

Inflationshistorien viktig för industriländernas räntedifferenser

Sverige tillhör de länder som har drabbats hårdast av det senaste dryga årets världsomfattade uppgång i långa räntor. En ofta framförd uppfattning i debatten är att orsaken till detta är Sveriges dåliga statsfinanser. I denna artikel diskuterar Mats Kinnwall de teoretiska grunderna för skillnader i internationella räntor. Dessutom presenteras en empirisk studie som visar på mycket svaga historiska samband mellan den statsfinansiella situationen å ena sidan och inflation och räntedifferenser å den andra sidan. Det finns inte mycket som tyder på att de OECD-länder inom urvalet med genomsnittligt sämre statsfinanser också haft högre räntor. Det förefaller istället som att en viktig faktor bakom internationella ränteskillnader under senare år har varit ländernas inflationshistoria.

I februari 1994 avbröt USAs centralbank en 56 månader lång period med successiva sänkningar av en av sina viktigaste styr-räntor, den sk *fed funds rate*. Med vissa avbrott har räntorna världen över drivit uppåt ända sedan denna vändpunkt i amerikansk penningpolitik samtidigt som räntorna fluktuerat kraftigt.¹ Under 1993 och fram till omläggningen av den amerikanska penningpolitiken föll de flesta länders räntedifferenser gentemot Tyskland. Efter omläggningen har emellertid utvecklingen varierat påtagligt länderna emellan. Fram till sommaren 1995 vidgades räntedifferenserna mest i länder som Italien, Spanien och Sverige medan t ex Danmark och USA hade en lugnare utveckling. De finska differenserna har följt en medelväg av dessa båda extremer.²

En vanlig uppfattning är att den skilda ränteutvecklingen i olika länder är nära kopplad till skillnader i ländernas offentliga finanser. Studerar vi *Figur 1*, som visar utvecklingen för ett antal långa räntedifferenser gentemot Tyskland, är det emellertid slående hur länder med liknande statsfinansiella situationer haft radikalt olika ränteutveckling. Italien och Sverige (och Spanien) har fått vidkännas de kraftigaste ränteuppgångarna, samtidigt som t ex Belgien har drabbats betydligt lindrigare.

Syftet med denna artikel är för det första att ge en översikt av de teoretiska bestämningsfaktorerna för internationella räntedifferenser och för det andra att redovisa resultaten från en empirisk studie för ett antal industriländer.

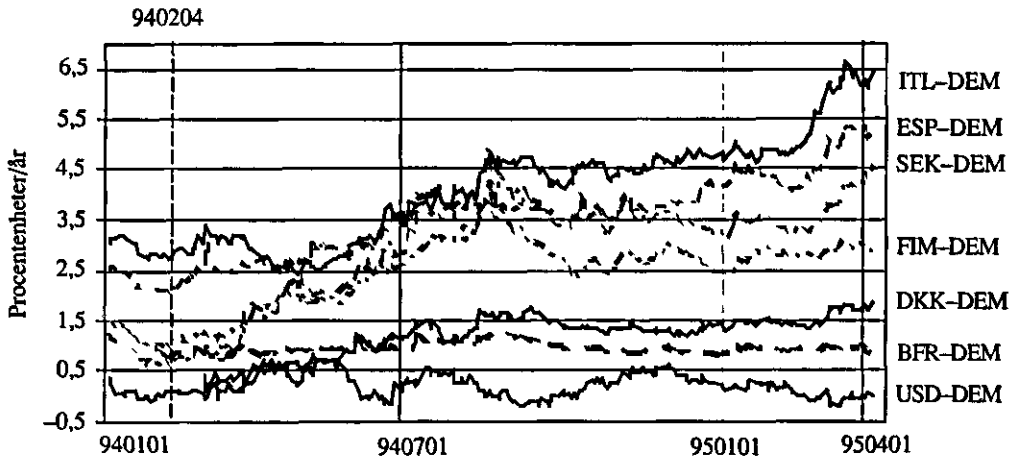
Fil dr MATS KINNWALL är verksam på Svenska Handelsbanken och har bedrivit forskning inom fältet för växelkurs- och räntebestämning.

* Jag vill tacka Kari Lantto och Stefan Mellin för värdefulla synpunkter.

¹ Denna utveckling verkar ha brutits under sommaren 1995.

² Dateringen 95:4 betyder april 1995 o.s.v.

Figur 1 Långa räntedifferenser, 1994–95:4.



Källa: SHB.

Räntedifferenser och inflation

Det finns goda skäl att förvänta sig ett nära samband mellan skillnader i inflation länder emellan och ländernas räntedifferenser. I teorin är räntedifferenser nära kopplade till den förväntade växelkursutvecklingen. Även om de empiriska resultaten är blandade (tex Cumby och Obstfeld [1984] förkastar entydigt öppen ränteparitet, medan tex Frenkel [1981] finner stöd för villkoret) borde man notera högre räntor i länder vars valuta förväntas komma att försvagas. Eftersom nominella växelkurser på lång sikt tenderar att röra sig i relation till skillnader i inflationstakter mellan länder (även här är dock de empiriska resultaten blandade, se tex Mark [1990] och Canarella *et al* [1990]), borde vi således notera högre räntor i länder med högre förväntad inflation.

