

# Finanspolitik og konjunkturer

af Jesper Linaa, Dorte Grinderslev og Peter Birch Sørensen<sup>1</sup>

**Bør der føres aktiv finanspolitik? Hvordan og hvor meget kan finanspolitikken realistisk bidrage til at udjævne konjunktursvingningerne? Disse spørgsmål diskuteres med udgangspunkt i Det Økonomiske Råds forårsrapport fra 2007.**

## Introduktion

Der er store udsving i den økonomiske aktivitet over tid. Lavkonjunkturer med høj arbejdsløshed og lav kapacitetsudnyttelse kan medføre betydelige velfærdstab som følge af tabt produktion og marginalisering af svage grupper på arbejdsmarkedet.

Højkonjunkturer med ekstraordinært lav arbejdsløshed og høj kapacitetsudnyttelse kan omvendt give velfærdsgevinster i en økonomi med ufuldkomne markeder, hvor der vil være en vis ufrivillig arbejdsløshed i en normal konjunktursituation. Det er imidlertid en central indsigt fra makroøkonomisk forskning, at tabet af økonomisk velfærd under lavkonjunkturer klart overstiger den velfærdsgevinst, der er forbundet med højkonjunkturer.<sup>2</sup> Det vil derfor give en højere gennemsnitlig velfærd, hvis der via den makroøkonomiske stabiliseringspolitik kan opnås en udjævning af konjunktursvingningerne.

I Danmark er det alene finanspolitikken, der kan bruges som stabiliseringspolitisk instrument, eftersom pengepolitikens målsætning er at sikre en fast valutakurs overfor euro. Men også finanspolitikken er underlagt bindinger. De demografiske udfordringer, som Danmark står overfor, understreger vigtigheden af, at finanspolitikken bevarer fokus på mellem- og langsigtede mål. En konjunkturstabiliserende finanspolitik bør derfor holde sig indenfor rammerne af en mellemfristet plan, der sikrer den finanspolitiske holdbarhed. Hertil kommer, at Danmark har forpligtet sig til at overholde kravet i EU's Stabilitets- og Vækstpagt om, at det offentlige budgetunderskud holdes under 3 pct. af BNP. Der er med andre ord grænser for, hvor meget der kan trædes på speederen, når økonomien er i lavkonjunktur. Endelig er finanspolitikken også nødt til at understøtte fastkurspolitikken ved at sikre en indenlandsk prisudvikling, der i gennemsnit svarer til euro-landenes.

Det er også væsentligt at holde sig for øje, at selv i fravær af en aktiv finanspolitik vil de såkaldte automatiske stabilisatorer i det danske skatte- og overførselssystem i sig selv bidrage til at udjævne konjunkturerne. Højkonjunkturer afføder automatisk en stigning i skattetrykket samtidigt med, at udgifterne til overførselsindkomster reduceres. De senere år har skattestoppets nominalprincip dog svækket den automatiske stabilisering, primært via boligmarkedet, hvor de markante stigninger i ejendomspriserne og de heraf følgende forbedrede forbrugsmuligheder ikke er blevet imødegået af en tilsvarende højere beskatning.

---

<sup>1</sup> Dorte Grinderslev og Jesper Linaa er akademiske medarbejdere i De Økonomiske Råds Sekretariat. Peter Birch Sørensen er professor ved Københavns Universitets Økonomiske Institut og formand for De Økonomiske Råds formandskab. Forfatterne takker John Smidt og Claus Vastrup for kommentarer til en tidligere version af artiklen.

<sup>2</sup> En lærebogsfremstilling af denne pointe er givet i Sørensen og Whitta-Jacobsen (2005, s. 600-605).

Med dette udgangspunkt undersøgte Det Økonomiske Råd (2007a) i forårsrapporten fra 2007 mulighederne for at stabilisere dansk økonomi via efterspørgselsregulerende finanspolitik.

Det blev konkluderet, at en aktiv konjunkturmodløbende finanspolitik kan bidrage til at stabilisere økonomien. Mere konkret anbefales der som udgangspunkt en modgående finanseffekt<sup>3</sup> i størrelsesordenen ¼ pct.point, når output-gap (forskellen mellem det faktiske BNP og trendniveauet for BNP) er på 1 pct. Dette vurderes at kunne reducere udsving i BNP og beskæftigelse med op til ⅓. Anbefalingen forudsætter, at man ikke blot lemper i lavkonjunkturer, men også strammer i højkonjunkturer – ellers vil anbefalingen ikke være langtidsholdbar, da finanspolitikken i givet fald vil indebære en tendens til, at den offentlige gæld øges over tid..

I rapporten argumenteres der også for, at finanspolitikken ikke bør anvendes til at justere beskedne ubalancer, såkaldt *fine-tuning*. For det første risikerer man at føre en konjunkturmedløbende finanspolitik i stedet for en modløbende, da risikoen for at forveksle en mild lavkonjunktur med en mild højkonjunktur er større ved små ubalancer. For det andet er det vanskeligere at sondre mellem stød til økonomiens udbuds- og efterspørgselside, når ubalancerne kun er små, hvilket er problematisk, da den her analyserede finanspolitik er mere egnet til at imødegå efterspørgselsdrevne ubalancer end udbudsdrevne ubalancer.

