

Makroekonomisk stabilitet och tillväxt: en empirisk granskning

I denna artikel behandlar vi den desinflationpolitik som genomförts i flera länder under de senaste 20 åren. Resultat från en studie av sambanden mellan tillväxt, inflation och budgetunderskott för 115 länder under 36 år ger inga belägg för att makroekonomisk instabilitet har systematiska effekter på tillväxten. Det finns snarare tecken som tyder på att hög tillväxt leder till lägre inflation och låga budgetunderskott.

Ett flertal länder har under senare år övergivit de traditionella penningpolitiska målen. I stället för att inrikta politiken på att stabilisera produktion och sysselsättning har länder som Frankrike, Kanada, Nya Zeeland, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland m fl fastslagit prisstabilitetsmål. I Sverige tillämpar Riksbanken sedan 1995 ett uttalat inflationsmål: inflations-takten definierad som förändringstakten i KPI ska begränsas till intervallet 1–3 procent.

Målet för den europeiska centralbanken (ECB), som ansvarar för penningpolitiken inom det framtida EMU, kommer också med stor sannolikhet att formuleras i termer av prisstabilitet. Under alla omständigheter kommer målsättningen för ECB att vara prisstabilitet.

Det finns flera skäl till att många cen-

tralbanker övergivit de stabiliseringspolitiska målen för penningpolitiken. Ett skäl är att såväl forskning som praktiska erfarenheter pekar på begränsade möjligheter att systematiskt påverka ekonomin med penningpolitik. I stället riskerar en ackomoderande politik att byggas in i beteenden och förväntningar hos olika aktörer, vilket kan leda till löne- och kostnadsspiraler. Dessutom finns det betydande risker för att politiken blir procyclisk, d v s tenderar att verka destabiliserande snarare än stabiliserande på ekonomin. Detta beror på att effekterna av penningpolitiska åtgärder är fördröjda. En vanlig uppfattning är att penningpolitiken slår igenom med full kraft först på 1–2 års sikt.

Ett annat skäl till ändrat fokus för penningpolitiken är hypoteser att hög och/eller variabel inflation kan ha skadliga effekter. Den ”klassiska” slutsatsen är att det inte finns någon koppling mellan inflationen och produktionen på lång sikt: pengar är *neutrala* på lång sikt, medan det på kort sikt kan finnas ett samband via den s k Phillipskurvan.

Det har emellertid även framförts argument för att variationer i prisnivån skulle kunna verka hämmande på tillväxten på lång sikt eller leda till en ineffektiv resursanvändning. Det traditionella argumentet för inflationens allokeringskostna-

Tf professor MAHMOOD ARAI är verksam vid nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet. Hans forskning har huvudsakligen berört frågor gällande olika aspekter av lönebildning. Fil dr MATS KINNWALL är verksam vid Handelsbanken. Hans forskning har handlat om makro- och penningpolitik.

der har varit att *högre* inflation urholkar kontanternas realvärde. För att minimera denna effekt antas folk tillbringa en viss del av sin tid på väg till och från banken, vilket skulle ge upphov till "skosulekostnader". Ett annat argument är att hög inflation leder till ökade skatteklar i ett nominellt skattesystem. Detta skulle i sin tur motverka en effektiv resursanvändning. Ett tredje argument är att *variabel* inflation skapar osäkerhet vilket skulle kunna hålla tillbaka investeringar i såväl fysiskt kapital som humankapital. Därmed skulle även tillväxten skadas. Många studier tyder dessutom på att inflationen tenderar att vara mer variabel ju högre den är.

Några empiriska studier som publicerats under de senaste åren synes ge ett visst stöd för hypotesen att länder med lägre tillväxt också haft högre inflation, även om sambanden i allmänhet varit svaga och instabila (se t ex Barro [1991], Barro [1996] och Fischer [1993]).

Det finns emellertid även argument för att viss inflation är nödvändig som ett "smörjmedel" för ekonomin. Argumentet bygger på observationen att nominella löner och priser tenderar att vara trögrörliga nedåt. Det betyder att nödvändiga förändringar i relativpriser – reflekterande ändrade utbuds- och efterfrågeförhållanden – inte är möjliga om inflationen är alltför låg. En studie av Akerlof, Dickens och Perry [1996] antyder att NAIRU (den arbetslöshet som är förenlig med långsiktig stabil inflation) i USA skulle kunna vara 1–2,6 procent lägre med treprocentig stabil inflation jämfört med nollprocentig inflation.

