Review*, 13, 321-40.

Auerbach, A.J., 2003, Fiscal Policy, Past and Present, *Brookings Papers on Economic Activity*, 75-138.

Balcerowicz, L., 1995, *Socialism, Capitalism, Transformation*. CEU Press Budapest, London, New York.

Ball, L. Larry Ball 1999, Aggregate demand and long-run unemployment, *Brookings panel on economic activity*, September.

Barro, R.J. and D. Gordon, 1983, A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, *Journal of Political Economy*, 91, 589-610.

Baxter, M and R. King, 1993, Fiscal policy in general equilibrium. *American Economic Review*, June, 315 – 334.

Beetsma, R.M.W.J., X. Debrun and F. Klaassen, 2001, Is Fiscal Policy Coordination in EMU desirable? *Swedish Economic Policy Review*, 8, 57-98.

Beetsma, R.M.W.J. and A. L. Bovenberg, 1998, Monetary union without fiscal coordination may discipline policy makers, *Journal of International Economics*, 45, 239-258.

Beetsma, R.M.W.J. and A. L. Bovenberg, 1999, Does monetary unification lead to excessive debt accumulation? *Journal of Public Economics*, 74, 299-325.

Beetsma, R.M.W.J. and H. Jensen, 2004a, Mark-up fluctuations and fiscal stabilization policy in a monetary union, *Journal of Macroeconomics*, 26, 357-76.

Beetsma, R.M.W.J. and H. Jensen, 2004b, Monetary and Fiscal Policy in a Micro-founded Model of a Monetary Union, Working Paper.

Benigno, P., 2004, Optimal Monetary Policy in a Currency Area, *Journal of International Economics*, 63, 293-320.

Blanchard, O. and R. Perotti, 2002, An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output, *Quarterly Journal of Economics*, 117, 1329-68.

Bofinger, P. and E. Mayer, 2004, Monetary and Fiscal Policy Interaction in the Euro Area with Different Assumptions on the Phillips Curve, CEPR Discussion Paper 4790

Brunilla, A., 2002, Fiscal Policy: Co-ordination, Discipline and Stabilization, Working Paper

Buiter, W., 2004, New developments in monetary economics. Two ghosts, two eccentricities, a fallacy, a mirage and a mythos. Forthcoming *The Economic Journal*.

Buiter, W., G. Corsetti, and N. Roubini, 1993, Excessive Deficits: Sense and Non-Sense of the treaty of Maastricht, *Economic Policy*, 16, 57-100.

Burnside, C., M. Eichenbaum, and J. Fisher (2003). Fiscal shocks and their consequences. NBER WP 9772.

Buti, M., S. Eijfinger and D. Franco, 2003, revising the Stability and Growth pact: grand Design or International Adjustment, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers 180.

Buti, M., P. van den Noord, 2004, Fiscal Policy in EMU: Rules, Discretion and Political Incentives, European Commission, European Economy, Economic Papers 206

- Calvo, G.A. (1978). On the time consistency of optimal policy in a monetary economy. *Econometrica* 46, 1411-1428.
- Canzoneri, M.B., and R.E.Cumby and B.T.Diba, 2002, Should the European Central Bank and the Federal reserve Be Concerned About Fiscal Policy, In "Rethinking Stabilization Policy", Federal reserve Bank of Kansas City.
- Chari, V.V, L.J. Christiano, and P.J. Kehoe (1991). Optimal fiscal and monetary policy. Some recent results. *Journal of Money, Credit and Banking* 23 (3), 519-539.
- Chari, V.V., and P.J. Kehoe, 1997, On the need for fiscal constraints in a monetary union, Federal Reserve bank of Minneapolis.
- Christiano, L., M. Eichenbaum and G.Evans, 1999, Monetary Policy Shocks: What Have we Learned and to What End? In Taylor, J., and M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, vol 1A, 65-148, Elsevier Science, North-Holland.
- Dixit, A., 2001, Games of monetary and fiscal interactions in EMU, *European Economic Review, Papers and Proceedings*, 45, 589-613.
- Dixit, A. and L. Lambertini, 2000, Fiscal Discretion Destroys Monetary Commitment, Princeton University and UCLA.
- Dixit, A. and L. Lambertini, 2001, Monetary-fiscal policy interactions and commitment versus discretion in a monetary union, *European Economic Review, Papers and Proceedings*, 45, 977-87.
- Dixit, A., and L. Lambertini, 2003a, Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies, *American Economic Review*, 93, 1522-1542.
- Dixit, A. and L. Lambertini, 2003b, Symbiosis of monetary and fiscal policies in a monetary union, *Journal of International Economics*, 60, 235-247.
- European Commission, 2005, Improving and Implementing the Stability and Growth Pact.
- Fatas, A. and I. Mihov (2003). The case for restricting fiscal policy discretion. *Quarterly Journal of Economics* 118, 1419-1447.
- Finansministeriet 2001, En holdbar Fremtid – Danmark 2010, København.,

