
Virkning af finanspolitik under krisen

Ann-Louise Winther, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

For at dæmpe virkningerne af den finansielle og økonomiske krise, herunder store stigninger i ledigheden, er der i det seneste års tid gennemført finanspolitiske stimuluspakker i mange lande, og nogle lande planlægger yderligere lempelser i 2010. De enkelte landes finanspolitik under krisen skal ses i sammenhæng med omfanget af den økonomiske afmatning i det pågældende land, det finanspolitiske råderum og størrelsen af de automatiske stabilisatorer. Desuden er pengepolitikken lempet i form af renter tæt på nul, og mange lande har taget ukonventionelle pengepolitiske instrumenter i brug for at lette kreditformidlingen. Det store fokus på finanspolitiske lempelser skal derfor også ses i lyset af begrænsningerne for yderligere pengepolitiske lempelser.

Artiklen ser nærmere på den førte finanspolitik under krisen og de makroøkonomiske virkninger af denne. Først beskrives de gennemførte og planlagte finanspolitiske lempelser i OECD-landene, og hvordan de har påvirket de offentlige finanser i de respektive lande. Der er generelt stor variation i størrelsen af de finanspolitiske lempelser på tværs af lande. I de fleste lande medfører ekspansiv diskretionær finanspolitik sammen med virkningen fra de automatiske stabilisatorer, at de offentlige finanser forværres betydeligt i år og næste år.

I anden del af artiklen ses nærmere på de potentielle effekter af den ekspansive finanspolitik, som er givet ved de såkaldte finanspolitiske multiplikatorer. I både den teoretiske og den empiriske litteratur spænder størrelsen af multiplikatorerne vidt. De afhænger bl.a. af husholdningers og virksomheders opsparingsadfærd, den finanspolitiske holdbarhed og omfanget af handel med udlandet. Det har også betydning, om finanspolitikken lempes på indtægts- eller udgiftssiden. På kort sigt er der empirisk belæg for, at øgede offentlige investeringer og øget offentligt forbrug har større effekt end skattelettelser, men virkningen af skattelettelser kan stige på længere sigt i takt med, at den større opsparring kanaliseres ud i privatforbruget. Sidste del af artiklen omhandler, hvorfor effekterne af finanspolitik under den nuværende krise kan afvige fra de estimerede effekter i mere "normale tider". Hvis husholdningers og virksomheders adgang til kredit er begrænset, kan ekspansiv

finanspolitik have en relativt stor virkning. På den anden side kan øget usikkerhed omkring fremtidig indkomst og beskæftigelse i lyset af den økonomiske krise betyde, at den private sektor vælger at spare op frem for at forbruge, hvilket svækker finanspolitikens stabiliserende effekt. Finanspolitikens holdbarhed har også betydning for virkningen af aktiv finanspolitik på den økonomiske aktivitet. Store offentlige underskud og voksende offentlig gæld kan forstærke usikkerheden omkring den økonomiske fremtid, hvilket kan forøge den private sektors opsparens-tilbøjelighed. Dertil kan stigende offentlig gæld medføre rentestigninger – i form af stigninger i det generelle renteniveau eller enkelte landes rentespænd – som derved modvirker stimulansen fra finanspolitikken.

For at opnå den størst mulige virkning af finanspolitikken under krisen er det afgørende, at de finanspolitiske lempelser er rettidige og målrettede. Holdbarheden er desuden afgørende for, om der er plads til yderligere lempelser i de enkelte lande. De offentlige finanser forværres betydeligt i mange lande frem mod 2010, hvorfor der i mange tilfælde er brug for en snarlig konsolidering, ikke mindst i lyset af den demografiske udfordring, som en del lande står over for i de kommende år. Lempelseerne bør derfor være af midlertidig karakter for at undgå en permanent forværring af de offentlige finanser.

