

Working Paper Series 3/13

FINANSPOLITIK  
OG DEN ØKONOMISKE OG  
MONETÆRE UNION

Torben M. Andersen  
Aarhus Universitet

Mars 2013



Centre for Monetary Economics  
BI Norwegian Business School

ISSN 1503-3031

# Finanspolitik og den Økonomiske og Monetære Union

---

**Torben M. Andersen**  
**Institut for Økonomi**  
**Aarhus Universitet**

**September 2012**

## SAMMENFATNING:

Den aktuelle statsgælds Krise skyldes overvejende manglende konsolidering og finanspolitisk styring i årene inden finanskrisen. De finanspolitiske rammebetingelser knyttet til ØMU-samarbejdet har ikke fungeret efter hensigten, og de har derfor ikke været troværdige. Finanspagten lægger op til både mere præcise måltal og en tættere monitorering og håndhævelse af reglerne. Finanspolitiske rammebetingelser er nyttige i den finanspolitiske styring, men kan ikke substituere for den politiske kapital, der er nødvendig for en konsistent finanspolitisk styring. Samtidig lider pagten under den store betydning tillagt den strukturelle budgetsaldo, der kun kan opgøres med betydelig usikkerhed, og derfor ikke kan styres med stor præcision.

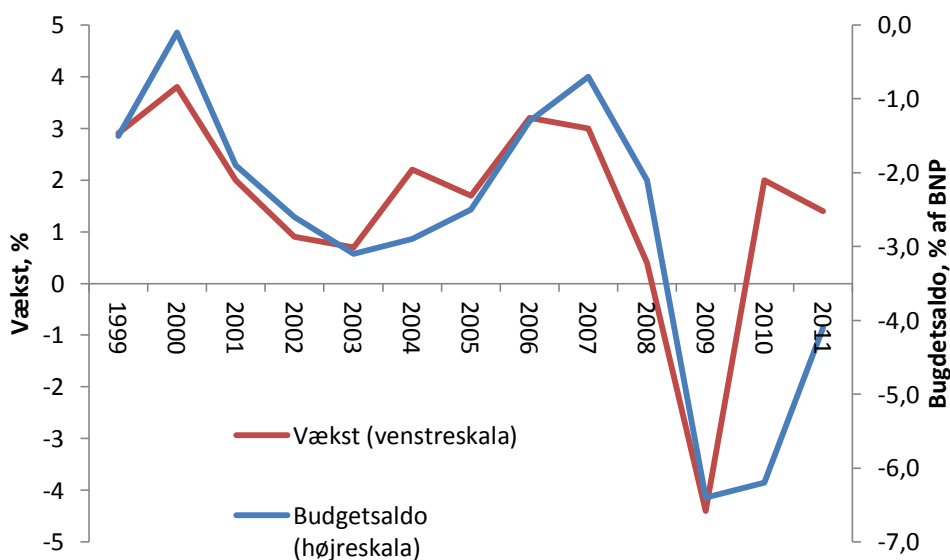


## 1. Indledning

Den finansielle krise har udviklet sig til en gældskrise, som har bragt den Økonomiske og Monetære Union ud i store problemer. En række medlemslande står over for betydelige finanspolitiske problemer, og samtidig har de finansielle markeder reageret med markante rentestigninger for de pågældende landes statspapirer. Renten har for flere lande nået niveauer, hvor gældsdynamikken antager en selvstændig og ustabiliserende faktor. Hjælpepakker og kriseforanstaltninger har været en del af dagsordenen siden finanskrisen, men dog indtil nu uden tilstrækkelig effekt til at fjerne krisen.

Det er en simpel konstatering, at såfremt ØMU-landene havde overholdt de finanspolitiske spilleregler (underskudsgrænse på 3 % af BNP, og gældsloft på 60 % af BNP), så ville det ikke have udviklet sig til en statsgældskrise af en tilstrækkelig stor dimension til at destabilisere hele valutaunionen<sup>1</sup>. Det er også en enkel konstatering, at de pågældende finanspolitiske spilleregler havde mistet deres troværdighed allerede inden finanskrisen satte ind. Udviklingen igennem de senere år viser, at dette system aldrig har været effektivt, og finanskrisen har klart udstillet problemerne. Der har været en tydelig "deficit bias", jf. figur 1, hvor de offentlige finanser for valutaområdet som helhed systematisk har udvist underskud, også i år med høj vækst inden finanskrisen. Kun 6 af 27 medlemslande er aktuelt ikke omfattet af proceduren for "excessive deficits". Endelig er det en historisk konstatering, at "optagelsesbetingelserne" af politiske grunde blev gradbøjet for at få et stort antal lande med i ØMU-samarbejdet.