Empiriska resultat

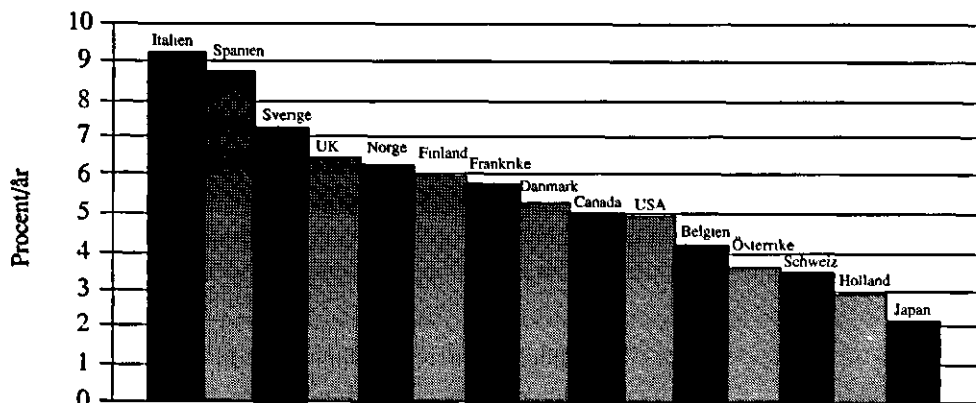
På lång sikt borde realiserad- och förväntad inflation vara nära kopplade. I annat fall skulle hushåll och andra aktörer göra systematiska prognosfel, vilket förefaller vara mindre sannolikt, åtminstone över längre tidshorisonter. Eftersom inflationsförväntningar är svåra att mäta förli-

tar vi oss därför i denna studie till den realiserade inflationen som proxy för förväntad inflation.

Notabelt från *Figur 2* är att Italien, Spanien och Sverige, de tre länder som enligt *Figur 1* har haft den i särklass största ökningen i räntedifferensen sedan februari 1994, har haft högst genomsnittlig inflation under de senaste 15 åren. På motsvarande sätt har tex Japan, Holland, Schweiz, Österrike och Belgien haft stabila räntedifferenser under senare tid och låg genomsnittlig historisk inflation (räntedifferenserna för vissa av länderna visas ej i *Figur 1* p g a utrymmesskäl). Med få undantag har landet med den högsta genomsnittliga inflationen den högsta aktuella räntedifferensen (april 1995) etc.

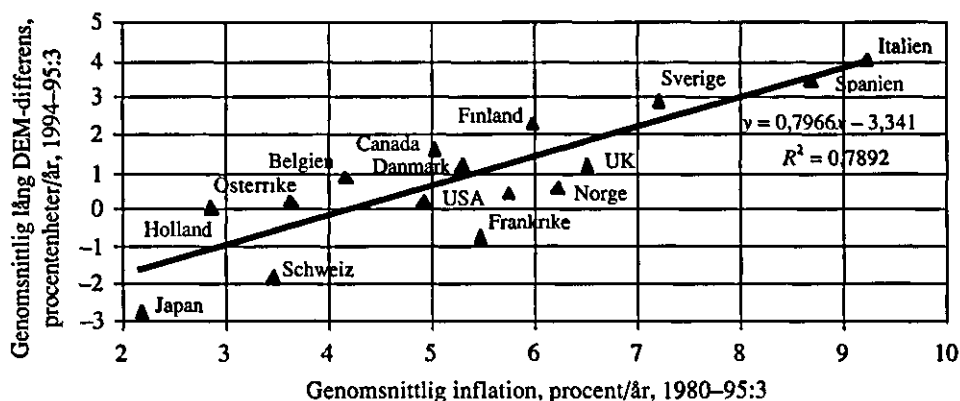
Det är rimligt att inflationshistorien, åtminstone delvis, bestämmer trovärdigheten för ett lands nuvarande och framtida ekonomiska politik. Länder som varit benägna att bedriva inflationistisk politik i det förgångna kan misstänkas vara mer benägna att göra det även i framtiden. Att vinna förtroende för en mindre inflationsbenägen politik är dessutom sannolikt en utdragen process. Den erfarenheten gjordes tex i Danmark efter stabiliseringsprogrammen i början av 1980-talet.

Figur 2 Genomsnittlig inflation, 1980–95:3.



Källa: SHB.

Figur 3 Genomsnittlig inflation och genomsnittlig DEM-differens.



Källa: SHB.

Landet fick således dras med mycket höga *ex post* realräntor under en följd av år vilket kan tolkas som att inflationsförväntningarna, som var diskonterade i nominalräntorna, översteg den realiserade inflationen.