Flood, R.P., and P.Isaard, 1989, Monetary Policy Strategies, IMF Staff Papers, 612-22.

Gali, J. 1994. Government Size and Macroeconomic Stability, *European Economic Review*, vol. 38, 117-132.

Gali, J. and R. Perotti, 2003, Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe, *Economic Policy*, 533-572.

Giavazzi, F. and M. Pagano (1990). Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries. NBER Macroeconomics Annual 5, 75-111.

Giudice, G., A. Turrini and J. in't Vald, 2003, Can Fiscal Consolidations be Expansionary in the EU? Ex-post Evidence and Ex-ante Analysis, *European Economy, Economic Papers* 195, European Commission.

Hemming, R., M. Kell and S. Mahfouz, 2002, The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity - A Review of the Literature, IMF Working Paper WP/02/208.

Holden, S. 2005, Measuring fiscal policy. Mimeo, University of Oslo.

Issing, O., 2000, How to achieve a durable macro-economic policy mix favourable to growth and employment ?
(www.ect.int/key/00/sp000505.htm)

Leitemo, K., 2004, A game between the fiscal and the monetary authorities under inflation targeting. *European Journal of Political Economy* 20, 209 – 724.

Mankiw, N.G. 2000. The savers-spenders theory of fiscal policy. *American Economic Review* 90, 2, 120-125.

Matsen, E, T. Sveen, and R. Torvik. 2005. Savers, spenders and fiscal policy in a small open economy. Mimeo, NTNU.

McCallum, B.T., 1995, Two fallacies concerning central bank independence, *American Economic Review Papers and Proceedings* 85, May, 207-211.

Méltz, J., 1997, Some Cross-Country Evidence about Debt, Deficits and the Behaviour of Fiscal and Monetary Authorities, CEPR Discussion Paper 1653.

de Mello, L., P.M. Kongsrud, and R. Price, 2004, Saving behaviour and the effectiveness of fiscal policy. OECD Economics department WP 20/2004. Paris.

Mundell, R., 1961, A Theory of Optimal Currency Areas, *American Economic Review*, 51.

Muscattelli, V. A., P. Tirelli, and C. Trececi, 2002, Monetary and Fiscal Policy Interactions over the Cycle: Some Empirical Evidence, CESifo Working Paper 817.

Muscattelli, V. A., P. Tirelli, and C. Trececi, 2003, Fiscal and Monetary Policy Interactions: Empirical Evidence and Optimal Policy Using a Structural New Keynesian Model, CESifo Working Paper 1060.

Niepelt, D. (2004). The fiscal myth of the price level. *Quarterly Journal of Economics* 119, 277-300.

Obstfeld, M. and K. Rogoff, 2002, Global Implications of Self-Oriented National Monetary Policy Rules, *Quarterly Journal of Economics*, 117, 503-536.

Perotti, R., 1999, Fiscal policy in good times and bad. *Quarterly Journal of Economics* 114, 1399 – 1436

Perotti, R., 2004, Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries. Mimeo, IGIER.

Phelps, 1973, Inflation in the theory of public finance. *Swedish Journal of Economics* 75(1) 67-82.

Rogoff, 1985, The optimal commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economics* 100(4), 1169-1189.

Ramey, V and M.D. Shapiro. Costly capital reallocation and the effects of government spending. Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy June 1998, vol 48, pp 145-194.

Sargent, T. J., 1982, Beyond supply and demand curves in macroeconomics. *American Economic Review* 72, May, 382-389.

Sargent, T.J. and N. Wallace, 1981, Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5 (3), Winter, 1 – 17.

Sargent, T. J. and N. Wallace, 1982,

Sims, C. A., 1994, A simple model for the study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy. *Economic Theory* 4, 381- 399.