Figur 1: Budgetsaldo og vækst, EURO-lande, 1999-2011



Kilde: [www.eurostat.eu](http://www.eurostat.eu)

<sup>1</sup> For de fleste lande var gælden høj allerede inden finanskrisen. Der er to væsentlige undtagelser hertil, nemlig Irland (ØMU-gæld 2007: 25 % af BNP; 2011: 104 % af BNP) og til dels Spanien (2007: 36 % af BNP; 2011: 68 % af BNP). For Euro-landene er den gennemsnitlige gæld steget fra 66 % af BNP i 2007 til 87 % i 2011.

Denne artikel ser nærmere på de finanspolitiske regler i ØMUen. Hovedtemaet er erfaringerne med og mulighederne for at opstille og håndhæve finanspolitiske spilleregler i en monetær union. Der indledes i afsnit 2 med en kort oversigt og udviklingen i de finanspolitiske styringsregler i ØMUen. Dernæst diskuteres det i afsnit 3, om erfaringerne de seneste år viser nogle fejl eller aspekter, der ikke i tilstrækkeligt omfang var indtænkt i ØMU-konstruktionen fra starten. Den netop vedtagne finanspagt diskuteres i afsnit 4. I afsnit 5 er nogle få sammenfattende kommentarer. Spørgsmål knyttet til de helt aktuelle problemer i relation til intervention, krisepakker mm. samt udviklingen af en bankunion behandles i andre artikler i dette nummer af Samfundsøkonomen.

### 3. Finanspolitiske regler i ØMUen

Traktaten for den monetære union er opbygget omkring den præmis, at finanspolitikken er det enkelte lands ansvar. Samtidig erkendes det, at en fælles valuta og dermed pengepolitikken er afhængig af "sunde" offentlige finanser. Derfor har der været knyttet finanspolitiske regler til samarbejdet, og disse var også oprindeligt en del af optagelsesbestemmelserne (konvergenskriterierne). De finanspolitiske regler har været opbygget omkring to søjler. Den ene lægger fast, at finanspolitikken er det enkelte lands ansvar formuleret både via "no-bail out" betingelsen og udelukkelsen af, at ECB finansierer budgetunderskud. Den anden søjle udgøres af de specifikke krav og grænser knyttet til finanspolitikken<sup>2</sup> i form af de finanspolitiske måltal (underskudsgrænse på 3 % af BNP og gældsgrænse på 60 % af BNP<sup>3</sup>), og den hertil hørende "excessive deficit procedure" med monitorering, henstillinger og ultimativ pålæggelse af bøder.

Hovedtanken har været en "fiscal union by statistics", dvs. at numeriske måltal og monitorering heraf er tilstrækkeligt til sikring af den nødvendige finanspolitiske disciplin. Monitoreringen er overladt til en ekstern aktør (kommissionen), og tankegangen er, at "dårlig opførsel kan udstilles og ultimativt straffes". Dette skulle sikre, at de politiske omkostninger ved utilstrækkelig opfyldelse af målsætningerne skulle blive tilstrækkelig høje til at undgå afvigelse fra reglerne.

Stabilitets- og vækstpagten blev vedtaget i 1998 og lagde op til en tættere monitorering og formulerede et mere restriktivt krav til finanspolitikken i form af en budgetsaldo "close to balance or above". Der blev også lagt op til mere automatik i proceduren for "excessive deficits".

Pagten blev relativt hurtigt testet, da flere lande fik problemer med underskudmålet. I en situation hvor der ifølge reglerne skulle træffes foranstaltninger i forhold til uforholdsmæssige underskud, blokerede blandt andre Tyskland og Frankrig i efteråret 2003 denne proces. Med andre ord klarede pagten ikke sin første reelle test.

Som en følge heraf blev Stabilitets- og Vækstpagten reformeret i 2005, og der blev lagt op til mere fleksibilitet ved at sondre mellem forskellige budgetmål og hensyn, herunder betydningen af at sikre

---

<sup>2</sup> Kravene gælder alle lande og derfor også Danmark, men muligheden for pålæggelse af sanktioner gælder alene for EURO-landene.

<sup>3</sup> Det er alment accepteret, at de specifikke grænseværdier er teoretisk arbitrære og blev fastsat ud fra de historiske værdier omkring udfærdigelsen af traktaten. Bemærk dog, at der er en konsistens mellem de to måltal, idet et gælds niveau på 60 % af BNP kan fastholdes med et underskud på 3 % af BNP, såfremt nominal BNP vokser med 5 % om året.

finanspolitisk holdbarhed på mellemlang sigt i forhold til det mere rigide kortsigtede krav. På den ene side kan man sige, at dette skabte mere spillerum for (nødvendige) reformer til sikring af bedre offentlige finanser på lang sigt, selvom de kunne belaste de offentlige finanser på kort sigt. På den anden side gav det også større frihedsgrader for de enkelte lande i finanspolitikken, og dermed var reglerne reelt mere fleksible.

