

Finanspolitikk og finanskriser – hvilken effekt har egentlig finanspolitikken?

Nina Larsson Midthjell, doktorgradsstipendiat ved Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo¹

Artikkelen drøfter i hvilken utstrekning finanspolitiske tiltak satt i verk under finanskrisen har hatt en ønsket effekt på realøkonomien. Det er betydelig usikkerhet knyttet til effekten av finanspolitikk. Estimeringsresultater for finanspolitiske effekter påvirkes av valg av beregningsmetode, finanspolitisk instrument og pengepolitiske beslutninger. Faktisk effekt på realøkonomien av en finanspolitisk endring vil i tillegg påvirkes av konjunktursituasjon, økonomiske aktørers forventninger og finanspolitisk troverdighet. Myndighetenes finanspolitiske handlingsrom vil kunne begrenses av nivå på offentlig gjeld og budsjettunderskudd. Det er for tidlig å trekke konklusjoner om de langsiktige virkningene av en betydelig bruk av finanspolitikk i forbindelse med finanskrisen. Det synes imidlertid å være utvilsomt at finanspolitiske tiltak hadde kortsiktige virkninger og forhindret et kraftig fall i etterspørselen i mange land.

1. Innledning

Da finanskrisen nådde sitt mest kritiske stadium etter at investeringsbanken Lehman Brothers kollapset i september 2008, sto myndighetene i Norge og andre land overfor en sjelden utfordring. Penge- og kapitalmarkedene stoppet opp fordi bankene ikke lenger ville låne ut penger til hverandre, og sentralbanker verden over måtte foreta betydelige rentereduksjoner og skaffe til veie nærmest ubegrensede mengder likviditet til banker for å holde dem i live. Kollapsen i finansmarkedene fikk globale makroøkonomiske følger gjennom stigende arbeidsledighet og negative vekstutsikter. Det ble tidlig klart at penge- og likviditetspolitiske virkemidler ikke ville være tilstrekkelig; det var også behov for finanspolitiske tiltak. Finanspolitiske stimuleringspakker ble lansert i et forsøk på å motvirke den negative effekten på økonomisk aktivitet. Stimuleringspakkene ble alle til etter kort planlegging, involverte meget store beløp og skulle i hovedsak tre i kraft i løpet av to år.

Til tross for at studiene av hvilken effekt finanspolitikk har på realøkonomien er mange, hersker det fremdeles betydelig usikkerhet. En god forståelse av hvilken effekt finanspolitikk har, er viktig, både for private aktører som skal fatte konsum- og investeringsbeslutninger, og i utformingen av pengepolitikken. Mot denne bakgrunnen vil det være hensiktsmessig å vurdere hvilken effekt finanspolitiske virkemidler – i kombinasjon med penge- og likviditetspolitiske virkemidler – har hatt som tiltak mot finanskrisen.

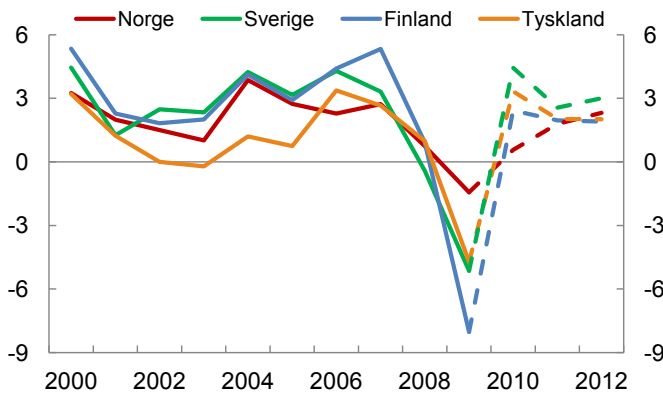
Denne artikkelen gir en oversikt over de ulike faktorene som bidrar til usikkerheten knyttet til effekten av finanspolitikk, og analyserer i lys av finanskrisen de hypoteser og resultater som foreligger. Resten av artikkelen er organisert på følgende måte: Avsnitt 2 gir en kort oversikt over hvordan finanskrisen har påvirket ulike land, og presenterer finanspolitiske stimuleringspakker for utvalgte land. Avsnitt 3 analyser usikkerheten knyttet til hvor stor effekt finanspolitikk har på realøkonomien, mens avsnitt 4 diskuterer hvorvidt effekten påvirkes av valg av finanspolitisk instrument. Avsnitt 5 drøfter betydningen av forventninger og troverdig kommunikasjon av fremtidige finanspolitiske beslutninger. Avsnitt 6 analyserer ulike situasjoner som har betydning for finanspolitisk handlingsrom. Avsnitt 7 konkluderer.

2. Bakgrunn

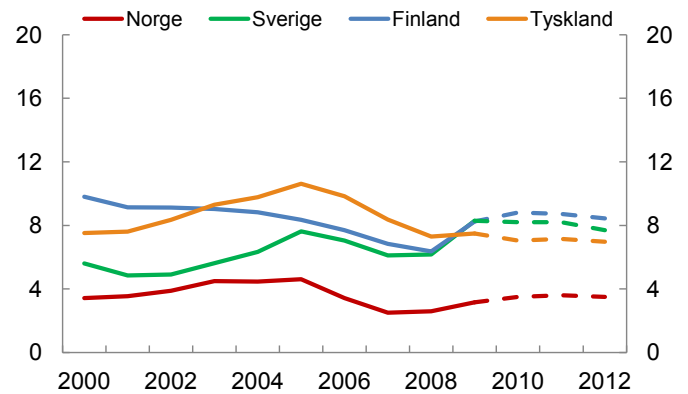
Finanskrisen førte med seg negativ økonomisk vekst, høy arbeidsledighet og svake makroøkonomiske utsikter. De mange bankkollapsene under finanskrisen skapte i tillegg en stor usikkerhet og førte til at banker i de fleste land viste stor uvilje mot å yte lån. USA og Storbritannia ble direkte rammet av krisen på et tidlig stadium på grunn av bankenes betydelige eksponering mot finansielle boligmarkedsprodukter og et markert fall i boligprisene. Stor investering i boligmarkedet og raskt stigende boligpriser i forkant av krisen førte til at også Irland og

¹ Artikkelen ble skrevet i forbindelse med et forskningsopphold i Norges Bank Finansiell stabilitet, Forskningsavdelingen. Synspunktene i artikkelen er mine og er ikke nødvendigvis uttrykk for Norges Banks syn. En stor takk rettes til Ingimundur Friðriksson, Bent Vale, Steinar Holden, Qaisar Farooq Akram, Gunnvald Grønvik, Victoria Sparrman og Ylva Søvik for nyttige kommentarer og innspill. Takk også til Jens Olav Sporastøyl, Jørgen Heibø Modalsli og Andre Kallåk Anundsen for grundig og god korrekturlesning. Resterende feil og mangler er mitt ansvar alene.

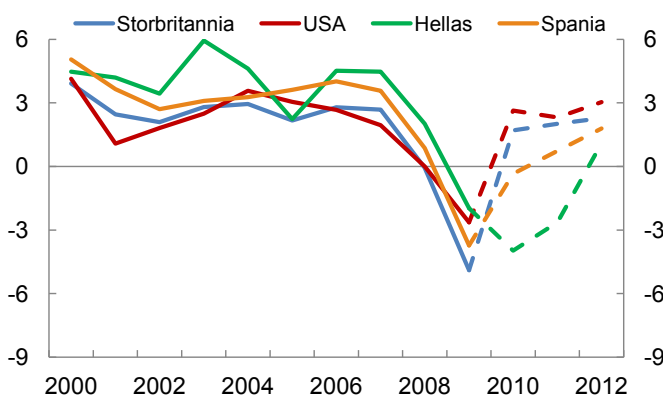
Figur 1a Årlig økonomisk vekst i utvalgte land. Stiplet linje indikerer anslag. Prosent



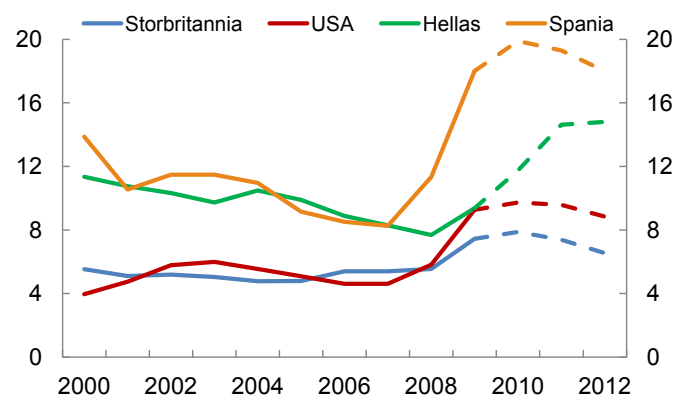
Figur 2a Utvikling i arbeidsledighet i utvalgte land. Stiplet linje indikerer anslag. Prosent



Figur 1b Årlig økonomisk vekst i utvalgte land. Stiplet linje indikerer anslag. Prosent



Figur 2b Utvikling i arbeidsledighet i utvalgte land. Stiplet linje indikerer anslag. Prosent



Kilde: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, oktober 2010

Kilde: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, oktober 2010

Spania ble direkte rammet av krisen da boligboblen sprakk. Fallende boligpriser og strengere kredittbetingelser førte til nedgang i privat konsum og investeringer. Land som Hellas, Italia, Spania, Irland og Portugal ble rammet av krisen blant annet fordi de i varierende grad fikk problemer med å betjene en høy offentlig gjeldsbelastning, samtidig som et allerede stort budsjettunderskudd begrenset landenes finanspolitiske handlingsrom.² Tyskland ble hardt rammet både direkte gjennom banksektoren – på grunn av stor eksponering mot finansielle boligmarkedsprodukter i blant andre den delstatseide bankgruppen *Landesbanken* – og indirekte gjennom fallende eksport på grunn av lavere global etterspørsel. Som storprodusenter av kapitalvarer ble også Sverige og Finland sterkt indirekte rammet via lavere eksport- etterspørsel.

Norge ble mindre rammet enn andre land. Liten oppgang i arbeidsledighet og kun svak nedgang i økonomisk vekst førte til at få nordmenn merket finanskrisen

på kroppen. At Norge unngikk alvorlige problemer i banksektoren og et betydelig fall i innenlandsk etterspørsel skyldes i hovedsak at norske banker ikke var eksponert mot risikofylte boligmarkedsprodukter (slik særlig amerikanske banker var) i tillegg til en kombinasjon av lave renter, en sjenerøs kompensasjonsordning for permitterte arbeidstakere i utsatte sektorer som eksport- og byggevarerektoren, en stor andel offentlig ansatte som ikke sto i fare for å miste jobben, og et solid banksystem.