Sveen, T., 2001, Inflation targeting in a monetary union with non-coordinated fiscal policy, Working paper, NHH-Bergen.

Svensson, L.E.O, 1997a, Inflation Forecast targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets, *European Economic Review*, 41, 1111-46.

Svensson. L.E.O, 1997b, Optimal Inflation Targets, “Conservative” Central banks and Linear Inflation Contracts, *American Economic Review*, 87, 98-114.

Svensson, L.E.O, 1999, Inflation Targeting in a Monetary Policy Rule, *Journal of Monetary Economics*, 43, 607-654.

Svensson, L.E.O, 2003, What is wrong with Taylor Rules, *Journal of Economic Literature*, XLI, 426-77.

van den Noord, Paul (2000). The size and role of automatic stabilizers in the 1990s and beyond. OECD Economics Department Working Papers No 230, Paris.

von Hagen, J., A. Hughes Hallet, and R. Strauch, 2001, Budgetary Consolidation in EMU, Economic Papers 148, European Commission, Brussels.

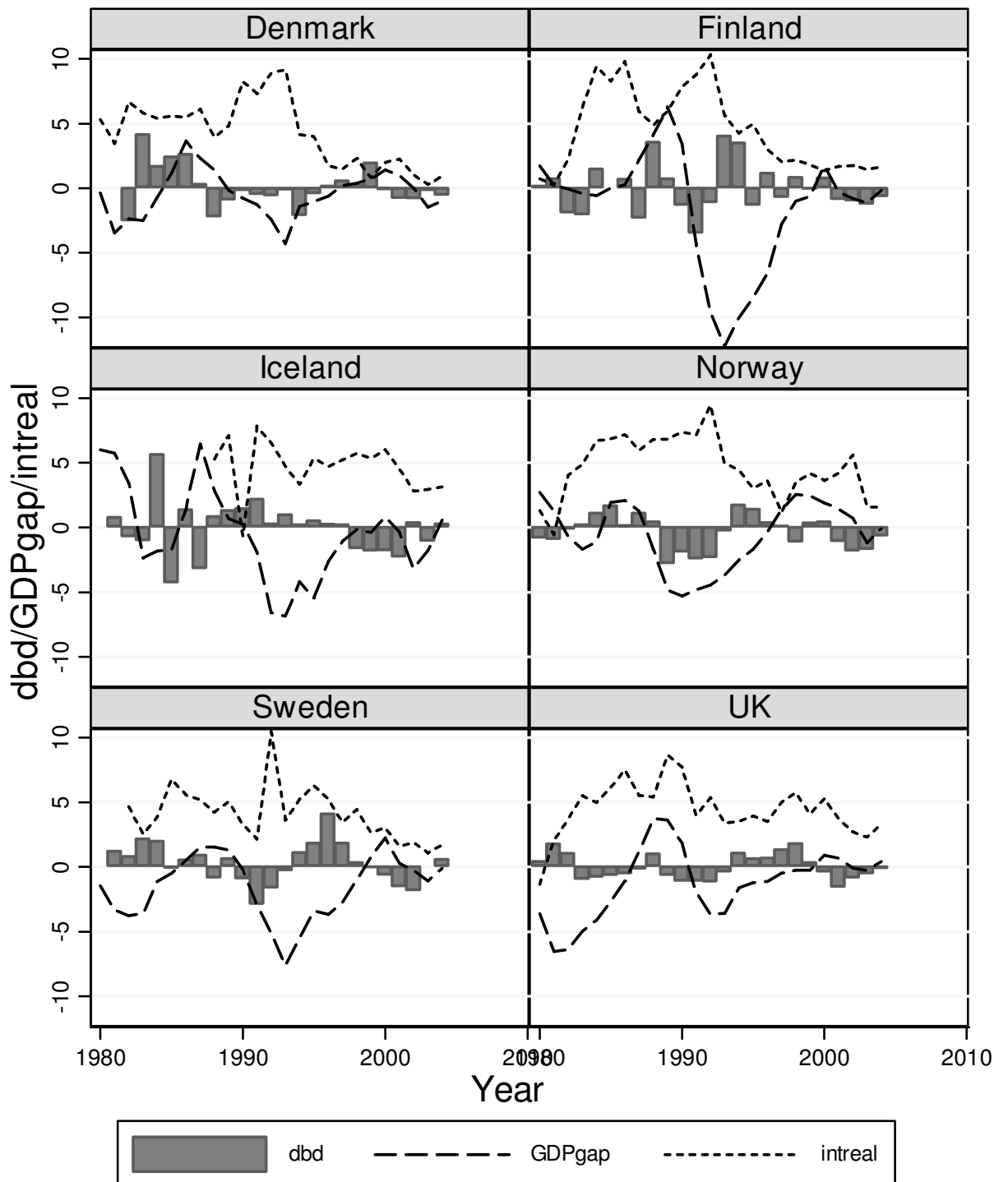
Walsh, 2003, *Monetary Theory and Policy*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.