De finanspolitiske regler er blevet styrket med den såkaldte finanspagt (Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union) vedtaget i 2012. Dette er ikke alene en opstramning i forhold til 2005 reformen, men også i forhold til Stabilitets- og Vækstpagten. Det følger tankegangen om "fiscal union by statistics" i form af mere præcise og begrænsende regler for finanspolitikken.

Finanspagten er udformet efter samme tankegang som de tyske finanspolitiske styringspunkter<sup>4</sup>. ligger til grund for den såkaldte European Compact (European Council (2011)). Den styrker Stabilitets- og Vækstpagten ved blandt andet at kræve i) at de samlede offentlige finanser skal være i balance eller udvise overskud. Dette er opfyldt, såfremt det årlige strukturelle underskud ikke overstiger 0,5 % af BNP, dog kan et strukturelt underskud op til 1 % af BNP accepteres for lande med et gælds niveau under 60 % af BNP, ii) en sådan finanspolitisk regel skal introduceres i medlemslandenes konstitution eller tilsvarende. Reglen skal indeholde en automatisk tilpasningsregel, der skal udløses i tilfælde af afvigelser fra måltallet. Dette skal defineres for hvert enkelt medlemsland på basis af principper foreslået af kommissionen. Pagten indeholder endvidere initiativer til at styrke "the monitoring and corrective arm".

### 3. Finanspolitik og ØMU-konstruktionen

Grundet udviklingen de senere år kan der være grund til at spørge, om der var aspekter, som ikke i tilstrækkelig omfang blev taget i betragtning eller blev fejlvurderet i forbindelse med etableringen af ØMUen, og som især har haft betydning for den makroøkonomiske udvikling og de mere specifikke finanspolitiske problemstillinger.

Det særlige ved ØMUen er, at en penge- og valutapolitisk union blev etableret uden samtidig at have en finanspolitisk union eller overbygning. Denne struktur var genstand for megen debat inden etableringen af ØMUen, og særligt behovet for at sikre en finanspolitisk udvikling, der ikke ville virke destabiliserende i forhold til pengepolitikken, var i fokus. Der var en aktiv diskussion om, hvorvidt de finanspolitiske spilleregler var nødvendige eller for rigide. Som nævnt indledningsvis kan det konstateres, at en rigid overholdelse af disse regler ville have forhindret en generel gældskrise for valutaområdet.

---

<sup>4</sup> Tyskland har for nyligt introduceret et finanspolitisk styringssystem med følgende elementer: i) Budgetmål: Det strukturelle budgetunderskud må ikke overstige 0,35 % af BNP (det samlede budgetmål er 0,5 % af BNP, men da omkring 70 % af den samlede offentlige gæld er federal gæld, er grænsen på federalt niveau sat til 0,35 %), ii) Undtagelsesklause: Denne grænse kan overskrides i tilfælde af store naturkatastrofer (undtagelsesregel), iii) Gældsbremse: Afvigelser fra målet akkumuleres (kontrolkonto), og en tilpasning skal ske såfremt den akkumulerede overskridelse overstiger 1,5 % af BNP, iv) Decentral styring: alle "Ländern" er pålagt et balanceret budgetkrav, jf. Baumann m.fl. (2008).

ØMUen er i sin konstruktion interessant, idet den muliggør intervention og sanktioner i forhold til lande, der ikke opfylder de finanspolitiske spilleregler. Udviklingen stiller imidlertid store spørgsmålstejn ved mulighederne for at håndhæve sådanne sanktioner og dermed ultimativt deres troværdighed. Dette er ikke mindst knyttet til spørgsmålet om troværdigheden af "no-bail-out-klausulen". Ex ante er der et klart incitament til at betone en sådan klausul. Ex post til etableringen af den monetære union er spørgsmålet, om det er tidskonsistent – præcist som vi ser nu – at afstå fra en indirekte eller direkte bail-out. En konsekvent politik vil ikke alene ramme "afvigerlandet", men også de øvrige ØMU-lande.

Dette problem er relateret til, at krydsejerskab af statspapirer og konsekvenserne heraf ikke tillagt nogen betydning, hvis det da overhovedet blev diskuteret. Erfaringerne har understreget, at statsgældsproblemer ikke alene er et internt anliggende, når udenlandske investorer har store beholdninger af det pågældende lands statspapirer. Manglende evne til at honorere gældsforpligtigelsen kan således få afledte konsekvenser i andre lande og ultimativt udløse eller forstærke ustabilitet i konstruktionen.