Figur 1 gir en oversikt over vekstutviklingen i utvalgte land. I USA har nedgangen i økonomisk vekst vært betydelig lavere enn i mange andre land, noe som trolig skyldes at penge- og finanspolitiske tiltak trådte i kraft på et tidlig tidspunkt og dermed dempet fallet i økonomisk vekst (se omtale under). Det betydelige vekstfallet i land som Sverige, Finland og Tyskland tyder på at redusert eksport som følge av fall i global etterspørsel har vært av stor betydning.³ En økning i global etterspørsel, særlig fra Asia, har ført til gode vekstutsikter i eks-

² Se avsnitt 6 for nærmere omtale av betydningen av finanspolitisk handlingsrom.

³ I både Tyskland, Sverige og Finland utgjør eksport nærmere 40 prosent av bruttonasjonalprodukt (BNP).

Tabell 1 Oversikt over utvalgte stimuleringspakker i forbindelse med finanskrisen

	Stimuleringspakker		
USA	<p>The Economic Stimulus Act of 2008 – februar 2008 Beløp: 152 mrd dollar (1,06 % av 2008 BNP) Fordeling: 120 mrd dollar i <i>lump sum</i> utbetalinger til amerikanske skattebetalere. 32 mrd dollar fordelt på skattelette til bedrifter, utbetaling til veteraner og pensjonister.</p>	<p>American Recovery and Reinvestment Act of 2009 – februar 2009 Beløp: 787 mrd dollar (5,57 % av 2009 BNP) Fordeling: 288 mrd dollar i skattekutt og subsidier, 275 mrd dollar til offentlige investeringer, 224 mrd dollar til helse, utdanning og trygdeoverføringer.</p>	<p>Ekstra stimulus pakke for infrastruktur 2010 Beløp: 50 mrd dollar (0,34 % av forventet 2010 BNP) Fordeling: Alt til infrastruktur.</p>
EU sentralt	<p>2008 European Union stimulus plan Beløp: 200 mrd euro (1,8 % av EU 2008 BNP) Fordeling: Bidrag til medlemslandene slik at de kunne: - øke arbeidsledighetstrygd og lengde i tillegg til støtte til husholdninger - redusere merverdiavgift (VAT) og bidragsinnbetalinger for lavinntektstakere - skaffe til veie lån og kredittgarantier for bedrifter.</p>		
Tyskland	<p>Konjunkturpakete I – 2008 Beløp: 32 mrd euro (1,3 % av 2008 BNP) Fordeling: Offentlige investeringer.</p>	<p>Konjunkturpakete II – 2009 Beløp: 50 mrd euro (2 % av 2009 BNP) Fordeling: Offentlige investeringer og skattekutt.</p>	
Storbritannia Sverige Norge	<p>Storbritannia Stimuleringspakker 2008-2009 Beløp: 31 mrd pund (2,2 % av 2009 BNP) Fordeling: 20 mrd pund til lavere merverdiavgift (VAT), 1 mrd pund i støtte til byggesektoren, 10 mrd pund til bygging av skole, sykehus og grønn energi – formålet var å skaffe 100 000 arbeidsplasser.</p>	<p>Sverige Stimuleringspakker 2009-2010 Beløp 2009: 45 mrd SEK (1,45 % av 2009 BNP) Beløp 2010: 60 mrd SEK (2 % av forventet 2010 BNP) Fordeling: Hovedsakelig støtte til fylker og kommuner, samt økte midler til arbeidsmarkedsformål.</p>	<p>Norge Stimuleringspakke januar 2009 Beløp: 20 mrd NOK (0,84 % av 2009 BNP) (1,08 % av 2009 fastlands-BNP) Fordeling: 16,6 mrd kroner til økte offentlige utgifter, 3,3 mrd kroner i skattelette. Utgiftsøkningene gikk i all hovedsak til kjøp av varer og tjenester fra privat sektor, spesielt fra bygg- og anleggsnæringen, mens 6,4 milliarder kroner ble tilført kommunene.</p>

Kilder: The joint Committee of Taxation, www.recovery.gov, EU Commission, Reuters, IMF, Regeringskansliet, Die Bundesregierung, Eurostat, egne beregninger

portøkonomiene, særlig i 2010. I USA og Storbritannia er det forventet positiv økonomisk vekst fra 2010. I Norge var nedgangen i økonomisk vekst betydelig mindre enn i de fleste avanserte land, og det forventes en jevnt stigende vekst fremover.

Arbeidsledigheten har steget i de aller fleste land som følge av krisen, se figur 2. Den store oppgangen i Spania skyldes i hovedsak ledighet i bygg- og anleggssektoren som følge av at boligboblen sprakk. I Tyskland har ledigheten derimot ikke økt på linje med andre land, men i stedet falt siden juni 2009. Spania og Tyskland har dermed hatt en svært ulik utvikling i ledighet til tross for en relativt lik arbeidsmarkedspolitikk (se Darius et al. 2010). En årsak kan være at Spania ble mer direkte rammet av krisen og opplevde et permanent sjokk da boligboblen sprakk. Tyskland ble rammet av et midlertidig sjokk i eksportsektoren. At tysk eksportsektor er kapitalintensiv, kan også ha dempet oppgangen i arbeidsledighet. En annen årsak kan være at den tyske eksportsektoren forventet en kort-

varig nedgang i økonomisk vekst, og derfor anså kostnaden knyttet til oppsigelse av erfarne og dyktige arbeidere som større enn kostnaden ved å ha dem ansatt gjennom resesjonen (såkalt *labor hoarding*).

Oppgangen i arbeidsledighet ser ut til å være mer langvarig enn nedgangen i økonomisk vekst. Det er ikke nødvendigvis uventet. Reinhart og Rogoff (2009) hevder at det i kjølvannet av bank- og finanskriser kan forventes en økning i arbeidsledighet på opptil 7 prosentpoeng i løpet av resesjonen, og at økningen vil vedvare i overkant av fire år i gjennomsnitt. Samtidig kan det forventes opptil 9 prosent fall i BNP, men at denne nedgangen kun vil vare to år i gjennomsnitt. Resultatene stemmer relativt godt med den økonomiske utviklingen under finanskrisen, se figur 1 og 2. Økonomisk vekst i USA, Storbritannia og samtlige euroland har i gjennomsnitt falt 5,6 prosent fra toppunkt til bunnpunkt, mens arbeidsledigheten i gjennomsnitt har steget 5 prosentpoeng i løpet av finanskrisen.⁴ Med

⁴ Se IMF World Economic Outlook Database, Oktober 2010.

unntak av i Hellas forventes det positiv økonomisk vekst i 2010 etter ett eller to år med nedgang, mens arbeidsledigheten forventes å være høy også fremover.

Hvor stor andel av de positive vekstutsiktene som skyldes de finanspolitiske stimuleringspakkene er fremdeles usikkert, men en svært ekspansiv penge- og finanspolitikk har utvilsomt bidratt til at det makroøkonomiske bildet ser mer positivt ut allerede i inneværende år. Politiske beslutningstakere ga høsten 2008 uttrykk for at de ville gjøre alt i deres makt for å redde økonomien fra kollaps. Dette kan også ha hatt en positiv effekt på private aktørers forventninger og bidratt til lavere fall i konsum og investeringer enn man ellers kunne ha fått (se blant annet Auerbach og Gale 2009).

De finanspolitiske stimuleringspakkene var omfattende og sjenerøse, se tabell 1. Den første amerikanske stimuleringspakken, *The Economic Stimulus Act of 2008*, skal ha hatt en positiv effekt på konsum og investeringer i første kvartal 2008 og bidro til å dempe nedgangen i økonomisk vekst i USA (se blant annet Sahm, Shapiro og Slemrod 2009). Sammenliknet med Tyskland og Storbritannia fikk USA med dette en finanspolitisk stimuleringspakke på plass på et tidlig tidspunkt, noe som kan ha vært en medvirkende årsak til at vekstnedgangen ble mindre bratt i USA. Imidlertid bidro stimuleringspakkens størrelse (152 milliarder dollar) til å øke et allerede for stort

budsjettunderskudd, samtidig som stimuleringspakkens effekt kan ha vært kortvarig. Hvilken effekt den neste amerikanske stimuleringspakken, *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA), har hatt, er et omstridt tema blant økonomer, se ramme 2.1.

I Storbritannia kom stimuleringspakkene først på plass i etterkant av Lehman-kollapsen høsten 2008. Det forventes at 75 prosent av reduksjonen i merverdiavgiften (VAT) vil kunne komme husholdningene til gode gjennom lavere priser. Utformingen av den britiske stimuleringspakken kan derfor ha vært en medvirkende årsak til forventningen om at negativ økonomisk vekst blir kortvarig i Storbritannia (se Blundell 2009).

3. Hva er multiplikatoreffekten på BNP av en ekspansiv finanspolitikk?

I den pågående debatten om hvilken effekt finanspolitikk har på økonomien, er det betydelig variasjon i estimeringsresultatene. Det antas ofte at det ikke vil være en markert effekt på BNP over tid av en økning i offentlige utgifter på grunn av en *crowding-out* effekt på privat konsum og investeringer (se blant annet Taylor 1993, Cwik og Wieland 2009 og Cogan et al. 2009). Ideen er at en økning i offentlige utgifter vil føre til prispress og høyere renter, noe som vil redusere privat konsum og

Ramme 2.1 Omdiskutert effekt av American Recovery and Reinvestment Act

Den amerikanske stimuleringspakken *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA) hadde en opprinnelig verdi på 787 milliarder dollar (se tabell 1). Stimuleringspakken består av en tredjedel skattelette og to tredjedeler økning i offentlige utgifter. Hvilken effekt krisepakken har hatt på realøkonomien, og hvorvidt det var riktig å benytte en så kraftig finanspolitisk stimulans som virkemiddel mot finanskrisen, er et omdiskutert tema blant økonomer. Den estimerte effekten av pakken er presentert i Bernstein og Romer (2009) på vegne av myndighetene. ARRA skulle i løpet av 2010 bidra til en økonomisk vekst på 3,6 prosent og redusere arbeidsledigheten med 2 prosentpoeng, fra 10 til 8 prosent. En nedgang på 2 prosentpoeng ville tilsvare 3,6 millioner færre arbeidsledige. Congressional Budget Office (CBO) hevdet i forkant av pakken at ARRA ville stimulere økonomien på kort sikt, men at effekten ville avta kraftig fra og med 2011 (se <http://www.cbo.gov/doc.cfm?index=10008&zzz=38511>). Nylig hevdet CBO at ARRA hadde bidratt svært positivt til økonomisk aktivitet og ført til en økning i fulltidsjobber på mellom to og fem millioner i 2010 (se <http://www.cbo.gov/doc.cfm?index=11972&zzz=41393>). Selv om arbeidsledigheten ikke har falt betydelig siden implementeringen av pakken, kan resultatene tyde på at ARRA har forhindret en videre økning i arbeidsledigheten.

