

Växelkursmål eller inflationsmål för Norge?*

Praktiska erfarenheter och ekonomisk analys av penningpolitik med fasta växelkurser respektive inflationsmål talar för att ett inflationsmål med rörlig växelkurs är bättre lämpat för Norge än en fast växelkurs, särskilt mot bakgrund av de stora strukturella skillnaderna mellan Norge och dess handelspartner. Dessa kräver sannolikt betydande rörlighet i Norges reala växelkurs, vilket ger upphov till stora störningar vid en fast växelkurs.

I denna artikel diskuteras i första hand valet mellan ett växelkursmål och ett inflationsmål för Norge. För att sätta in detta val i ett större perspektiv innehåller artikeln också en kortfattad diskussion av penningpolitikens mål och av optimal delegering av penningpolitiken i en representativ demokrati.

1. Penningpolitikens mål

Det övergripande målet för den ekonomiska politiken som helhet kan sägas vara att trygga och höja medborgarnas välfärd. Detta övergripande mål uttrycks ofta som ett antal delmål vilka bidrar till välfärden: t ex effektiv resursfördelning, full och stabil sysselsättning, god ekonomisk tillväxt, fast penningvärde, jämn fördelning av levnadsstandarden, regional balans samt god miljö (se t ex den svenska Riksbanksutredningen [SOU 1993:20]).

LARS E O SVENSSON är professor i internationell ekonomi vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms Universitet. Hans forskning är inriktad på internationell makroekonomi och penningpolitik.

Penningpolitiken är en del av den ekonomiska politiken. Det kan i förstone tyckas naturligt att penningpolitiken bör ha samma (lika många) mål som den ekonomiska politiken som helhet. Eftersom penningpolitiken endast har systematiska effekter på en delmängd av de storheter som påverkar den ekonomiska välfärden är det emellertid lämpligare att ge penningpolitiken ett mer begränsat mål. Det är förstas meningst, och till och med skadligt, att ge penningpolitiken mål som den aldrig kan uppfylla. I stället gäller det att ge den mål som den kan uppfylla, och som står i överensstämmelse med de övriga målen för den ekonomiska politiken. Det är således viktigt att förstas penningpolitikens effekter, och vad penningpolitiken i realiteten kan åstadkomma, för att rätt kunna avgöra vilket mål som är lämpligast.

På lång sikt kan penningpolitiken inte kontrollera några andra variabler än inflation och växelkurs. På lång sikt kan den inte höja nivån på reala variabler som

* Denna artikel är skriven på uppdrag av Norges Bank och kommer inom kort att publiceras på engelska i Christiansen och Qvigstad [1997]. Författaren är ensam ansvarig för framförda uppfattningar och eventuella fel.

BNP och sysselsättning eller påverka den reala växelkursen, d v s relativpriset på inhemska varor och tjänster i förhållande till utländska, eller relativpriset mellan varor och tjänster från den skyddade sektorn i förhållande till den konkurrensutsatta. Tvärtom kan en instabil penningpolitik leda till försämrad resursfördelning och till lägre tillväxt. På kort och medellång sikt kan en väl avvägd penningpolitik, förutom att styra inflation och växelkurs, bidra till att stabilisera konjunktursvängningarna, men den förmår inte påverka sysselsättningens och produktions genomsnitt på långre sikt.¹

På kort, medellång och lång sikt kan således penningpolitiken påverka inflationen. En hög och variabel inflation har skadliga effekter. Den försämrar marknadsmekanismens förmåga till effektiv resursfördelning. Den osäkerhet som den skapar gör det svårare för konsumenter och företag att fatta rätt beslut. Den leder till godtyckliga och orättvisa omfördelningar av inkomster och förmögenheter, t ex från småsparare till professionella investerare, och från hyresgäster till villa- och fastighetsägare. "Inflationen är ett sätt för regeringar att bestjäla småsparare och låginkomsttagare", som det ibland har uttryckts. Hög inflation har inga positiva effekter. Den leder definitivt inte till högre sysselsättning. I stället blir så småningom nackdelarna så stora att de inte längre kan tolereras. Att få stopp på inflationen när den väl fått fart är oftast mycket kostsamt; det kräver i regel en djup lågkonjunktur med hög arbetslöshet. Därför är det viktigt att aldrig låta den ta fart.