Desinflationspolitik och tillväxt: utvecklingen i 12 industriländer

Under de senaste decennierna har ett flertal länder genomfört stabiliseringsprogram med syfte att få ned inflationen och stabilisera statsfinanserna. Även om det kan ha funnits andra argument torde huvudmotivet till denna politik ha varit en

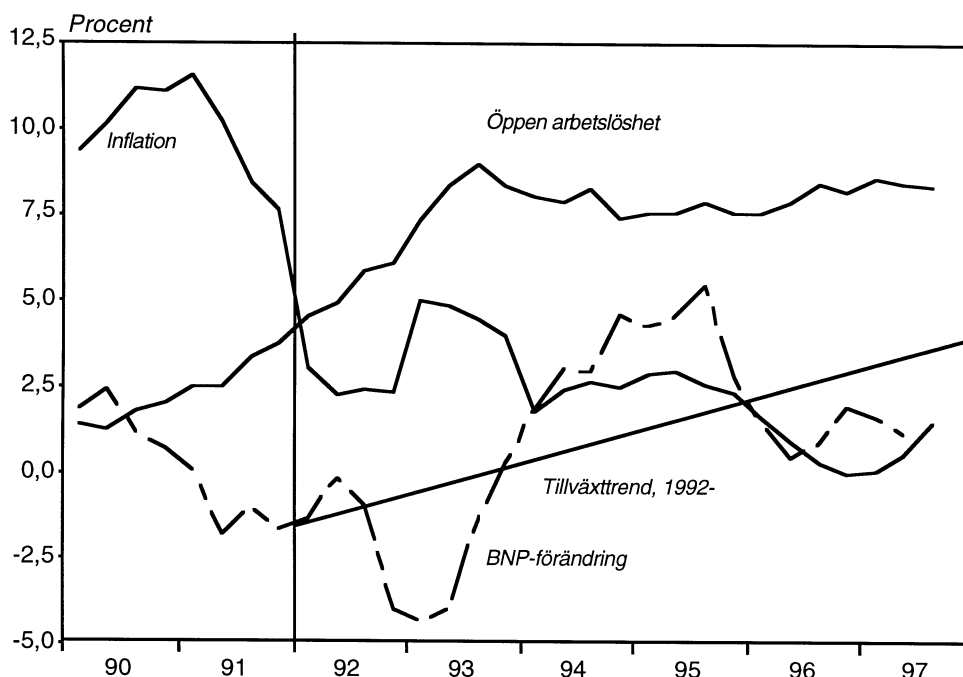
uppfattning att ekonomins funktionssätt och därmed tillväxten kan förbättras genom en makroekonomisk stabilisering.¹ Förutsättningarna har utan tvekan varit olika i olika länder. Det är dock tydligt att samma filosofi har legat till grund för makropolitiken i flertalet industrialiserade länder under de senaste 15–20 åren.

Ett exempel på ett land som åstadkommit en sådan nedväxling av inflationen är Sverige under 1990-talet. De "offensiva" devalveringarna 1981–82, på sammanlagt 27 procent, syntes ge önskat resultat under några år: den konkurrensutsatta sektorn växte på bekostnad av den skyddade sektorn. I samband med att inflationen tog fart under 1980-talets sista år började det emellertid bli allt tydligare att devalveringsvinsterna eroderade. En vanlig uppfattning är att detta berodde på en alltför slapp finanspolitik. En kompletterande uppfattning, som framfördes t ex i 1991 års produktivitetsutredning, är att de ideella devalveringarna invaggade företagen i en känsla av "lätthet" och därmed skapade ett lågt *omvandlingstryck* vilket gjorde svenskt näringsliv mindre inriktat på produktivitetshöjande insatser. Företagen förutsåg att överdrivna kostnadsökningar skulle leda till nya devalveringar som skulle komma att rädda konkurrenskraften i efterhand.

En kombination av hög inflation, generösa avdragsregler för räntekostnader och avregleringen av kreditmarknaderna ledde till en mycket snabb uppgång i fastighetspriserna under andra halvan av 1980-talet. När sedan den internationella realräntan steg drastiskt (åtminstone *ex post*) i samband med den tyska återföreningen samtidigt som 1990 års skattereform väsentligen försämrade avdragsreglerna, steg även den svenska realräntan efter skatt kraftigt. Detta ledde till att fastighetsbubblan

¹ Vad det gäller saneringen av statens finanser kunde vissa länder t ex riskera att tvingas till statsfinansiell kollaps om inga åtgärder vidtogs.

Figur 1 Tillväxt, inflation & arbetslöshet; Sverige



sprack, allmänhetens förmögenhetsställning försämrades kraftigt och landet kastades in i en djup lågkonjunktur.