De starka sambanden mellan inflationshistorien och räntedifferensen illustreras än tydligare i *Figur 3*, där vi korsplottar genomsnittlig inflation för 1980–95:3 och genomsnittliga räntedifferenser gentemot Tyskland för perioden 1994–95:3 (månatligt noterade 5-åriga räntor för Belgien, Danmark, Finland,

Norge och Österrike medan övriga räntor är 10-åriga).³

Den räta linjen i figuren är den tänkta regressionslinjen. Notera den starka korrelationen (korrelationskoefficient = 0,89) mellan de senaste 15 årens inflationshistoria och den genomsnittliga räntedifferensen under perioden 1994–95:3. I ge-

³ Ett genomgående drag i det empiriska materialet är att antal observationer är mycket litet. Det betyder naturligtvis att den statistiska inferensen inte är tillförlitlig.

nomsnitt har ett land med en procentenhet högre genomsnittlig inflation under 1980–95:3, sedan början av 1994 fått leva med 0,80 procentenhet högre genomsnittlig räntedifferens. (Valet av period är naturligtvis godtyckligt. Studerar vi t ex inflationshistoriens samband med räntedifferenserna för 1993 är sambandet fortfarande ganska starkt, om än något svagare.)

De offentliga finanserna, inflationen och räntedifferensen

Statsskulden motsvarar värdet av utestående statsobligationer och växlar. (I fortsättningen använder vi begreppet obligationer.) I princip motsvarar budgetunderskottet förändringen i den nominella statsskulden. Budgetunderskottet är således lika med förändringen i det nominella värdet av utestående statsobligationer (ΔB).⁴

I en ekonomi som, åtminstone delvis, är isolerad från omvärlden kan det finnas direkta kanaler mellan budgetunderskottet och räntorna. Ett underskott kan finansieras antingen via obligationsupplåningen från allmänheten (inhemsk eller utländsk) eller från centralbanken. En upplåning hos allmänheten innebär ett ökat utbud av finansiella tillgångar. Tillgångspriserna faller vilket är liktydigt med en ränteökning. Dessutom ökar (sannolikt) aggregerad efterfrågan vilket ökar efterfrågan på transaktionsmedel och sätter ytterligare tryck uppåt på räntan.⁵ Man kan även tänka sig att underskottet, i det fall det finansieras genom utlandslån, skapar reala deprecieringsförväntningar vilket kan innebära en press uppåt på landets realränta.

I väl integrerade ekonomier, som t ex de som ingår i vår studie, blir dessa effekter mindre, eftersom det alltid finns möjligheter att låna eller låna ut på världsmarknaden. I detta fall bör räntorna, förutom på tillgångar med mycket korta löptider, vara nära kopplade till den förvän-

tade inflationstakten. Inflation är resultatet av ett aggregerat efterfrågeöverskott i ekonomin. Ett ökat budgetunderskott skapar ett *tillfälligt* inflationstryck. En *permanent* ökning i efterfrågetrycket och därmed i inflationstakten kan dock knappast uppstå utan en permanent ökning i penningutbudets tillväxttakt.

Obligationsfinansiering innebär inte någon ökning av penningutbudet. Staten och allmänheten byter tillgångar med varandra: pengar från allmänhet till stat och obligationer från stat till allmänhet. Upplåning hos centralbanken innebär emellertid en ökning i den monetära basen och är liktydig med en sedelpressfinansiering. I praktiken säljer staten i detta fall obligationer till centralbanken som betalar med monetär bas.

Seignorage

En ökning av den monetära basen leder till att penningutbudet ökar. *Seignoraget*, dvs statens inkomster av att trycka pengar, är ungefär lika med tillväxtakten i den nominella penningutbudet.⁶ Seignorage kommer således att leda till inflation eftersom denna är nära kopplad till penningutbudets tillväxttakt.

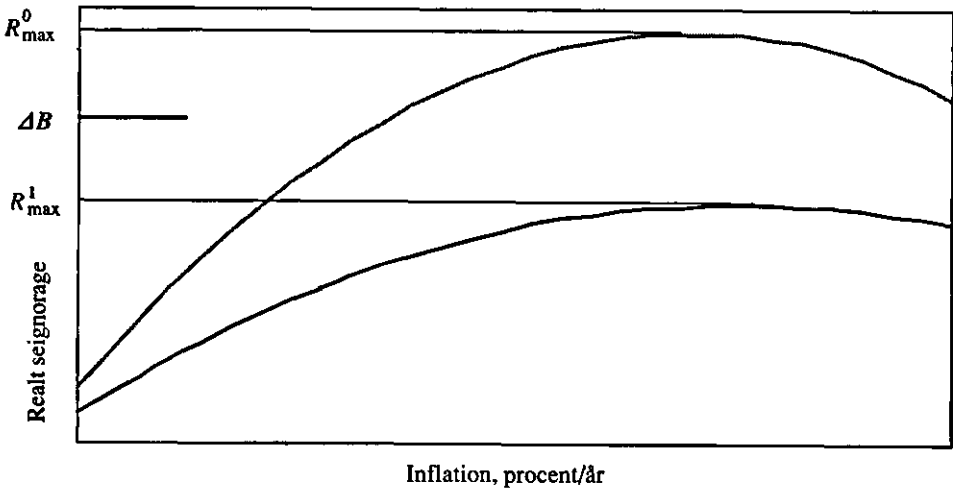
Seignorage förefaller således att vara en säker metod för staten att öka sina inkomster. En ökning av inflationen kom-

⁴ I praktiken förekommer det smärre avvikelser mellan budgetunderskottet och det statliga lånebehovet.

