

Finanspolitik i ØMU

Ved ØMU medlemskab vil finanspolitikken blive det centrale makroøkonomiske stabiliseringspolitiske instrument, men den vil samtidig være underlagt ØMU's finanspolitiske normer. Normerne bør imidlertid ikke være nogen bindende begrænsning for en finanspolitisk stabiliseringspolitik forudsat, at finanspolitikken i øvrigt er fastlagt konsistent med de langsigtede krav til offentlig konsolidering. Finanspolitikken vil i ØMU'en være et mere effektivt stabiliseringspolitiske instrument, men samtidigt er det uklart om det stabiliseringspolitiske behov vil være stigende eller faldende. Den samlede effekt af ØMU medlemskab på den makroøkonomiske stabilitet er derfor usikker.

Ved tilslutning til den Økonomiske og Monetære Union bliver finanspolitikken det centrale makroøkonomiske styringsinstrument til stabilisering af den økonomiske aktivitet. Ifølge standard lærebøger er finanspolitikken også mest effektiv under en fast valutakurs i økonomier med fuldt liberaliserede kapitalbevægelser, hvoraf følger, at potentialet i finanspolitikken bliver større. Samtidig kan behovet for finanspolitiske indgreb også blive større, da pengepolitikken ført af ECB er afstemt den generelle udvikling inden for valutaområdet og endvidere har prisstabilisering som sit primære mål. Selv om Sverige også i en årrække har haft en pengepolitik baseret på en inflationsmålsætning er der den afgørende forskel, at Riksbanken har et mål for at stabilisere den svenske inflationsudvikling, mens ECBs politik er knyttet til den generelle prisudvikling

i valutaområdet. Med ØMU medlemskab er der således mulighed for større afvigelser mellem inflationsudviklingen i Sverige og det øvrige ØMU område end der er med en selvstændig pengepolitik¹. En svensk tilslutning til ØMU kan således både forstærke det stabiliseringspolitiske behov i forhold til finanspolitikken samtidig med, at effekten af finanspolitikken bliver stærkere. I forhold til de samlede konsekvenser for den makroøkonomiske stabilitet er nettoeffekten af ØMU medlemskab derfor uklar.

Imidlertid er der til den Økonomiske og Monetære Union også knyttet finanspolitiske krav i form af normer ifølge hvilke budgetunderskuddet ikke må udgøre mere end 3 procent af BNP, og den offentlige gæld ikke må overstige 60 procent af BNP. I vækst- og stabilitetspagten er disse normer præciseret med en betoning af behovet for budgetbalance over konjunkturcyklen samtidig med, at der er fastlagt en procedure (overvågning "early warning mechanisms" og med retningslinier for "excessive deficit procedure") for reaktioner i tilfælde af, at finanspolitikken er i konflikt med normerne. Overskridelser kan ultimativt resultere i

TORBEN M ANDERSEN, professor ved Institut for Økonomi, Aarhus Universitet og formand for Det Økonomiske Råd Danmark. Tilknyttet CEPR (London), CESifo (München) og IZA (Bonn) Forskning inden for stabiliseringspolitik, løndannelse samt internationalisering og velfærdssamfund. E-post: tandersen@econ.au.dk

¹ Udover den, der i dag er i kraft af forskellige inflationsmål.

sanktioner (bøder) (se f.eks. Directorate General 2002).

Denne artikel giver en diskussion af aspekter omkring finanspolitikken i den Økonomiske og Monetære Union. Begrundelser for restriktioner på finanspolitikken diskuteres i forhold til henholdsvis problemer med tilrettelæggelsen af finanspolitikken (afsnit 1) og for at sikre et hensigtsmæssigt policy mix mellem en centraliseret pengepolitik og en decentraliseret finanspolitik (afsnit 2). Problemer med og forslag til reformer af de finanspolitiske normer i vækst og stabilitetspagten diskuteres derefter (afsnit 3). Afslutningsvis gives der nogle konkluderende kommentarer vedrørende de finanspolitiske implikationer ved svensk medlemskab af ØMU'en (afsnit 4).