Påstanden om at ARRA har hatt en betydelig effekt på økonomisk aktivitet på kort sikt, støttes av blant andre Blinder og Zandi (2010), men møter også betydelig motstand. Cogan et al. (2009) hevder at myndighetenes estimeringsresultater er lite robuste overfor ulike beregningsmetoder, og anslår ved hjelp av ulike ny-keynesianske modeller effekten av ARRA på realøkonomien til kun en sjettedel av estimert effekt i Bernstein og Romer (2009). Alesina og Ardagna (2009) hevder at pakken ville ha fått en sterkere effekt dersom skattelettelse hadde fått høyere prioritet. Cogan og Taylor (2010) gjennomfører en empirisk analyse av de ulike utgiftsøkningene i forbindelse med pakken og hevder at ARRA har hatt svært liten effekt i løpet av de seks kvartalene den har vært i virke så langt, fordi en stor del av økningen i utgifter var overføringer til blant annet helse og utdanning, fremfor økt offentlig kjøp av varer og tjenester.

investeringer slik at den positive effekten på BNP av å øke offentlige utgifter nøytraliseres. I en situasjon der pengepolitikken blir passiv fordi styringsrenten holdes nær null, slik situasjonen har vært under finanskrisen, vil effekten av finanspolitikk kunne bli sterkere fordi *crowding-out* effekten faller bort, se avsnitt 3.1.

Hva den totale effekten på BNP blir av en endring i et finanspolitisk instrument, forklares av den keynesianske multiplikatoren. Dersom multiplikatoren for offentlige utgifter er 2, betyr det at en økning i offentlige utgifter på 100 milliarder kroner vil øke verdiskapingen med totalt 200 milliarder kroner. At det kalles en total effekt, skyldes at multiplikatoreffekten gjenspeiler den samlede effekten på realøkonomien av endringen i offentlige utgifter (definert som offentlig konsum, offentlige investeringer og overføringer). Ettersom formålet med å foreta endringer i finanspolitikken i teorien er å skape en effekt på realøkonomien, vil det derfor være å foretrekke at multiplikatoreffekten er større enn 1. Endringen i finanspolitikk vil da bidra til verdiskaping ut over selve økningen i offentlige utgifter og med det få en betydelig effekt på realøkonomien.

Dersom myndighetene har finanspolitisk handlingsrom, på grunn av lav statsgjeld og budsjettoverskudd, vil multiplikatoreffekten trolig kunne være større enn hvis den ekspansive endringen er gjeldsfinansiert. Dersom en ekspansiv finanspolitikk i stedet fører til høy statsgjeld og et stort budsjettunderskudd, slik situasjonen er i mange land i dag, vil endringen kunne øke usikkerheten i økonomien og føre til at økonomiske aktører blir mer forsiktige, slik at den ønskede effekten på konsum og investeringer uteblir som følge av økt sparing. Multiplikatoreffekten vil i et slikt tilfelle være liten, (se blant annet Caballero og Pindyck 1996). Dersom private aktører velger å benytte en økning i disponibel inntekt, som følge av ekspansiv finanspolitikk, til å nedbetale gjeld, vil det dempe multiplikatoreffekten av en ekspansiv finanspolitikk på økonomisk aktivitet (se Reinhart og Rogoff 2010). Størrelsen på multiplikatoren vil også kunne variere fra land til land og periode til periode. Kirchner et al. (2010) hevder blant annet at offentlige utgifter ble stadig mer effektivt som virkemiddel for stabilisering av BNP og privat konsum i euroområdet gjennom 1980-tallet, men at effekten har avtatt siden begynnelsen av 1990-tallet.

I litteraturen er det uenighet både knyttet til hva som er et egnet teoretisk rammeverk og økonometrisk metode, og til størrelsen på multiplikatoreffekten av økte offentlige utgifter. Spilimbergo et al. (2009) hevder at multiplikatoren for offentlige utgifter kan variere fra under 0,5 til 1,5, avhengig av landets størrelse. Barro (2008) mener et

estimat omkring 0,8 er sannsynlig. Flertallet av studier med både ny-keynesiansk tilnærming med DSGE-modeller og bruk av VAR-modeller tyder på at multiplikatorestimatet for offentlige utgifter varierer fra 0,5 til i overkant av 1 (se for eksempel Blanchard og Perotti 2002, Burnside, Eichenbaum og Fisher 2004, Perotti 2005 og 2006, Galí et al. 2007, Ilzetzki og Végh 2008, Ramey 2008, Cogan et al. 2009 og kapittel 3 i IMF WEO 2010). At størrelsen på multiplikatoren varierer betydelig fra en studie til en annen, viser hvor vanskelig det er å gi et tydelig svar på hvilken effekt finanspolitikk faktisk har.

Variasjonen i estimatene kan ha ulike årsaker. For det første kan det være vanskelig å skille mellom endringer i offentlige utgifter som oppstår som følge av endringer i BNP, såkalte endogene endringer, og endringer som gjøres diskresjonært for å påvirke BNP, såkalte eksogene endringer (se blant annet Eichengreen 1998 og Giavazzi og Pagano 1996).⁵ Kun eksogene endringer kan benyttes i beregningen av multiplikatoren, og mangel på gode instrumentvariable gjør det vanskelig å isolere retningen på kausaliteten mellom offentlige utgifter og BNP. Størrelsen på multiplikatoren er også følsom for valg av parameterverdier (se Hall 2009). I beregningen av hvilken effekt finanspolitikk har på økonomien, gjøres det ofte antakelser om ulike parametre, for eksempel om hvor stor andel av økt disponibel inntekt det forventes at husholdninger benytter på økt konsum, eller hvor stor andel av investeringer som er uavhengig av inntekt og rentenivå. En liten endring i slike parameterverdier vil kunne gi store utslag på multiplikatorens størrelse.

Videre er det ofte betydelig tidsetterslep for implementering av beslutningen om endringer i offentlige utgifter. En finanspolitisk avgjørelse kan gjøres kjent ved fremleggelsen av et statsbudsjett, men implementeres på et helt annet tidspunkt. Romer og Romer (2010) hevder blant annet at effekten av en skatteendring på realøkonomien er tettere knyttet til en faktisk skatteendring enn til annonseringen av fremtidige endringer. En viktig faktor for størrelsen på multiplikatoren er derfor hvilken konjunktursituasjon økonomien befinner seg i når endringen trer i kraft, noe som kan være vanskelig å beregne på beslutningstidspunktet. Passiv pengepolitikk som følge av en styringsrente nær null kan føre til sterkere multiplikatoreffekter enn ved mer normale forhold. Et problem ved dette er at perioder med og uten nullrentepolitikk vanskelig kan kombineres i samme tidsserie, fordi de vil gi svært ulike resultater for multiplikatoren.

Mange land befinner seg nå i en situasjon der en svært ekspansiv finanspolitikk har ført til høyt budsjettunderskudd og stor offentlig gjeldsbelastning. En høy og raskt voksende statsgjeld kan øke faren for finansiell ustabili-

⁵ Diskresjonær finanspolitikk er eksplisitte finanspolitiske vedtak som påvirker budsjettbalansen direkte, her omtalt som eksogene endringer. Endringer i budsjettbalansen som følger en regel eller av automatikk kalles automatiske stabilisatorer, her omtalt som endogene endringer.

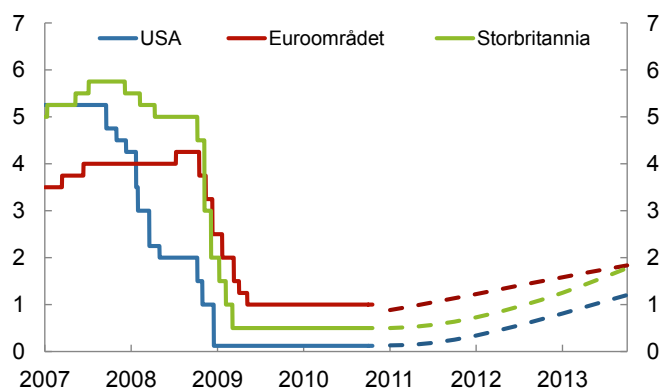
tet gjennom flere kanaler, som redusert tillit til offentlig utstedte betalingsmidler, og fare for store tap i finansinstitusjoner forbundet med mislighold av statsgjelden. Samtidig vil en høy statsgjeld kunne føre til svekket finanspolitisk troverdighet, noe som kan redusere effekten av finanspolitiske endringer. Høyere avkastningskrav som følge av økt risiko for mislighold vil kunne smitte over på andre markedsrenter, noe som vil ha konsekvenser for husholdninger og bedrifter. Gitt konsekvensene synes det viktig å foreta en grundig analyse av forventet effekt på realøkonomien i forkant av en finanspolitisk stimulans, særlig i de tilfeller der den ekspansive endringen er gjeldsfinansiert. En sjekk av estimeringsresultatene robusthet overfor ulike beregningsmetoder for hvilken effekt finanspolitikk har på realøkonomien, synes hensiktsmessig.⁶

3.1 Sterkere multiplikatoreffekt ved nullrentepolitikk?

Til tross for variasjonen i estimeringsresultater synes det vanskelig å argumentere for en multiplikator som alltid er markert større enn 1, i hvert fall så lenge sentralbanker benytter en renteregulering, som for eksempel Taylor-regelen, eller andre former for fleksibel inflasjonsstyring i utformingen av pengepolitikken. Årsaken er at det ved fleksibel inflasjonsstyring vil komme en rentereaksjon på enhver endring i BNP ut over trend. Dersom et land som praktiserer fleksibel inflasjonsstyring har et positivt produksjonsgap, det vil si at BNP-veksten er høyere enn trendveksten, vil renten trolig settes opp, noe som vil dempe effekten av en ekspansiv finanspolitikk. En ekspansiv finanspolitikk vil imidlertid kunne ha en sterkere virkning på realøkonomien når produksjonsgapet er negativt, fordi rentene samtidig reduseres. Dersom nullrentepolitikk praktiseres, vil sentralbanken ikke kunne foreta en rentereaksjon, noe som vil påvirke hvilken effekt en finanspolitisk endring får på realøkonomien.

En ekspansiv finanspolitikk gjennom for eksempel økte investeringer vil i teorien stimulere økonomisk aktivitet, men vil trolig også føre til høyere marginalkostnader i bedriftene på grunn av økt lønnspress, spesielt dersom det ikke er tilstrekkelig ledig kapasitet i økonomien. Et høyere lønnspress fører til høyere inflasjonsforventninger og lavere realrente. Dersom sentralbanken ikke kan justere for fall i realrenten ved å heve styringsrenten, fordi det for eksempel praktiseres nullrentepolitikk, slik det er gjort under finanskrisen, vil privat konsum også kunne øke. Dette bidrar til å øke produksjonen ytterligere og forsterke multiplikatoreffekten. En svært ekspansiv

Figur 3 Styringsrentebeslutninger ¹⁾. Stiplet linje indikerer anslag. Prosent.