Woodford, M., 2001, Fiscal requirements for price stability. *Journal of Money, Credit and Banking* 33, 669-728.

Wyploz, C., 1999, Economic Policy Coordination in EMU: Strategies and Institutions, ZEI Policy Paper B11

Monetary and Fiscal Policy

1980-2004

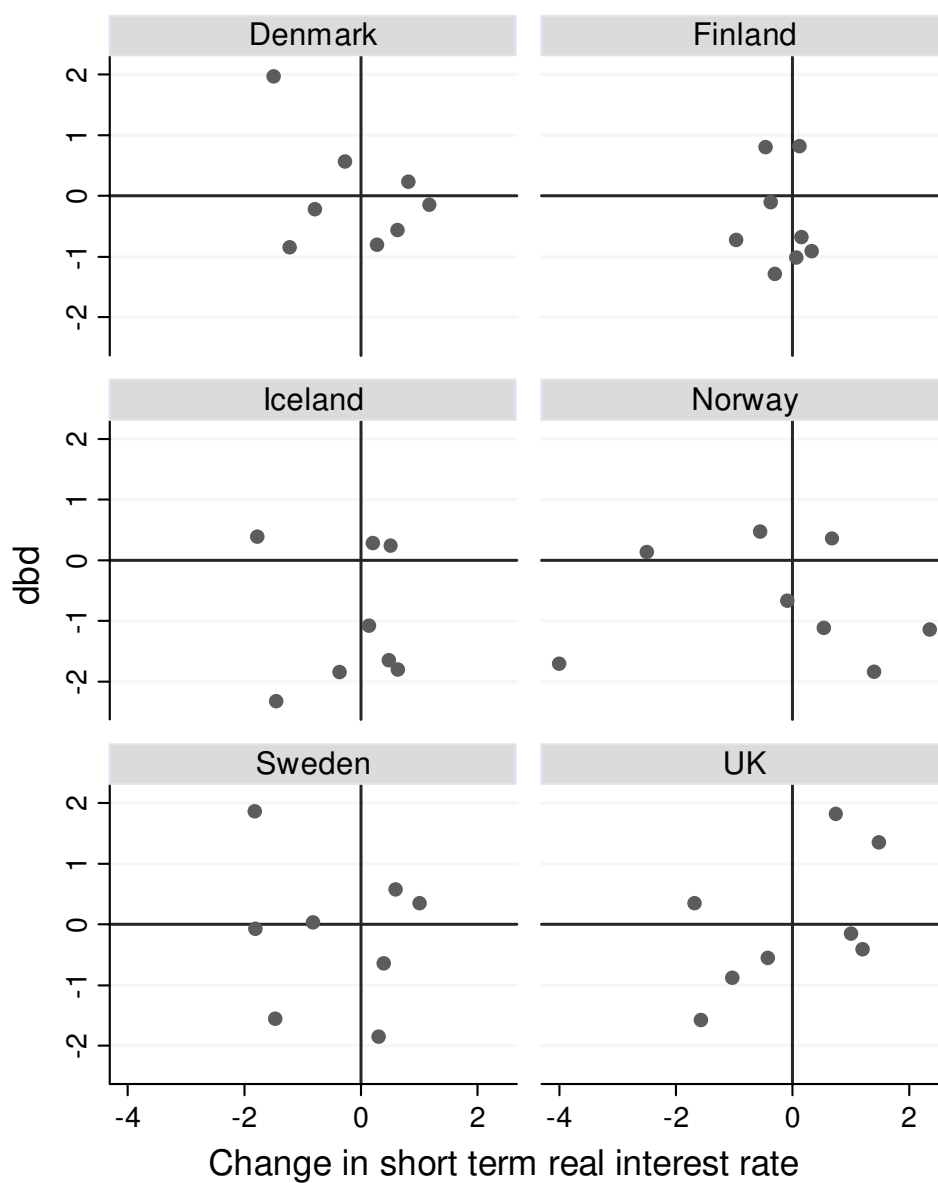


Source: OECD Economic Outlook and own calculations

Figure 1 Fiscal policy measured by the discretionary change in the budget balance (Holden, 2005), the OECD output gap, and monetary policy, measured by the short term real interest rate.