Krydsejerskabet af statspapirer er relateret til betydningen af betalingsbalanceunderskud. I den oprindelige ØMU diskussion var der en meget beskeden fokus på dette aspekt. Det typiske argument var, at betalingsbalance-uligevægt får en helt anden – og mindre væsentlig – betydning inden for en monetær union. Dette var tæt knyttet til et andet og meget centralt argument i debatten. Selvom det var klart, at medlemskredsen var så heterogen, at den ikke umiddelbart opfyldte standardkriterierne til at udgøre et såkaldt optimalt valutaområde<sup>5</sup>, så var argumentet, at opfyldelsen af disse kriterier er endogen. Når først man var medlem, ville man være nødt til at foretage de nødvendige strukturelle reformer for at sikre, at man opfyldte betingelserne. Dette var sammenfattet i det såkaldte "TINA"- argument (There Is No Alternative, lånt fra Margaret Thatcher) ifølge hvilket, medlemskab af ØMUen ville fremtvinge de nødvendige reformer til sikring af, at området kom til at udgøre et optimalt valutaområde (se f.eks. Calmfors (1998)). Særligt reformer af arbejdsmarkedene blev forventet på denne konto. Erfaringerne har vist, at TINA-argumentet ikke holdt, og der var inden for ØMUen oparbejdet betydelige økonomiske ubalancer inden finanskrisen. Det ses tydeligt i den meget uensartede udvikling i konkurrenceevnen blandt ØMU-landene.

Endelig var det ultimative argument, at såfremt landene af den ene eller anden grund ikke havde finanspolitikken under kontrol eller fik gennemført de nødvendige strukturelle reformer, så ville de finansielle markeder reagere (se f.eks. McKinnon (1997)). Lande på en uholdbar kurs vil i tide opleve rentestigninger (risikopræmier) og dermed få klare signaler om behovet for en ændret økonomisk politik og reformer. Som bekendt var rentespændene på statspapirer inden for EURO-området for alle praktiske formål nul i perioden mellem EUROens lancering og finanskrisens start (se f.eks. Andersen (2012a)). Dette til trods for systematiske problemer med de finanspolitiske indikatorer i Stabilitets og Vækstpagten og trods forskellige analyser der påpegede problemer med finanspolitisk holdbarhed og manglende strukturelle reformer<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Disse anses normalt for at være i) ensartet økonomisk struktur udsat for samme typer af stød, eller ii) faktormobilitet eller lønflexibilitet. Fravær af disse forudsætninger kan, såfremt den monetære union har en fælles finanspolitik, kompenseres via overførsler.

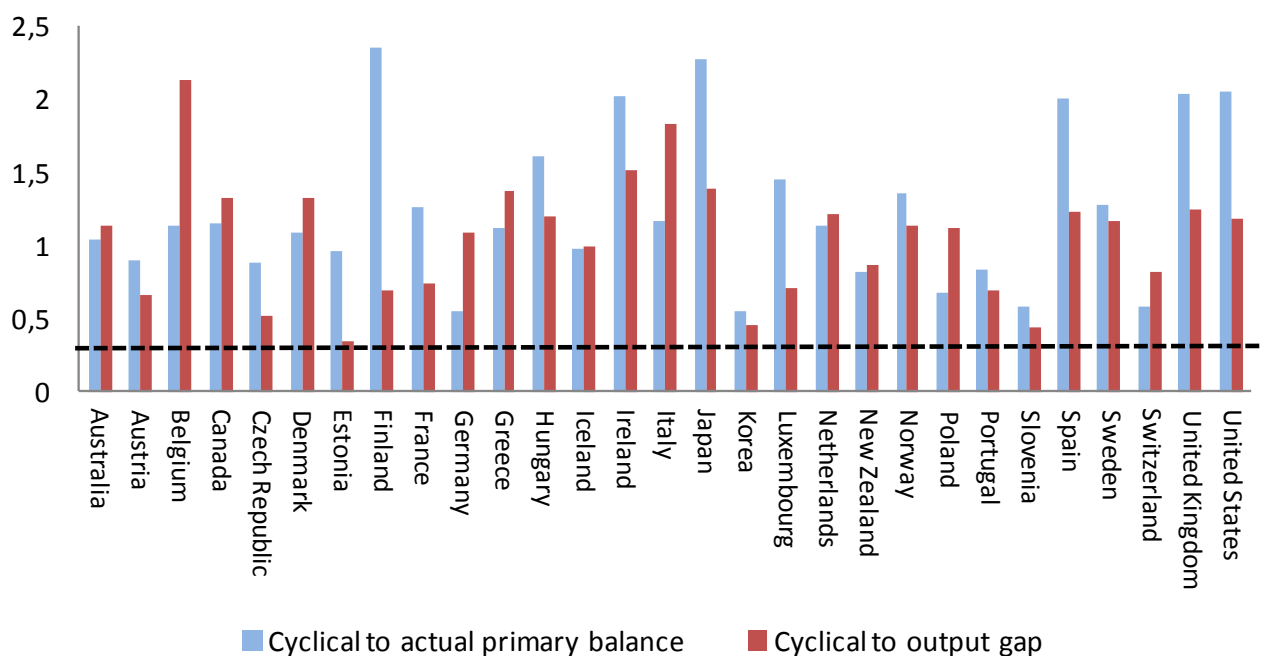
<sup>6</sup> Problemer knyttet til finanspolitisk holdbarhed grundet aldrig har været kendt og diskuteret længe. EU-kommissionen udgav i 2006 den første samlede analyse af holdbarhedsproblemet, hvoraf det meget tydeligt fremgik, at adskillige lande havde meget store holdbarhedsproblemer. Dette udløste ingen markedsreaktioner.