I det følgende redegøres nærmere for de analyser, der ligger til grund for ovenstående konklusioner, men inden da diskuteres den finanspolitiske transmissionsmekanisme, dvs. måden hvorpå finanspolitisk indgriben forplanter sig i økonomien

### **(Uenigheden om) den finanspolitiske transmissionsmekanisme**

Som Perotti (2007) anfører, er der efterhånden opnået en betydelig konsensus om mulighederne for at stabilisere konjunkturudviklingen med pengepolitiske midler. Det er f.eks. en generel opfattelse, at en centralbank ved at hæve renten kan sænke tempoet i økonomien og reducere inflationstakten. Uenighederne drejer sig primært om, hvor hurtigt, hvor kraftigt og hvor længe pengepolitikken virker.

En sådan grad af konsensus eksisterer imidlertid ikke blandt de forskere, der i de senere år har analyseret finanspolitikens rolle som konjunkturregulerende instrument. I den nyere akademiske litteratur om finanspolitik er der således uenighed om den vægt, der bør tillægges fænomener som nominelle stivheder i pris- og løndannelsen, kreditrationering og rationelt fremadskuende forventninger.

Et yderpunkt i debatten om finanspolitikens virkninger repræsenteres af f.eks. Baxter og King (1993), der benytter en rent klassisk udbudsdreven model med fleksible priser og lønninger og rationelle forventninger. I denne modelramme vil en uforudset forøgelse af det offentlige forbrug tilskynde husholdningerne til at sænke det private forbrug, fordi de forudser højere fremtidige skatter på grund af den gældsopbygning,

---

<sup>3</sup> Finanseffekten angiver finanspolitikens aktivitetsevirkning, målt som finanspolitikens vækstbidrag til BNP i forhold til en situation med neutral finanspolitik. Med neutral finanspolitik forstås bl.a., at indkomstskattesatserne holdes konstante, at punktafgiftssatserne realt er uændrede, at satserne for indkomstoverførsler følger satsreguleringen, og at offentlig beskæftigelse udgør en fast andel af den strukturelle arbejdsstyrke.

der følger af det højere offentlige forbrug. Da husholdningerne ønsker at udjævne deres forbrug over tid, foretrækker de at fordele den uundgåelige forbrugsnedgang over en lang horisont frem for at sænke forbruget drastisk, når skatterne på et tidspunkt hæves. Det forventede fald i den permanente indkomst mindsker endvidere husholdningernes efterspørgsel efter fritid, hvorved arbejdsudbuddet og dermed produktionen øges. Den klassiske tilgang forudsiger således en negativ korrelation mellem ændringer i privatforbruget og den økonomiske aktivitet ved et uventet finanspolitisk stød.

I modsætning til Baxter og King indbygger f.eks. Ravn m.fl. (2006) samt Galí m.fl. (2007) mekanismer, der gør pristilpasninger tidskrævende. Galí m.fl. (2007) antager endvidere, at en del af husholdningerne er kreditrationerede, hvilket betyder, at deres forbrug reagerer stærkere på ændringer i den løbende indkomst.<sup>4</sup> Med disse træk bliver modelrammen mere keynesiansk, og der opstår en positiv korrelation mellem beskæftigelsen og det private forbrug ved et finanspolitisk stød.

Den klassiske models forudsigelser understøttes empirisk i bl.a. Ramey og Shapiro (1998), Edelberg m.fl. (1999) samt Burnside m.fl. (2004), der tager udgangspunkt i tre historiske episoder, der førte til en eksogen forøgelse af det offentlige forbrug, nemlig oprustningerne i forbindelse med Korea-krigen og Vietnam-krigen samt Carter-Reagan-oprustningen. Til forsvar for den keynesianske models forudsigelser står omvendt de empiriske studier af Blanchard og Perotti (2002), Fatás og Mihov (2001) samt Galí m.fl. (2007), der identificerer effekten af et eksogent stød til det offentlige forbrug ved at antage, at det offentlige forbrug er prædetermineret relativt til de øvrige variable i deres strukturelle VAR-modeller.

På baggrund af disse modstridende resultater fandt Det Økonomiske Råds formandskab det hensigtsmæssigt at analysere finanspolitikens potentiale indenfor to forskellige modelrammer, nemlig dels Det Økonomiske Råds Sekretariatets makroøkonometriske model SMEC, jf. Grinderslev og Smidt (2007), og dels en til formålet nyudviklet dynamisk stokastisk generel ligevægtsmodel (DSGE), jf. Linaa (2008). SMEC er på kort sigt en keynesiansk model, hvor realløn, beskæftigelse og privat forbrug stiger umiddelbart efter et positivt finanspolitisk stød, mens estimationen af DSGE-modellen implicerer et faldende privat forbrug og en stort set uforandret realløn.