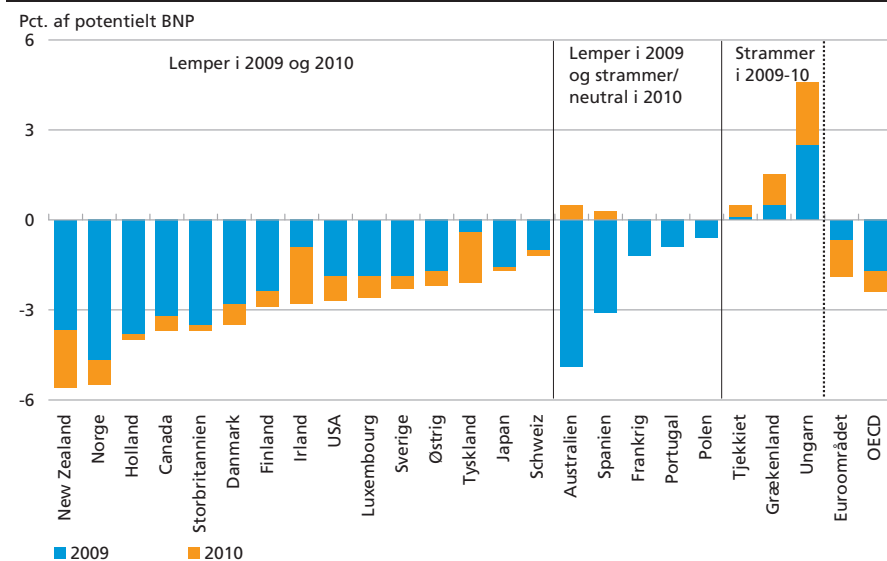
FINANSPOLITIK I LYSET AF KRISEN

Omfanget af de finanspolitiske lempelser på tværs af lande

I lyset af den finansielle og økonomiske krise er der i lande verden over foretaget finanspolitiske lempelser i forsøg på at dæmpe den kraftige nedgang i efterspørgslen og mindske den stigende ledighed. Muligheden for yderligere stimulans fra pengepolitikken er begrænset, hvilket har skabt øget interesse for aktiv finanspolitik. Størrelsen af de finanspolitiske hjælpepakker varierer på tværs af lande. Målt ved den årlige ændring i den strukturelle offentlige saldo gennemføres der i OECD-landene tilsammen diskretionære finanspolitiske lempelser på lidt under 2 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, i 2009, og der er udsigt til lempelser på yderligere knap 1 pct. af BNP i 2010, jf. figur 1. I euroområdet er de samlede lempelser i 2009-10 på næsten 2 pct. af BNP, mens USA gennemfører større lempelser på knap 3 pct. af BNP i samme periode. Også inden for EU er der store forskelle på den førte finanspolitik under krisen. Blandt EU-lande, som har gennemført lempelser i 2009, og som planlægger yderligere lempelser i 2010, er Tyskland, Finland, Sverige og Danmark. Danmark er et af de lande, hvor finanspolitikken er lempet mest. Målt ved de direkte provenuvirkninger, lempes finanspolitikken ifølge Økonomisk Redegørelse, august 2009, med 1,9 pct. af BNP i 2009,

AKTIV FINANSPOLITIK I OECD-LANDE I 2009 OG 2010

Figur 1



Anm.: Den diskretionære finanspolitik er approksimeret som ændringen i den strukturelle budgetbalance fra år til år. For den strukturelle saldo er anvendt OECDs skøn for den underliggende saldo, som er den cyklisk korrigerede budgetsaldo korrigeret for særlige forhold. En negativ (positiv) ændring i den underliggende saldo angiver en lempelse (stramning) af finanspolitikken. Italien, som ifølge OECD strammer finanspolitikken i 2009 og lempes i 2010, og Belgien, som fører neutral finanspolitik i 2009 og lempes lidt i 2010, er ikke medtaget i figuren.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 85, juni 2009.

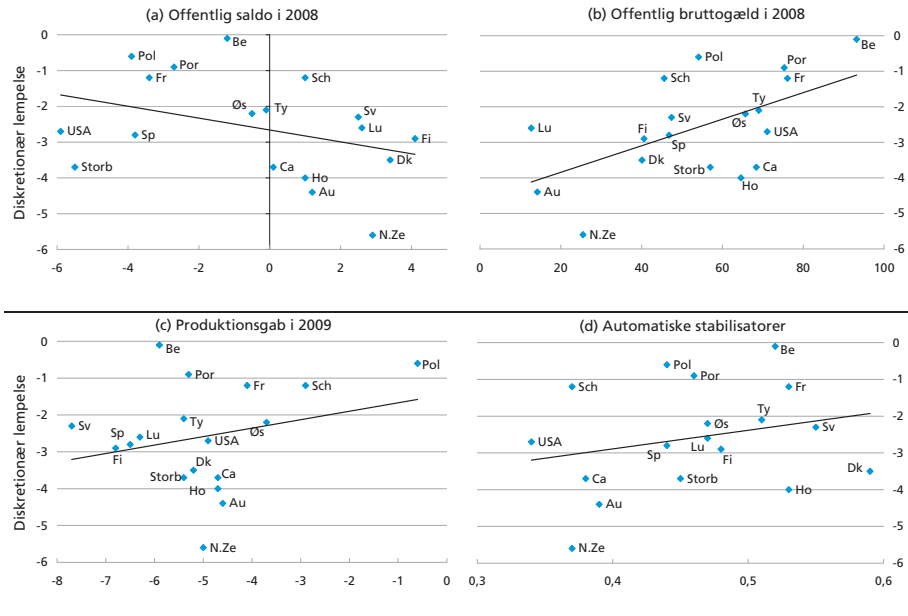
og indtil videre er der besluttet yderligere lempelser svarende til 1,3 pct. af BNP i 2010.

Andre lande i EU, heriblandt Frankrig og Spanien, har gennemført stimuspakker i 2009, men ventes at konsolidere de offentlige finanser allerede i 2010. Endelig er der EU-lande, som allerede ved krisens begyndelse havde betydelige underskud på det offentlige budget, og som derfor til trods for den økonomiske nedgang har været nødsaget til at føre neutral eller stram finanspolitik gennem 2009. Grækenland og Ungarn er blandt de lande, som strammer finanspolitikken i 2009.

Finanspolitikken skal ses i sammenhæng med, hvor hårdt de enkelte landes økonomier er ramt af krisen og størrelsen på det finanspolitiske råderum i form af den offentlige saldo og gæld ved krisens begyndelse. Figur 2a-b illustrerer sammenhængen mellem størrelsen af de finanspolitiske lempelser og størrelsen af det finanspolitiske råderum ved krisens begyndelse på tværs af OECD-lande. Figuren viser, at de lande, som havde store offentlige underskud og høj gæld i 2008, generelt har lempet mindre end lande med større finanspolitisk råderum. Dermed har lande, som har konsolideret de offentlige finanser i løbet af de "gode tider", haft bedre mulighed for at bruge finanspolitikken som instrument til at stabilisere økonomien. Figur 2c viser sammenhængen mellem omfanget

EKSPANSIV FINANSPOLITIK I 2008-10

Figur 2



Anm.: Au: Australien, Be: Belgien, Ca: Canada, Dk: Danmark, Fi: Finland, Fr: Frankrig, Ty: Tyskland, Lu: Luxembourg, Ho: Holland, N.Ze: New Zealand, Pol: Polen, Por: Portugal, Sp: Spanien, Sv: Sverige, Sch: Schweiz, Storb: Storbritannien, Os: Østrig.