Av dessa skäl är det lämpligt att göra prisstabilitet, d v s låg och stabil inflation, till det övergripande målet för penningpolitiken. I den utsträckning prisstabilitetsmålet inte hotas kan det också vara lämpligt att utnyttja penningpolitiken för att dämpa konjunktursvängningarna. Detta brukar uttryckas som att penningpolitiken "utan att åsidosätta det övergripande må-

let bör understödja den allmänna ekonomiska politiken".

I själva verket tyder mycket på att möjligheterna att använda penningpolitiska medel för att stabilisera konjunkturen förbättras om centralbanken verkligen visar sig kunna uppnå låg och stabil inflation. Erfarenheterna, inte minst från Tyskland och USA, visar att en centralbank som blivit känd för att klara inflationsmålet finner det lättare än andra centralbanker att klara en sådan konjunkturpolitisk uppgift. En sådan centralbank kan t ex sänka räntorna i samband med en lågkonjunktur utan att detta uppfattas som inledningen till en inflationsperiod.

Eftersom centralbanken på både kort och lång sikt i princip kan kontrollera växelkursen, kan en fast eller stabil växelkurs vid ett ytligt betraktelsesätt framstå som ett möjligt alternativt övergripande mål för penningpolitiken. Vid ett närmare studium framstår det dock som klart olämpligt att göra fast (eller stabil) växelkurs till ett *övergripande* mål för penningpolitiken. Anledningen är att den nominella växelkursen inte har någon inneböende betydelse för välfärd och ekonomisk utveckling. I stället är det den *reala* växelkursen som är av sådan betydelse. Med en fast växelkurs kan den reala växelkursen bara stabiliseras på tämligen kort sikt. På medellång och lång sikt förmår inte penningpolitiken att kontrollera den reala växelkursen. En fast växelkurs är därför olämplig som ett övergripande mål, och i själva verket meningsfull bara som ett *intermediärt* mål för att uppnå ett annat övergripande mål. En fast växelkurs diskuteras därför i fortsättningen nedan endast som ett tänkbart intermediärt mål.

Mot bakgrund av ovanstående omständigheter har allt fler länder gjort låg och stabil inflation till det övergripande målet för penningpolitiken. Detta är inte fallet i

¹ Penningpolitikens effekter diskuteras utförligare i Svensson [1994b].

Norge. Ett uttalat övergripande mål för penningpolitiken saknas, vilket medför en inneboende oklarhet om den norska penningpolitikens inriktning på medellång och lång sikt. Betydelsen av ett tydligt övergripande mål för penningpolitiken motiveras ytterligare i nästa avsnitt.

2. Optimal demokratisk delegering av penningpolitiken

Norge och Storbritannien avviker från övriga europeiska länder när det gäller centralbankens självständighet och graden av delegering av penningpolitiken. Detta motiverar en diskussion av optimal delegering av penningpolitiken i en representativ demokrati.²

I en representativ demokrati bör givetvis regering och/eller parlament ha det yttersta ansvaret för den ekonomiska politiken. Det gäller naturligtvis också penningpolitiken. Men det hindrar inte att politiska instanser kan finna det lämpligt att *delegera* utformningen och verkställandet av politiken till självständiga myndigheter, när detta är det mest effektiva sättet att uppfylla de ekonomisk-politiska målen. En självständig centralbank är inte mindre demokratisk än ett självständigt konkurrensverk, som verkställer och utformar detaljerna i konkurrenspolitiken med utgångspunkt i de lagar som folkvalda organ har stiftat. Hela den representativa demokratin bygger i själva verket på delegering – folket delegerar den lagstiftande makten till parlamentet, men håller politikerna ansvariga vid allmänna val; rättskipningen delegeras till självständiga domstolar som får till uppgift att döma i enlighet med de lagar som parlamentet stiftat.