I begge modeller er der nominelle stivheder på kort og mellemlangt sigt, men mens forventningsdannelsen i SMEC-modellen er rent bagudskuende, har en vis andel af forbrugerne i DSGE-modellen fremadskuende (rationelle) forventninger, mens den resterende andel af husholdningerne ”lever fra hånden og i munden” i og med, at de forbruger hele deres løbende indkomst. Empiriske studier som f.eks. Campbell og Mankiw (1991) har fundet, at en hypotese om en sådan to-delning af husholdningssektoren er velegnet til at forklare det private forbrug. Eksistensen af husholdninger, der forbruger hele deres løbende indkomst, kan enten ses som et resultat af kreditrationering eller fortolkes som kortsynet adfærd. I den anvendte DSGE-model er andelen af fremadskuende (ikke-kreditrationerede) forbrugere estimeret som led i estimationen af modellens parametre på kvartalsdata for dansk økonomi. Anvendelsen

---

<sup>4</sup> Ved at indarbejde kreditrationerede husholdninger opnår Galí m.fl. (2007), at der ikke er Ricardiansk Ækvivalens (RE) i modellen. RE implicerer, at det ikke har nogen betydning for aktiviteten i økonomien, hvorvidt regeringen finansierer sit forbrug via obligationsudstedelse eller via lump sum skatter.

af de to forskellige modeller er således velegnet til at belyse forventningsdannelsens betydning for finanspolitikens virkninger.

### **Finanspolitikken som konjunkturregulerende instrument**

Der ses nu nærmere på, hvordan en systematisk konjunkturmodløbende finanspolitik kan stabilisere økonomien. I det følgende antages finanspolitikken at reagere på foregående års output-gap. Herved tages der højde for, at finanspolitikken i praksis må reagere med et lag i forhold til den økonomiske aktivitet. Output-gap er den faktiske produktion set i forhold til den strukturelle produktion. Mere præcist indbygges følgende finanspolitiske regel i modellerne:

$$\frac{G_t - G_t^*}{G_t^*} = -\alpha \cdot \left( \frac{Y_{t-1} - Y_{t-1}^*}{Y_{t-1}^*} \right), \quad \alpha \geq 0, \quad (1)$$

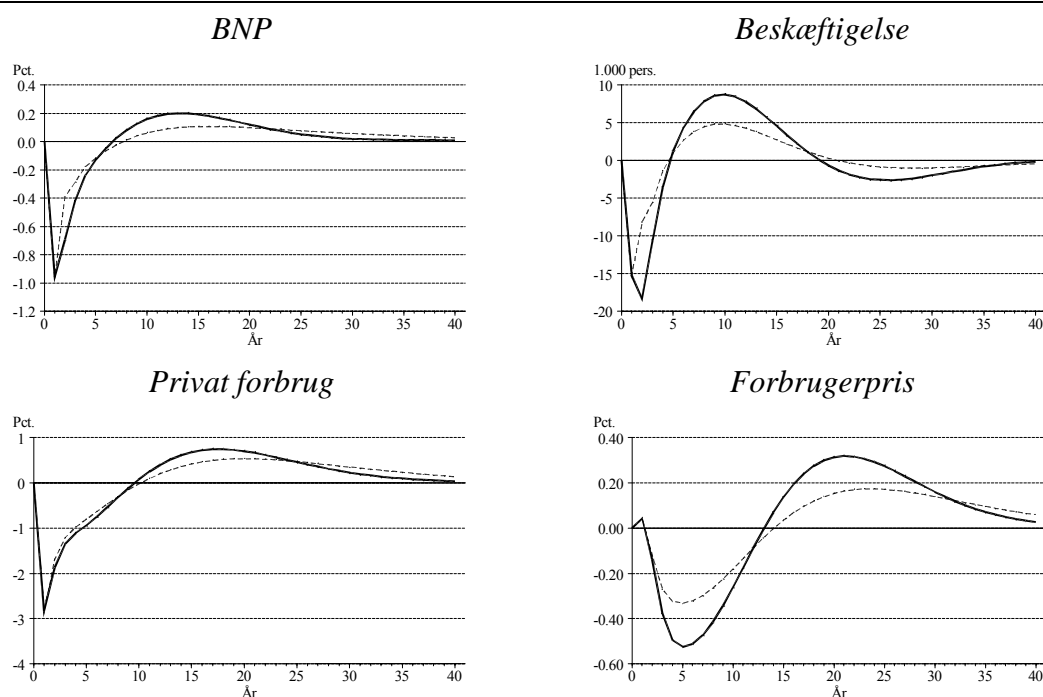
hvor  $G$  er de reale offentlige udgifter til forbrug og investering, og  $Y$  er BNP. Størrelser med toptegnet \* angiver, at der er tale om variabelens "normale" eller strukturelle niveau. Den finanspolitiske reaktionsfunktion (1) tilsiger således, at de offentlige udgifter,  $G$ , er lavere end normalt, når økonomien er i højkonjunktur ( $Y > Y^*$ ) – og højere end normalt, når økonomien er i en lavkonjunktur. Parameteren  $\alpha$  bestemmer, hvor kraftigt de offentlige udgifter reagerer på output-gap.