Samtidigt hade fokus för den ekonomiska politiken skiftat från full sysselsättning till låg inflation. De första tydliga signalerna om detta kom i samband med ECU-anknytningen våren 1990 och senare i 1991 års finansplan, som deklarerade den nya prioriteringsordningen: "För att värna sysselsättning och välfärd krävs att inflationsbekämpningen överordnas andra ambitioner och krav" (sid 17). I praktiken tillämpades dock inte den nya doktrinen förrän i samband med kronförsvaret hösten 1992, när Riksbanken drog upp styrräntan till 500 procent i syfte att försvara den fasta kronkursen. I och med detta visade man att man var beredd att fullfölja inflationsbekämpningen även till priset av hög arbetslöshet och stora produktionsbortfall. Den nya doktrinen tillämpades även under åren 1994–95 då penningpolitiken var fortsatt stramt trots att den öppna arbetslösheten fluktuerade

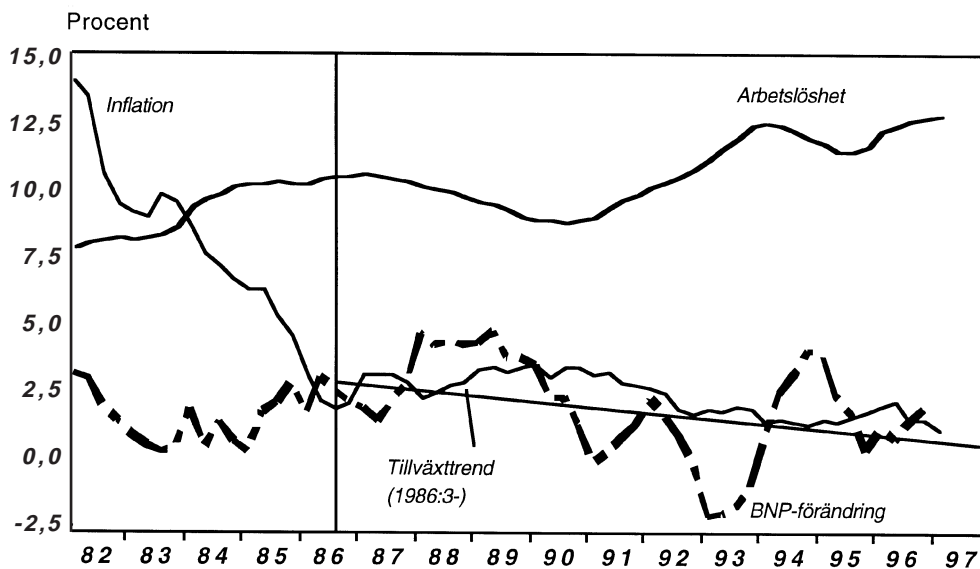
inom det historiskt höga intervallet 6,8 procent till 8,7 procent. Mellan augusti 1994 och juli 1995 höjde Riksbanken styrräntan med sammanlagt 1,99 procentenheter.

Figur 1–3 visar utvecklingen i Sverige och ett antal andra länder som genomfört denna typ av politik under de senaste 15–20 åren. Tillväxttrenden för respektive land har beräknats fr o m den tidpunkt då vi bedömt att desinflationen i stort sett har avslutats. I Figur 1–3 motsvaras detta av den tidpunkt då inflationsbanan planar ut efter det inledande fallet.

Gemensamt för de flesta av dessa länder är att förändringstakten i BNP² föll kraftigt samtidigt som arbetslösheten steg i samband med eller strax efter att åtstramningen inleddes. Förutom i Danmark, Israel och USA är arbetslösheten fortfarande högre än när inflationen började att falla.

²Data gäller "Gross Domestic Product" (GDP), som vi härnäst kallar BNP.

Figur 2 Tillväxt, inflation & arbetslöshet; Frankrike



Figur 2–3 representerar olika typfall. Figur 2, som visar utvecklingen i Frankrike, får representera utvecklingen i de länder vilkas tillväxtbana varit fallande och arbetslöshet växande eller konstant sedan desinflationen avslutades. Övriga länder inom denna kategori är Danmark, Italien, Kanada, Spanien och västra Tyskland.³

Figur 3 beskriver utvecklingen i Irland och får representera de länder vilkas tillväxtbana varit stigande och arbetslöshet fallande sedan desinflationen avslutats. Denna kategori består i övrigt av Australien, Israel och Nya Zeeland. Övriga länder i vårt urval, d v s Storbritannien och USA, utgör mellanting där såväl arbetslöshet som tillväxtbana varit fallande efter avslutad desinflation.