1. Budgetunderskud og gæld

En stor del af debatten omkring de finanspolitiske normer har taget sit udgangspunkt i, at budgetunderskud skal begrænses, fordi de skaber et opadgående pres på realrenten og dermed påvirker andre lande i kraft af integrerede kapitalmarkeder. En sådan renteeffekt er imidlertid ikke en tilstrækkelig betingelse for, at offentlige budgetunderskud eller gæld udgør et problem. Et budgetunderskud afspejler, at den offentlige sektor udnytter de internationale kapitalmarkeder til at foretage en intertemporal omfordeling af udgifter og indtægter. At ligevægtspriser (= real rente) hermed påvirkes er en peku-nær eksternalitet på samme måde som når en øget efterspørgsel efter franske vine øger prisen på disse. En sådan prisreaktion er ikke ensbetydende med, at der er en markedsimperfektion, der kræver intervention. Hvis renteeffekten i sig selv er problematisk ville det også kunne begrunde restriktioner for hele samfundets udnyttelse af de internationale finansielle markeder i form af f.eks. restriktioner for underskud på betalingsbalancens løbende poster. Med liberaliserede og internationalt tæt integrerede kapitalmarkeder er der ikke nogle oplagte eksternaliteter knyttet

hertil, og en renteeffekt af budgetunderskud kan derfor ikke i sig selv begrunde intervention.

Dette er ikke ensbetydende med, at der ikke kan være problemer knyttet til budgetunderskud, idet der kan være en bias i den politiske beslutningsproces, som giver en tendens til systematiske budgetunderskud og dermed en gældsopbygning. Dette problem er knyttet til imperfektioner ved den politiske beslutningsproces, som kan opstå bl.a. på grund af korte valgperioder eller en fragmenteret politisk beslutningsproces. Det er samtidigt ikke givet, at de finansielle markeder kan virke tilstrækkeligt disciplinerende (i form af stigende risiko-præmier for lande med høj offentlig gæld) i forhold til at undgå et sådant underskudsbias. Der kan således være argumenter for regler for finanspolitikken tilrettelæggelse, f.eks. i form af bindinger på budgetbalancen eller den offentlige gæld. Da det imidlertid i praksis kan være svært unilateralt at skabe troværdige bindinger i den nationale politiske beslutningsproces, er der et argument for at lave internationale aftaler om bindinger på finanspolitikken. De finanspolitiske bindinger knyttet til ØMU kan således betragtes som udfyldende en rolle i forhold til at skabe mere disciplin i den finanspolitiske beslutningsproces i de enkelte medlemslande. Dette formål er imidlertid ikke strengt knyttet til den økonomiske og monetære unions funktionsmåde – i det omfang der er en politisk bias, er der også argumenter for finanspolitiske bindinger selv om man vælger at stå uden for ØMU'en. Med etableringen af ØMU'en har man udnyttet, at der samtidig har været en mulighed for at indføre regler, der lægger op til større ansvarlighed ved tilrettelæggelsen af finanspolitikken.

Et argument for finanspolitiske bindinger direkte knyttet til en fællesvaluta, er de eksternaliteter der vil være mellem medlemslandene i forhold til den offentlige gæld på grund af et såkaldt "bail-out" problem. Dette problem opstår som følge

af et fælles monetært system og muligheden for, at et land med en gældsudvikling, der er ude af kontrol, kan blive hjulpet af andre lande (bail out) via gældsovertagelse eller inflation. En stærk gældsopbygning kan også virke destabiliserende og dermed have negative effekter for ens handelspartnere. Dette problem er reelt og giver en begrundelse for normer for størrelsen af den offentlige gæld. ØMU konstruktionen er derfor kombineret med en eksplicit "no bail out" klausul og forbud mod monetær finansiering af budgetunderskud. Da der samtidig er en uafhængig centralbank med en inflationsmålsætning, må "bail out"-problemet siges at være effektivt løst med de eksisterende finanspolitiske normer (forudsat, at de overholdes).