Det er valgt at lade finanspolitikken være repræsenteret ved et generelt instrument, "de offentlige udgifter til forbrug og investering". En finanspolitisk regel kunne selvsagt også være baseret på mere specifikke instrumenter. Et argument for at anvende de offentlige udgifter til forbrug og investering er, at disse udgifter udgør de to poster på det offentlige budget, der har størst effekt på den økonomiske aktivitet. Fra et økonomisk effektivitetssynspunkt er det dog ønskeligt, hvis et stabiliserende finanspolitisk indgreb benytter instrumenter, der samtidigt virker strukturforbedrende. Et eksempel på et sådant indgreb er den omlægning fra skat på arbejdsindkomst til skat på bolig, som blev foreslået i Det Økonomiske Råd (2006a og 2006b). Denne omlægning ville have dæmpet den samlede efterspørgsel, fordi multiplikatoreffekten af boligskatter er væsentligt større end multiplikatoreffekten af indkomstskatter, jf. beregningerne i Det Økonomiske Råd (2006b, kap. I). Samtidigt ville omlægningen mindske skattesubsidieringen af ejerboliginvesteringer og øge arbejdsudbuddet og dermed det strukturelle BNP. Det foreslåede indgreb ville således have bidraget til at lukke det positive output-gap både ved at dæmpe efterspørgslen og ved at stimulere udbuddet.

Analyserne i Det Økonomiske Råd (2007a) lægger imidlertid ikke op til en diskussion af, hvad der ud fra en helhedsbetragtning er det mest hensigtsmæssige instrument at anvende til konjunkturregulering, idet dette i høj grad er et politisk spørgsmål. Når der i det følgende tages stilling til, hvad der er en hensigtsmæssig værdi af parameteren  $\alpha$  i ligning (1), skal det derfor ikke opfattes sådan, at finanspolitikken nødvendigvis bør benytte instrumentet "de offentlige udgifter til forbrug og investering" ( $G$ ). Politikreglen (1) skal derimod forstås sådan, at der ved et givet output-gap bør tilstræbes en finanseffekt, som svarer til den, man ville få, hvis man i overensstemmelse med (1) anvendte instrumentet  $G$  med den valgte værdi af  $\alpha$ .

Antag nu, at dansk økonomi er i ligevægt, men pludseligt rammes af et fald i det private forbrug. Dette medfører et fald i produktion og beskæftigelse, og output-gap bliver negativt. Hvis regeringen ikke ændrer finanspolitikken, viser beregninger med SMEC, at økonomien udvikler sig som vist med de fuldt optrukne linjer i figur 1. Dette svarer til, at  $\alpha = 0$  i ligning (1) ovenfor.

Figur 1 Effekter af et midlertidigt efterspørgselsstød – uden hhv. med finanspolitisk reaktion



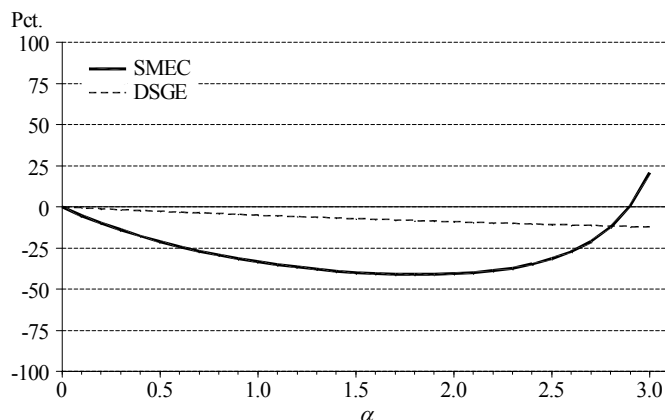
Anm.: Figurene viser effekterne af et midlertidigt efterspørgselsstød. Konkret er væksten i det private forbrug reduceret så meget, at BNP falder 1 pct. i år 1. Den fuldt optrukne linje er effekten *uden* finanspolitisk reaktion, og den stiplede er effekten *med* en finanspolitisk reaktion ( $\alpha = 1$  i ligning (1), dvs. offentligt forbrug hhv. investeringer øges 1 pct., hvis output-gap året før er -1 pct.). Da økonomien i udgangspunktet antages at være i ligevægt, kan effekten på BNP umiddelbart oversættes til effekten på output-gap.

Kilde: Egne beregninger med SMEC.

Alternativt kan regeringen vælge at hæve det offentlige forbrug med f.eks. 1 pct., for hvert procentpoint output-gap falder for at imødegå den negative konjunkturudvikling (svarende til  $\alpha = 1$ ). Så ville forløbet i stedet følge de stiplede linjer. For BNP og i særdeleshed for beskæftigelsens og prisniveauets vedkommende ses det, at udsvingene bliver mindre – variansen i disse størrelser falder.

Spørgsmålet er nu, hvor kraftig reaktionen skal være for at sikre den største variansdæmpning? Dette giver figur 2 et bud på. Her er anvendt forskellige styrker af den finanspolitiske reaktion, målt ved størrelsen af parameteren  $\alpha$ .

Figur 2 Ændring i variansen i BNP som følge af en aktiv finanspolitisk reaktion på efterspørgselsstød



Anm.: X-aksen angiver de forskellige værdier af parameteren  $\alpha$  i den finanspolitiske reaktionsfunktion, jf. (1). Jo længere mod højre, jo kraftigere reaktion på output-gap. Y-aksen angiver variansreduktionen i forhold til tilfældet uden finanspolitisk reaktion (dvs.  $\alpha = 0$ ). Et positivt tal indikerer således, at variansen er øget i forhold til situationen uden finanspolitisk reaktion, dvs. økonomien bliver mere ustabil.

Kilde: Egne beregninger med SMEC og DSGE.