En delegering av penningpolitiken till en självständig centralbank är naturligtvis inget självändamål. Argumenten för en sådan ordning bygger i stället på att den ger stora fördelar när det gäller att uppnå målen för den ekonomiska politiken. Vilka är dessa fördelar? Frågan har analy-

serats ingående i den vetenskapliga litteraturen. Det finns också gott om praktiska erfarenheter från olika länder. Såväl forskning som praktiska erfarenheter visar tydligt att de viktigaste elementen i en framgångsrik delegering kan sammanfattas i tre punkter:

(1) De politiska instanserna lägger fast ett tydligt *mål* för penningpolitiken. Detta bör helst lagstadgas, som den svenska Riksbanksutredningen [SOU 1993:20] föreslagit, och som överenskommit av fem partier i den svenska riksdagen i maj 1997 [Ds 1997:50]. Det lämpligaste målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde, d v s att uppnå och bibehålla låg och stabil inflation (se ovan).

(2) Centralbanken ges "*exekutiv självständighet*". Med detta avses två saker. För det första måste centralbanken ha en självständig ledning, så att den oberoende av kortsiktiga politiska påtryckningar från både regering och särintressen kan inrikta sig på att uppfylla det mål som fastlagts för penningpolitiken. Mandatperioder och principer för tillsättning och entledigande av centralbankens ledning måste då utformas i detta syfte. För det andra ges centralbanken full kontroll över de penning- och valutapolitiska instrumenten, d v s kontroll över styrränta och valutainterventioner.

(3) En viktig förutsättning, inte bara för demokratisk kontroll, utan också för en väl fungerande delegering, är att de politiska instanserna kan utkräva *ansvar* för den förda penningpolitiken. Detta fordrar, förutom ett tydligt mål för penningpolitiken och exekutiv självständighet för centralbanken (punkt (1) och (2) ovan), en öppen och tydlig redovisning av centralbankens verksamhet. Redovisningen kan bland annat ske genom centralbankens publikationer, men också genom

² Detta avsnitt utvecklar resonemang som tidigare framförts av Lindbeck, Persson och Svensson [1997].

återkommande – och offentliga – utfrågningar av centralbankens ledning inför parlamentet. En reell möjlighet att utkräva ansvar kräver också att centralbankens ledning kan utsättas för sanktioner, om den inte uppnår de uppställda målen på ett tillfredsställande sätt. En sådan ordning tillämpas i Nya Zeeland, där centralbankschefen är personligen ansvarig för att uppfylla penningpolitikens mål och kan avskedas om han eller hon med oskicklig penningpolitik missar målet.

Ytterligare en viktig del av den politiska och demokratiska kontrollen är en skundantagsklausul. I extrema situationer, exempelvis katastrofer eller stora internationella politiska eller ekonomiska störningar, bör regering eller parlament kunna lagstifta eller förordna om att centralbanken tillfälligt skall åsidosätta målet om prisstabilitet. För den demokratiska kontrollen är det då särskilt viktigt att detta tydligt måste offentliggöras, och att inte centralbanken i det tysta kan åläggas att åsidosätta målet. Detta minskar risken för kortsiktigt missbruk, till exempel genom att stimulera ekonomin för att ge sittande regering fler röster inför ett val.

Vad vinner man då på en exekutiv delegering enligt ovanstående tre punkter? Decennier av forskning och praktiska erfarenheter visar att *direkt* regeringskontroll över penningpolitiken i regel innebär stora frestelser till missbruk av penningpolitiken för att vinna kortsiktiga fördelar. Frestelserna kan t ex bestå i en tillfälligt högre produktionsnivå och en tillfälligt lägre arbetslöshet, ofta också i partipolitiska fördelar för regeringspartiet, inte minst i anslutning till allmänna val.

Allmänheten, de fackliga organisationerna och företagen – inte minst på finansiella marknader – inser förr eller senare följderna av dessa frestelser. Insikten leder lätt till förväntningar om hög inflation och därmed också till höga löneavtal, höga räntor och hög faktisk inflation. Ställd inför denna verklighet, finner regeringen oftast att de kortsiktiga kostnaderna – i

form av recession – av att fullfölja en stram penningpolitik med sikte på låg inflation verkar oöverstigliga. Den faller därmed till föga och övergår till en ackommoderande politik som låter växelkursen falla och inflationen ta fart. De höga inflationsförväntningarna uppfylls därmed. I en sådan situation väger det lätt när regeringen hävdar att målet om prisstabilitet ligger kvar. Vältaliga förklaringar om att man endast gjort ett tillfälligt avsteg från politiken har då obefintlig trovärdighet. (Svenska regeringsförklaringar, riksbankspublikationer, och finansplaner från sjuttio- och åttiotalen erbjuder många exempel på detta.)