¹⁾ EONIA for euroområdet

Kilder: Bloomberg og Norges Bank

pengepolitikk under finanskrisen har ført til at ledende økonomier som Storbritannia, euroområdet og USA i dag har styringsrenter nær null, se figur 3. Det er forventet at styringsrentene vil settes forsiktig opp fra 2011.

Dersom påstanden om at multiplikatoreffekten blir større ved nullrentepolitikk, er korrekt, skulle man kunne forvente en stor effekt av de finanspolitiske stimuleringspakkene både for USA, Storbritannia og land i euroområdet. Christiano et al. (2009) hevder at multiplikatoren for offentlige utgifter kan nærme seg så mye som 4 i en situasjon med nullrentepolitikk, og anslår at en åtte kvartalers økning i amerikanske offentlige utgifter vil kunne gi en multiplikator på 2 når rentenivået holdes konstant og nær null. I en økonomi der multiplikatoren er like under 1 under normale omstendigheter, finner Hall (2009) at multiplikatoren vil stige til 1,7 i perioder med passiv pengepolitikk. Davig og Leeper (2009) hevder at estimatene er henholdsvis 0,8 under normale omstendigheter og 1,8 ved nullrentepolitikk. Størrelsesanslaget på multiplikatoren vil variere ut fra hvor lenge det forventes at nullrentepolitikken vil vare – jo lenger pengepolitikken forblir passiv, desto høyere blir multiplikatoreffekten av en ekspansiv finanspolitikk. I USA har styringsrenten ligget mellom 0 prosent og 0,25 prosent siden desember 2008 og forventes først å forlate intervallet i 2012. Tre år med nullrentepolitikk har trolig bidratt til at de amerikanske stimuleringspakkene har hatt en sterkere effekt enn de ellers ville hatt, et argument som støttes av Woodford (2010).

Styringsrenter nær null vil kunne være et problem når en kontraktiv finanspolitikk skal gjennomføres, fordi sentralbanken ikke vil kunne dempe virkningen på økonomisk aktivitet ved rentenedsettelse. Finanspolitikken

⁶ I litteraturen er det vanlig å foreta robusthetssjekk av resultater for finanspolitiske effekter (se for eksempel Galí et al. 2007, Blanchard og Perotti 2002, Romer og Romer 2010, Cogan et al. 2009 og Fatás og Mihov 2001).

vil i en slik situasjon kunne få en større negativ effekt på økonomisk aktivitet på kort sikt. Det iverksettes nå innstrammingsstrategier i flere europeiske land i et forsøk på å redusere store budsjettunderskudd. Fordi økonomisk vekst fortsatt er svak i en del land, vil det være å foretrekke at innstramningen gjennomføres med minst mulig negativ effekt på økonomisk aktivitet. Selv om sentralbankene er forhindret fra å redusere renten ytterligere, kan de bidra til å dempe negativ effekt på økonomisk aktivitet ved å holde styringsrenten på historisk lave nivåer lenger enn de ville ha gjort i en situasjon uten behov for finanspolitisk konsolidering.

Taylor (2009) hevder at diskresjonære endringer i finanspolitikken ikke vil ha en ønsket effekt på økonomisk aktivitet, selv ikke i en situasjon der styringsrentene holdes nær null, og viser til Japans tapte tiår. Etter ti år med nominell rente nær null og negativ økonomisk vekst var det først ved kvantitative lettelse at japansk økonomi viste tegn til bedring. Diskresjonære finanspolitiske endringer syntes å ha hatt liten eller ingen effekt.

4. Endringer i offentlige utgifter eller skatter – hva har sterkest effekt?

Myndighetene har to finanspolitiske hovedinstrumenter: skatt og offentlige utgifter, fordelt på offentlig konsum, investeringer og overføringer. I utformingen av finanspolitikken er målet å balansere bruken av instrumentene slik at en ønsket effekt oppnås. Å treffe riktig er imidlertid en utfordring, fordi det fortsatt er uklart hvilket av de to instrumentene som har sterkest virkning på økonomisk aktivitet. Tradisjonell keynesiansk teori hevder at en endring i offentlige kjøp av varer og tjenester (det vil si i offentlig konsum og investeringer) har en større effekt som finanspolitisk virkemiddel enn en endring i skatter. Årsaken er at offentlig kjøp av varer og tjenester påvirker BNP direkte, mens skatt virker indirekte gjennom husholdningers og bedrifters konsum- og investeringsbeslutninger. Siden det antas at husholdningene også sparer, vil effekten av skattelette derfor være mindre. Dersom private aktører har begrenset tilgang på likviditet, vil imidlertid multiplikatoreffekten kunne være stor også ved redusert skatt på arbeidsinntekt, eller ved en reduksjon i merverdiavgiften, fordi husholdninger i en slik situasjon vil kunne foretrekke å benytte en større andel av økningen i disponibel inntekt til konsum.

En kan også tenke seg at verdiskapingen i et land vil kunne påvirkes positivt av å endre utformingen av skattesystemet for bedrifter. Lavere skatt på næringsinntekt vil kunne stimulere til økte investeringer. Lavere skatt på innsatsfaktorer vil kunne redusere bedriftens produk-

sjonskostnader og stimulere til økt produksjon og sysselsetting ved behov. Et markert lavere skattenivå enn i andre land vil kunne tiltrekke utenlandske investeringer og øke både verdiskaping og produksjonskapasitet. Hvilket finanspolitisk instrument som til slutt velges, vil avhenge av hva formålet med den finanspolitiske endringen er og hvilken effekt myndighetene tror de ulike instrumentene vil ha på realøkonomien.

Flere studier støtter hypotesen om at bruk av skatt som finanspolitisk instrument også kan ha en sterk effekt på økonomisk aktivitet. Alesina og Ardagna (2009) analyserer ved hjelp av paneldata effekten av store økninger i budsjettunderskudd forårsaket av en finanspolitisk stimulering og finner at de stimuleringspakkene som fikk en synlig effekt på økonomisk aktivitet, var de som fokuserte på lavere skatt på lønns- og næringsinntekt, mens de pakkene som ikke fungerte, fokuserte på økte offentlige utgifter.⁷ Ved bruk av VAR-analyse finner Mountford og Uhlig (2008) at bruk av skatt som finanspolitisk instrument har en sterkere effekt enn bruk av offentlige utgifter. De hevder blant annet at en økning i offentlige utgifter ikke nødvendigvis øker privat konsum, at både en skatteøkning og økte offentlige utgifter reduserer private investeringer, og at et underskuddsfinansiert skatteutt vil være den beste måten å stimulere realøkonomien på. Romer og Romer (2010) sammenlikner ikke de to instrumentene, men identifiserer skatteendringer ved hjelp av både VAR-analyse og såkalte *case*-studier (det vil si studier basert på blant annet taler og rapporter). De finner at en eksogen skatteøkning på 1 prosent av BNP vil kunne redusere BNP med nær 3 prosent, noe som er høyere enn de fleste multiplikatorer for offentlige utgifter.

Det har vært mye fokus på utgifter i stimuleringspakkene som ble lansert i forbindelse med finanskrisen (se tabell 1). Resultatene over indikerer imidlertid at en mer skatteorientert politikk kanskje kunne vært å foretrekke. Et argument til støtte for bruk av skattelette når det er behov for umiddelbare finanspolitiske tiltak, som under finanskrisen, er at det kreves lite planlegging i forkant (se Mankiw 2010). Det kan være en tidkrevende prosess å øke offentlige utgifter, enten det er snakk om å investere i infrastruktur, bygge barnehager eller endre kompliserte overføringsordninger, som pensjonssystemet. God planlegging er nødvendig for å sikre kvalitet. Det kan derfor være en avveining mellom kvalitet og tidsbruk når offentlige utgifter benyttes som hovedinstrument i stimuleringspakker. Når krisen først har oppstått og det behøves umiddelbar handling, kan derfor kjappe løsninger komme på bekostning av kvalitet og føre til at det finanspolitiske tiltaket ikke får ønsket effekt. En midlertidig endring i

⁷ Studien gjøres på OECD-data og forfatterne ser både på effekten av en slik stimulans på økonomien og på gjeldsdynamikken.

skattesystemet, ved for eksempel en midlertidig reduksjon av indirekte skatter, en reduksjon av skattenivå for bedrifter eller av skatt på arbeidsinntekt, vil kunne ha en umiddelbar effekt uten at det kommer på bekostning av annet enn offentlige inntekter.⁸

For å unngå å dempe økonomisk aktivitet unødig ved nødvendige budsjettskjerpelser, eller for å oppnå størst mulig effekt på realøkonomien av en finanspolitisk endring, vil det være av betydning at myndighetene velger å benytte et velegnet finanspolitisk instrument. Alesina og Ardagna (2009) hevder at skattelette vil ha størst effekt i en stimuleringssituasjon, men at en reduksjon i offentlige utgifter vil kunne stabilisere statsgjeld mye mer effektivt enn en skatteøkning når det er behov for finanspolitisk innstramming og samtidig minst mulig negativ effekt på realøkonomien, slik situasjonen er for mange land i dag. I en analyse av hvilke makroøkonomiske effekter man kan forvente av en finanspolitisk konsolidering, hevder IMF at skatteendringer har en sterkere kontraktiv effekt på økonomisk aktivitet enn endringer i offentlige utgifter (se kapittel 3, IMF WEO 2010). Forskjellen er betydelig: multiplikatoreffekten av å øke skattene beregnes til $-1,3$, mens multiplikatoreffekten av å redusere offentlige utgifter beregnes til $-0,5$ i normale tider og -1 i perioder med styringsrente nær null. Samspillet med pengepolitikken kan være en mulig årsak til at skattemultiplikatoren ved en innstramming er større enn multiplikatoren knyttet til offentlige utgifter. En skatteøkning, for eksempel ved en justering av merverdiavgiften, vil øke inflasjonsforventningene, fordi det forventes at bedrifter velter ekstrakostnaden ved økt skatt over i prisene (se kapittel 3, IMF WEO 2010). Dersom sentralbanken styrer etter inflasjonsmål, vil en økning i inflasjonsforventningene kunne føre til en renteøkning som vil forsterke den negative effekten på økonomisk aktivitet.⁹ Dersom myndighetene i stedet reduserer budsjettunderskuddet ved kutt i utgifter, vil sentralbanken kunne ønske å motvirke en forventet nedgang i inflasjonen ved rentenedsettelse. Denne effekten faller bort dersom styringsrenten ligger nær null.