De diskretionære finanspolitiske lempelser i hvert land er angivet som den negative ændring i den offentlige strukturelle saldo (OECDs skøn for den underliggende saldo) fra 2008-10. Figuren viser kun lande, som samlet har lempet finanspolitikken fra 2008 til 2010. De automatiske stabilisatorer er OECDs beregninger af budgetelasticiteter og angiver ændringen i den offentlige budgetsaldo i procent af BNP ved en ændring i produktionsgabets størrelse på 1 pct. af potentielt BNP. Linjerne angiver den estimerede lineære sammenhæng mellem observationerne.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 85, juni 2009 og Girouard og André, Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries, OECD, *Working Paper*, nr. 34, 2005.

af de finanspolitiske lempelser og størrelsen af den økonomiske nedgang i de enkelte lande, målt ved produktionsgabets størrelse. De lande, hvis produktion ligger længst under det potentielle produktionsniveau, lempes generelt finanspolitikken mere.

Derudover er der en svag negativ sammenhæng mellem omfanget af de finanspolitiske tiltag og størrelsen af de såkaldte automatiske stabilisatorer, jf. figur 2d. De automatiske stabilisatorer er et mål for, i hvilken grad de offentlige indtægter og udgifter reagerer på konjunkturudsving¹. De finanspolitiske lempelser har generelt været store i lande med små automatiske stabilisatorer såsom USA, Canada og Australien og relativt mindre i de fleste EU-lande. Blandt undtagelserne er Danmark, Sverige og Holland, som har relativt store automatiske stabilisatorer, men hvor de diskretionære finanspolitiske lempelser også har været betydelige. Ifølge OECDs beregninger har Danmark de største automatiske

¹ Jan Overgaard Olesen og Ann-Louise Winther, *Automatiske Stabilisatorer*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2009.

stabilisatorer blandt alle OECD-landene. Styrken af de automatiske stabilisatorer afhænger bl.a. af den offentlige sektors størrelse, indretningen af skattesystemet og kompensationsgraden for overførselsindkomster. I den nuværende lavkonjunktur betyder styrken af de automatiske stabilisatorer i Danmark, at de offentlige udgifter til bl.a. overførselsindkomster stiger relativt meget, og at skatteindtægterne falder meget på grund af faldende produktion og stigende arbejdsløshed. Derved sker der en automatisk lempelse af de offentlige finanser, som dæmper nedgangen i den økonomiske aktivitet og beskæftigelse og dermed mindsker behovet for egentlige diskretionære lempelser. Virkningen fra de automatiske stabilisatorer afhænger af, hvilken type stød der er årsag til den nuværende nedgang i konjunktoren. Det er imidlertid svært at identificere det underliggende stød til økonomien, som kan komme fra både efterspørgsels- og udbudssiden. Hvis det antages, at omkring halvdelen af det økonomiske tilbageslag i Danmark er drevet af et fald i privatforbruget, og den anden halvdel er drevet af nedgang i eksporten, betyder den automatiske stabilisering, at faldet i beskæftigelsen formindskes med omkring 30.000 personer i 2009, jf. multiplikatorberegninger i Olesen og Winther (2009)¹. Effekten er dermed omkring det dobbelte af de 16.000 personer, som beskæftigelsesvirkningen af de diskretionære lempelser i 2009 er skønnet til i Økonomisk Redegørelse, august 2009. Størrelserne flugter med, at omkring to tredjedele af forværringen i den offentlige saldo fra 2008 til 2009 skønnes at være konjunkturbetinget og komme fra den automatiske stabilisering, mens omkring en tredjedel tilskrives diskretionære lempelser². Den automatiske stabilisering af beskæftigelsen skal også ses i sammenhæng med, at den samlede beskæftigelse forventes at falde med omkring 80.000 personer fra 2008 til 2009.