2. Stabiliseringspolitisk policy mix

I en monetær union er der også mulige koordineringsproblemer i forhold til stabiliseringspolitikken som følge af, at pengepolitikken tilrettelægges centralt, mens finanspolitikken fastlægges decentralt (se Andersen 2002 for en introduktion til litteraturen). I øjeblikket er der i ØMU'en således en monetær autoritet, og 12 finanspolitiske beslutningstagere. I tilrettelæggelsen af det enkelte lands finanspolitik kan der således i utilstrækkelig omfang blive taget hensyn til de effekter, denne politik har for de andre medlemslande. Sådanne spill-over effekter har længe været diskuteret i den makroøkonomiske litteratur, og den traditionelle opfattelse har været, at de er der, men kvantitativt ikke har den store betydning. Det afgørende nye i en monetær union er, at der udover de traditionelle kanaler via handel også er en direkte spill-over effekt via den fælles pengepolitik. Et land, der vælger at føre en mere ekspansiv finanspolitik, vil således kunne bidrage til at øge det inflationære pres i valutaområdet og dermed medvirke til en pengepolitisk opstramning, som vil påvirke alle landene i valutaområdet. I det omfang de enkelte lande netop benytter finanspolitik-

ken med henblik på at forsøge at stabilisere den økonomiske udvikling i det pågældende land, kan der her opstå en konflikt dels fordi finanspolitikken er ukoordineret og dels fordi pengepolitikken har sin primære målsætning knyttet til den generelle inflationsudvikling inden for valutaområdet.

Styrken af dette koordineringsproblem afhænger af karakteren af de chok, finanspolitikken reagerer på, og den afgørende forskel er mellem lande-specifikke og generelle chok. For lande-specifikke chok, som giver anledning til en national finanspolitisk reaktion (f.eks. via de automatiske stabilisatorer), vil effekten på hele valutaområdet være beskedent, netop fordi chokket er lande-specifikt og valutaområdet har mange medlemslande.² Det enkelte lands betydning for hele valutaområdet vil være beskedent, og effekten på den aggregerede inflation og dermed pengepolitikken vil derfor være beskedent. Med andre ord er koordineringsproblemet ikke væsentligt i forhold til asymmetriske lande-specifikke chok. Der argumenteres ofte for, at finanspolitikken især er vigtig i forhold til håndteringen af lande-specifikke chok. Som argumenteret for her udgør stabiliseringen af sådanne chok imidlertid ikke noget væsentligt koordineringsproblem mellem ØMU-landene, og det er derfor vigtigt at der er et tilstrækkeligt spillerum for at finanspolitikken kan håndtere lande-specifikke chok.

Væsentlige koordinerings- eller policy mix problemer kan imidlertid opstå i forhold til aggregerede chok, hvor alle finanspolitiske myndigheder reagerer uafhængigt af hinanden til det samme chok og dermed fremkalder en generel ændring i finanspolitikken, som påvirker inflationen og fremkalder en pengepolitisk reaktion. I denne situation er der et problem i relation til, at finanspolitikken bliver for "mod-cyklisk", fordi den er ikke-koordineret, og policy mixet mellem penge- og finanspolitikken

² Asymmetri i landestørrelser gør en forskel mellem chok til "store" og "små" lande.

for hele valutaområdet bliver dermed uhensigtsmæssigt (Andersen 2003).

Da pengepolitikken er tilrettelagt med det primære mål at stabilisere priserne og ikke aktiviteten i valutaområdet, har det været fremført, at der kunne opstå et stabiliseringspolitisk "underskud" i ØMU'en. Som argumenteret ovenfor er dette et potentielt problem i forhold til generelle chok, og man kunne forestille sig, at problemet vil være mindre, såfremt pengepolitikken sigtede mod fleksibel inflationsstyring, dvs at der også blev lagt vægt på en stabilisering af den generelle aktivitet inden for valutaområdet. Da problemet med den ukoordinerede finanspolitik er en for stærk mod-cyklisk reaktion, vil øget vægt på output stabilisering hos ECB imidlertid ikke mindske men forstærke problemet. Det skyldes, at den forventede rentereaktion ved en finanspolitisk ekspansion dermed bliver mindre, og det derfor for det enkelte land ser ud som om finanspolitikken er mere effektiv. Flexibel inflationsstyring vil imidlertid kunne mindske problemet, såfremt det er knyttet sammen med finanspolitiske bindinger, som (symmetrisk) mindsker den finanspolitiske reaktion (se Andersen 2003).

De finanspolitiske normer i ØMU'en er ikke direkte målrettede i forhold til det stabiliseringspolitiske policy mix problem, dels fordi normerne er asymmetriske og dels fordi de ikke er knyttet til den generelle udvikling inden for valutaområdet, hvilket er kilden til spill-over effekten til pengepolitikken.