Att delegera penningpolitiken, enligt de tre punkterna ovan, blir därmed ett sätt för parlamentet och regeringen att skapa *trovärdighet* för att den politik som de politiska instanserna själva önskar verkligen blir genomförd. Det bör understrykas att avsikten med exekutiv självständighet för centralbanken således inte är att realisera något annat mål än det som ställts upp av de politiska instanserna. Avsikten är i stället att öka sannolikheten för att det politiskt uppställda målet verkligen uppnås. Erfarenheter från många länder visar på fördelarna med en sådan delegering (se till exempel Riksbanksutredningen [SOU 1993:20] och den svenska EMU-utredningen [SOU 1996:158]). Dessa erfarenheter har analyserats noggrant av ett flertal forskare, och de visar att länder med tydlig delegering till en självständig centralbank haft större framgång än andra med att hålla inflationen i schack, utan att behöva offra något annat mål för den ekonomiska politiken, exempelvis ekonomisk tillväxt och sysselsättning.

Mot bakgrund av dessa erfarenheter har ett flertal länder i Europa och resten av världen genomfört institutionella reformer för att möjliggöra en tydlig delegering av penningpolitiken. I Storbritannien har förts en livlig debatt om penningpolitikens uppläggning. Där bestämdes tidigare finansministern om styrräntan

efter ett möte med centralbankschefen. Även om vissa förändringar i den penningpolitiska processen hade vidtagits för att minska riskerna för kortsiktigt missbruk av penningpolitiken, ansågs det brittiska systemet allmänt vara förenat med stora nackdelar. Flera utredningar gjordes av penningpolitikens uppläggning. Frågan blev särskilt aktuell inför det senaste parlamentsvalet. Efter valet har den nya Labour-regeringen grundligt reformerat den institutionella ramen för penningpolitiken, i den riktning som diskuterats ovan. Även i Sverige har fem riksdagspartier kommit överens om liknande reformer [Ds1997:50].

I Norge har Norges Bank att följa de ekonomisk-politiska riktlinjer som regeringen och finansdepartementet meddelar, och banken skall före särskilt viktiga beslut tillfråga finansdepartementet. Denna ordning innebär såvitt jag kan se att regering och finansdepartement har direkt kontroll över penning- och valutapolitiken, och att någon tydlig delegering av penningpolitiken inte förekommer. Formellt är det Norges Bank som fastställer styrräntan, men ändringar av styrräntan anses som ett särskilt viktigt beslut som skall föreläggas finansdepartementet. Även om finansdepartementet inte underkänner ett visst beslut är det klart att denna ordning innebär en betydande inskränkning i Norges Banks kontroll av styrräntan, och den synes ge stora möjligheter till för allmänhet och marknad dolda påtryckningar på Norges Bank. Mot bakgrund av den intensiva diskussion som förts i andra länder och den starka tendens till tydligare delegering av penningpolitiken i resten av världen synes mig den norska ordningen mycket otidsenlig och föga lämplig, och det förvånar mig att det inte tycks finnas någon diskussion av dessa frågor i Norge.

Om en tydligare delegering anses önskvärd, men institutionella reformer av penningpolitikens institutionella ram av olika skäl inte är aktuell, bör ovanstående

optimala delegering i möjligaste mån efterliknas. Den norska regeringen borde rimligtvis med nuvarande institutionella ram kunna formulera ett mer långsiktigt och övergripande mål för penningpolitiken, företrädesvis låg och stabil inflation, samt överlåta åt Norges Bank att uppfylla detta mål, inklusive att avgöra vilket intermedieärt mål som kan vara lämpligt för att uppnå det övergripande målet.

3. Hur uppfylla penningpolitikens mål?

Hur ska penningpolitikens mål bäst uppfyllas? Ovan har jag diskuterat fördelarna av en optimal delegering av penningpolitiken. Nu skall jag diskutera valet av sk penningpolitisk strategi, närmare bestämt valet av intermedieärt mål för penningpolitiken.