Udsigterne for de offentlige finanser

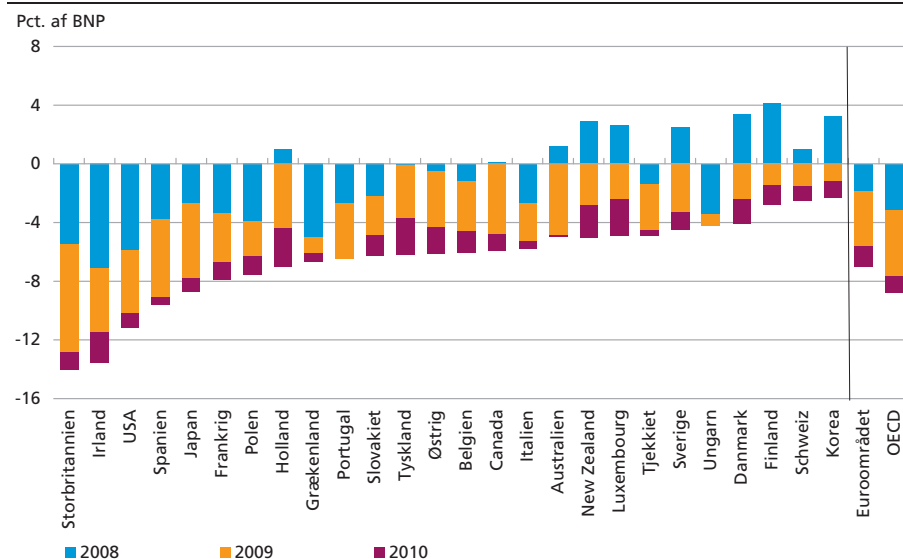
Den ekspansive finanspolitik medfører sammen med effekten fra de automatiske stabilisatorer en svækkelse af den offentlige saldo i de fleste lande. Blandt OECD-landene forventes en mærkbar forværring af de offentlige finanser frem mod 2010, jf. figur 3. Underskuddet i OECD-landene under ét forventes at blive knap 9 pct. af BNP i 2010, og i euroområdet 7 pct. af BNP, ifølge OECD, Economic Outlook, nr. 85, juni 2009, hvilket er en svækkelse af saldoen på godt 5 pct. af BNP siden 2008 i begge tilfælde. Selv lande, der i 2008 havde relativt store overskud på

¹ Der er taget udgangspunkt i de estimerede aktivitetsmultiplikatorer. Aktivitetsvirkningen fra de automatiske stabilisatorer bliver større, jo større en andel af det underliggende stød der kan henføres til privatforbruget, og mindre med andelen, der kan henføres til eksporten.

² Fordelingen angiver forholdet mellem ændringen i den strukturelle saldo, jf. Økonomisk Redegørelse, august 2009, og ændringen i den offentlige saldo, jf. artiklen Dansk økonomi 2009-11, side 33.

DE OFFENTLIGE BUDGETSALDI I OECD-LANDE I 2008-10

Figur 3



Anm.: Saldoen i et givent år er angivet som summen af de farvede søjler, bortset fra lande, som i 2008 havde overskud. I de lande er underskuddet i 2010 angivet som summen af den gule og røde søjle. Norge med et offentligt budgetoverskud på 18,8 pct. af BNP og Island med et underskud på 14,3 pct. af BNP i 2008 er ikke medtaget i figuren.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 85, juni 2009.

de offentlige finanser, som Danmark, Sverige og Finland, får underskud i både 2009 og 2010. Det afspejler til dels, at det er politisk svært at gennemføre finanspolitiske stramninger under en højkonjunktur, der svarer til omfanget af de diskretionære lempelser, som gennemføres under en lavkonjunktur. Tilbøjeligheden til asymmetri i den aktive finanspolitik er med til at øge de offentlige underskud i en nedgangsperiode.

Ifølge OECD kan lidt under halvdelen af forværringen i de offentlige finanser fra 2008 til 2010 tilskrives et fald i den strukturelle budgetsaldo, mens lidt over halvdelen af forværringen kan henføres til effekten fra de automatiske stabilisatorer. I Danmark er en lidt større andel af forværringen i den offentlige budgetsaldo konjunkturbetinget, hvilket skal ses i lyset af de store automatiske stabilisatorer. De gennemførte og planlagte finanspolitiske tiltag betyder sammen med virkningen fra de automatiske stabilisatorer, at den danske offentlige saldo vendes fra et overskud på 3,4 pct. af BNP til et underskud på 5,6 pct. af BNP i 2010, jf. artiklen *Dansk økonomi 2009-11*, side 33. Det er en forværring af den offentlige saldo på 9 pct. af BNP svarende til knap 160 mia.kr. Så brat en forværring er ikke sket i Danmark siden 2. verdenskrig, og svækkelsen af saldoen er væsentligt større end i de fleste andre lande. Den signifikante forværring af de offentlige finanser i de fleste OECD-lande medfører en hastig stigning i den offentlige gæld. I euroområdet ventes en gennemsnitlig stigning på

knap 16 pct. af BNP fra 2008 til 2010, hvorefter den gennemsnitlige offentlige gæld vil være knap 90 pct. af BNP, mens gældsbyrden i USA stiger fra godt 70 pct. af BNP i 2008 til knap 100 pct. af BNP i 2010, jf. OECDs seneste skøn. I Danmark stiger den offentlige bruttogæld ifølge Økonomisk Redegørelse, august 2009, fra godt 33 pct. af BNP i 2008 til godt 42 pct. af BNP i 2010.