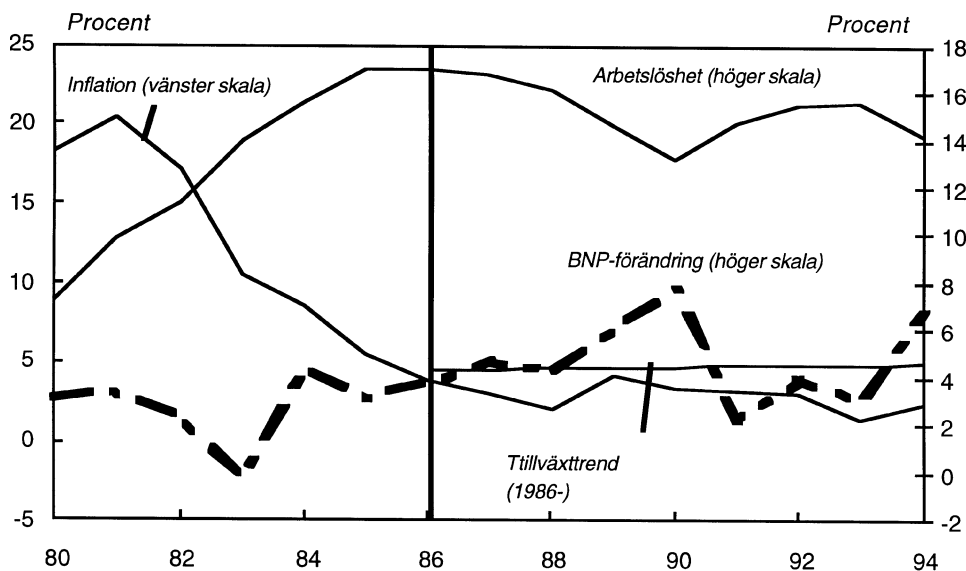
I några av länderna med stigande tillväxt, såsom Australien, Irland och Nya Zeeland, har låginflationspolitiken kombinerats med reformer riktade mot ekonomins utbudssida. Som exempel kan nämnas avvecklingen av en stor del av det massiva stödet till jordbrukssektorn i Nya Zeeland och kraftiga skattesänkningar i Irland. Samtidigt har många av de länder

där politiken inte följts av ökande tillväxt avstått från att genomföra liknade reformer. Sådana länder är Frankrike, Italien och Tyskland. Det kan hävdas att förklaringen till tillväxtskillnaderna mellan dessa länder bör sökas i reformer som har riktats mot ekonomiernas utbudssida. Å andra sidan har omfattande strukturreformer genomförts även i Storbritannien. Trots detta har tillväxtpotentialen inte förbättrats under de senare 15 åren. Frågan om strukturreformernas betydelse kan endast besvaras empiriskt och behandlas inte i denna artikel.

Länder som Israel och Tyskland har förutom ändrade villkor för den ekonomiska politiken påverkats av andra typer av genomgripande förändringar under denna period: de båda Tyskland har återförenats medan spänningarna mellan Israel och dess grannländer har minskat. I båda fallen är det rimligt att tro att effekterna på ekonomin varit betydande.

³ Figurer för samtliga studerade länder kan erhållas från författarna.

Figur 3 Tillväxt, inflation & arbetslöshet; Irland



Erfarenheterna från de länder vi studerat pekar inte på tydliga *generella* tillväxtvinster av desinflationspolitik. Det finns inte något starkt mönster i *Figur 1-3* som pekar på att tillväxten generellt har ökat efter det att desinflationen avslutats. Däremot är det naturligtvis möjligt att politiken förbättrat tillväxtpotentialen i vissa länder. Tecknen på ökad tillväxt i några av länderna skulle kunna vara en indikation på detta. Att det är just anti-inflationspolitik som lagt grunden för bättre tillväxt i dessa länder återstår emellertid att belägga.

En annan invändning skulle kunna vara att det ännu inte gått tillräckligt lång tid för att vinsterna av desinflationspolitik ska kunna urskiljas. Ett problem med detta argument är att svårigheterna att *empiriskt* särskilja effekterna av desinflationspolitik från effekterna av institutionella och andra förändringar ökar med tiden. En annan sida av argumentet är att de negativa *efterfrågeeffekterna* av desinflationspolitik skulle kunna dominera i statistiken under lång tid och därmed "maskera" att *tillväxtpotentialen* förbättrats.

Problemet är att det inte finns något entydigt sätt att beräkna potentiell tillväxt. Vi har estimerat potentiell genomsnittlig tillväxt sedan 1986 för de nuvarande EU-länderna – av vilka flertalet genomfört desinflationspolitik – med hjälp av två metoder: Hodrick-Prescott-filter och Okuns relation. Båda dessa metoder visar att potentiell tillväxt har följt en signifikant negativ trend under de senaste 12 åren.