## 4. Finanspagten og de finanspolitiske udfordringer

Finanspagten lægger op til en præcisering af finanspolitiske mål og styring, herunder mere synlighed og automatik i finanspolitikken. Dette er i tråd med betoningen af finanspolitiske mål og institutioner (finanspolitiske rammebetingelser) i både den teoretiske litteratur og den internationale trend i finanspolitikken (se Calmfors og Wren-Lewis (2011)).

Sådanne mål og institutioner er af meget stor betydning, men de er fundamentalt afhængige af den politiske vilje og evne til at forfølge målene. Et finanspolitisk regelværk er ikke en automatisk sikring af en konsistent finanspolitik men er et middel til at sikre en sådan. Den politiske kapital er afgørende og kan ikke skabes alene ved finanspolitiske rammebetingelser. Stabilitets- og Vækstpagten er et meget klart eksempel på dette. Det er således et spørgsmål om udformningen af finanspolitiske rammebetingelser kan medvirke til at skabe den nødvendige politiske kapital, eller om sådanne betingelser kun er interessante og af betydning, når den politiske kapital er til stede.

**Figur 2: Variabiliteten i den strukturelle budgetsaldo relativt til variabiliteten i den faktiske saldo og output gap, OECD-lande.**



Note: Den strukturelle budgetsaldo (the Cyclically adjusted budget balance) er målt i % af BNP, og output gap er den procentvise afvigelse i faktisk BNP fra kapacitetsoutput.

Kilde: Beregnet på basis af data fra OECD Economic Outlook Database 90, for de fleste lande for perioden 1980-2010, [www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org).



En potentiel svaghed ved finanspagten er, at den er bygget op omkring den strukturelle budgetsaldo. Fastlæggelsen af den strukturelle budgetsaldo er forbundet med adskillige problemer, og metoderne varierer på tværs af lande<sup>7</sup>. Det er særdeles vanskeligt at fastlægge den strukturelle saldo, og der indgår mange skøn, der gør fastlæggelsen uigennemskuelig og svær at reproducere for tredjemand. Dette mindsker mulighederne for kontrol og fastlæggelse af politisk ansvar, og dermed troværdigheden knyttet til målvariablen. Den gængse metode til opgørelse af den strukturelle budgetsaldo er en residual metode, hvor den strukturelle saldo fremkommer ved at korrigere den faktiske budgetsaldo for konjunkturkomponenten (f.eks. beregnet ud fra et output gap og budgettets konjunkturfølsomhed) og engangsforskel. Dette betyder, at alle fejl og usikkerhed i vurderingen af konjunktursituationen, budgetfølsomheden og engangsforskel tilskrives den strukturelle budgetsaldo. Skøn over den strukturelle budgetsaldo er således født med betydelig usikkerhed og støj. Figur 2 viser variationer i OECDs skøn over den strukturelle budgetsaldo sat i forhold til henholdsvis variationen for den faktiske budgetsaldo og output gap. Det fremgår, at variabiliteten i den strukturelle budgetsaldo er på niveau med eller over variabiliteten i den faktiske saldo og i output gapet. Variabiliteten matcher således ikke opfattelsen af strukturelle variable som en lavfrekvent variabel.

Fine-tuning af den strukturelle budgetsaldo er problematisk af flere grunde. En tæt styring af den strukturelle saldo kræver løbende diskretionære finanspolitiske indgreb for at nå måltallet. Fejl og usikkerheder i vurderingen af den strukturelle budgetsituation transformeres derfor til variationer i finanspolitikken. En striks forfølgelse af en målsætning for den strukturelle saldo kan således lede til overreaktioner i den diskretionære finanspolitik (Andersen (2012b)). Dette er en paradoksal konsekvens, da et væsentligt mål med finanspolitiske rammebetingelser er at skabe mere stabilitet og kontinuitet i den finanspolitiske styring.

Denne store usikkerhed og betydningen heraf for finanspolitikken er klart eksemplificeret i vurderinger af strukturelle budgetsaldi før finanskrisen. Temporære stigninger i skatteindtægterne blev i flere lande tolket som permanente, og dette medvirkede til en fejlvurdering af den finanspolitiske situation (Larch og Turrini (2009)). Som en konsekvens var der for en række lande store revisioner i vurderingen af de strukturelle budgetsaldi for et givet år i lyset af finanskrisen. En politik til tæt opfølgning af strukturel balance risikerer derfor at skabe store og midlertidige udsving i den diskretionære finanspolitik.