Policy mix in selected countries

1997-2004



Source: OECD Economic Outlook and own calculations

Figure 2 Fiscal policy is measured by the discretionary change in the budget balance, dbd, and monetary policy by the change in the short term interest rate.

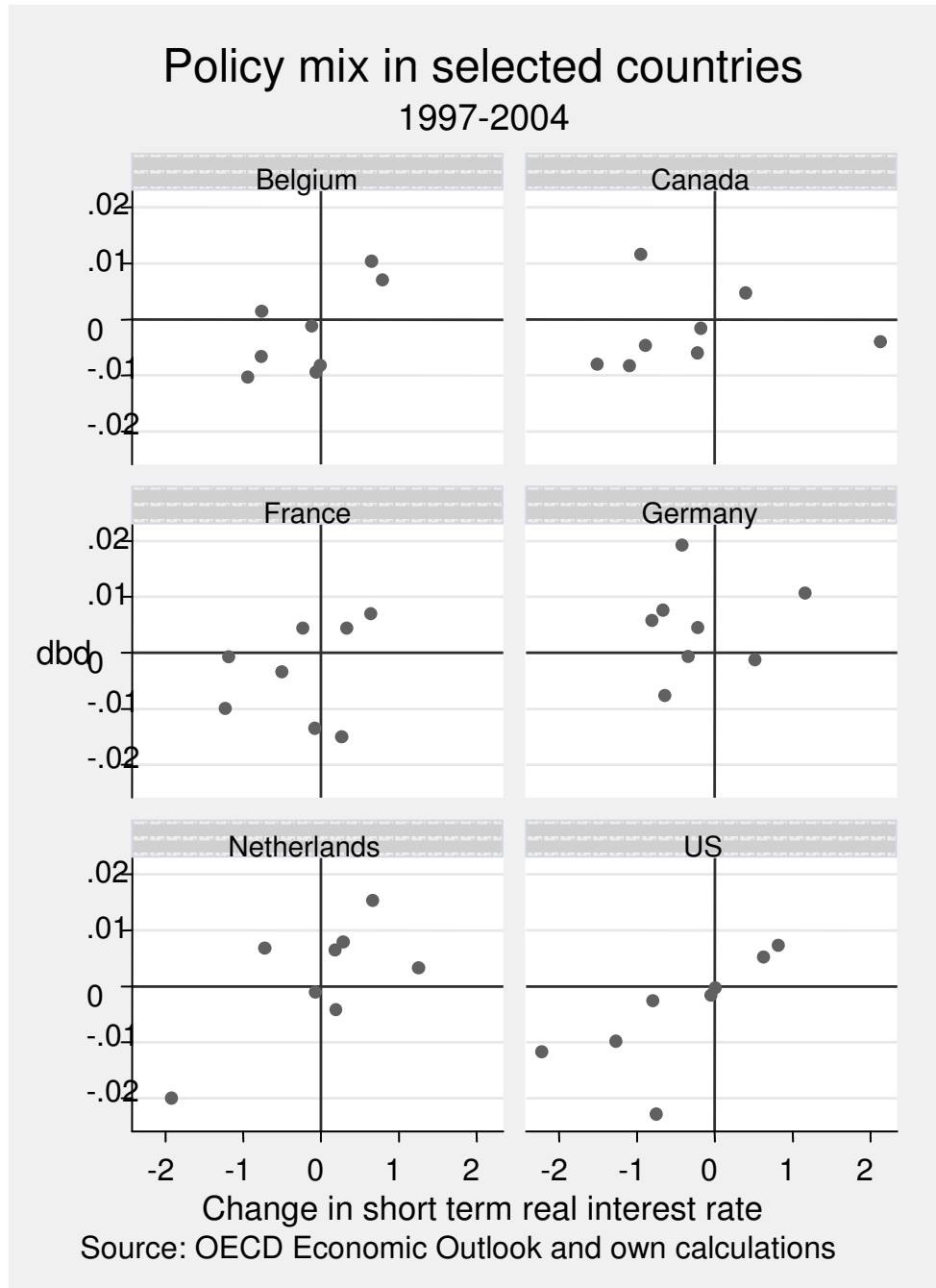
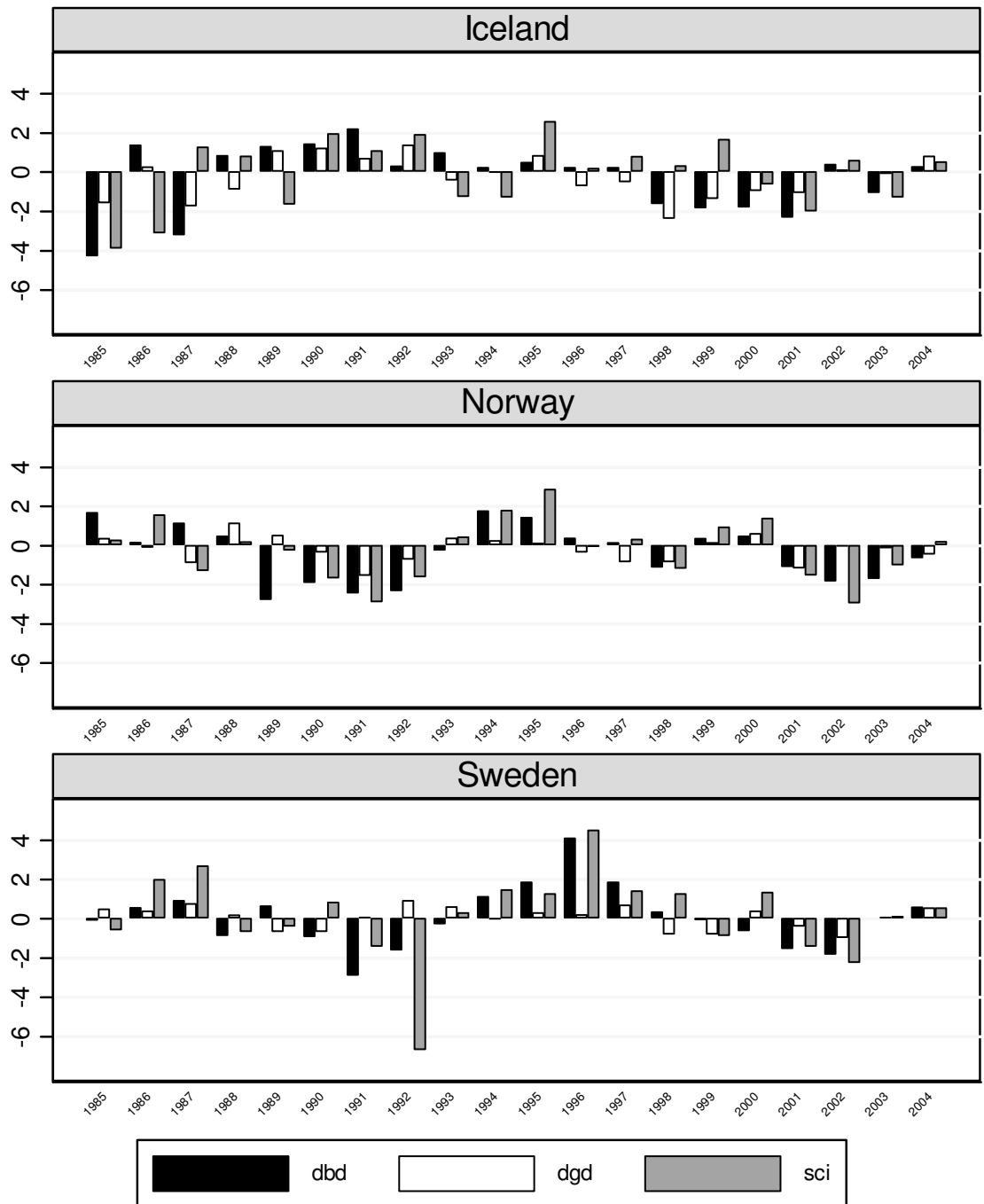