Man kan naturligtvis alltid hävda att det inte går att dra några slutsatser från *Figur 1-3* eftersom man inte vet vad som skulle inträffat i de olika länderna om politiken inte lagts om. Man kan således hävda att det skulle ha gått ännu sämre om inte omläggningen skett. Problemet är att ett sådant påstående är ytterst svårt att granska empiriskt. Å andra sidan är det okontroversiellt att påstå att desinflationspolitik leder till kortsiktiga förluster i termer av BNP-bortfall och uppgång i arbetslösheten.

Finns det då något stöd för att de långsiktiga tillväxtvinsterna av desinflationspolitik skulle vara betydande?

Resultat från aggregerade länderdata⁴

Ett flertal empiriska studier har genomförts med hjälp av skiftande metoder i syfte att försöka klarlägga om det finns ett generellt samband mellan tillväxt och inflation. Resultaten av dessa studier är statistiskt tillförlitliga under standardantagandena. Problem uppstår då man studerar urval med heterogena länder samtidigt som man inte kan kontrollera för denna heterogenitet. Faktorer som interna oroligheter och krig kan leda till både låg tillväxt och hög inflation samtidigt.⁵ Ett annat problem är att variabler som tillväxt och inflation uppvisar stor tidsvariation delvis som ett resultat av globala och symmetriska chocker. Ett exempel är oljechockernas effekter på inflation och tillväxt i de oljeberoende länderna under sjuttioalet.

Tvårsnittsstudier och studier som är baserade på genomsnitt över långa tidsperioder innebär mycket begränsade möjligheter att kontrollera för länderheterogenitet och globala tidseffekter. Detta kan i sin tur leda till statistiskt otillförlitliga resultat eftersom dessa i olika grad kan vara en sammanblandning av effekter av de variabler som man studerar och negligerade länder- och tidspecifika effekter.

Det är vanligt (se t ex Barro [1991] och Barro [1995]) att man relaterar ländergenomsnittet av tillväxt över långa tidsperioder till ländergenomsnittet av inflation, budgetunderskott och andra variabler som kan tänkas påverka tillväxten. Globala tidseffekter negligeras systematiskt och de mått som avser att kontrollera för länderheterogenitet är långt ifrån tillräckliga. I syfte att korrigera för länderspecifika faktorer använder t ex Barro [1995] ett index för olika variabler som kan vara korrelerade med tillväxten. Exempel på vanligen använda variabler är initial BNP per capita, initial skolutbildning, initial genomsnittlig livslängd, centralbankens oberoende, regionala variabler, landareal, index för fri- och rättigheter, offentliga

sektorns andel av BNP, utbildning och försvar som andelar av BNP.

Man kan inte förvänta sig att ett godtyckligt definierat index ska fånga upp effekter av samtliga relevanta utelämnade variabler. Detta innebär att resultaten inte är väntevärdesriktiga så länge som länder- eller tidseffekterna är korrelerade med de förklarande variablerna. Alla studier som bygger på tvårsnittsdata kan misstänkas lida av detta problem i de fall det inte är statistiskt säkerställt att de utelämnade variablerna är okorrelerade med de förklarande variablerna. För att belysa problemet med sådana studier redovisar vi nedan det estimerade sambandet mellan genomsnittlig inflation och genomsnittlig tillväxt för olika ländergrupper och tidsperioder. Vi använder data för 115 länder under perioden 1960–95.⁶

En regression på data för samtliga länder påvisar att länder med hög genomsnittlig inflation tenderar att ha låg genomsnittlig tillväxt, även om sambandet är mycket svagt. En regression på samtliga länder utom Nicaragua, som har haft en extrem inflationshistoria, pekar emellertid på ett insignifikant samband.⁷ För ett urval bestå-

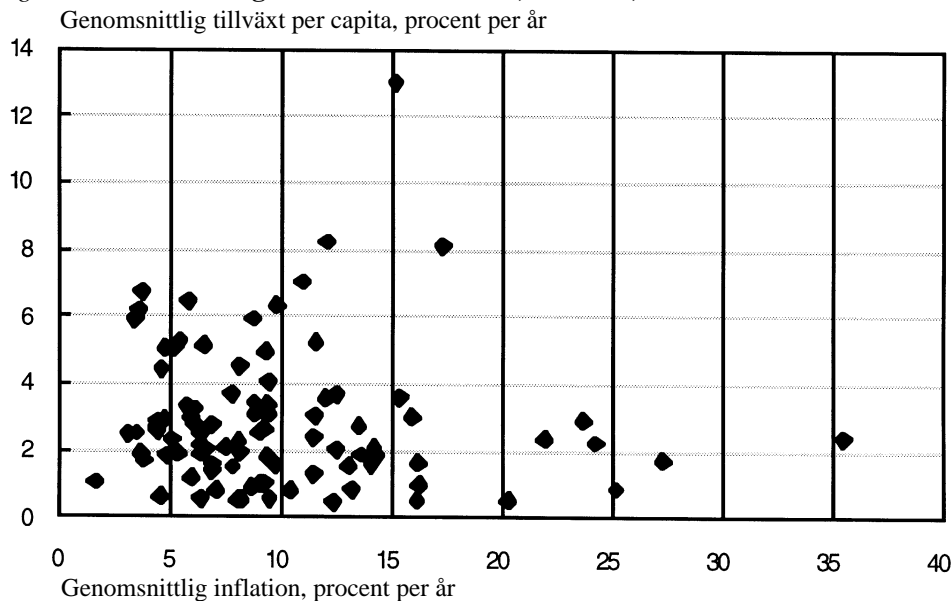
⁴ Resultat som redovisas i detta avsnitt är hämtade från Arai och Kinnwall [1997].