Det kan i den sammenhæng være interessant at sammenligne med de finanspolitiske styringsrammer, der har været anvendt med stor succes i en årrække i Sverige (se Finansdepartementet (2011) for en nærmere redegørelse af systemet). Kernen i styringsrammene er i) et nominelt udgiftsloft annonceret løbende for overlappende firsårsperioder (kommende år, og efterfølgende tre år), ii) et overskudsmål i følge hvilket de offentlige finanser skal udvise et overskud på mindst 1 % af BNP over konjunkturcyklen, og iii) et balanceret budgetkrav for kommunerne. Disse styringspunkter har været anvendt siden 1997 og voksede ud af behovet for at konsolidere de offentlige finanser efter den dybe krise i starten af 1990'erne. Systemet har været fastholdt med forskellige mindre modifikationer. Særligt interessant i denne sammenhæng er styringen og monitoreringen af overskudsmålet. Måltallet er fastsat ud fra et hensyn både til konsolidering og til håndtering af de demografiske forandringer. Der benyttes tre indikatorer til at vurdere

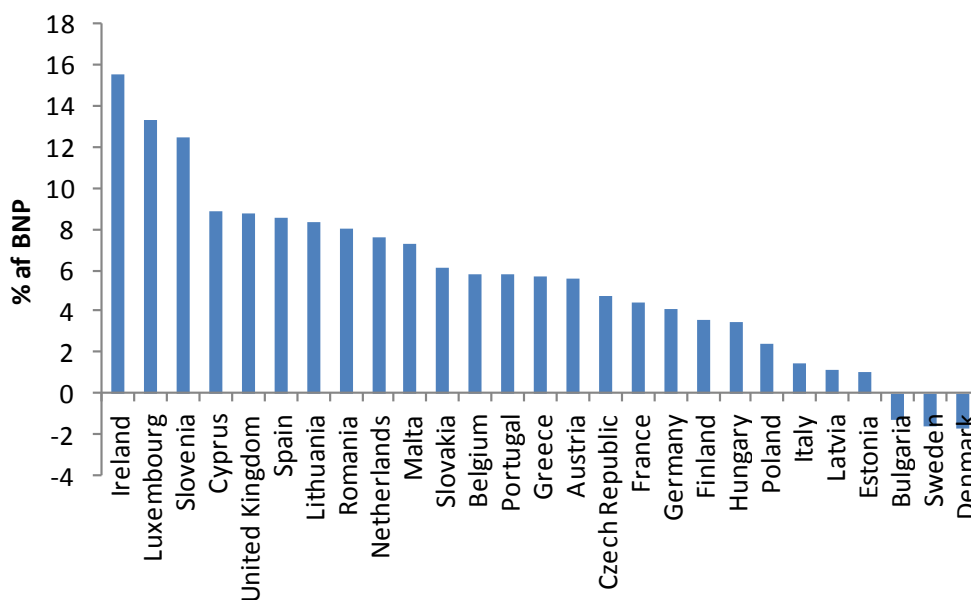
---

<sup>7</sup> F.eks. bruger OECD et temmelig aggregeret approach, mens ECB bruger et mere disaggregeret approach. Se f.eks. Finanspolitiska Rådet (2011) for en diskussion.

målopfyldelsen<sup>8</sup>: i) en syvårsindikator for den faktiske budgetsaldo (forudgående tre år, aktuelle år, og kommende tre år), ii) en syvårsindikator beregnet for den strukturelle budgetsaldo, samt iii) den strukturelle budgetsaldo. Der er således mere "smoothing" i det svenske system både i relation til vurdering af den aktuelle situation og i forhold til tilpasningen af politikken for at nå måltallet. Selvom mange detaljer kan diskuteres i det svenske system, så har det samlet set været velfungerende, hvilket også er afspejlet i, at Sverige har et væsentligt bedre finanspolitisk udgangspunkt end de fleste andre lande.

Lancering af regler for en fine-tuning af finanspolitikken kan for de fleste lande siges at være af sekundær betydning i forhold til de aktuelle finanspolitiske problemer. Gældskrisen er knyttet både til manglende konsolidering i årene forud for finanskrisen og manglende reformer i forhold til forestående demografiske forandringer. Disse problemer er ganske betydelige. Dette fremgår af figur 3, der viser en opgørelse over de nødvendige permanente budgetforbedringer for at sikre finanspolitisk holdbarhed. Beregningerne tager udgangspunkt i den initiale gældssituation samt de forestående demografiske forandringer. Mange detaljer i sådanne beregninger kan diskuteres, og da de af sammenlignelighedsgrunde er lavet på grundlag af ensartede forudsætninger på tværs af lande, afviger de fra mere landespecifikke opgørelser. Størrelsesordenen i de krævede tilpasninger og rangordningen heraf på tværs af lande er imidlertid rimelig robust. Det finanspolitiske problem er således ikke alene brandslukning i forhold til aktuelle problemer og nyere og mere detaljerede rammer for finanspolitikken. I de fleste lande er der behov for ganske omfattende og gennemgribende reformer. I bedste fald vil disse reformer kunne udfoldes over en årrække, i værste fald bliver de udskudt, og statsgældskrisen vil fortsætte.