Betragtes en finanspolitisk reaktion, hvor de offentlige udgifter til forbrug og investeringer mindskes med 1 pct., hvis output-gap året forinden var 1 pct. (svarende til reaktionen i figur 1), viser modelberegningerne med SMEC, at der kan opnås en reduktion af variansen i BNP på ca. en tredjedel. Mindskes de offentlige udgifter derimod med op imod 3 pct. eller mere, vil de offentlige udgifter af sig selv svinge så kraftigt, at BNP bliver mere ustabil.

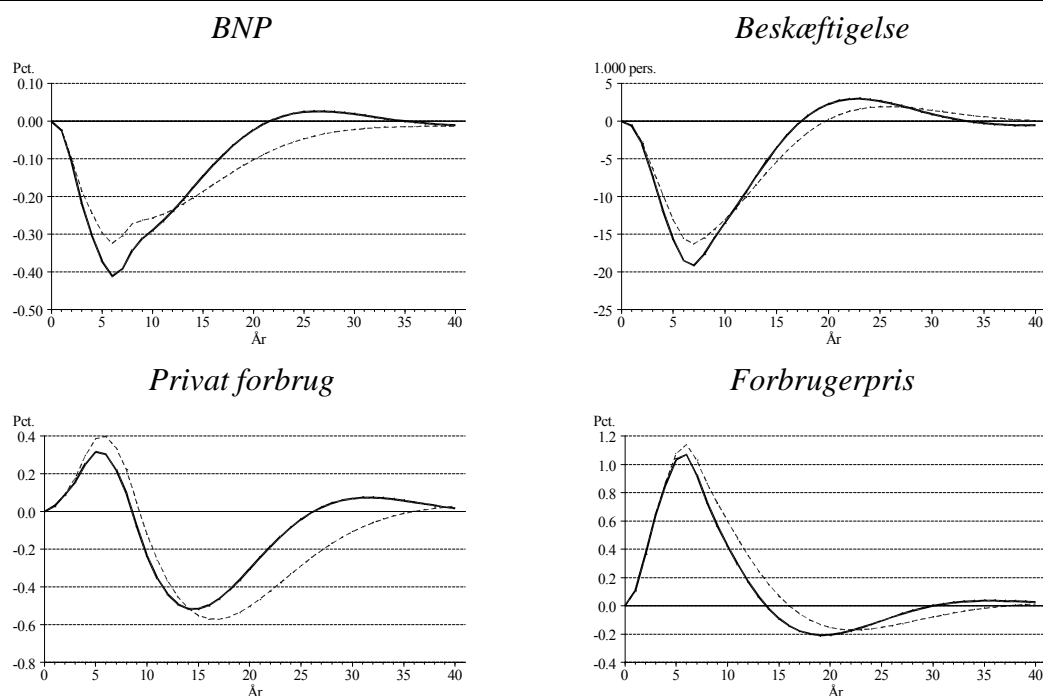
DSGE-modellen, der i analysen ligger tættere på den klassiske opfattelse, viser også, at der er mulighed for at stabilisere BNP, men variansreduktionerne er væsentligt mindre (ca. 5 pct.). Det er der primært tre årsager til. For det første er prisdannelsen mindre træg end i SMEC, hvorved økonomien af sig selv hurtigere finder vej tilbage til sin ligevægt. For det andet inddrager (en del af) husholdningerne i DSGE-modellen deres forventninger til fremtiden, når de træffer deres beslutninger om forbrug og arbejdsudbud, og de er derfor bedre til selv at sikre en stabil udvikling i deres forbrug end husholdningerne i SMEC, der ikke har fremadskuende forventninger. Jo bedre husholdningerne og økonomien generelt set selv er til at stabilisere, jo dårligere er finanspolitikens muligheder for at stabilisere yderligere. For det tredje indebærer DSGE-modellen, at det private forbrug er negativt korreleret med det offentlige forbrug, da øgede offentlige udgifter får de fremadskuende husholdninger til at holde igen med forbruget, jf. diskussionen ovenfor. Denne negative korrelation medvirker ligeledes til at mindske udsvingene i den samlede efterspørgsel.

Indtil nu er der kun set på, hvad der sker, hvis økonomien rammes af et stød til efterspørgselsiden. Økonomien reagerer imidlertid anderledes ved et stød til udbudssiden. Hvor effekten på den reale aktivitet og priserne går i samme retning ved et efterspørgselsstød, påvirkes aktiviteten og priserne i hver sin retning ved et udbudsstød. Eksempler på udbudsstød kan være ændringer i produktivitet, i arbejdsudbud eller i olieprisen.

I praksis kan det være vanskeligt at afgøre, om forholdene på økonomiens udbudsside er ændret – og hvorvidt det er kort- eller langvarigt. Endvidere er det ikke ligetil at skelne mellem udbuds- og efterspørgselsstød, blandt andet fordi en ændret efterspørgselsituation ofte fører til udbudsreaktioner. Eksempelvis vil bedre mulighed for beskæftigelse som følge af en stor stigning i efterspørgslen ofte få grupper uden for arbejdsmarkedet til at melde sig til arbejdsstyrken eller ansatte til at arbejde over.