⁵ Det finns teoretiska mekanismer som motverkar den direkta effekten på efterfrågan av ett ökat underskott. Det privata sparandet kan t ex anpassas till förändringen i det offentliga sparandet ("Ricariansk ekvivalens") eller privat efterfrågan kan trängas ut via en räntehöjning eller en appreciering av valutan.

⁶ Seignoraget ger inkomster till statskassan genom att staten inte behöver betala ränta på en del av den monetära basen. Den ökade monetära basen kan staten använda till att betala för varor och tjänster.

Figur 4 Realt seignorage och inflation.

Tabell 1 Andel icke-räntebärande monetär bas^a (procent), 1994.

| Bel | Can | Dan | Fin | Fra ^b | Hol | Ita | Jap | Nor | Sch | Spa | Sve | Tys | UK | US | Öst |
|-----|-----|-----|-----|------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|----|-----|
| 95 | 82 | 41 | 26 | 88 | 68 | 45 | 85 | 84 | 79 | 83 | 41 | 68 | 76 | 82 | 62 |

^a Källa IMF.

^b 1993.

mer emellertid sannolikt även att påverka den reala penningmängden, dvs basen för seignoraget, eftersom inflation leder till höjda räntor. Höjda räntor föranleder hushållen att öka sitt innehav av räntebärande tillgångar varvid penningefterfrågan och penningmängden faller.

Figur 4 illustrerar sambandet mellan inflationstakten och intäkterna från seignorage. För inflationstakter under den kritiska takten dominerar den direkta, positiva, effekten den indirekta, negativa, effekten av en minskad penningmängd. För inflationstakter över den kritiska takten gäller den omvända relationen, vilket innebär att seignoraget minskar med ökad inflation. I moderna ekonomier erbjuds ett flertal substitut till pengar. Det betyder att penningefterfrågans räntekänslighet (elasticitet) torde vara relativt stor. Ju större elasticiteten är desto lägre är R_{\max} och desto mindre är möjligheterna att finansiera underskottet med seignorage. I

Figur 4 representerar den undre kurvan fallet med en högre elasticitet. Notera att det är fullt möjligt att budgetunderskottet överstiger R_{\max} , dvs ΔB överstiger R_{\max}^1 i Figur 4. I det fallet har staten inget alternativ utom att, åtminstone delvis, finansiera underskottet via upplåning hos allmänheten.

Eftersom seignorage torde leda till ökad ränta kommer statens ränteutgifter på den räntebärande delen av den monetära basen att öka. Det betyder att endast den icke räntebärande delen av den monetära basen ger seignorage.

Grundat på andelen icke räntebärande monetär bas (se Tabell 1) verkar möjligheterna till seignorage vara störst i Belgien och Frankrike och minst i Finland, Danmark, Sverige och Italien. Notera även att det finns legala restriktioner mot användandet av seignorage, tex inom EMS. I praktiken gäller detta även för tex Sverige och Finland.

Kan inflation eliminera statsskulden?

Inflation kan även tänkas minska trycket på statsfinanserna via en minskning av realvärdet av utestående skuld och därmed budgetunderskottet. Eftersom inflationen höjer det nominella värdet av tillgångar och skulder med samma belopp är det statens nettoskuld som är relevant i detta sammanhang. Ett nödvändigt villkor för att inflation ska minska nettoskulden är att inflationen, åtminstone delvis, är oförväntad vid den tidpunkt då skulden ska omsättas. I annat fall kommer nominalräntan att stiga (minst) i proportion med ökningen i förväntad inflation. Det betyder att blotta misstanken att staten tänker försöka inflatera sig ur skuldproblemen leder till högre nominalräntor.

Potentialen att reducera statsskulden med inflation beror även på skuldens genomsnittliga löptid (eller snarare duration). Ett vanligt argument är att en förkortning av löptiden innebär att staten likvidiserar skulden, vilket skulle generera inflation. Argumentet är emellertid diskutabelt av flera skäl. För det första är obligationer oavsett löptid inte likvärdiga med pengar: de kan inte användas direkt för att köpa varor och tjänster. För det andra beror normalt inte möjligheterna att omvandla finansiella tillgångar på tillgångarnas löptid: det existerar andrahandsmarknader för obligationer oavsett löptid. Ett relaterat argument är att risken för att staten får problem att omsätta skulden kan minska med löptiden. Eftersom skulden kommer att omsättas oftare ju kortare löptiden är ökar sannolikheten att omsättningen inträffar i samband med en finansiell kris. I det fallet skulle staten kunna tvingas att lita till inflation för att finansiera skulden.