3. Vækst og stabilitetspagten – stabiliserende eller destabiliserende?

De finanspolitiske normer har løbende været under debat, og de aktuelle problemer med at overholde normerne i visse lande har forstærket debatten om normerne, og der er på det seneste fremsat en del forslag til ændringer af de finanspolitiske normer.

Det er et udbredt synspunkt, at en til-

strækkelig vægt på kortsigtet stabiliseringspolitik vil være sikret via de automatiske stabilisatorer. I henhold til den såkaldte Maastricht assignment er pengepolitikken centraliseret og knyttet til målsætningen om lav og stabil inflation i valutaområdet, mens finanspolitikken er et nationalt anliggende og dermed decentraliseret og med hovedansvaret for en stabilisering af aktiviteten. Det er en almen vurdering, at de automatiske stabilisatorer kan løse den sidstnævnte opgave i rimeligt omfang. Heri ligger dels en tiltro til de stabiliserende effekter af de automatiske budgetreaktioner, som er betydelige for alle ØMU-lande (se van den Noord 2000), dels en skepsis med hensyn til troen på, at diskretionære finanspolitiske indgreb bør benyttes til stabilisering. Bag sidstnævnte ligger en generel bekymring i forhold til de informations-, beslutnings-, implementerings- og effekt-lags, der er ved finanspolitiske indgreb.

Dette efterlader spørgsmålet om 3 procent budgetnormen muliggør et tilstrækkeligt spillerum for, at de automatiske stabilisatorer kan virke. Analyser viser (se f eks Andersen og Dogonowski 1999), at der vil være et tilstrækkeligt spillerum, såfremt landene sikrer budgetbalance eller overskud over konjunkturcyklen. Det sidste er netop en del af vækst- og stabilitetspolitikken i kraft af betoningen af "the medium-term objective for the budgetary position of close to balance or in surplus". Når lande som Tyskland, Portugal og Frankrig på det seneste har fået problemer med 3 procent budgetnormen som følge af en økonomisk afmatning skyldes det reelt, at man ikke i den forudgående periode har fået konsolideret de offentlige finanser tilstrækkeligt. Det kan således diskuteres om det største problem er 3 procent budgetnormen eller manglende konsolidering af de offentlige finanser i en periode med en gunstig konjunktursituation (pro-cyklisk bias i budgetpolitikken). Under alle omstændigheder understreger det, at vækst- og stabilitetspagten ikke i tilstrækkeligt omfang har kunnet forhindre en bias i tilrettelæggelsen af finanspolitikken.

Kommissionen har da også for nyligt lagt op til en opstramning af vækst- og stabilitetspagten ved at betone kravet til balancerede budgetter over en konjunkturcykel. Dette skal dels ske ved en mere symmetrisk reaktion i forhold til budgetforandringer og dels ved at lægge større vægt på de strukturelle budgetunderskud som mål for balancepunktet i de offentlige budgetter (European Commission 2002).

Et tilbagevendende tema i debatten er, om normerne skal knyttes til den strukturelle budgetsaldo frem for den faktiske saldo. En omdefinition af budgetnormerne til udelukkende at være baseret på den strukturelle budgetsaldo er imidlertid ikke uden problemer. Ganske vist vil en sådan løsning stadig adressere (og mere direkte) problemet med en politisk bias i finanspolitikken, men i forhold til de andre problemer (asymmetri og den aggregerede konjunktursituation i valutaområdet) vil dette ikke hjælpe og måske forstærke nogle af disse problemer. Endvidere lider kriterier defineret i forhold til den strukturelle budgetsaldo under betydelige problemer knyttet til opgørelsen heraf.