Effekten af et udbudsstød til økonomien illustreres i figur 3, der viser de modelberegne reaktioner på et midlertidigt fald i arbejdsstyrken uden hhv. med en finanspolitisk reaktion. Det antages, at faldet i arbejdsstyrken ikke påvirker den estimerede størrelse af den strukturelle produktion, som indgår i den finanspolitiske reaktion.

Figur 3 Effekter af et midlertidigt udbudsstød – uden hhv. med finanspolitisk reaktion



Anm.: Figurene viser effekterne af et midlertidigt udbudsstød. Konkret er arbejdsudbuddet reduceret 1 pct. i fem år (det antages, at reduktionen skyldes en øget tilgang til efterløn). Den fuldt optrukne linje er effekten *uden* finanspolitisk reaktion, og den stiplede er effekten *med* en finanspolitisk reaktion ( $\alpha = 1$  i ligning (1), dvs. offentligt forbrug hhv. investeringer sænkes 1 pct., hvis output-gap året før er 1 pct.). Det antages, at potentielt output ikke påvirkes. Da økonomien i udgangspunkt antages at være i ligevægt, kan effekten på BNP umiddelbart oversættes til effekten på output-gap.

Kilde: Egne beregninger med SMEC.

Som det fremgår af figurene, kan den finanspolitiske regel i det betragtede eksempel på kort sigt stabilisere såvel BNP som beskæftigelse. Derimod udsættes priserne for større udsving end uden en finanspolitisk reaktion. For alle de viste størrelser fremgår det, at tilpasningsprocessen tilbage til ligevægt forlænges som følge af den finanspolitiske reaktion. Modelberegningerne viser dermed, at en finanspolitisk reaktion kan indebære, at der i forbindelse med et midlertidigt udbudsstød er en afvejning mellem et konjunkturudsvings dybde og varighed.

Figur 3 illustrerer som nævnt en situation, hvor myndighederne ikke har erkendt, at det strukturelle BNP har ændret sig som følge af udbudsstøddet. Da et negativt udbudsstød på kort sigt typisk vil medføre et større fald i det strukturelle end i det faktiske BNP, bør et negativt (positivt) udbudsstød normalt føre til en stramning (lempelse) af finanspolitikken, givet at formålet med stabiliseringspolitik er at mindske udsvingene i output-gap snarere end at mindske fluktuationerne i BNP. I tilfælde af udbudsstød kan den finanspolitiske regel (1) således medføre en u hensigtsmæssig politik-reaktion, hvis myndighederne ikke gennemskuer, at en observeret ændring i det faktiske BNP skyldes forhold på økonomiens udbudsside.

En mulighed for at imødegå dette problem kunne være at udnytte, at produktion og priser påvirkes i hver sin retning ved et udbudsstød. Den finanspolitiske reaktion på output-gap kunne således suppleres med en reaktion på inflationens afvigelse fra sin ligevægt (f.eks. afvigelsen fra 2 pct.). Dermed ville den finanspolitiske reaktionsfunktion blive analog til Taylor-reglen, der kendes fra modellering af pengepolitikken, jf. Taylor (1993). Ved et negativt udbudsstød, hvor priserne stiger, men hvor det strukturelle BNP fejlagtigt antages at være uændret, vil stigningen i inflationen isoleret set tilsige en finanspolitisk stramning, hvilket kan modvirke den u hensigtsmæssige finanspolitiske lempelse, som fremkomsten af et negativt estimeret output-gap ellers ville fremkalde.<sup>5</sup>

Generelt kan det være problematisk at lade finanspolitikken reagere kraftigt på stød i en situation, hvor der er betydelig usikkerhed om økonomiens potentielle produktion og dermed om størrelsen af output-gap.<sup>6</sup> Figur 4 illustrerer denne problemstilling. Den viser, hvorledes variansen i BNP påvirkes, når finanspolitikken i varierende grad reagerer på et output-gap, der opgøres med målefejl. Målefejl i output-gap kan skyldes en lang række ting: Unøjagtigheder, der opstår som følge af revisioner af historiske data, metodiske problemer med at identificere det strukturelle niveau for BNP samt upræcise økonomiske prognoser.

Som det fremgår af figuren, mindskes muligheden for at reducere udsvingene i BNP, når der introduceres målefejl i output-gap. Indførelsen af målefejl svarer til, at der kommer "tilfældige" udsving i de offentlige udgifter (da de reagerer på målefejl i output-gap), og disse tilfældige udsving bidrager til øgede udsving i BNP.

Figuren illustrerer også, at styrken af den finanspolitiske reaktion bør være mindre, jo større målefejlen i output-gap er. Beregningerne viser således, at en kraftig finanspolitisk reaktion kan medvirke til en destabilisering af økonomien, hvis der er stor usikkerhed i bestemmelsen af output-gap. Da der i praksis er usikkerhed i fastlæggelsen af konjunktursituationen, tilsiger dette for det første, at den finanspolitiske reaktion bør være forholdsvis forsigtig, og for det andet at der ikke bør reageres på små – og dermed usikre – ubalancer.