Trots motargumenten torde dock möjligheterna att reducera statsskulden vara större och därmed inflationsförväntningarna högre ju längre löptiden är. Antag att regeringen strävar efter att deflatera skulden med ett bestämt belopp innan

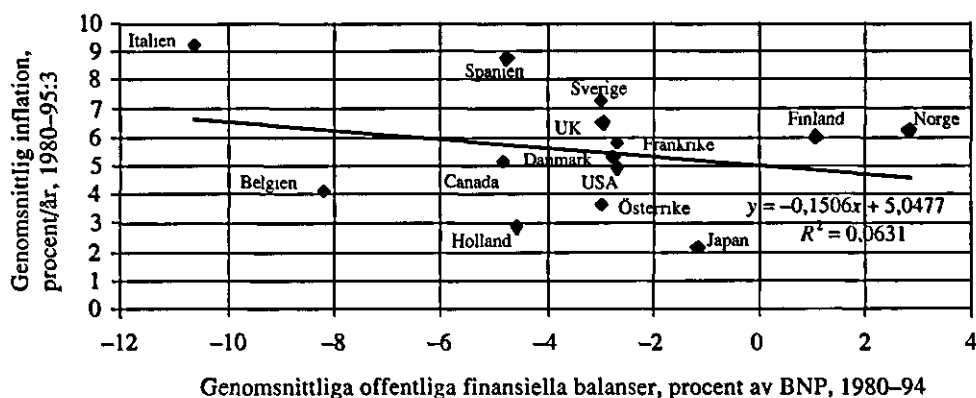
skulden ska omsättas. Ju kortare löptiden är desto högre måste inflationstakten vara. Även om staten lyckas överraska sina kreditgivare och deflatera bort en del av skulden med inflation är det dock inte säkert att inflationsvinsterna blir bestående. Med högre inflationsförväntningar kommer kreditgivarna inte att vara villiga att omsätta skulden i framtiden, såvida de inte får en högre nominell avkastning. Det betyder att skulden kommer att växa snabbare i framtiden.

Viktigt för möjligheterna att deflatera skulden är även hur stor andel som denominerats i utländsk valuta. Ju mindre andelen är desto större är de potentiella inflationsvinsterna. En expansiv penningpolitik kommer sannolikt att leda till en valutadepreciering i proportion till ökningen i inflationen. De två effekterna tar ut varandra vilket lämnar realvärdet av skulden i utländsk valuta oförändrat.

Ofullständig indexering

En tredje mekanism som kan relatera inflationstakten till statsfinanserna är asymmetrier i indexeringen av offentliga utgifter och inkomster. En ökning i inflations-takten är liktydigt med en ökning i privata nominella inkomster. Om indexeringen av inkomstbeskattningen är ofullständig kommer skatteinkomsterna att öka med inflationen trots att den reala inkomsten före skatt är oförändrad. På motsvarande sätt kan pensionssystem och andra offentliga transfereringar vara ofullständigt indexerade vilket betyder att inflation urholkar realvärdet av offentliga utgifter. I en nyligen publicerad studie (Persson, Persson & Svensson [1995]) uppskattas de budgetmässiga vinsterna av att öka inflationen med tio procentenheter/år. Bidragen från seignorage och skuldreduktion visar sig vara relativt små medan bidraget från den ofullständiga indexeringen är betydande.

Figur 5 Genomsnittliga offentliga finansiella balanser^a och genomsnittlig inflation^b



^aKälla: OECD.

^bKälla: SHB.

Inflationsrisk och "defaultrisk"

De aspekter som hittills belysts har berört inflationsförväntningarnas betydelse för uppkomsten av *nominella* räntedifferenser. Empiriska studier visar att *variabiliteten* i inflationen beror positivt på inflationstakten. Eftersom riskskyende placere kräver kompensation för inflationsvariabilitet tenderar inflationsriskpremierna att vara högre i länder med högre förväntad inflation. Vi borde således förvänta oss att länder med lång löptid på skulden, små andelar i utländsk valuta och ofullständig indexering avkrävs högre inflationsriskpremier. Det betyder även högre *realavkastningskrav* i ekonomier med dessa karakteristika.

Regeringar i stater med dåliga statsfinanser kan frestas att ta till diskretionära åtgärder, t ex engångsbeskattning av kapitalinkomster, för att förbättra sin situation. Om placere befarar en sån politik kan de kräva en politisk riskpremie för att vara beredda att finansiera statskulden. I extremfallet kan man tänka sig att placerrarna befarar att staten ska ställa in betalningarna vilket kan betinga betydande riskpremier.