VIRKNINGEN AF FINANSPOLITIK

Finanspolitikken som middel til stabilisering

Målet med de finanspolitiske lempelser er via øget efterspørgsel at dæmpe krisens effekt på den økonomiske aktivitet og beskæftigelse. Den store interesse for finanspolitisk stimulans kommer efter en længere periode, hvor den økonomiske politik mere har været fokuseret på strukturelle reformer, der styrker arbejdsudbud og de offentlige financers holdbarhed på langt sigt. I lyset af den finansielle krise og den svækkede mulighed for at stabilisere økonomien gennem pengepolitik, er det blevet et centralt spørgsmål, i hvor høj grad finanspolitik kan hjælpe til at stabilisere økonomien, uden at den langsigtede finanspolitiske holdbarhed sættes over styr. Brugen af finanspolitik som middel til at stabilisere økonomien blev udviklet efter den store depression i 1930'erne med udgangspunkt i den berømte økonom John Keynes' *General Theory*. Ifølge den traditionelle keynesianske teori vil øgede offentlige udgifter stimulere den aggregerede efterspørgsel, enten direkte i form af højere offentligt forbrug og investeringer, eller indirekte ved at øge de private indkomster gennem skattelettelser eller højere overførsler. I hvor høj grad den ekspansive finanspolitik slår igennem på den økonomiske aktivitet, kan udtrykkes ved de såkaldte finanspolitiske multiplikatorer. Usikkerheden omkring virkningen af aktiv finanspolitik bunder i, at størrelsen af multiplikatorerne spænder vidt i den teoretiske og empiriske litteratur, jf. boks 1. Den store variation i størrelsen af multiplikatorerne skyldes både, at de er svære at estimere, og at størrelsen afhænger af en lang række økonomiske faktorer. Det er afgørende for virkningen af ekspansiv finanspolitik, at der er ledig kapacitet i økonomien. Hvis økonomien opererer med høj kapacitetsudnyttelse og lav ledighed, slår finanspolitiske lempelser i stedet ud i øgede pristigninger og større import fra udlandet. Dertil kommer, at multiplikatorerne også afhænger af den private sektors opsparringstilbøjelighed og omfanget af samhandel med udlandet. I en lille åben økonomi påvirkes den økonomiske aktivitet derfor ikke kun af den indenlandske finanspolitik, men også af finanspolitikken hos handelspartnerne.

FINANSPOLITISKE MULTIPLIKATORER

Boks 1

De finanspolitiske multiplikatorer måler effekten af diskretionær finanspolitik på BNP og er angivet som ændringen i BNP ved en ændring i den offentlige saldo, som kan henføres til aktiv finanspolitik. I den økonomiske litteratur spænder størrelsen af de finanspolitiske multiplikatorer bredt. Ifølge den oprindelige keynesianske teori er de forholdsvis høje og over 1, hvilket betyder, at en given finanspolitisk lempelse vil øge produktionen med mere end størrelsen på den oprindelige lempelse. Der findes dog en lang række økonomiske argumenter for, at multiplikatorerne er mindre og endda kan antage negative værdier. I udvidelser af den simple keynesianske teori er der mulighed for, at øgede offentlige investeringer medfører en højere rente eller styrker en flydende valutakurs, hvilket reducerer de private investeringer eller svækker nettoeksporten. Denne effekt kan forstærkes, hvis den ekspansive finanspolitik fører til offentlig gældsætning, som øger usikkerheden omkring den finanspolitiske holdbarhed eller risikoen for inflationsstigninger. Sådanne virkninger kan forhøje risikopræmien og dermed renten. Hvis økonomien desuden er tæt på fuld kapacitetsudnyttelse, og ledigheden er lav, kan ekspansiv finanspolitik også føre til løn- og prisstigninger, hvilket kan mindske effekten fra finanspolitik på den private efterspørgsel. Fortrængningen af den finanspolitiske stimulans kan også ske direkte, hvis en del af stigningen i den private efterspørgsel imødekommes af import fra udlandet. Derfor er multiplikatorerne generelt mindre i små åbne økonomier end i større økonomier, fordi en del af stimulansen kommer handelspartnerne til gode.

Der findes også argumenter for, at aktiv finanspolitik slet ingen effekt har på den private efterspørgsel. Såfremt forbrugerne er forudseende, forventer de, at den offentlige sektor må finansiere finanspolitiske lempelser i dag gennem skattestigninger i fremtiden. Hvis forbrugerne dertil ønsker at udjævne deres forbrug over livet, sparer de op svarende til den finanspolitiske lempelse. Derved stiger den private opsparing med det samme, som den offentlige opsparing falder, hvilket kaldes ricardiansk ækvivalens og indebærer, at finanspolitikken slet ingen effekt har på efterspørgslen. Ricardiansk ækvivalens i sin strengeste form er ikke så sandsynlig, idet den er baseret på nogle forholdsvis stærke antagelser. Forhold såsom kreditbegrænsninger, uperfekte kapitalmarkeder, og at forbrugerne ikke er fuldkomment forudseende, kan medføre en større forbrugstilbøjelighed.

Hvorvidt midlertidige eller permanente finanspolitiske lempelser har de største multiplikatorer, afhænger af typen af finanspolitisk lempelse. Tiltag, som påvirker de private indkomster, såsom skattelettelser, har generelt størst effekt, hvis de er permanente, såfremt de ikke skaber usikkerhed om den finanspolitiske holdbarhed. På den anden side har tiltag, som påvirker prisniveauet, såsom nedsættelser af de indirekte skatter, størst effekt, hvis de er midlertidige, idet forbruget sandsynligvis påvirkes positivt af et midlertidigt lavere prisniveau. Effekten fra en midlertidig nedsættelse af indirekte skatter afhænger dog af, i hvilken grad afgiftsnedsættelsen påvirker forbrugerpriserne i sidste ende.

Vender man fokus mod den empiriske litteratur, findes der en lang række studier, som estimerer størrelsen af de finanspolitiske multiplikatorer¹. Resultaterne varierer betydeligt på tværs af studierne, hvilket bl.a. skyldes, at de anvendte metoder til estimation af multiplikatorerne er forskellige. Typisk estimeres multiplikatorerne enten

¹ Oversigt over estimerede finanspolitiske multiplikatorer i den empiriske litteratur findes i Spilimbergo, Symansky og Schindler, *Fiscal Multipliers*, IMF, 2009 samt Hemming, Kell og Mahfouz, *The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity – A Review of the Literature*, IMF, *Working Paper*, nr. 2, 2008.