Fordi bruk av skatt og offentlige utgifter har ulike multiplikatoreffekter, vil valg av finanspolitisk instrument avhenge av hva som er årsaken til en finanspolitisk innstramming. Dersom målet er å redusere budsjettunderskudd og gjeld mest mulig med minst mulig negativ effekt på økonomisk aktivitet, slik situasjonen er i de fleste land i dag, vil det være mest hensiktsmessig å benytte det finanspolitiske instrumentet man antar har minst negativ effekt på realøkonomien, men samtidig stor effekt på

budsjett- og gjeldsforpliktelser. Befinner landet seg i stedet i en høykonjunktur, med press på produksjonskapasitet, og hensikten med en kontraktiv finanspolitikk er å redusere økonomisk aktivitet, vil det være mer hensiktsmessig å benytte det instrumentet man antar har sterkest negativ effekt på realøkonomien.

Det er altså ikke bare usikkerhet knyttet til effekten av finanspolitikk, men også til hvilket finanspolitisk instrument som er det beste å benytte i utøvelsen av finanspolitikken. Mye av usikkerheten skyldes at det er uklart hvordan private aktører reagerer på endringer i finanspolitikken. Dersom husholdninger og bedrifter i forkant av en finanspolitisk stimulans fikk vite hvor innstramningene ville komme i fremtiden, ville det kunne redusere noe av denne usikkerheten. En troverdig og detaljert kommunikasjon om fremtidige finanspolitiske tiltak fra myndighetens side kan derfor være av avgjørende betydning for å oppnå ønsket effekt av finanspolitikk på kort sikt.

5. Betydningen av forventninger og troverdig kommunikasjon

Det har lenge vært omdiskutert hvorvidt aktører i økonomien forventer at en ekspansiv finanspolitikk i dag må finansieres i fremtiden, og derfor internaliserer myndighetenes budsjettbetingelse ved å spare en ekstrainntekt fra en skattereduksjon for å kunne betale for en skatteøkning i fremtiden (Rikardiansk ekvivalens). Som drøftet i forrige avsnitt er det ikke sikkert at aktørene i økonomien nødvendigvis sparer en økning i disponibel inntekt som følge av skattelette. Siden mange land konsekvent opererer med budsjettunderskudd, høy statsgjeld og lite kommunikasjon av fremtidige finanspolitiske beslutninger, er det heller ikke så lett for husholdninger og bedrifter å forutse myndighetenes handlinger. Dette er enklere innenfor pengepolitikken. De siste ti årene har det blitt mer og mer vanlig å benytte inflasjonsmål. Hensikten med inflasjonsmål er blant annet å gjøre det lettere for husholdninger, banker og næringsliv å forutse sentralbankens handlinger. Selv om det ikke er mulig å forutse en enkelt renteendring korrekt, gjør et inflasjonsmål det lettere å forutse retningen på fremtidige rentebevegelser. Er pengepolitikken troverdig og faktisk inflasjon høyere enn målet, vil aktørene i økonomien kunne forvente en fremtidig renteøkning og tilpasse sine beslutninger deretter. Gjennom en slik tilpasning vil volatiliteten i økonomiske bevegelser reduseres, fordi det blir mindre usikkerhet. De finanspolitiske stabilitetskriteriene som gjelder i

⁸ I en nedgangskonjunktur er det vanskelig å tenke seg at en midlertidig skattelette vil kunne ha uønskede vridende effekter.

⁹ Dette argumentet faller bort i de tilfeller der inflasjonsmålet bygger på en konsumprisindeks som er justert for effekten av avgifter, slik som for eksempel KPI-JAE i Norge.

euroområdet (se omtale i avsnitt 6), og den norske handlingsregelen er liknende eksempler på å binde seg til masten innenfor finanspolitikk. Det vil være av avgjørende betydning at finanspolitiske beslutningstakere klarer å holde seg innenfor den grensen slike retningslinjer tegner opp. Ved mangel på troverdighet vil retningslinjene ha liten relevans.

Når budsjettunderskuddene blir så store som de har blitt under finanskrisen, kan man fundere på om aktørene i økonomien faktisk tilpasser seg slik at teorien om Rikardiansk ekvivalens til en viss grad holder. Til tross for store stimuleringspakker har husholdninger og bedrifter stilt seg nølende til å øke konsum og investeringer. Denne effekten har vært spesielt synlig i USA. Nølingen kan skyldes at aktørene er usikre på hvordan myndighetene vil redusere det enorme amerikanske budsjettunderskuddet i fremtiden, særlig siden økningen i offentlige utgifter er gjeldsfinansiert. I et land med begrenset ledighetsstrygd er en annen plausibel forklaring at amerikanske husholdninger holder igjen på forbruket fordi risikoen for å miste jobben fortsatt er høy. Undersøkelser indikerer at kun en femtedel av amerikanske skattebetalere ville benytte ekstrainntekten de fikk gjennom stimuleringspakken The Economic Stimulus Act of 2008 (se tabell 1) til å øke konsumet, mens over halvparten ville benytte ekstrainntekten til nedbetaling av gjeld (se Shapiro og Slemrod 2009 og Sahm, Shapiro og Slemrod 2009). Når en stor andel av en finanspolitisk stimulus benyttes til nedbetaling av gjeld, fremfor til økt konsum og investeringer, vil effekten på økonomisk aktivitet kunne dempes. Nedbetaling av privat gjeld i USA i kjølvannet av finanskrisen er den største i omfang etter andre verdenskrig (se Reinhart og Rogoff 2010). Nedbetaling av gjeld har, sammen med et stort antall private konkurser, bidratt til at husholdningers gjeldsbelastning som andel av privat disponibel inntekt har falt betydelig fra et historisk høyt nivå ved utgangen av 2007.

En gjeldsfinansiert stimulans må finansieres i fremtiden, enten ved skatteøkning, ved reduksjon i offentlige utgifter eller ved en kombinasjon av disse. Dersom myndighetene ved lanseringen av en stimuleringspakke samtidig annonserer hvordan de har tenkt å stramme inn igjen på mellomlang sikt, vil aktørene i økonomien kunne planlegge konsum- og investeringsbeslutninger nå og i fremtiden med større trygghet. Valg av finanspolitisk konsolideringsstrategi på mellomlang sikt synes derfor viktig for å få en ønsket effekt av finanspolitikk på kort sikt, både med hensyn til valg av finanspolitisk instrument og med hensyn til timing for når konsolideringsstrategien kommuniseres. At denne kommunikasjonen

oppfattes som troverdig av aktørene i økonomien, vil være av avgjørende betydning. Økte offentlige utgifter på kort sikt vil kunne øke lange renter, fordi det forventes at den ekspansive endringen øker aktiviteten i økonomien. En forventet besparelse på utgiftssiden på mellomlang sikt vil kunne dempe en slik effekt på lange renter. Fordi høyere lange renter kan føre til at husholdninger og bedrifter sparer mer i dag for å dekke økte lånekostnader i fremtiden, vil en troverdig kommunikasjon av fremtidige innskjerpelser kunne redusere nivået på den fremtidsrettede sparingen, se blant annet Corsetti et al. (2010).

Når finanspolitisk handlingsrom begrenses av en høy gjeldsbelastning og stort budsjettunderskudd, slik situasjonen nå er for mange land, er det behov for innstrammings tiltak. Hvorvidt landene vil lykkes i innskjerpelsene, vil i stor grad avgjøres av finanspolitisk troverdighet. En troverdig kommunikasjon av hvorfor innstrammings tiltak er nødvendige, og hvordan tiltakene vil påvirke aktørene i økonomien, vil kunne dempe de negative reaksjonene en kontraktiv finanspolitikk gjerne møter. Dersom husholdninger og bedrifter forstår rekkevidden av og årsaken til finanspolitiske beslutninger, vil endringene lettere kunne aksepteres.

Tabell 2 gir en oversikt over lanserte innstrammingspakker i utvalgte land. Kobles hypotesen om at det er viktig å kommunisere en troverdig konsolideringsstrategi på et tidlig tidspunkt, til oppryddingen etter finanskrisen, impliserer den at de økonomiske utsiktene burde vært mer positive i europeiske land enn i USA. Årsaken er at flere europeiske land har kombinert kortsiktig stimulans med en tydelig kommunikasjon av innstramming på mellomlang sikt, ledet an av Tysklands detaljerte og troverdige innstrammingsplan på 20 milliarder euro årlig fram til 2014. I USA har det derimot ikke blitt gitt uttrykk for når og hvordan eventuelle innstramminger skal foregå. De økonomiske utsiktene er imidlertid ikke markert forskjellige i USA og europeiske land (se figur 1 og 2). Det betyr ikke nødvendigvis at kommunikasjon av en innstrammingsplan på mellomlang sikt ikke kan virke stimulerende på økonomisk aktivitet på kort sikt, men heller at andre faktorer også spiller inn, som for eksempel en økende bekymring i finansmarkedene for at enkelte euroland ikke vil kunne innfri sine gjeldsforpliktelser, slik situasjonen har vært i Hellas og Irland, eller at de annonserte innstrammings tiltakene synes lite troverdige, som i Portugal.¹⁰ Størrelsen på gjeldsforpliktelser kan også være en forklarende årsak. Europeiske land har samlet over dobbelt så store brutto gjeldsforpliktelser som USA (se Reinhart og Rogoff 2010).

¹⁰ Innstrammings tiltakene i Portugal oppleves ikke som troverdige. I løpet av de første ti månedene av 2010 har budsjettunderskuddet økt med 1,8 prosent og avkastningskravene i statsobligasjonsmarkedet er nå på samme nivå som hva de var i Hellas i forkant av den greske krisepakken i mai 2010, se [http://www.eurointelligence.com/index.php?id=581&tx_ttnews\[tt_news\]=2962&tx_ttnews\[backPid\]=901&cHash=90a5b9eaaa](http://www.eurointelligence.com/index.php?id=581&tx_ttnews[tt_news]=2962&tx_ttnews[backPid]=901&cHash=90a5b9eaaa).