⁵ Arai och Kinnwall [1997] redovisar att det nästan uteslutande är länder som upplevt kortare eller längre perioder av sociala omvälvningar och krig som haft både extrem inflation och låg tillväxt.

⁶ Källa IFS [1996]. Som mått på tillväxt använder vi den årliga förändringen i BNP per capita och inflationen mäts som procentuell förändring i KPI.

⁷ Det finns sex länder med över 200 procent genomsnittlig inflation i vårt urval: Argentina, Bolivia, Brasilien, Nicaragua, Peru och Zaire, varav samtliga utom Brasilien noterar genomsnittlig tillväxt under populationsgenomsnittet. Av dessa länder kan samtliga, utom möjligen Brasilien, sägas ha kännetecknats av politiskt kaos, inbördeskrig eller åtminstone svåra inbördes spänningar under en stor del av perioden.

Figur 4 Genomsnittlig tillväxt och inflation, 1960–95, 93 länder



ende av länder med högst 50 procent genomsnittlig inflation och positiv genomsnittlig tillväxt, finns i praktiken inget samband alls (se *Figur 4*).

För vissa urval finner vi t o m att länder med hög inflation tenderar att också ha hög tillväxt. Även om sambandet är insignifikant gäller det för ett urval bestående av "normala" länder med högst 200 procent genomsnittlig inflation och positiv tillväxt där vi uteslutit de latinamerikanska länderna. Det gäller också för OECD-länderna – förutom utpräglade "outliers" som Island och Japan – under hela perioden (se *Figur 5*) samt för samtliga länder under första delen av 1960-talet.

Vi har även inkluderat genomsnittligt budgetunderskott och resultatet ändras inte nämnvärt. Dessa exempel illustrerar med tydlighet den mycket stora heterogeniteten bland de 115 länderna i vårt urval. Starka korrelationer mellan ländereffekten och inflationen kan förklara resultaten. Vi vill inte heller dra några som helst slutsatser om eventuella samband utifrån dessa regressioner. De syftar helt och hållet till att påvisa hur otillförlitliga tvärsnittstudier är.

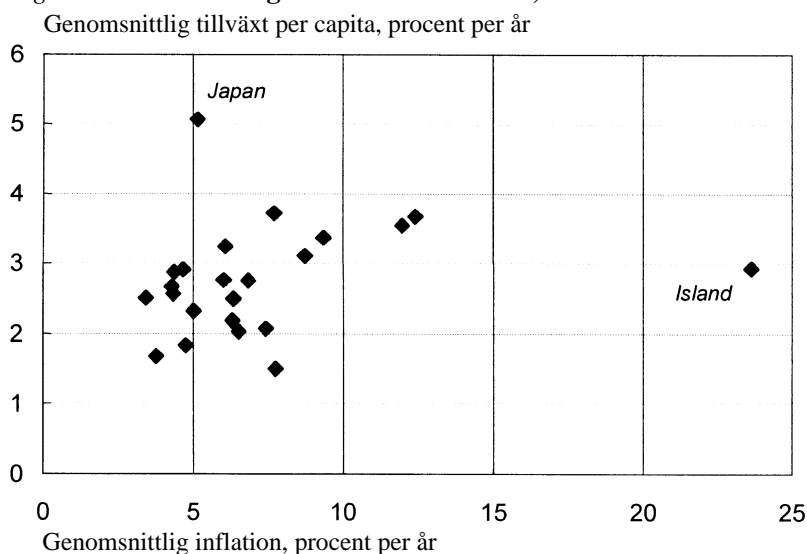
Resultat från årliga länderdata

Levine & Renelt [1992] visar att det enda stabila sambandet inom den empiriska tillväxtlitteraturen är det mellan investeringar och tillväxt. Sambanden mellan tillväxt och samtliga övriga, vanligen förekommande variabler är bräckliga. Även om vi observerar en stabil relation mellan tillväxt och investeringar är detta dock inte tillräckligt för att besvara frågan om kausalitet. "Beror tillväxten på investeringar – eller är det tvärtom?"