**Figur 3: Finanspolitisk holdbarhedsindikator for EU-lande**



Note: Holdbarhedsindikatoren (S2) angiver kravet til den permanente ændring i budgetsaldo i % af BNP for den offentlige sektors intertemporale budgetrestriktion.

Kilde: European Commission (2011).

<sup>8</sup> Indikatorerne har varieret over tid, se f.eks. Finanspolitiska Rådet (2011).

## 5. Afsluttende kommentarer

Den aktuelle statsgældskrise skyldes overvejende manglende konsolidering og finanspolitisk styring i årene inden finanskrisen. De finanspolitiske rammebetingelser knyttet til ØMU-samarbejde har ikke fungeret efter hensigten og havde allerede inden finanskrisen mistet troværdighed. Finanspolitiske rammebetingelser er nyttige i den finanspolitiske styring, men kan ikke substituere for den politiske kapital, der er afgørende for en konsistent finanspolitisk styring.

De aktuelle finanspolitiske problemer løses således ikke umiddelbart af de nye og mere strikse finanspolitiske rammebetingelser formuleret i finanspagten. Samtidig er finanspagten bygget op omkring en fine-tuning af den strukturelle budgetsaldo, hvilket af en række grunde er problematisk. Metoden til beregning af den strukturelle budgetsaldo indeholder mange kilder til fejl og usikkerheder. Metoderne til fastlæggelse af den strukturelle budgetsaldo varierer på tværs af lande og er ofte svært gennemskuelige, hvilket mindsker transparensen og risikoen for manipulation og deraf følgende mistillid til beregningernes pålidelighed.

### Henvisninger

Andersen, T.M., 2012a, Statsgældskrisen, Finans Invest

Andersen, T.M., 2012b, Fiscal policy targeting under imperfect information, *Journal of International Money and Finance*, to appear

Baumann, E., E. Dönnebrink, og C. Kastrop, 2008, A concept for a new budget rule for Germany, *CESifo Forum* 2/2008, 37-45.

Calmfors, L, 1998, Macroeconomic policy, wage setting and employment – What difference does the EMU make? *Oxford Economic Policy Review*, 14, 125-151.

Calmfors, L., og S. Wren-Lewis, 2011, What should fiscal councils do? *Economic Policy*, 26(68), 649-695.

European Commission, 2006, The long-term sustainability of public finances in the European Union. A report by the Community Services.

European Commission, 2011, Tax reforms in EU member countries, *Taxation Papers*, Working Paper 28

Finanspolitiska Rådet, 2011, *Svensk Finanspolitik 2011*, Stockholm.

Larch, M., og A. Turrini, 2009, The cyclically-adjusted budget balance in EU fiscal policy making: A love at first sight turned into a mature relationship, *Economic Papers* 374.

McKinnon, R.I., 1997, Alternative exchange-rate regimes, the EMU, and Sweden: the fiscal constraints, *Swedish Economic Policy Review*, 4, 189-234.

Finansdepartementet, 2011, Ramverket för finanspolitiken, Regeringens skrivelse 2010/11:79, Stockholm.

## Working Paper Series

- 1/08 **Houg, Kjetil**  
A note on the concept of risk
- 2/08 **Isachsen, Arne Jon**  
Bolig- og finanskrisen i Amerika
- 3/08 **Isachsen, Arne Jon**  
Kjøp og salg av risiko
- 4/08 **Husum, Hans Olav**  
Hvor kommer pengene fra?  
Kilder til meravkastning i Statens Pensjonsfond Utland
- 5/08 **Steigum, Erling**  
Befolkningsaldring, pensjonsreformer og realøkonomi
- 6/08 **Isachsen, Arne Jon**  
Om finanskrisen i USA
- 7/08 **Isachsen, Arne Jon**  
Kommer Amerika tilbake?
- 1/09 **Isachsen, Arne Jon and Ole C. Sand**  
China's revival
- 2/09 **Isachsen, Arne Jon**  
Finanskrisen – Den menneskelige faktor
- 3/09 **Chand, Sheetal K.**  
The IMF, the credit crunch and Iceland: A new fiscal saga?
- 4/09 **Liikanen, Erkki**  
Finland, EMU and the euro
- 5/09 **Isachsen, Arne Jon**  
Kina viser muskler
- 6/09 **Isachsen, Arne Jon**  
En dag med China Daily
- 7/09 **Isachsen, Arne Jon**  
Scener fra en finanskrise
- 1/10 **Isachsen, Arne Jon**  
Finanskrisen – Konsekvenser for USA
- 2/10 **Isachsen, Arne Jon**  
Korrupsjon i Kina – Kommet for å bli?
- 3/10 **Isachsen, Arne Jon**  
Om spekulasjon i valutamarkedet
- 4/10 **Steigum, Erling**  
Norsk økonomi etter 1980 – fra krise til suksess
- 5/10 **Isachsen, Arne Jon**  
Fortellinger om samfunnet