Tabell 2 Oversikt over utvalgte innstrammingspakker lansert i 2010

	Innstrammingspakker	
Tyskland	<p>Innstrammingspakke for 2011–2014 Beløp: 20 mrd euro årlig, totalt 80 mrd euro (0,77 % av forventet 2011 BNP) Utdrag av innhold:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Økning i flyskatter og skatteskjerpelser i energisektoren generelt - Ny skatt på kjernefysisk brennstoff og frafall av støtte til oppvarming - Frafall av tilleggsstøtte til arbeidsledige og pensjonister - Lavere fødselspermisjonsutbetaling 	
Storbritannia	<p>Innstrammingspakke 2010-2011 Lansert i mai 2010 Beløp: 6,2 mrd pund (0,42 % av forventet 2010 BNP) Utdrag av innhold:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 1,7 mrd pund kutt ved å stoppe eller utsette investeringsprosjekter - 2,8 mrd pund gjennom ansettelsesstopp i offentlig sektor og skjerpelser på bruk av konsulenttjenester, reisevirksomhet, IT-tjenester og annet - Innstramming i kommunebudsjettet på 1,17 mrd pund 	<p>Spending Review Statement Lansert i oktober 2010 Beløp: 19 % budsjettkutt over fire år Utdrag av innhold:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 6 mrd pund kutt i administrative budsjetter i løpet av år 1 - 490 000 færre offentlig ansatte innen fire år - Økning i pensjonsalder - Årlig innstramming i kommunebudsjettet på 7,1 % - Økt fokus på privatisering av offentlige tjenester - Innstramming i forsvarsbudsjett på 8 %
Spania	<p>Innstrammingspakke I for 2010–2013 Lansert i februar 2010 Beløp: 50 mrd euro (4,76 % av forventet 2010 BNP) Utdrag av innhold:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Arbeidsmarkedsreformer - Lavere lønn til offentlig ansatte - Økt pensjonsalder - Kutt i subsidier, overføringer og offentlige investeringer 	<p>Innstrammingspakke II for 2010–2013 Lansert i mai 2010 Beløp: 15 mrd euro (1,43 % av forventet 2010 BNP) Utdrag av innhold:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Lønnskutt for offentlig ansatte på 5 prosent i 2010, lønnsfrys i 2011 - Frys av pensjoner i 2011 - Skatteøkning for de rikeste
Hellas	<p>Hellas krisepakke fra EU og IMF med tilhørende innstramming Lansert i mai 2010 Beløp krisepakke: 110 mrd euro (46,6 % av forventet gresk 2010 BNP) (1,05 % av forventet EU 2010 BNP) Fordeling: Finansiering fra EU i samarbeid med IMF. 80 milliarder fra EU og 30 milliarder fra IMF ble tildelt Hellas som lån for å lette gresk refinansieringssituasjon. Lånet ble gitt til en betydelig lavere rente enn hva Hellas hadde måttet betale for refinansiering i markedet. Krisepakken ble gitt under forutsetning om at Hellas gjennomførte innstrammings tiltak:</p> <p>Innstrammingsplan for 2010–2013 Beløp: 30 mrd euro (12,7 % av forventet 2010 BNP) Utdrag av innhold:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Øke pensjonsalderen fra 53 til 67 år - 3 års lønnsfrys for offentlig ansatte - Frafall av to ekstra månedslønner årlig for offentlig ansatte - Ansettelsesstopp i offentlig sektor - Nedlegging av korttidskontrakter og flere hundre utdaterte statlige enheter - 2 til 3 prosentpoeng økning i merverdiavgiften (VAT) 	
Irland	<p>Irland krisepakke fra EU og IMF med tilhørende innstramming Lansert november 2010 Beløp krisepakke: Opptil 85 mrd euro (51,2 % av forventet irsk 2010 BNP) (0,8 % av forventet EU BNP) Fordeling: 45 mrd euro finansieres av EU, 22,5 mrd euro finansieres av IMF og 17,5 mrd euro finansieres av Irland selv. Cirka 50 mrd euro tildeles irske myndigheter som lån slik at innstrammings tiltak tilsvarende 15 mrd euro kan gjennomføres i løpet av fire år. De resterende 35 mrd euro er en bankredningspakke.</p>	

Kilder: IMF, Deutsche Bundesregierung, HM Treasury, Reuters, Eurostat, egne beregninger

6. Finanspolitisk handlingsrom

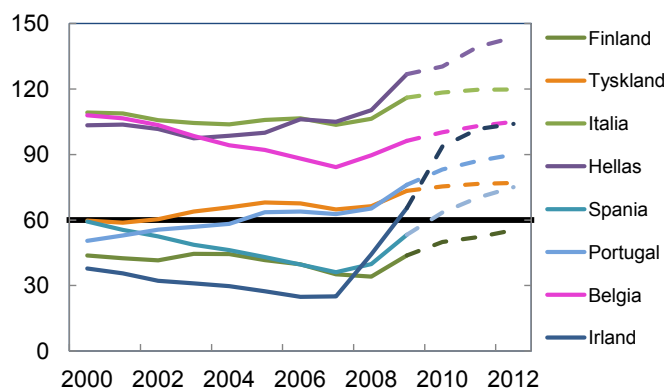
Fordi finanspolitikk har konsekvenser for aktørene i økonomien og økonomisk aktivitet, er det viktig å utforme politikken på en ansvarlig måte. Hva som anses som en ansvarlig finanspolitikk, er det ikke nødvendigvis enighet om. Blant politikere benyttes ofte begrepet *ansvarlig finanspolitikk* dersom budsjettstyringen er motsyklisk og det er stort fokus på diskresjonære endringer, gjerne med virkning på kort sikt. I litteraturen har det gjennom de siste ti årene imidlertid vært mer vanlig å knytte begrepet *ansvarlig finanspolitikk* til situasjoner der politiske beslutningstakere lar finanspolitikken være motsyklisk gjennom automatiske stabilisatorer og kun benytter diskresjonær finanspolitikk til mer langsiktige formål (se blant annet Eichenbaum 1997, Feldstein 2002 og Taylor 2000). Tanken er at forsøk på å utføre motsyklisk diskresjonær finanspolitikk like gjerne kan virke destabiliserende som stabiliserende på økonomisk aktivitet, fordi det er vanskelig å anslå når den finanspolitiske endringen vil få effekt.

De finanspolitiske stimuleringspakken som har blitt lansert i forbindelse med finanskrisen, er typiske eksempler på diskresjonær finanspolitikk med ønske om kortsiktige effekter. Taylor (2009) forsvaret tidligere synspunkter og hevder at optimal finanspolitikk fortsatt er å ha fokus på automatiske stabilisatorer på kort sikt og kun benytte diskresjonær finanspolitikk for mer langsiktige formål. For å kunne ha finanspolitisk handlingsrom i en resesjon synes det uansett hensiktsmessig for myndighetene å utvise nøysomhet i oppgangstider og å generelt styre finanspolitikken på en måte som unngår store og varige budsjettunderskudd og oppbygging av høy statsgjeld.

Dersom et land gjennom finanspolitikken sørger for at statsgjelden ikke er høy over lengre tid, og unngår store, varige budsjettunderskudd, virker det naturlig å omtale det som en ansvarlig finanspolitikk. Definert slik vil et land som utøver en ansvarlig finanspolitikk, og som styrer pengepolitikken etter inflasjonsmål, i teorien være godt rustet mot en resesjon. Problemet oppstår når landet avviker fra en slik retning. Slike avvik er sjelden knyttet til at det brukes for mye penger i lavkonjunktur, som oftest er det motviljen mot å stramme inn i høykonjunktur som er den direkte årsaken til at land viker av fra retningen for en ansvarlig finanspolitikk.

Store budsjettunderskudd og høy statsgjeld ved inngangen til en lavkonjunktur er spesielt alvorlig for en pengeunion som euroområdet, siden smitteeffektene kan

Figur 4 Brutto offentlig gjeld som andel av BNP i utvalgte euroland. Stiplet linje indikerer anslag. Prosent. Kriteriegrensen på 60 prosent markert i sort



Kilder: Eurostat, publisert november 2010. Anslag fra: IMF, World Economic Outlook Database, Oktober 2010

være store på grunn av felles valuta.¹¹ For å forsøke å hindre en slik situasjon har stabilitetskriteriene blitt utformet for land i euroområdet. Gjeldskriteriet setter en øvre grense for oppbygging av brutto statsgjeld på 60 prosent av BNP, mens underskuddskriteriet setter en øvre grense for budsjettunderskudd på 3 prosent av BNP.¹² Begge kriterier åpner for avvik ved ekstraordinære hendelser der det er behov for å utvide det finanspolitiske handlingsrommet. I 2009 ble det gitt tillatelse til avvik fra kriteriene for å iverksette finanspolitiske tiltak i kjølvannet av finanskrisen. Det er imidlertid tydelig at få land oppfylte gjeldskriteriet i forkant av finanskrisen, slik de var forpliktet til, se figur 4. Konsekvensen av at det i 2009 ble gitt tillatelse til å avvike fra kriterienivået, var at denne avstanden økte ytterligere. Land som Hellas, Belgia og Italia har hatt statsgjeld på nær eller mer enn 100 prosent av BNP, både gjennom finanskrisen og i tidligere perioder med høykonjunktur, som i årene 2004–2006.

Med høy statsgjeld er det vanskelig å motvirke en resesjon, fordi gjeldskostnadene som andel av inntekt øker både på grunn av inntektsnedgang forårsaket av reduksjon i skatte- og avgiftsgrunnlaget og som oftest høyere renter som følge av økt risiko for mislighold av gjelden. Resultatet blir at finanspolitisk handlingsrom reduseres, fordi en stor andel av landets finansielle midler må brukes til dekning av gjeldskostnader fremfor i finanspolitikken. Dersom offentlige utgifter i utgangspunktet er gjeldsfinansiert, vil det i en resesjon være behov for å øke statsgjelden ytterligere for å kunne finansiere trygdeordninger og arbeidsskapende aktiviteter som følge av høyere arbeidsledighet.

¹¹ Euroområdet har felles pengepolitikk som utføres av Den europeiske sentralbanken (ESB). Finanspolitikken styres av nasjonale myndigheter i hvert enkelt land.

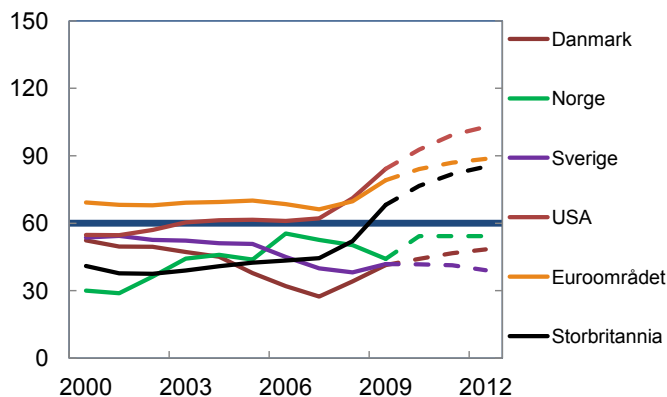
¹² For en nærmere beskrivelse av stabilitetskriteriene, se artikkel 140 (1) og 126 i Traktaten om den Europeiske Unions Funksjonsområde (Treaty of the Functioning of the EU) og tilhørende protokoll 12 og 13 her: <http://eur-lex.europa.eu/JOHtml.do?uri=OJ:C:2010:083:SOM:EN:HTML>.