Ett kausalt samband kan lättast beläggas statistiskt om man kan visa att "orsaken" tidsmässigt förekommer "verkan".⁸ Möjligheterna i tidigare studier att använda fördröjda värden av de förklarande variablerna har varit ytterst begränsade ef-

⁸ En annan metod är instrumentvariabelmetoden. I vårt fall innebär denna att man i stället för inflationen använder en annan variabel som är korrelerad med inflationen men inte med tillväxten. Trovärdiga instrument för inflation eller budgetunderskott kan vara svåra att finna. Goda instrumentvariabler är dock fördröjda värden på inflation.

Figur 5 Genomsnittlig tillväxt och inflation, 1960–95



tersom man i dessa studier använder sig av 5 och 10 års genomsnitt. För att kunna hantera kausalitetsproblemet och undersöka eventuella tillväxtkostnader använder vi därför årliga observationer över 36 år för 115 länder. Denna panel tillåter oss att kontrollera för länder- och tidspecifika effekter. Kontrollen för länderspecifika effekter motsvarar en kontroll för alla tidsberoende variabler som kan tänkas påverka tillväxten. Därmed kontrollerar vi för de flesta vanligen använda variabler inom den empiriska tillväxtlitteraturen. På detta sätt undersöker vi om länder systematiskt har haft tillväxt över sina genomsnitt när inflationen och budgetunderskottet varit lägre än genomsnittet under tidigare år.

Vidare kan vi studera hur tillväxt beror av inflation och budgetunderskott under de närmast föregående tio åren. Vi väljer 10 år eftersom det verkar rimligt att tillväxteffekter av osäkerhet, om de existerar, borde visa sig inom denna tidsram.

När vi introducerar historisk inflation ett år i taget är alla koefficienter utom för år 9 antingen positiva eller insignifikt negativa. För budgetunderskottet är koefficienterna ofta signifikant positiva med-

an endast koefficienten för år 5 är negativt signifikant.

En regression inkluderande samtliga de 10 senaste åren visar att historisk inflation och budgetunderskott ofta är signifikant, positivt korrelerade med tillväxten.⁹

Om vi inkluderar fördröjda värden av den beroende variabeln försvagas sambanden ytterligare. I kausalitetstest (Granger kausalitet) för 113 individuella länderserier finner vi inga tecken på kausalitet i 97 fall. Endast i 16 fall noteras signifikant kausalitet, varav 9 negativa och 7 positiva.

Vidare finner vi att de senaste 10 årens genomsnittliga inflationshistoria är signifikant, positivt korrelerad med tillväxten. Detta samband existerar emellertid inte då vi utesluter länder med extremt hög inflation (genomsnitt över 200 procent och negativ genomsnittlig tillväxt under 1960–1995). Vi finner inte heller någon

⁹ Vi avstår i denna artikel från att diskutera det faktum att samtida inflation i vissa fall är signifikant, negativt korrelerad med tillväxten, eftersom en samtida korrelation inte rimligen kan representera ett orsakssamband. Arai & Kinnwall [1997] diskuterar utförligt denna fråga.

signifikant tillväxteffekt av historiska budgetunderskott.

Våra resultat stöder inte hypotesen att makroekonomisk instabilitet – i termer av hög inflation och stora budgetunderskott – skulle vara skadligt för tillväxten. En annan fråga är om hög och *variabel* inflation – inte bara hög inflation – är skadligt för tillväxten. Det finns ett antal teoretiska argument för ett sådant samband. Inflationsvariabilitet skapar t ex osäkerhet vilket kan påverka investeringarna negativt och därmed skada tillväxten.

Den starka korrelationen mellan inflationens nivå och variabilitet betyder att det är svårt att separera effekterna av dessa variabler. Detta har föranlett författare till tidigare studier (t ex Fischer [1993], Barro [1995]) att dra slutsatsen att hög och variabel inflation är skadlig för tillväxten. Vi testar denna hypotes genom att estimerar modeller vilka inkluderar en variabel som fångar upp den samlade effekten av nivå och *årlig* standardavvikelse, beräknad på kvartalsdata.

Liksom i fallet med historisk inflation finns det inte något stabilt samband mellan tillväxt och historiska värden på vår konstruerade variabel. Koefficienterna har varierande tecken och är oftast insignifikanta. Ingenting tyder således på att hög och variabel inflation systematiskt leder till lägre tillväxt i framtiden.