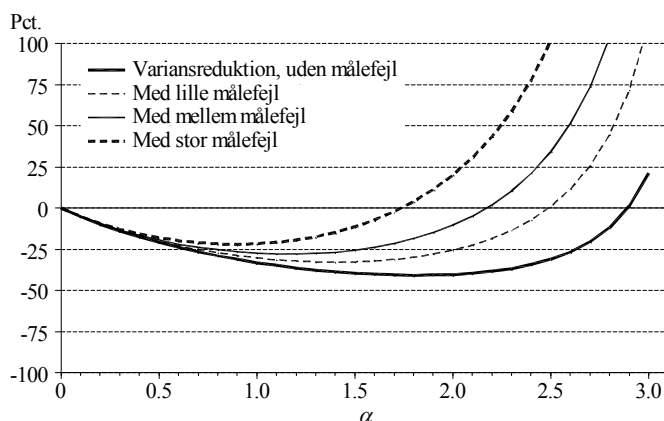
---

<sup>5</sup> Som nærmere forklaret i Det Økonomiske Råd (2007a, s. 144) kan en udvidelse af den finanspolitiske reaktionsfunktion med et inflationsgap dog have den uønskede bivirkning at forsinke tilpasningen i priserne ved et midlertidigt udbudsstød.

<sup>6</sup> Denne problemstilling diskuteres indgående i Det Økonomiske Råd (2007a, boks II.1, side 114-115).



Figur 4 Variansændring i BNP ved efterspørgselsstød



Anm.: Størrelsen på målefejlen er set i forhold til udsvingene i output-gap (uden finanspolitisk reaktion); en lille målefejl er ca.  $\frac{1}{4}$  af størrelsen på udsvingene i output-gap, "mellem" er ca.  $\frac{1}{2}$ , og "stor" er omtrent lige så store udsving i målefejl som i output-gap. Se i øvrigt anmærkning til figur 2.

Kilde: Egne beregninger med SMEC.

## Konklusion – og anbefaling af aktuel stramning af finanspolitikken

Analyserne i Det Økonomiske Råd (2007a) viser, at det er muligt at mindske udsvingene i eksempelvis BNP og beskæftigelse ved at føre en aktiv finanspolitik. Samtidig tilsiger en lang række forhold, at den finanspolitiske reaktion skal være afdæmpet. Grundlæggende skyldes dette, at der er usikkerhed omkring størrelsen af output-gap, hvilket skyldes generel usikkerhed om den aktuelle konjunktursituation, og uklarhed om hvorvidt økonomien er ramt af et stød til efterspørgslen eller udbuddet.

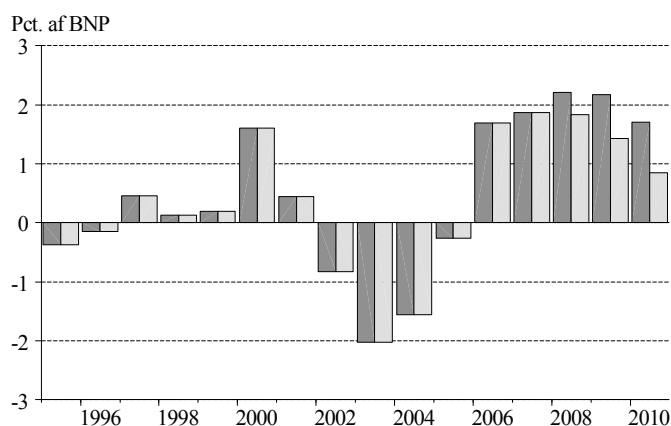
En afvejning af de forskellige forhold indikerer, at en fornuftig finanspolitisk reaktion kan være at ændre de offentlige udgifter til forbrug og investeringer med omkring 1 procent, når output-gap er i størrelsesordenen 1 pct., eller at justere andre finanspolitiske instrumenter, så der opnås en tilsvarende finanseffekt. En sådan reaktion svarer til en ekspansiv finanspolitik med en finanseffekt på ca.  $\frac{1}{4}$  procentpoint ved et negativt output-gap på 1 procent. Tilsvarende skal finanspolitikken som udgangspunkt strammes svarende til en finanseffekt på ca.  $-\frac{1}{4}$  procentpoint ved et positivt output-gap på 1 procent. Beregningerne viser, at en sådan reaktion kan mindske variansen i BNP med op til en tredjedel ved midlertidige efterspørgselsstød.

Usikkerheden omkring fastlæggelsen af output-gap tilsiger, at finanspolitikken ikke bør reagere på små konjunkturudsving, eksempelvis output-gap mindre end 1 procent.

Det er endvidere oplagt, at tilrettelæggelsen af finanspolitikken ikke bør ske med udgangspunkt i et enkelt tal, nemlig output-gap. Dette skyldes ikke mindst den omtalte usikkerhed omkring størrelsen af output-gap. Det er derfor hensigtsmæssigt også at se på andre indikatorer, f.eks. presset på arbejdsmarkedet, udviklingen i betalingsbalancen eller inflationen, ligesom det er relevant at inddrage anden viden, der kan indikere, om en ændring i konjunktursituationen kan være på vej. Det er således klart, at en finanspolitisk regel som ligning (1) ikke bør anvendes mekanisk, men kun som udgangspunkt for en samlet vurdering.