FORTSAT

Boks 1

ved hjælp af simulationer af makroøkonomiske modeller eller ved empiriske studier, såsom strukturelle VAR-modeller eller case studies. En betydelig udfordring ved de empiriske studier er at adskille den diskretionære finanspolitik fra den konjunkturbetingede udvikling i de offentlige finanser. Det kan især være svært at måle multiplikatorerne i en økonomisk nedgangsperiode, da der er mange forskellige faktorer, som spiller ind på den økonomiske udvikling. De fleste studier koncentrerer sig omkring USA, Japan og de større europæiske lande.

Estimaterne varierer på tværs af lande, men man kan alligevel drage nogle generelle konklusioner fra de empiriske studier. For det første er estimaterne af multiplikatorerne generelt positive, men små. Estimaterne viser, at virkningen på kort sigt af øget offentligt forbrug eller investeringer generelt er større end virkningen af skattelettelser eller overførsler. Mens en stigning i offentligt forbrug eller investeringer påvirker efterspørgslen direkte, afhænger lempelser, som øger den private disponible indkomst, af, hvor meget af den ekstra indkomst forbrugerne vælger at opspare. Effekten er dog ikke nødvendigvis mindre på længere sigt, idet forbrugerne gradvis kan vælge at forbruge den ekstra indkomst. Man kan øge virkningen ved at målrette lempelserne mod forbrugere med begrænset adgang til kredit og med de laveste indkomster, som ofte har den højeste forbrugstilbøjelighed.

Selv om empiriske resultater varierer en del, er der generelt kun lille empirisk belæg for, at virkningen af finanspolitik fortrænges på grund af rentestigninger eller styrkelse af valutakursen. Ligeledes understøtter de empiriske studier kun mindre grader af ricardiansk ækvivalens.

Desuden afhænger virkningen ikke kun af omfanget, men også af sammensætningen af de finanspolitiske lempelser. En overvejende del af empiriske studier viser, at øgede offentlige investeringer eller øget offentligt forbrug har større virkning på den økonomiske aktivitet på kort sigt end lempelser i form af skattelettelser, hvorimod skattelettelser godt kan have større effekt på længere sigt.

I vurderingen af den potentielle virkning af finanspolitik under den nuværende økonomiske og finansielle krise skal man tage højde for, at størrelsen af de finanspolitiske multiplikatorer kan have ændret sig i forhold til de multiplikatorer, som er estimeret i mere "normale tider", hvor især de finansielle markeder var mere velfungerende. På den ene side kan den finansielle krise have begrænset husholdningers og virksomheders adgang til kredit, hvilket kan resultere i, at de forbruger en højere andel af deres indkomst. Udsigter til lav inflation og store negative produktionsgab kan desuden skabe forventning om et lavt renteniveau i en længere periode¹, så de lange renter stiger relativt mindre med en ekspansiv finanspolitik. Det kan mindske fortrængningen af private

¹ Jf. tale af Donald L. Kohn ved Conference on Monetary-Fiscal Policy Interactions, Expectations, and Dynamics in the Current Economic Crisis, Princeton University, maj 2009.

investeringer. På den anden side kan den højere usikkerhed omkring beskæftigelse og indkomst medføre, at husholdninger reducerer deres gæld eller sparer mere op, hvilket betyder, at den ekspansive finanspolitik har mindre effekt på den økonomiske aktivitet, end de hidtil estimerede multiplikatorer tilsiger. Det samme kan være gældende for virksomheder, som på grund af mere usikre økonomiske udsigter vælger at udskyde investeringsbeslutninger.

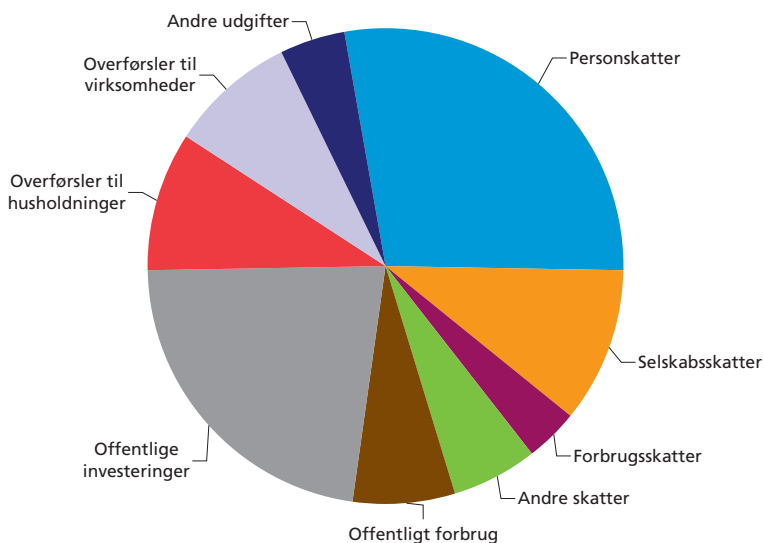
Den stabiliserende effekt af finanspolitik under krisen afhænger også af det finanspolitiske råderum i de enkelte lande. I lande, hvor den offentlige gæld stiger kraftigt, og den finanspolitiske holdbarhed er under pres, kan den private sektor have tendens til at opspare mere, hvilket dæmper finanspolitikens stimulans på økonomien. På samme måde kan et højere offentligt gældsniveau betyde stigninger i det generelle renteniveau eller i enkelte landes rentespænd gennem en højere risikopræmie, hvilket også potentielt dæmper effekten på den samlede efterspørgsel.