CME

Centre for Monetary Economics, BI Norwegian Business School

Office Manager: Siv Bjercke

Address: Nydalsveien 37, N-0484 Oslo, Norway

Phone +47 46 41 07 91. Fax +47 46 41 08 01.

E-mail: [cme@bi.no](mailto:cme@bi.no) <http://www.cme.no>

ISSN 1503-3031

## Working Paper Series

- 6/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Hva Kina vil
- 7/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Kinas makt
- 1/11**                    **Børsum, Øystein**  
Exchange Rate Risk in the Government Pension Fund Global
- 2/11**                    **Isachsen Arne Jon**  
Penge- og valutapolitikk i Kina
- 3/11**                    **Alstadheim Ragna**  
Om nye virkemidler i pengepolitikken – avgrensning mellom pengepolitikken og finanspolitikken
- 4/11**                    **Isachsen Arne Jon**  
Økonomi er risikosport
- 5/11**                    **Steigum Erling**  
The Norwegian Banking Crisis in the 1990s: Effects and Lessons
- 6/11**                    **Isachsen Arne Jon**  
Felles valuta krever felles vaner
- 1/12**                    **Isachsen Arne Jon**  
Is China Falling Apart?
- 2/12**                    **Isachsen Arne Jon**  
På vandring
- 3/12**                    **Nerheim, Reidun Grue**  
Investeringsstrategien for statens pensjonsfond utland
- 4/12**                    **Steigum, Erling**  
Sovereign wealth funds for macroeconomic purposes
- 1/13**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Bollinger champagne
- 2/13**                    **Mork, Knut Anton**  
Etter oljen: utfordringer for norsk økonomi
- 3/13**                    **Andersen, Torben M.**  
Finanspolitikk og den økonomiske og monetære union

## Norges Bank Watch Report Series

- No 1/2000** **Hamilton, Carl , Øystein Thøgersen, Marianne Andreassen og Harald Magnus Andreassen**  
Norsk pengepolitikk, Norges Banks rolle og bankens gjennomføring av pengepolitikken i 1999 og første del av 2000
- No 2/2001** **Andreassen, Harald Magnus, Paul De Grauwe, Haakon Solheim and Øystein Thøgersen**  
A review of inflation targeting, the Norwegian monetary regime and its institutional arrangements and Norges Bank's actual monetary policy and communication
- No 3/2002** **Svensson, Lars E. O., Kjetil Houg, Haakon O. Aa. Solheim and Erling Steigum**  
An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway
- No 4/2003** **Ekeli, Thomas, Anne Kari Haug, Kjetil Houg and Erling Steigum**  
An Independent Review of Monetary Policy in Norway.
- No 5/2004** **Bjørnland, Hilde C., Thomas Ekeli, Petra M. Geraats and Kai Leitemo**  
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 6/2005** **Dørum, Øystein, Steinar Holden and Arne Jon Isachsen**  
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 7/2006** **Dørum, Øystein and Steinar Holden**  
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 8/2007** **Goodfriend Marvin, Mork Knut Anton and Söderström Ulf**  
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 9/2008** **Juel Steinar, Molnar Krisztina and Røed Knut**  
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 10/2009** **Bergman Michael, Juel Steinar and Steigum Erling**  
Monetary Policy and the Financial Turmoil.
- No 11/2010** **Bjørnland Hilde C., Clarida Richard, Holvik Elisabeth and Steigum Erling**  
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 12/2011** **Bjørnland Hilde C. and Wilhelmsen Bjørn Roger**  
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 13/2012** **Torvik Ragnar, Vredin Anders and Wilhelmsen Bjørn Roger**  
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 14/2013** **Boye Katrine Godding and Sveen Tommy**  
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.

CME

Centre for Monetary Economics, BI Norwegian Business School

Office Manager: Siv Bjercke

Address: Nydalsveien 37, N-0484 Oslo, Norway

Phone +47 46 41 07 91. Fax +47 46 41 08 01.

E-mail: [cme@bi.no](mailto:cme@bi.no) <http://www.cme.no>

ISSN 1503-3031