Et væsentligt problem ved de aktuelle finanspolitiske normer er asymmetrien ved at have grænser i nedadgående retning, men ingen krav til finanspolitikken i opadgående retning. I forhold til problemet med et hensigtsmæssigt mix mellem finans- og pengepolitikken kan der yderligere fremføres det problem, at det er den aggregerede finanspolitiske situation inden for valutaområdet, der er af betydning og ikke det enkelte lands finanspolitiske situation. Selv om ens normer for alle lande kan anskues som en pragmatisk politisk løsning på at indføre finanspolitiske restriktioner, er det ikke nødvendigvis hensigtsmæssigt i forhold til ØMU's funktionsmåde. Et forslag til løsning af dette problem er at indføre et marked for handel med rettigheder til budgetunderskud mellem medlemslandene i ØMU'en (Casella 2001). Dette vil have flere fordele, blandt andet hensyntagen til den

aggregerede situation samtidig med, at man i forhold til det enkelte land ikke behøver ens rigide regler for alle. Et væsentligt praktisk problem er introduktionen og fordeling af initiale underskudsrettigheder. Endvidere vil et sådant marked ikke løse koordineringsproblemerne i forhold til aggregerede chok med mindre den aggregerede budgetsituation for alle ØMU-lande gøres state-afhængigt, hvilket dog er vanskeligt implementerbart.

I forhold til problemerne omkring disciplineringen af finanspolitikken lider de aktuelle regler under et troværdighedsproblem, idet der er en uklarhed om hvorvidt reglerne vil blive fulgt, og ultimativt kunne lede til sanktioner. Risikoen er, at der vil være et politisk pres for opblødning og omfortolkning af reglerne. I det omfang dette sker, vil troværdigheden af hele vækst- og stabilitetspagten være på spil. Forskellige forslag har været fremsat for at gøre sanktionerne mindre afhængige af den politiske proces, men foreløbig uden konkrete initiativer på området.

Det er også et problem, at budgetnormen behandler offentlige udgifter til f.eks. konsum og transfereringer på lige fod med investeringer i f.eks. infrastruktur. Dette har givet anledning til forslag om at holde offentlige investeringer ude af budgetnormen (Golden rule). Dette efterlader imidlertid åbenbare incitamentsproblemer og omgængelsesmuligheder.

Endelig kan budgetnormerne blokere for muligheden for at gennemføre i øvrigt hensigtsmæssige strukturelle reformer, såfremt disse initialt kræver en underfinansiering, hvilket kan være i strid med budgetnormerne. Kommissionen har for nyligt (European Commission 2002) lagt op til en mere fleksibel tolkning af budgetnormerne i tilfælde, hvor strukturreformer er gennemført (forudsat lav gæld).

Det er endnu uklart om der kommer ændringer i de finanspolitiske normer i ØMU, men den vedvarende debat understreger, at normer i et vist omfang er arbitrære og ikke

i tilstrækkeligt omfang løser de problemer, der er i forhold til politiske bindinger og koordinering af finanspolitikken inden for ØMU'en.

4. Krav til finanspolitikken

De fleste lande – også Sverige – er i den situation, at der aktuelt er et behov for finanspolitisk konsolidering for at skabe råderum i forhold til de demografiske forandringer. Krav, der er uafhængige af eventuelt medlemskab af ØMU'en. En pragmatisk tolkning er derfor, at såfremt der føres en finanspolitik i overensstemmelse med de langsigtede krav, bør budgetnormerne ikke være en reel binding på finanspolitikken stabiliseringspolitiske muligheder. Da den strukturelle budgetsaldo bør være i overskud, vil der derfor være et betydeligt spillerum for de automatiske stabilisatorer inden for 3 procents grænsen. Pragmatisk kan man således argumentere, at selv om de finanspolitiske normer ikke nødvendigvis er hensigtsmæssigt sammensat, bør de ikke udgøre nogen væsentlig hindring for finanspolitikken grundet kravene til konsolidering. Hvis budgetnormen bliver opfattet som en binding er det netop en understregning af den politiske bias der kan opstå i forhold til i tide at blandt andet adressere den demografiske udfordring. I så tilfælde kan der være argumenter for nationalt at overveje yderligere bindinger eller ændrede institutionelle rammer for tilrettelæggelsen af finanspolitikken (jfr SOU 2002:16).