Begreppen övergripande mål, intermedieärt mål och instrument är mycket användbara för att förstå penningpolitiken. Det övergripande målet för penningpolitiken har jag redan berört. Penningpolitikens instrument är de priser eller kvantiteter som centralbanken har direkt kontroll över och använder för att implementera penningpolitiken, normalt en styrränta och valutainterventioner. Ett ständigt problem i penningpolitiken är att avståndet normalt är så stort mellan instrumentet och det övergripande målet, i den meningen att centralbanken har mycket ofullständig kontroll över det övergripande målet. Effekterna på inflationen av ändringar i instrumentet sker t ex med betydande fördröjning. Därför kan det ofta vara praktiskt att formulera ett intermedieärt mål, och inrikta penningpolitiken mot detta intermedieära mål. Om det intermedieära målet valts rätt, kan detta vara ett effektivt sätt att uppfylla det övergripande målet.

Vilka kriterier bör ett idealt intermedieärt mål uppfylla? Ett idealt intermedieärt mål bör

- ha hög korrelation med det övergripande målet,
- vara lättare att kontrollera för centralbanken än det övergripande målet,
- vara lättare att observera än det övergripande målet, samt
- vara ”transparent”.

En hög korrelation med det övergripande målet innebär att det inte finns några målkonflikter mellan det intermediära och det övergripande målet, och att ett uppfyllande av det intermediära målet är ett effektivt sätt att uppfylla det övergripande målet. Att det intermediära målet är lättare att kontrollera än det övergripande målet gör det givetvis lättare att uppnå för centralbanken. Att det intermediära målet är lättare att observera underlättar för allmänhet, marknad och politiska instanser att kontrollera att centralbanken uppfyller det intermediära målet och möjliggör att centralbanken görs ansvarig för att uppfylla detta mål. Att målet är transparent underlättar både centralbankens kommunikation med allmänhet, marknad och politiska instanser, och bidrar till bättre förståelse av och större förutsägbarhet för penningpolitiken.

Bland tänkbara penningpolitiska strategier finns en fast eller stabil växelkurs, ett explicit inflationsmål och ett penningmängdsmål. Ett penningmängdsmål är knappast aktuellt för Norge, eftersom penningefterfrågan i de flesta länder visat sig mycket instabil och penningmängdens samband med prisnivån på kort och medellång sikt därmed är mycket svagt. Med ovanstående kriterier är penningmängden alltför svagt korrelerad med det övergripande målet.

Då återstår valet mellan en fast eller stabil växelkurs och ett explicit inflationsmål. En fast eller stabil växelkurs innebär att den nominella växelkursen blir ett intermediärt mål, med ett smalt band runt riktvärdet vid fast växelkurs, eller ett brett eller ospecificerat band runt riktvärdet vid stabil växelkurs. Ett explicit infla-

tionsmål innebär ett kvantifierat inflationsmål, t ex två procent per år, samt ett toleransintervall inom vilket inflationen skall hamna, t ex plus/minus en procentenhet. Ett explicit inflationsmål uppfattas ibland som en avsaknad av intermediärt mål. Som betonas i Svensson [1997a] kan emellertid ett explicit inflationsmål tolkas som att centralbankens inflationsprognos 1–2 år framåt blir ett intermediärt mål. Om inflationsprognosen för given ränta och växelkurs överstiger (understiger) inflationsmålet innebär detta att penningpolitiken måste stramas åt (lättas). Om inflationsprognosen däremot ligger på målet innebär detta att nuvarande penningpolitik är lämpligt avvägd. Med detta synsätt består valet mellan fast eller stabil växelkurs och ett explicit inflationsmål mellan att ha växelkursen eller inflationsprognosen som intermediärt mål.

Fortsättningsvis värderas dessa två alternativ enligt ovanstående kriterier.

3.1 Fast eller stabil växelkurs

Växelkursen som intermediärt mål har två uppenbara fördelar. För det första är växelkursen direkt observerbar. Vid fast växelkurs, d v s vid ett tämligen smalt band, är det också lätt att se att det intermediära målet uppfylls, d v s att kursen hålls innanför bandet. Vid stabil växelkurs, d v s med ett brett band runt riktvärdet eller ett ospecificerat band, blir det dock svårare att bedöma om det intermediära målet uppfylls, eftersom det vid en ordentlig avvikelse från riktvärdet inte är klart hur snabbt kursen avses bringas tillbaka till i närheten av riktvärdet. Om växelkursen tillåts avvika under längre tid blir detta svårt att skilja från fallet att riktvärdet i hemlighet har ändrats. En stabil växelkurs är således en mindre väldefinierad regim än en fast växelkurs.