Så här långt har vi studerat effekten av makroekonomisk instabilitet på tillväxten. Det finns emellertid teoretiska argument för att kausaliteten kan gå i motsatt riktning. I synnerhet finns det skäl att förvänta sig ett negativt samband mellan inflation och historisk tillväxt t ex via en effekt på penningefterfrågan. Effekter av de tidigare 10 årens tillväxt på dagens inflation är för samtliga år utom år 3 och 4 negativa. För vissa av åren är dessutom sambanden signifikanta. Liknande resultat erhålls för andra urval. Våra resultat antyder således att tillväxten påverkar inflationen snarare än tvärtom. När det gäller effekter av tillväxt på budgetunder-

skott är effekterna entydigt negativa: hög (låg) tillväxt orsakar lågt (høgt) underskott. Detta implicerar att makroekonomisk instabilitet mätt som hög inflation och stora budgetunderskott snarare är en effekt av än orsak till låg tillväxt.

Slutsatser

Två lärdomar kan dras från vår studie. För det första kan man inte dra slutsatser t ex om sambandet mellan makroekonomisk stabilitet och tillväxt, utifrån tvärsnittsdata över långa perioder. För detta är länder alltför olika och ekonomiska samband alltför föränderliga. För det andra kan man generellt sett inte motivera kraftiga penningpolitiska åtstramningar med att de ger långsiktiga vinster i form av högre framtida tillväxt. Däremot tenderar kraftiga åtstramningar att leda till produktionsbortfall och en uppgång i arbetslösheten.

Förutom tillväxtskäl har även fördelningpolitiska argument anförts för låg och stabil inflation. Hög inflation anses leda till oönskade inkomstomfördelningar t ex från långgivare till låntagare. Detta argument torde i första hand gälla oförväntad inflation. Övrigt hög inflation urholkar realvärdet av kassaflödet för långgivarna utan att dessa kompenseras via en högre nominell ränta, vilken speglar inflationsförväntningar som är lägre än realiserad inflation. Man kan emellertid vända på argumentet och hävda att oförväntat låg inflation leder till ”för stora” kassaflöden för långgivarna, eftersom räntorna i detta fall bygger på för höga inflationsförväntningar. Förväntad inflation – vare sig den är låg eller hög – innebär att räntorna anpassas, vilket förhindrar denna typ av omfördelning.

Det förefaller alltså som om fördelningsargumentet leder till slutsatsen att man bör sträva efter *stabil* inflation, medan inflationens nivå förefaller vara av mindre betydelse. Eftersom det finns be-

tydande problem i valet av tidpunkt för penningpolitiska åtgärder är dock precisionen i penningpolitiken långt ifrån perfekt. Detta argument är lika relevant oavsett om centralbanken bedriver traditionell konjunkturpolitik eller renodlad inflationsbekämpning. De oförväntade inflationschockerna, som har störst inkomstomfördelande effekter, kan centralbanken definitionsmässigt inte motverka, såvida dessa chocker inte beror på penningpolitiken eller på förväntningar om framtida penningpolitik. En trovärdig centralbank skulle dock kunna bestämma den långsiktiga inflationsbanan med någorlunda säkerhet.

Ska man dra slutsatser av vår studie är det att desinflationspolitik leder till kortsiktiga kostnader utan att ge påvisbara långsiktiga intäkter i form av högre tillväxt. Det finns i stället relativt starka indicier på att en tillfällig höjning av arbetslösheten blir bestående i ekonomier med nominell pris- och lönestelhet.

Referenser

- Akerlof, G, Dickens, W & Perry, G, [1996], "The Macroeconomics of Low Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1996.
- Arai, M & Kinnwall, M, [1997], "Macroeconomic Instability and Growth: Panel Data "Analysis of Causal and Cyclical Patterns", Working Papers in Economics, nr 1997:8, Stockholms universitet, Stockholm.
- Barro, R, [1991], "Economic Growth in a Cross Section of Countries", *Quarterly Journal of Economics*, nr 106, s 407–33.
- Barro, R, [1995], "Inflation and Economic Growth", *Bank of England Bulletin*, s 166–176.
- Blanchard, O, [1990], "Why Does Money Affect Output? A Survey", i, Vol II. Friedman, B M och Hahn, F H (red) *Handbook of Monetary Economics*, North Holland, Amsterdam.
- Budgetpropositionen, Prop. 1990/91:100, bilaga 1.
- Fisher, S, [1993], "The Role of Macroeconomic Factors in Growth", *Journal of Monetary Economics*, nr 32, s 485–512.
- Fisher, S & Modigliani, F, [1978], "Towards an Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation", *Weltwirtschaftliches Archiv*, s 810–832.
- IMF, *International Financial Statistics (IFS)*, [1996], Washington.
- Levine, R & Renelt, D, [1992], "Sensitivity Analysis of Cross section Growth Regressions", *American Economic Review*, vol 82, nr 4, s 942–962.