Figure 3

Fiscal Indicators

1985-2004

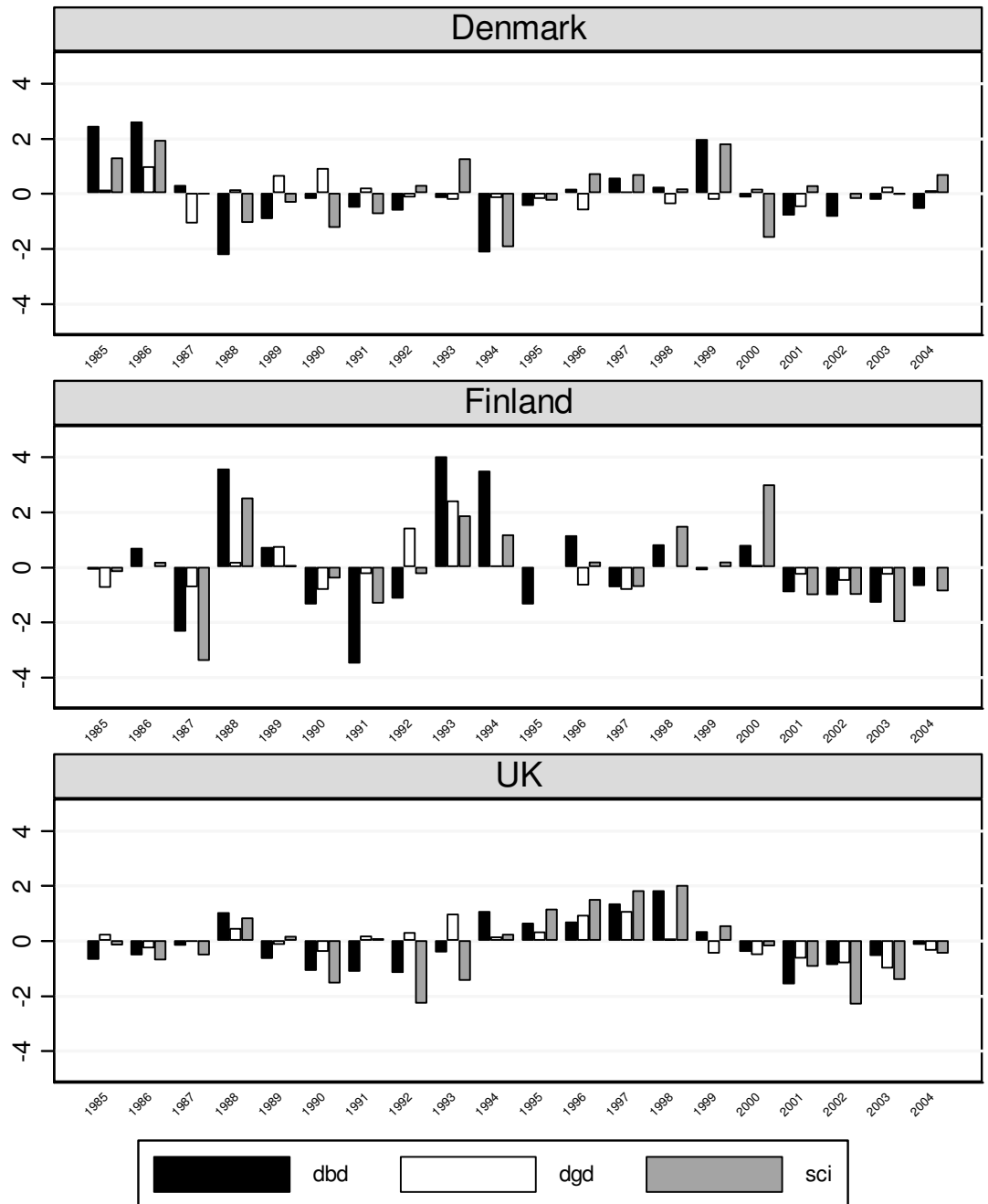


Source: OECD Economic Outlook

Figure 6 Fiscal policy as measured by the discretionary change in the budget balance, dbd, the discretionary change in government purchases, dgd, (measured as minus dgd implying that a positive value means government purchases increasing less than trend GDP), and the change in the OECD structural budget balance (structural change index, sci).

Fiscal Indicators

1985-2004



Source: OECD Economic Outlook

Figure 7 Fiscal policy as measured by the discretionary change in the budget balance, dbd, the discretionary change in government purchases, dgd, (measured as minus dgd implying that a positive value means government purchases increasing less than trend GDP), and the change in the OECD structural budget balance (structural change index, sci).