Finanspolitikens sammensætning under krisen

For at få den størst mulige virkning af de finanspolitiske tiltag under krisen bør de gennemførte lempelser være rettidige og målrettede. Det er afgørende, at lempelserne bliver gennemført i tide, så finanspolitikken dæmper krisen, mens den er værst. Hvis de finanspolitiske tiltag først gennemføres, når konjunktoren er begyndt at vende, kan finanspolitikken virke direkte destabiliserende på økonomien. Dertil kommer, at lempelserne er mest virkningsfulde, hvis de direkte er rettet mod de økonomiske problemer, som er opstået under krisen. For at mindske forværringen af den finanspolitiske holdbarhed bør lempelserne desuden være af midlertidig karakter, således at finanspolitikken kan strammes igen, når krisen er ovre. Selv om finanspolitikken har den mest gavnlige virkning på økonomien, hvis den er rettidig, målrettet og midlertidig, kan tilrettelæggelsen af den være begrænset af både politiske og praktiske hensyn. Størstedelen af de lempelser, som OECD-landene har gennemført i løbet af krisen, er i form af skattelettelser, jf. figur 4, som viser sammensætningen af finanspolitikken fra 2008 til 2010. Det er til trods for, at virkningen af skattelettelser i høj grad afhænger af forbrugstilbøjeligheden, som kan være mindsket under krisen. Prioriteringen kan meget vel skyldes, at skattelettelser hurtigt kan effektueres i forhold til eksempelvis at øge de offentlige investeringer. Skattelettelserne har generelt været rettet mod hele befolkningen, hvilket typisk er lettere at gennemføre politisk end skattelettelser, som er rettet mod bestemte befolkningsgrupper. Den økonomiske virkning ville sandsynligvis have været større, hvis den havde været rettet mod lavindkomstgrupper med større forbrugstilbøjelighed. Skattelettelser kan også have

FINANSPOLITIKKENS SAMMENSÆTNING I 2008-10

Figur 4



Anm.: OECDs opgørelse af sammensætningen af de finanspolitiske tiltag på tværs af lande. Andelene angiver, hvor meget en given finanspolitisk lempelse udgør af de samlede lempelser. Lempelserne er summeret på tværs af lande. Der er kun medtaget lande, som lemper finanspolitikken i perioden 2008-10.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 85, juni 2009.

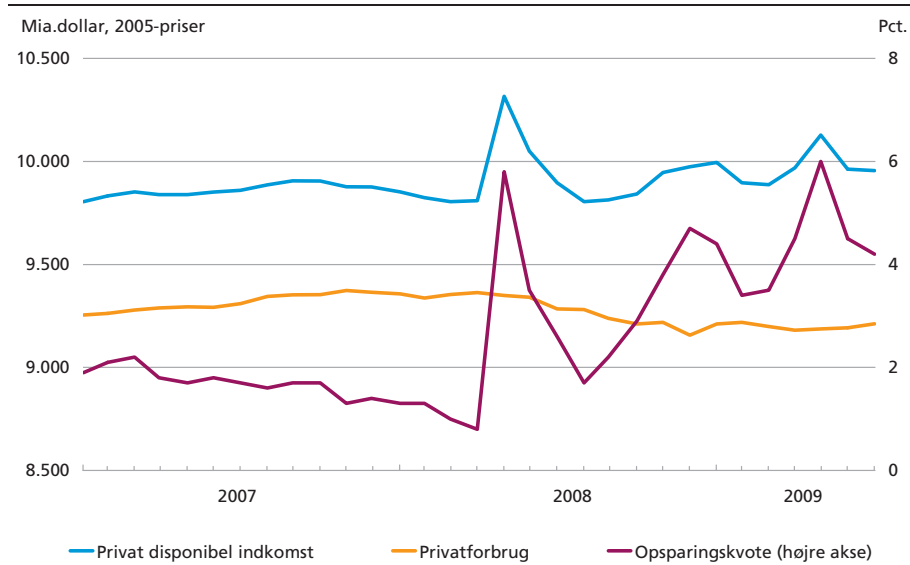
den ulempe, at det er politisk svært at øge skatterne igen, når krisen er ovre. Permanente skattelettelser kan derved forværre den langsigtede holdbarhed af de offentlige finanser.

Ud over de betydelige skattelettelser er der annonceret forøgelse af de offentlige investeringer i mange lande. Fordelene ved at fremrykke offentlige investeringer er, at de direkte stimulerer efterspørgslen, og at de er af midlertidig karakter og derved ikke permanent forværre den finanspolitiske holdbarhed. Da man gennem offentlige investeringer ofte stimulerer enkelte delsektorer i økonomien, bør man undgå investeringer, som virker konkurrenceforvridende, eller som skaber flaskehalse i økonomien. En ulempe ved at hæve de offentlige investeringer er, at de tager længere tid at implementere end eksempelvis skattelettelser. Selv om det hurtigt kan besluttes politisk at øge fx investeringerne i infrastruktur, tager det tid, før de praktisk set kan sættes i gang. Man risikerer derfor at stimulere økonomien for sent.