Diskussionen om finanspolitikken i den seneste rapport fra Det Økonomiske Råd (2007b) kan tjene til at illustrere, hvorledes analyserne ovenfor kan omsættes i konkrete anbefalinger. Den danske økonomi har haft fart på de seneste tre år, og produktionen er vokset væsentligt hurtigere, end den underliggende trendudvikling ville tilsige. Ledigheden er faldet med godt 100.000 personer siden begyndelsen af 2004, og antallet af arbejdsløse er dermed på det laveste niveau siden 1974. Den aktuelle arbejdsløshed vurderes at være klart under det niveau, der på lang sigt er foreneligt med en stabil inflation svarende til inflationen i Europa. På denne baggrund vurderes det, at output-gap i dag befinder sig i underkanten af 2 pct, jf. figur 4.

Figur 4 Effekt af en finanspolitisk stramning i 2008 og 2009



Anm.: I prognosen (markeret med mørke søjler) er finanseffekten ca. ½ hhv. ¼ pct.point i 2008-09 og ca. -¼ pct.point begge år i alternativforløbet (markeret med lyse søjler).

Kilde: Egne beregninger med SMEC.

På basis af den ovenfor omtalte tommelfingerregel burde finanspolitikken i lyset af det store output-gap som udgangspunkt indebære en stramning svarende til en finanseffekt på op imod -½ pct.point af BNP i 2008. Den aktuelle konjunktursituation i slutningen af 2007 rummer imidlertid en risiko for, at den internationale økonomi i højere grad end forventet bliver påvirket negativt af den finansielle uro, ligesom der er større usikkerhed end normalt om prisudviklingen på det danske ejerboligmarked. Disse forhold gør, at en lidt mindre stramning vurderes at være hensigtsmæssig. Konkret anbefalede Det Økonomiske Råds formandskab derfor i sin seneste rapport en finanseffekt på -¼ procentpoint i 2008 og 2009, hvilket vil kunne lette presset på økonomien de kommende år, jf. figur 4. Dette skal ses i sammenhæng med, at det i august 2007 fremlagte finanslovsforslag for 2008 af formandskabet vurderes at indebære en positiv finanseffekt på +½ procentpoint.

Diskussionen om finanspolitikken muligheder og begrænsninger som stabiliseringspolitisk instrument vil givetvis fortsætte, og holdningerne til finanspolitikken vil kunne ændre sig, efterhånden som der akkumuleres ny forskningsmæssig viden og praktiske erfaringer. Foreløbigt må det på baggrund af resultaterne i denne artikel konkluderes, at det selv med udgangspunkt i meget forskellige modelrammer synes at være muligt at opnå en gavnlig stabilisering af økonomien ved at føre en konjunkturmodløbende finanspolitik som reaktion på store åbenlyse afvigelser fra en "normal" konjunktursituation. Omvendt peger analysen på, at finanspolitikken bør undlade at reagere på små afvigelser.

## Litteratur

Blanchard, Oliver og Roberto Perotti (2002): "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output", *Quarterly Journal of Economics*.

Burnside, Craig, Martin Eichenbaum og Jonas D.M. Fisher (2004). "Fiscal Shocks and Their Consequences", *Journal of Economic Theory* 115, pp. 89-117.

Campbell, John Y. and N. Gregory Mankiw (1991). "The Response of Consumption to Income – A Cross-Country Investigation". *European Economic Review* 35, 723-767.

Edelberg, Wendy, Martin Eichenbaum og Jonas D.M. Fisher (1999). "Understanding the Effects of a Shock to Government Purchases", *Review of Economics Dynamics*, pp. 166-206.

Det Økonomiske Råd (2006a). "Dansk Økonomi, forår 2006", København.

Det Økonomiske Råd (2006b). "Dansk Økonomi, efterår 2006", København.

Det Økonomiske Råd (2007a). "Dansk Økonomi, forår 2007", København.

Det Økonomiske Råd (2007b). "Dansk Økonomi, efterår 2007", København.

Galí, J., D. López-Salido og J. Vallés (2007). "Understanding the Effects of Government Spending on Consumption". *Journal of the European Economic Association*, 5 (1), pp. 227-70.

Grinderslev, Dorte og John Smidt (2007). "SMEC: Modelbeskrivelse og modelegenskaber, 2006". Arbejdsrapport 2007:1, Det Økonomiske Råds Sekretariat.

Linaa, Jesper (2008, kommende). "A DSGE Model with Fiscal Policy: Model Description and Properties". Arbejdsrapport, De Økonomiske Råd.

Perrotti, Roberto (2007): "In Search of the Transmission Mechanism of Fiscal Policy". Vil blive udgivet i Acemoglu, Daron, Kenneth Rogoff og Michael Woodford (ed.): *NBER Macroeconomics Annual 2007*, The MIT Press, Cambridge.

Ravn, M., S. Schmitt-Grohé og M. Uribe (2006). "Deep Habits", *Review of Economic Studies*, 73, pp. 195-218.

Ramey, V. og Matthew D. Shapiro (1998). "Costly Capital Reallocation and the Effects of Government Spending", *Carnegie Rochester conference on Public Policy*, pp. 145-94.

Sørensen, Peter Birch og Hans Jørgen Whitta-Jacobsen (2005). *Introducing Advanced Macroeconomics: Growth and Business Cycles*. McGraw-Hill.

Taylor, John B. (1993). "Discretion versus Policy Rules in Practice". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 195-214.