Empiriska resultat

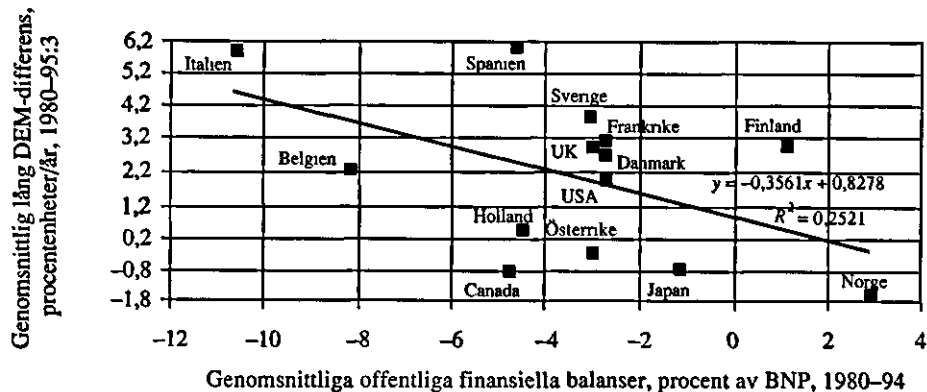
I en öppen ekonomi bör således den huvudsakliga kanalen mellan räntor och det statsfinansiella läget gå via inflationsförväntningarna. Figur 5 beskriver relationen mellan inflationstakten i länderurvalet för perioden 1980-95:3 och den offentliga sektorns finansiella balanser.

Den negativa lutningen på regressionslinjen i Figur 5 visar att länder med större underskott i offentlig sektor i genomsnitt tenderat att ha högre inflation under perioden. Relationen är emellertid mycket svag och inte statistiskt signifikant.⁷

OECD-data avslöjar m a o inte något starkt samband mellan inflationstakt och offentliga finanser i en länderjämförelse. Frågan är då om det funnits ett signifikant samband mellan offentliga finanser och räntedifferenser. Tidigare empiriska studier ger tvetydiga resultat. Vissa studier (t ex Nunes-Correia & Stemitsiotis [1993]) påstår sig belägga signifikanta positiva

⁷ Sambanden mellan inflationstakt och måtten på offentlig skuldsättning är ändå svagare och redovisas inte i denna artikel.

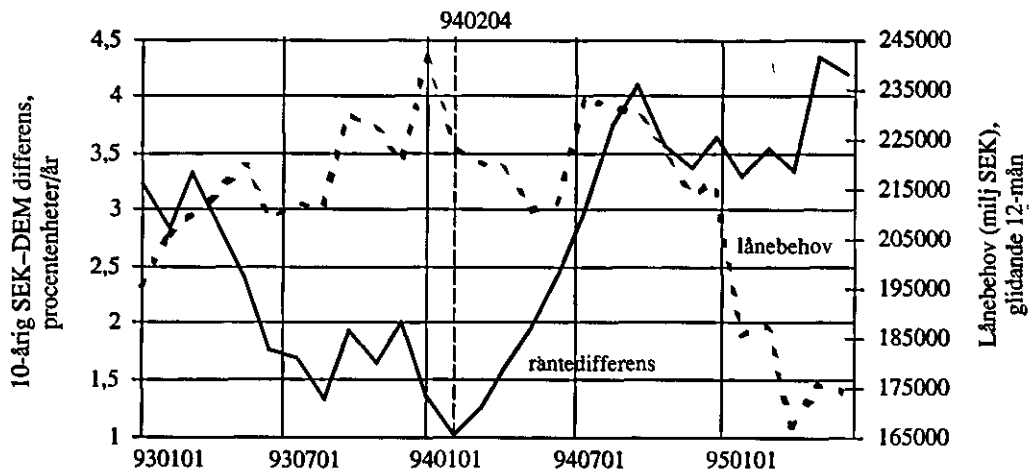
Figur 6 Genomsnittliga offentliga finansiella balanser^a och genomsnittliga DEM-differenser^b.



^aKälla: OECD.

^bKälla: SHB.

Figur 7 10-årig SEK-DEM-differens och statens lånebehov.

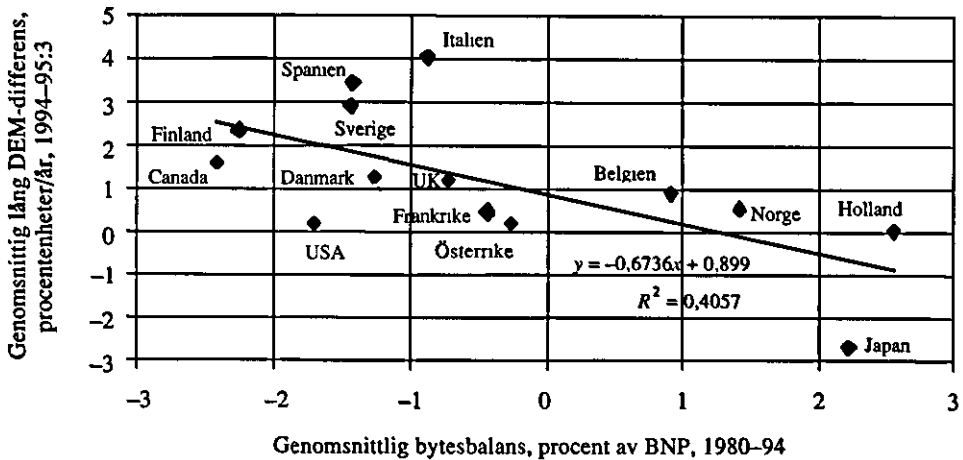


Källa: SHB.

samband mellan räntor och budgetunderskott för ett flertal länder, medan andra (tex Hale [1993]) endast lyckats påvisa samband för ett fåtal länder.