Det er endnu forholdsvis tidligt at se virkningerne af de mange finanspolitiske tiltag under den nuværende krise. I EU træder mange af tiltagene først i kraft i anden halvdel af 2009. En undtagelse er tiltaget rettet mod bilsalget i Tyskland, hvor ejere af ældre biler kan få tilskud til at købe en ny bil. Her er set en mærkbar fremgang i bilsalget efter indførelsen, men effekten er formentlig kun midlertidig. Hvis man ser på de

midlertidige skatteenedsættelser og udbetaling af engangsoverførsler, som er gennemført i USA i 2008 og 2009, har det ikke haft nogen mærkbar effekt på husholdningernes forbrug, jf. figur 5. I stedet er der en tydelig virkning på den private opsparingskvote. Lempelserne rettet mod de private disponible indkomster i USA blev implementeret hurtigt og kunne potentielt øge den private efterspørgsel på det tidspunkt, hvor økonomien var hårdest ramt. Prioriteringen af opsparing frem for højere forbrug kan hænge sammen med, at tiltagene kun øger de private disponible indkomster midlertidigt. Derudover kan den højere ledighed meget vel skabe usikkerhed omkring fremtidig indkomst og dermed øge opsparingskvoten.

I Danmark er de finanspolitiske lempelser nogenlunde ligeligt fordelt på indtægts- og udgiftssiden i 2009 og 2010. Personskatterne lempes både i 2009 og 2010, mens fremrykkede kommunale anlægsinvesteringer og øgede transportinvesteringer også hæver de offentlige investeringer. De gennemførte skattelettelser skal ses i lyset af, at de blev gennemført med henblik på at øge arbejdsudbuddet, og derfor potentielt også har en strukturelt gavnlige effekt. Da skattelettelserne er underfinansierede på kort sigt, men fuldt finansierede på længere sigt, kan de have en positiv indvirkning på den økonomiske aktivitet under krisen, men forværrer ikke den langsigtede holdbarhed. Det er dog afgørende for effekten af skattelettelserne, om husholdningerne vælger at opspare eller forbruge den ekstra disponible indkomst. De øgede offentlige investeringer i 2009 og 2010 påvirker den økonomiske aktivitet mere direkte

DISPONIBEL INDKOMST, PRIVATFORBRUG OG OPSPARINGSKVOTE I USA Figur 5

Kilde: Reuters EcoWin.

end skattelettelserne. Fremrykningen af offentlige investeringer, som alligevel skulle være gennemført inden for de næste år, udgør midlertidige lempelser af finanspolitikken, som ikke medfører en permanent forværring af de offentlige finanser. Virkningen af løftet i investeringerne kommer dog bl.a. an på kommunernes implementering af de øgede anlægsinvesteringer, herunder hvor hurtigt det er muligt at igangsætte initiativerne. Den etablerede renoveringspulje på 1,5 mia.kr. har det formål direkte at styrke beskæftigelsen i bygge- og anlægssektoren. En spørgeskemaundersøgelse gennemført af Erhvervs- og Byggestyrelsen¹ viser, at puljen kun i begrænset omfang har betydet, at danske boligejere gennemfører forbedringer, de ellers ikke ville have gennemført. Til gengæld har puljen fremskyndet projekter for langt størstedelen af ansøgerne.

Muligheden for at hæve SP-opsparingen er ikke egentlig aktiv finanspolitik, da det blot giver danskerne mulighed for at hæve deres indbetalinger på den særlige pensionsordning før tid. I modsætning til de øvrige tiltag forbedrer ordningen de offentlige finanser på kort sigt i form af fremrykkede skatteindtægter. Ordningen løber fra juni til december 2009, og allerede primo august var over 80 pct. af de samlede SP-midler udbetalt. Efter et fald gennem 1. halvår 2009 viste detailhandlen en stigning på 1 pct. fra juni til juli, hvilket kan være hjulpet på vej af de udbetalte SP-midler.

Finanspolitikken fremadrettet

Hvorvidt der er brug for og plads til yderligere finanspolitiske lempelser, varierer meget på tværs af lande. Først og fremmest er der usikkerhed omkring den økonomiske udvikling, og man kan derfor risikere at lempe finanspolitikken, når konjunktoren er vendt. Desuden begrænser den betydelige forværring af de offentlige finanser og den stigende gældsbyrde det finanspolitiske råderum i mange lande. Det er vigtigt, at den finanspolitiske holdbarhed ikke sættes over styr, og at de offentlige finanser konsolideres på det mellemlange sigt. En snarlig konsolidering er især vigtig i de lande, hvor de offentlige finanser i de kommende år kommer under pres som følge af stigende demografiske udfordringer. I EU er det ifølge Europa-Kommissionens seneste skøn² kun 4 ud af 27 lande, som i 2010 forventes at overholde kravet i stabilitets- og vækstpagten om, at det offentlige underskud ikke må overstige 3 pct. af BNP. Dertil er mange lande langt fra deres mellemlistede mål for den strukturelle saldo. Der er derfor inden for rammerne af EU brug for en betydelig konsolidering i den nærmeste fremtid.

¹ Effekt af renoveringspuljen – resultater fra en interviewundersøgelse, juni 2009.

² Public Finances in EMU, Europa-Kommissionen 2009.