För det andra är växelkursen under normala förhållanden lätt att kontrollera för centralbanken. Kursen kan normalt på några dagars sikt styras med enbart valu-

tainterventioner utan förändringar i styrrentan, s k steriliserade interventioner. Dessa har dock enligt omfattande forskning och praktiska erfarenheter inte några bestående effekter på växelkursen. För bestående effekter krävs i stället att styrrentan anpassas, s k osteriliserade interventioner, till dess att valutaflödet stabiliseras (d v s det inte längre behöver göras några valutainterventioner). Detta innebär förstås att penningpolitiken helt får inriktas på att styra växelkursen och att inga frihetsgrader återstår för andra mål för penningpolitiken.

Det ovanstående gäller under normala förhållanden. Dock finns i vissa lägen risk för en spekulativ attack mot valutakursen. Erfarenheterna från dessa visar att i sådana lägen kan centralbanken komma att överväldigas av storleken på attacken och tvingas upphöra med sitt försvar av en viss kursnivå.

Växelkursen som intermediärt mål har flera viktiga nackdelar. Den första nackdelen gäller den viktigaste egenskapen hos ett intermediärt mål, korrelationen med det övergripande målet. En fast eller stabil växelkurs är i regel inte särskilt väl korrelerad med låg och stabil inflation. En låg och stabil inflation vid fast eller stabil växelkurs kräver en låg och stabil utländsk inflation samt en stabil real växelkurs. Med hänsyn till den inriktning på låg och stabil inflation som penningpolitiken har i de länder som är Norges främsta handelspartner är det knappast troligt att den relevanta utländska inflationen kommer att bli hög eller instabil. Däremot är det mycket sannolikt att den reala växelkursen kommer att variera avsevärt. Detta betyder att det finns en inneboende målkonflikt mellan fast eller stabil växelkurs och låg och stabil inflation.

En rad omständigheter gör det sannolikt att det blir betydande variationer i Norges reala växelkurs. Skillnader i konjunkturfas är en sådan omständighet. En högkonjunktur i Norge när dess handelspartner har lågkonjunktur innebär hög ef-

terfrågan på norska varor och tjänster relativt utländska varor och tjänster (eftersom den andel av inkomsterna som spenderas på norska varor och tjänster är högre i Norge än i resten av världen). Detta leder normalt till en real appreciering av den norska kronan. Strukturella skillnader i export och produktion är en annan omständighet. Norges stora oljesektor och oljeinkomster är en iögonfallande strukturell skillnad, som t ex medför en helt annan statsfinansiell situation än i övriga europeiska länder. Förändringar i världsmarknadspriset på olja får givetvis helt andra effekter på Norge än på Europas oljeimporterande länder. Internationella portföljskift, t ex att internationella investerare väljer att investera en större del av sitt kapital i Norge, antingen som portföljinvesteringar eller som direktinvesteringar, är ytterligare ett skäl till variabilitet i den reala växelkursen.

Läget är helt annorlunda för t ex Österrike och Nederländerna, som framgångsrikt nått låg och stabil inflation genom att under lång tid ha en i praktiken helt fast växelkurs mot D-marken. Dessa länder är så nära integrerade med den tyska ekonomin, med mycket stora strukturella likheter, att den reala växelkursen mellan dessa länder och Tyskland har alla förutsättningar att förbli stabil.

Endast på tämligen kort sikt står det i penningpolitikens makt att hindra den reala växelkursen från att variera till följd av ovanstående omständigheter. En real appreciering eller depreciering kommer så småningom till stånd, på ett eller annat sätt. Om den nominella växelkursen hålls fast kommer en erfordrad real appreciering till stånd genom ökad inhemsk inflation. Eftersom inflationen har så stor inneboende persistens är det då lätt att inflationen fortsätter för långt och att valutatan blir övervärderad, d v s att den reala växelkursen har apprecierat för mycket och behöver deprecieras. Detta kräver då vid fast växelkurs en lägre inflation än i utlandet, och till och med deflation om

utlandets inflation är låg. All erfarenhet tyder på att en deflation i regel är mycket kostsam och oftast kräver en djup recession med hög arbetslöshet.