Den negativa lutningen på regressionslinjen i Figur 6 indikerar visserligen att länder med mindre offentliga underskott under de senaste 15 åren i genomsnitt tenderat att ha mindre räntedifferenser. Sambandet är emellertid svagt och långt ifrån statistiskt signifikant. (Sambanden mellan skuldmått och räntedifferenserna är ännu svagare och redovisas inte

i denna artikel.) Data ger således mycket svaga indikationer på ett samband mellan statsfinanserna och räntedifferenserna. Resultaten ger därmed bara delvis samma bild som i LO-ekonomernas senaste konjunkturrapport (LO [1995]), där det hävdas att sambanden mellan budgetunderskott och räntor är statistiskt säkerställda. Bekräftas då det svaga sambandet mellan statsfinanser och räntedifferenser om vi studerar tidsserierna för enskilda länder? Figur 7 visar att under 1993, när svenska statens lånebehov ökade och prognoserna

Figur 8 Genomsnittlig bytesbalans^a och genomsnittliga DEM-differenser^b

^aKälla: OECD.

^bKälla: SHB.

talade för ytterligare försämring av statsfinanserna, minskade 10-års räntedifferensen mot Tyskland betydligt. Mellan 1993 och april 1995, när det statsfinansiella läget förbättrades och prognoserna talat för ytterligare förbättringar, ökade istället räntedifferensen kraftigt. Detta mönster var särskilt tydligt under februari-april. Statistiska test visar att det funnits ett signifikant men mycket svagt *negativt* samband mellan de båda variablerna under perioden 1993-95:4. Detta gäller även om vi låter räntedifferensen bero på lånebehovet med en månads fördröjning. Motsvarande brist på starka samband mellan underskott och räntedifferenser noteras för övriga länder i vårt urval.

Bytesbalansen och räntedifferenserna

Ytterligare en kandidat till att förklara räntedifferenser är bytesbalansen. I såväl teori som praktik är underskott i bytesbalansen ofta förknippade med valutadeprecieringar. Det finns ett antal skäl varför bytesbalanshistorien ska ha betydelse för dagens räntedifferenser. Liksom i fallet

med inflation kan man argumentera för att länders bytesbalanshistoria tenderar att upprepa sig. I så fall kan bytesbalanshistorien innehålla information om framtida bytesbalanser och därmed växelkursrörelser. Ett annat skäl kan vara att länder med kontinuerliga underskott bygger upp en betydande utlandsskuld. För att kunna finansiera en framtida högre skuldservice krävs en real depreciering, vilket i teorin ger upphov till en positiv realräntedifferens.⁸ Vi borde således notera positiva räntedifferenser i länder med bytesbalansunderskott.

Empiriska resultat

Figur 8 illustrerar ett signifikant negativt samband mellan räntedifferenserna för perioden 1994-95:3 och bytesbalanshistorien för perioden 1980-94. Räntedifferenserna har tenderat att vara mindre i länder med mindre historiska underskott.

⁸ Empiriska test (se tex Baxter [1994] för en genomgång) har emellertid i allmänhet inte belagt något starkt samband mellan realräntor och reala växelkursförväntningar.

Tabell 2 Räntedifferensernas bestämningsfaktorer 1980–95:3.

| $R^2=0,70$ | Koeffi- cient | t -värde | p -värde |
|------------------------------|------------------|------------|------------|
| Intercept | -3,04 | -2,21 | 0,05 |
| Bytesbalans | -0,11 | -0,36 | 0,73 |
| Inflation | 0,76 | 2,96 | 0,01 |
| Överskott i offentlig sektor | -0,24 | -1,86 | 0,09 |

Multipel regression

Låt oss slutligen undersöka vilka av de signifikanta samband som noterats ovan som står sig om vi genomför en multipel regression, med inflationen, bytesbalansen och de offentliga finanserna som oberoende variabler.

I *Tabell 2* visar p -värdet att sannolikheten att länder med större genomsnittliga överskott i bytesbalansen under perioden 1980–95:3 *inte* samtidigt tenderat att ha mindre genomsnittliga räntedifferenser under samma period är 73 procent. Motsvarande sannolikheter för inflationen och *överskott* i offentlig sektor är 1 procent respektive 9 procent. Det enda signifikanta sambandet är således att ett land med en procentenhet högre genomsnittlig inflation under perioden i genomsnitt har noterat 0,76 procentenhet högre räntedifferens, om man konstanthåller bytesbalanssaldo och överskottet i offentlig sektor. Parametrarna för bytesbalans och offentliga överskott har de förväntade tecknen men är insignifikanta.