Mange land utenfor euroområdet har hatt lavere brutto statsgjeld som andel av BNP enn de fleste euroland i forkant av krisen, se figur 5. Som for land i euroområdet er statsgjelden fortsatt stigende i USA og Storbritannia. Årlige britiske rentekostnader er på omkring 3 prosent av BNP og forventes å stige med nærmere 50 prosent innen 2015.¹³ Brutto offentlig amerikansk gjeld forventes å nå 100 prosent av BNP i løpet av 2011 og fortsette å stige til over 115 prosent i 2015. Det er ikke nødvendigvis uventet at offentlig gjeld forventes å stige i årene fremover. Reinhart og Rogoff (2008) finner at offentlig realgjeld i gjennomsnitt stiger 86 prosent i løpet av de tre første årene etter en bankkrise, og hevder at hovedårsaken ikke er utgifter i forbindelse med redning av banker eller rekapitalisering av banksystemer, men et betydelig fall i skatteinntekter og en stor økning i offentlige utgifter, både gjennom automatiske stabilisatorer og diskresjonære ekspansive endringer.

Når gjeldsbelastningen stiger, blir det stadig vanskeligere å skape økonomisk vekst. Reinhart og Rogoff (2010) hevder at land sjelden kan vokse seg ut av høy gjeld, og at en statsgjeld på mer enn 90 prosent av BNP er klart svekkende for vekstutsiktene. Mens USA, Storbritannia og store land i euroområdet, som Tyskland og Frankrike, har hatt en forholdsvis lav statsgjeld som andel av BNP i forkant av krisen, har brutto offentlig gjeld i Hellas ligget over 90 prosent i over ti år (se figur 4). At høy statsgjeld kan dempe økonomisk vekst på kort sikt, kan tyde på at en troverdig gjeldskonsolideringsstrategi vil kunne bidra til å stimulere vekst på lengre sikt. IMF finner at for hver 10 prosentpoengs nedgang i offentlig gjeld som andel av BNP, vil verdiskapingen kunne stige 1,4 prosent på lang sikt (se kapittel 3 i IMF WEO 2010).

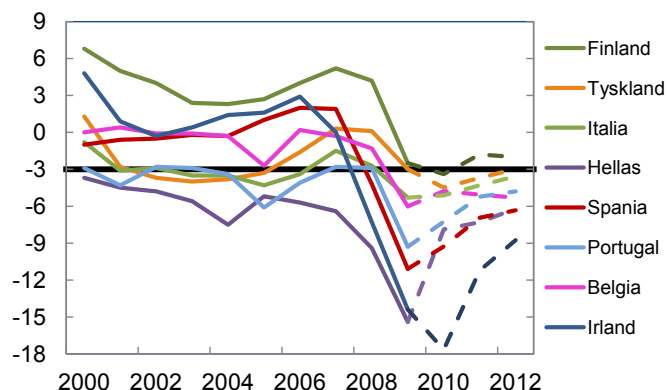
Figur 6 viser offentlig budsjettbalanse som andel av BNP i utvalgte euroland. Selv om landene forventes å overskride budsjettkriteriet i 2010, har det vært større respekt for budsjettkriteriet enn for gjeldskriteriet i årene forut for finanskrisen. I 2009 fikk alle euroland tillatelse til å øke budsjettunderskuddet slik at stimuleringspakken kunne tre i kraft, betinget av hyppig rapportering om hvor fort budsjettet kan strammes inn igjen. De fleste land oppgir at de forventer å være tilbake på maksimalt 3 prosent underskudd i løpet av 2013, blant annet ved hjelp av de lanserte finanspolitiske konsolideringspakken (se tabell 2 for et utvalg land). Hvor raskt landene i realiteten vil klare å redusere underskuddet, er imidlertid usikkert. Spanske myndigheter rapporterer at de er på god vei, mens portugisiske myndigheter rapporterer at budsjettunderskuddet har økt i 2010. I Hellas viste det seg at underskuddet har vært enda større i 2009 enn først antatt. Situasjonen i Hellas omtales i ramme 6.1.

Figur 5 Brutto offentlig gjeld som andel av BNP i utvalgte land. Stiplet linje indikerer anslag. Prosent



Kilder: Eurostat, publisert november 2010. For Norge: SSB. For USA og alle anslag: IMF, World Economic Outlook Database, Oktober 2010.

Figur 6 Offentlig budsjettbalanse som andel av BNP i utvalgte ØMU-land. Stiplet linje indikerer anslag. Prosent. Kriteriegrensen på 3 prosent markert i sort



Kilder: Eurostat, publisert november 2010. Anslag fra: IMF, World Economic Outlook Database, Oktober 2010

Figur 7 viser budsjettssituasjonen som prosent av BNP i utvalgte land utenfor euroområdet og i euroområdet samlet. Storbritannia og USA har begge store underskudd som følge av de svært ekspansive tiltakene i forbindelse med finanskrisen. Storbritannia har annonsert innstramningstiltak og planlegger å redusere underskuddet til i underkant av 5 prosent innen 2015 (se tabell 2). USA har så langt kun annonsert stimuleringspakker uten å gi noe signal om når eller hvordan en nødvendig konsolidering skal foregå. De skandinaviske landene har unngått store budsjettunderskudd i perioden.

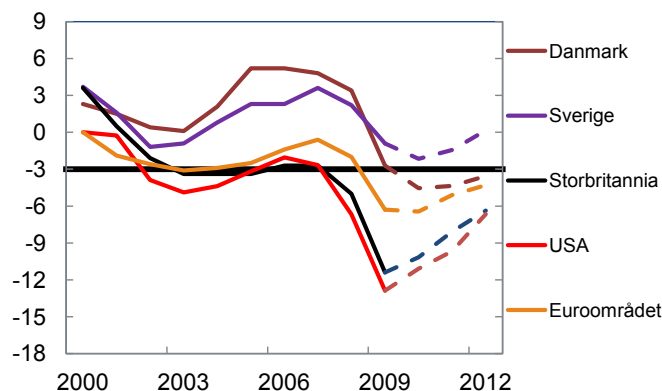
I tillegg til nivå på budsjettunderskudd og statsgjeld vil et lands finanspolitiske handlingsrom påvirkes av hvilke penge- og finanspolitiske beslutninger landets handelspartnere tar. Dersom det i Norge gjøres en ekspansiv finanspolitisk endring, mens Norges handels-

¹³ Se HM Treasury Spending Review 2010: http://www.hm-treasury.gov.uk/spend_sr2010_documents.htm.

partnere ikke foretar en liknende beslutning, vil norsk krone appresiere, såfremt den finanspolitiske endringen fører til en renteøkning. En appresiering av kronen svekker norsk konkurransevne og reduserer nettoeksport. I en åpen økonomi begrenses derfor finanspolitisk handlingsrom av at handelsbalansen påvirkes. Finanspolitisk handlingsrom vil imidlertid kunne være større, og effekten av finanspolitikk vil kunne være sterkere desto mer koordinerte finanspolitiske beslutninger er, fordi ikke alle land kan ha valutaappresiering med påfølgende fall i nettoeksport samtidig (se blant annet Spilimbergo et al. 2008 og kapittel 3, IMF WEO 2010). At ekspansiv penge- og finanspolitikk gjennomført i forbindelse med finanskrisen har vært koordinert over landegrensene, har trolig medvirket til at de fleste land ser ut til å dra seg ut av krisen samtidig, se figur 1.

I studiet av finanspolitiske effekter på realøkonomien og finanspolitisk handlingsrom kan det også være hensiktsmessig å se på eventuelle spillovereffekter på tvers av landegrensene. Dersom en ekspansiv finanspolitikk i Norge fører til en realappresiering av kronen, vil importetterspørselen øke og med det bidra til økt produksjon og sysselsetting hos norske handelspartnere. Dette er en positiv spillovereffekt over landegrensene, de eksportende landene blir gratispassasjerer på norsk finanspolitisk stimulans. En negativ spillovereffekt vil imidlertid kunne inntreffe dersom landet som utøver ekspansiv finanspolitikk, er stort nok til å påvirke internasjonale renter og med det dempe global økonomisk aktivitet. Negative spillovereffekter kan også inntreffe dersom en budsjettoverskridelse er gjeldsfinansiert eksternt og landet

Figur 7 Offentlig budsjettbalanse som andel av BNP i utvalgte land. Stiplet linje indikerer anslag. Prosent



Kilder: Eurostat, publisert november 2010. For Norge: SSB. For USA og alle anslag: IMF, World Economic Outlook Database, Oktober 2010.

får problemer med å betjene gjelden, slik situasjonen har vært i Hellas. Om den totale effekten av spillovereffekter er positiv eller negativ, vil avhenge av landstørrelse, grad av åpenhet, andel eksternt finansiert gjeld og gjeldsfinansieringsevne. I tillegg vil den totale effekten avhenge av i hvilken grad endringen i finanspolitikk avviker fra utformingen av finanspolitikk i andre land. Er tiltakene koordinerte med tiltakene i andre land, vil spillovereffektene bli mindre.¹⁴

Hvorvidt koordinerte beslutninger er like lønnsomme ved en finanspolitisk konsolidering, kommer an på hva som er formålet med innstrammingen. Dersom formålet er å redusere et positivt produksjonsgap, vil koordinerte tiltak kunne være lønnsomt, fordi man unngår en real-

Ramme 6.1 Hellas i trøbbel: Høy statsgjeld og stort budsjettunderskudd

Situasjonen i Hellas de siste to årene er beskrivende for hvor skadelig høy offentlig gjeldsbelastning og stort budsjettunderskudd over lengre tid kan være for et land. Gresk gjelds- og budsjettstatistikk har den siste tiden blitt revidert flere ganger, og Hellas er blitt anklaget for å ikke oppgi korrekt statistikk. Nye tall fra Eurostat (november 2010) viser en brutto offentlig gjeld på 126,8 prosent av BNP i 2009, det vil si 11,7 prosentpoeng høyere enn ved forrige publisering. Det er forventet at gjelden vil stige fremover, se figur 4. Gjelds- og budsjett-situasjonen har gitt Hellas svært lite finanspolitisk handlingsrom. Statsobligasjonslån tilsvarende i overkant av 1000 milliarder kroner forfaller før utgangen av 2012. På grunn av svært høye avkastningskrav i markedet var refinansiering nesten umulig i forkant av den greske krisepakken i mai 2010 (se omtale i tabell 2). Usikkerheten spredte seg til private banker og næringsliv. Fordi risikopremien øker betydelig når gjelden når historiske nivåer, vil det være hensiktsmessig for land å foreta betydelige finanspolitiske innstramminger for å fremstå kredittverdige overfor investorer, selv om landet i utgangspunktet skulle være i stand til å betjene gjelden. Hellas mestret ikke å betjene gjelden uten hjelp og måtte love betydelige budsjettskjerpelser i forbindelse med avtaler om å motta krisehjelp. Innstrammingstiltakene, som ble lansert i mai 2010, tilsvarer 12,7 prosent av forventet BNP for 2010 og er betydelig større enn innstrammingstiltak i andre land (se tabell 2).