Det er i den forbindelse væsentligt at understrege, at selv om finanspolitikken er tilrettelagt i overensstemmelse med de langsigtede krav, vil der fortsat være behov for en overvågning af finanspolitikken i forhold til stabiliseringen af den økonomiske udvikling. For det første vil der i tilfælde af "store og varige" udsving i konjunkturerne kunne være argumenter for at føre en diskretionær finanspolitik. For det andet er det et spørgsmål om de automatiske stabilisatorer er tilstrækkelig stærke til at give

den ønskede stabiliserende effekt, eller om der er behov for at styrke dem. De automatiske budgetreaktioner er mere et resultat af andre politiske beslutninger (velfærdssystemets indretning) end en eksplicit tilrettelæggelse af den ønskede stabilisering. Endelig er en forudsætning om, at de automatiske stabilisatorer er tilstrækkelig effektfulde til at yde et væsentligt stabiliseringsbidrag ikke ensbetydende med, at finanspolitikken kan tilrettelægges passivt. Et vigtigt praktisk spørgsmål vil i en given situation med konjunkturafmatning og deraf følgende forværring af de offentlige finanser være om situationen er skabt af midlertidige eller mere permanente chok. Den finanspolitiske tilpasning bør være forskellig i de to situationer, da stabiliseringen af mere permanente chok via finanspolitikken vil være vanskeligere end i forhold til midlertidige chok.

Hvorvidt Sverige efterlades med et større eller mindre stabiliseringspolitisk problem ved medlemskab af ØMU'en er et spørgsmål, der ikke kan besvares generelt, idet det afhænger af typen af chok, der påvirker økonomien. Ved medlemskab mistes den pengepolitiske handlefrihed, mens effekten af finanspolitik til gengæld bliver større. Samtidig fjernes chok fra valutamarkederne som en væsentlig kilde til kortsigtet volatilitet, mens øget integration kan give anledning til forstærkning af andre. Til gengæld vil den fælles pengepolitik være knyttet til den generelle inflationsudvikling, og der er derfor mulighed for potentielt større afvigelser i inflationsudviklingen mellem det øvrige euro-område og Sverige, end det er tilfældet aktuelt.

Referencer

- Andersen, T M (2002), "Fiscal Policy Coordination", *Underlagsrapport til Kommittén för stabiliseringspolitik för full sysselsättning vid et svenskt medlemskap i valutaunionen*, SOU 2002:16.
- Andersen, T M (2003), *The Macroeconomic Policy Mix in a Monetary Union with Flex-*

- ible Inflation Targeting*, Working Paper 2003-2, Department of Economics, University of Aarhus.
- Andersen, T M, og R Dogonowski (1999), *EMU and Budget Norms*, i A Hughes Hallett, MM Hutchison og SE Hougaard Jensen (red), *Fiscal Aspects of European Monetary Integration*. Cambridge University Press.
- Buti, M, S Eijfinger og D Franco (2003), *Revising the Stability and Growth Pact: Grand design or internal adjustment*, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers 180.
- Casella, A (2001), *Tradeable Deficit Permits*, i A Brunila, M Buti og D Franco (red) *The Stability and Growth Pact – The Architecture of Fiscal Policy in the EMU*, Palgrave, Basingstoke.
- Directorate General Economic and Financial Affairs (2002), *Co-ordination of economic policies in the EU: a presentation of key features of the main procedures*, EURO papers no 45.
- European Commission (2002), *Communication on call for stronger budgetary policy coordination*, IP/02/1742.
- SOU 2002:16, *Stabiliseringspolitik i valutaunionen*. Betänkande av Kommittén för stabiliseringspolitik för full sysselsättning vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen.
- Van den Noord, P (2000), *The Size and Role of Automatic Stabilisers in the 1990s and Beyond*, OECD Economics Department Working Papers 230.

Annonsera i **ekonomisk debatt**

Priser: 1/1-sida: 5 300 kr, 1/2-sida: 3 200 kr, 1/3-sida: 2 300 kr, 1/4-sida: 1 900 kr.
Priserna gäller svartvita annonser i inlagan.

Bokningstider

Nr	5	6	7	8
Bokning	8/8	10/9	14/10	14/11
Material lämnas	14/8	16/9	20/10	20/11
Utgivning	2/9	7/10	11/11	9/12

Annonsbokning: Ekonomisk Debatt, c/o Elisabeth Gustafsson,
IUI, Box 5501, 114 85 Stockholm. Tel: 08-665 45 03, Fax: 08-665 45 99,
E-post: elisabethg@iui.se. Lämna gärna annonserna som pdf-filer.