Tabell 3 visar att de exogena variablerna under de senaste 15 åren har ett större förklaringsvärde för räntedifferenserna under perioden 1994–95:3 än för perioden som helhet. Sannolikheten att bytesbalanshistorien under de senaste 15 åren inte har haft betydelse för genomsnittliga räntedifferenser för perioden 1994–95:3 är 0,11 enligt *Tabell 3*. Inflationshistorien är av stor betydelse medan

Tabell 3 Räntedifferensernas bestämningsfaktorer 1994–95:3.

| $R^2=0,84$ | Koeffi- cient | t -värde | p -värde |
|--|------------------|------------|------------|
| Intercept | -2,41 | -3,36 | 0,00 |
| Bytesbalanshistoria | -0,31 | -1,73 | 0,11 |
| Inflationshistoria | 0,58 | 4,08 | 0,00 |
| Historiska överskott i offentliga finanser | 0,01 | 1,19 | 0,26 |

historiska statsfinanserna inte verkar ha påverkat räntedifferenserna. Ett land med i genomsnitt en procentenhet högre inflation under perioden 1980–95:3 har i genomsnitt haft 0,58 procentenheter högre räntedifferens under perioden 1994–95:3, för given bytesbalans och givet överskott i offentlig sektor.

Sammanfattande kommentarer

En viktig bestämningsfaktor för internationella räntedifferenser i de industrialiserade länderna förefaller vara inflationsutvecklingen, medan läget för statsfinanserna verkar vara av underordnad betydelse. Det finns således en risk att den senaste tidens kraftiga finanspolitiska åtstramningar förfelar sitt syfte, om detta enbart är att bringa ned de svenska långräntorna. Enligt resultaten i denna studie är det viktigaste för räntedifferenserna att politiken inriktas på att förstärka trovärdigheten för inflationsbekämpningen. Ett argument för en fortsatt finanspolitisk stabilisering är att detta kan vara ett medel i denna strävan. Argumentet får dock litet stöd i data, eftersom det inte verkar finnas några starka empiriska samband mellan statsfinanserna och inflation.

Det är möjligt att bristen på samband mellan inflation och räntedifferenser å ena sidan och statsfinanserna å andra sidan endast gäller under "normala" statsfinansiansiella förhållanden. Kanske är det så att sambanden är starkare vid extrema

underskott och skuldkvoter på svensk nivå!? Detta motsägs emellertid av det faktum att Belgien, med den högsta skuldkvoten, har måttliga räntedifferenser medan tex Italien med liknande skuldsituation har de högsta räntedifferenserna. Möjligen kan man hävda att den framtida banan för Belgiens statsfinanser inger större hopp än motsvarande perspektiv för Italien och Sverige.

Det stabiliseringspolitiska priset för åtstrammingspolitiken kan således vara högt om den innebär att efterfrågan kollapsar utan att räntenivåerna påverkas nämnvärt. Däremot kan det naturligtvis finnas andra, långsiktigt strukturella, skäl att skära ned den offentliga sektorns åtaganden.

Referenser

- Baxter, M, [1994], "Real Exchange Rates and Real Interest Rate Differentials: Have We Missed the Business Cycle Relationship?", *Journal of Monetary Economics*, vol 33, s5-37.
- Canarella, G, Pollard, S & Lai, K, [1990], "Cointegration Between Exchange Rates and Relative Prices: Another View", *European Economic Review*, vol 34, s1303-1322.
- Cumby, R & Obstfeld, M, [1984], "International Interest Rate and Price Level Linkages Under Flexible Exchange Rates: A Review of Recent Evidence", i Bilson, JFO & Marston, R, (red), *Exchange Rate Theory and Practise*, University of Chicago Press, s121-151.
- Frenkel, J, [1981], "Flexible Exchange Rate, Prices and the Role of 'News': Lessons from the 1970s", *Journal of Political Economy*, vol 89, s665-705.
- Hale, J, [1993], "Do Higher Budget Deficits Raise Bond Yields?", *Goldman Sachs International Limited*.
- LO-ekonomerna, [1995], "Ekonomiska utsikter, konjunkturutveckling samt scenario till år 2000", LO.
- Mark, N, [1990], "Real and Nominal Exchange Rates in the Long Run: An Empirical Investigation", *Journal of International Economics*, vol 28, s115-136.
- Nunes-Correia, J & Stemitsiotis, L, [1993], "Budget Deficits and Interest Rates: Is there a Link?", *Economic Papers*, nr 105, Commission of the European Communities Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- Persson, M, Persson, T & Svensson, LEO, [1995], "Kan man inflatera bort budgetunderskottet?", i Calmfors, L mfl, *Ekonomisk politik - en vänbok till Assar Lindbeck*, SNS Förlag, Stockholm.