¹⁴ En koordinering av ekspansiv finanspolitikk kan være spesielt positivt i en pengeunion som euroområdet, fordi enkeltstående finanspolitiske endringer gjør rentebeslutninger vanskelige. En enkeltstående finanspolitisk innstramming i et medlemsland med betydelig vekt, som Tyskland eller Frankrike, vil kunne føre til høyere rente og en appresiering av euroen, som vil ramme samtlige medlemsland. Cwik og Wieland (2009) finner imidlertid at spillovereffektene mellom tre store euroland (Tyskland, Frankrike og Italia) som følge av slike enkeltstående finanspolitiske endringer er minimale.

depresiering av valutaen som ville ført til økt nettoeksport og dermed dempet reduksjonen i produksjonsgapet. Dersom formålet heller er å redusere budsjettunderskudd og statsgjeld med minst mulig negativ effekt på økonomisk aktivitet, slik situasjonen er i de fleste land i dag, kan imidlertid en koordinering av innstrammings tiltakene være en ulempe, fordi oppgangen i nettoeksport uteblir.

7. Konklusjon

Da finanskrisen eskalerte i 2008 ble det lansert store finanspolitiske stimuleringspakker. Under to år senere ble det i mange land nødvendig med store innstrammingspakker, fordi stimuleringspakkene førte til høy statsgjeld og store budsjettunderskudd. Den betydelige bruken av finanspolitikk både under og i etterkant av krisen har skapt behov for økt forståelse av hvilken effekt finanspolitikk egentlig har.

Til tross for omfattende studier på dette området er det fortsatt stor usikkerhet knyttet til effekten av finanspolitikk. Skatte- og utgiftsendringer påvirker realøkonomien og har en indirekte effekt på pengepolitiske beslutninger gjennom effekten på inflasjonsforventningene. En feilslått finanspolitikk kan være en potensiell trussel for finansiell stabilitet dersom gjeldsbelastningen når svært høye nivåer og landet får problemer med å betjene gjelden. Effekten av finanspolitikk kan være sterkere enn ved mer normale forhold når renten er tilnærmet lik null, fordi sentralbankens handlingsrom er begrenset. For å oppnå en ønsket effekt av en finanspolitisk stimulering på kort sikt kan troverdig kommunikasjon av konsolideringsstrategi på mellomlang sikt være hensiktsmessig. Dette gjelder spesielt dersom den ekspansive finanspolitikken er gjeldsfinansiert, slik at aktørene i økonomien forventer en fremtidig innstramming. Vet man hvor og når innskjerpelsene kommer, er det lettere for husholdninger og bedrifter å foreta konsum- og investeringsbeslutninger. Finanspolitisk troverdighet vil kunne være avgjørende for hvorvidt en slik kommunikasjon har virkning.

Usikkerheten knyttet til effekten av finanspolitikk forsterkes av uenighet rundt valg av finanspolitisk instrument. Hvorvidt det i en stimuleringssituasjon vil være mest effektivt å satse på ulike former for skattelette eller en økning i offentlige utgifter, vil blant annet avhenge av økonomiens tilstand, formålet med endringen av finanspolitikken og finanspolitisk handlingsrom. Gitt usikkerheten er det viktig at estimeringsresultatene for finanspolitiske effekter er robuste overfor ulike beregningsmetoder.

Det er for tidlig å trekke konklusjoner om de langsiktige effektene av de finanspolitiske endringene som har blitt gjennomført de siste to årene, men flere studier indikerer at effekten på realøkonomien vil avta betydelig allerede

fra 2011, og at en høy gjeldsbelastning vil kunne føre til redusert økonomisk aktivitet på lang sikt. Det synes imidlertid å være utvilsomt at finanspolitiske tiltak hadde kortsiktige virkninger og forhindret et kraftig fall i etterspørsel i mange land.

Referanser

- Alesina, Alberto F. and S. Ardagna, 2009: «Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending», *NBER Working paper*, No. 15438
- Auerbach, A. and William G. Gale, 2009: «Activist Fiscal Policy to Stabilize Economic Activity», *NBER Working paper*, No. 15407
- Barro, Robert J., 2009: «Voodoo multipliers», *Economists' voice*, Berkeley Economic Press
- 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*, Vol. 117, No. 4, pp. 1329–68
- Blinder, Alan S. and M. Zandi, 2010: «How the great recession was brought to an end», Unpublished paper, Economy.com, July 27
- Blundell, R., 2009: «Assessing the Temporary VAT Cut Policy in the UK», *Fiscal Studies*, Vol. 30, No. 1, pp. 31–38
- Burnside, C., M. Eichenbaum and J. Fisher, 2004: «Fiscal shocks and their consequences», *Journal of Economic Theory*, Vol. 115, No. 1, pp. 89–117
- Caballero, Ricardo J. and Robert S. Pindyck, 1996: «Uncertainty, Investment, and Industry Evolution», *International Economic Review*, Vol. 37, No. 3, pp. 641–62
- Christiano, L., M. Eichenbaum and S. Rebelo, 2009: «When is the Government Spending Multiplier Large?», *NBER Working Paper*, No. 15394
- Cogan, John F., T. Cwik, John B. Taylor and V. Wieland, 2009: «New Keynesian versus Old Keynesian Government Spending Multipliers», Working Paper Series No. 1090, European Central Bank
- Cogan, John F. and John B. Taylor, 2010: «What the Government Purchases Multiplier Actually Multiplied in the 2009 Stimulus Package», *NBER Working paper*, No. 16505
- Corsetti, G., A. Meier and Gernot J. Müller, 2010: «Cross-border spillovers from fiscal stimulus», *International Journal of Central Banking*, Vol. 6, No. 1, pp. 5–38
- Cwik, T. and V. Wieland, 2009: «Keynesian Government Spending Multipliers and Spillovers in the Euro Area», *CEPR Discussion Paper*, No. 7389

- Darius, R., M. Nkusu, A. Thomas, A. Vamvakidis, E. Vidon and F. Vitek, 2010: «Cross-Cutting Themes in Employment Experiences during the Crisis», *IMF Staff Position Note*, 2010/18
- Davig, T. and E. Leeper, 2009: «Monetary-Fiscal Policy Interactions and Fiscal Stimulus», *NBER Working Paper* No. 15133
- European Central Bank, 2010: *ECB Monthly Bulletin*, August
- Eichenbaum, M., 1997: «Some Thoughts on Practical Stabilization Policy», *The American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, pp. 236–239
- Eichengreen, B., 1998: «Comment on ‘The Political Economy of Fiscal Adjustments’», *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 7, pp. 255–62
- Fatás, A. and I. Mihov, 2001: «The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence», *CEPR Discussion Paper*, No. 2760
- Feldstein, M., 2002: «The Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment», *NBER Working Paper* No. 9203
- Galí, J., J. David López-Salido and J. Vallés, 2007: «Understanding the Effects of Government Spending on Consumption», *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5, No. 1, pp. 227–270
- Giavazzi, F. and M. Pagano, 1996: «Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience», *Swedish Economic Policy Review*, Vol. 3, No. 1, pp. 67–103
- Hall, R., 2009: «By how much does GDP rise if the Government buys more Output?», *NBER Working paper*, No. 15496
- HM Treasury, 2010: *Spending Review 2010*
- Ilzetzki, E. and Carlos A. Végh, 2008: «Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries: Truth or Fiction?», *NBER Working Paper*, No. 14191
- International Monetary Fund, 2010: «Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation», *World Economic Outlook*, Oktober, Kapittel 3
- Kirchner, M., J. Cimadomo and S. Hauptmeier, 2010: «Transmission of Government Spending Shocks in the Euro Area: Time Variation and Driving Forces», *Tinbergen Institute Discussion Paper*, Vol. 21, No. 2
- Mankiw, N. G., 2010: «Questions about Fiscal Policy: Implications from the Financial Crisis of 2008–2009», *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Mai/Juni
- Mountford, A. and H. Uhlig, 2008: «What are the effects of fiscal policy shocks?», *NBER Working Paper*, No. 14551
- Perotti, R., 2005: «Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries», *CEPR Discussion Paper*, No. 4842
- Perotti, R., 2006: «Public Investment and the Golden Rule: Another (Different) Look», *IGIER Working Paper*, No. 277
- Ramey, Valerie A., 2009: «Identifying Government Spending Shocks: It’s All in the Timing», *NBER Working paper*, No. 15464
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff, 2010: «Growth in a time of debt», *American Economic Review*, Vol. 100, No. 2, pp. 573–78
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff, 2008: «Banking Crises: An Equal Opportunity Menace», *NBER Working Paper*, No. 14587
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff, 2009: «The Aftermath of Financial Crisis», *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, pp. 466–72
- Romer, C., and J. Bernstein, 2009: «The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan», 9. januar
- Romer, C. and D. Romer, 2010: «The Macroeconomic Effects of Tax Change: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks», *American Economic Review*, Vol. 100, No. 3, pp. 763–801
- Sahm, Claudia R., Matthew D. Shapiro and Joel S. Slemrod, 2009: «Household Response to the 2008 Tax Rebate: Survey Evidence and Aggregate Implications», *NBER Working Paper*, No. 15421
- Shapiro, Matthew D. and Joel S. Slemrod, 2008: «Did the 2008 Tax Rebates Stimulate Spending?», *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 99, No. 2, pp. 374–379
- Spilimbergo, A., S. Symanski, Olivier J. Blanchard and C. Cottarelli, 2008: «Fiscal Policy for the Crisis», *IMF Staff Position Note*, 08/01
- Spilimbergo, A., S. Symanski and M. Schindler, 2009: «Fiscal Multipliers», *IMF Staff Position Note*, 09/11
- Taylor, John B., 1993: «Macroeconomic Policy in a World Economy: From Econometric Design to Practical Operation», WW Norton, New York
- Taylor, John B., 2000: «Reassessing Discretionary Fiscal Policy», *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 3, pp. 21–36
- Taylor, John B., 2009: «The lack of an Empirical Rationale for a Revival of Discretionary Fiscal Policy», Artikkel presentert på *The Annual Meeting of the American Economic Association Session*, 4. januar
- Traktaten om den Europeiske Unions Funksjonsområde (tidligere EF-traktaten)
- Wieland, V., 2010: «Fiscal Stimulus and the Promise of Future Spending Cuts», *International Journal of Central Banking*, Vol. 6, No. 1, pp. 39–50