Slutsatsen blir att en fast växelkurs vid varierande real växelkurs leder till omväxlande inflations- och deflationsperioder, med hög variabilitet inte bara i inflationen utan även sysselsättningen, med kostsamma arbetslöshetsperioder under deflationsperioderna. Erfarenheterna från de länder som råkat in i en sådan cykel och försökt upprätthålla en fast växelkurs när en real depreciering erfordras, som Storbritannien, Sverige och Finland i början av 90-talet, stöder denna slutsats. De visar också att i praktiken blir kostnaderna för att upprätthålla den fasta växelkursen så stora, att den fasta växelkursen får vika, särskilt när detta förhållande inses av marknadsaktörerna och en spekulativ attack inleds.

En andra nackdel är att penningpolitiken med fast växelkurs tenderar att bli procyklisk. Med fast växelkurs måste centralbanken sätta styrräntan i nivå med utländska räntor. Vid tendenser till en högkonjunktur ökar efterfrågan och inflationen tilltar. Realräntan minskar då och penningpolitiken kommer i realiteten att stimulera ekonomin under högkonjunkturen. Eftersom det kan bli aktuellt att revalvera valutan för att bromsa ekonomin vid en högkonjunktur uppstår lätt förväntningar om att en revalvering kan komma att ske. För att begränsa det valutainflöde och det apprecieringstryck som då uppstår måste centralbanken sänka styrräntan under de utländska räntorna. Detta medför att realräntan blir ännu lägre och penningpolitiken ännu mer stimulerande. Denna inneboende tendens till destabiliserande penningpolitik har tidigare dokumenterats av Walters [1986] för Storbritannien och Svensson [1994a] för Sverige, och nu senast av Storvik [1997] för Norge.

En tredje nackdel är att en fast växelkurs ställer helt orealistiska krav på en

stabiliserande finanspolitik. Eftersom penningpolitiken blir destabiliserande och spår på konjunkturvariationerna och konsekvenserna av variationer i den reala växelkursen, återstår bara finanspolitiken för att stabilisera ekonomin. Erfarenheterna visar att finanspolitiken i regel inte kan leva upp till dessa krav. Fluktuationerna i aggregerad efterfrågan är normalt alltför stora för att kunna mötas med variationer i de offentliga utgifterna eller i skattevolymen. Beslut om skatter och offentliga utgifter är dessutom med nödvändighet politiska, med inneboende svårigheter för olika intressegrupper och deras representanter att enas om de förändringar som krävs. Riskerna finns att de grupper som är svagast och har svårast att göra sin talan hörd blir de som främst drabbas. Beslutsfördröjningen är för lång, och det finns många exempel på att försök till en aktiv finanspolitik i realiteten lett till en procyklisk politik, i och med att när t ex en stimulans för att motivera en lågkonjunktur väl beslutats och börjar verkställas har lågkonjunkturen redan bytts i en uppgång, och vice versa. En mot alla odds tillräckligt variabel och väl tidsbestämd finanspolitik för att åstadkomma en tillräckligt effektiv stabilisering skulle dessutom vara till stor nackdel för medborgarna, såtillvida att skattetryck och offentlig service och dess kvalitet skulle komma att variera kraftigt under konjunkturcykeln och med all sannolikhet drabba olika grupper av medborgarna mycket ojämnt. En dålig balans mellan penning- och finanspolitik skulle bli legio; den ena för expansiv och den andra för kontraktiv.

Av dessa skäl kommer en fast eller stabil växelkurs för Norge, om den överhuvudtaget kan upprätthållas när den testas av marknaden, sannolikt att medföra större konjunktursvängningar och större variabilitet i inflationen än alternativet explicit inflationsmål. Eftersom osäkerhet om den reala växelkursen leder till större fluktuationer och osäkerhet om den inhemska inflationen kommer den inhem-

ska prisnivån inte att utgöra något stabilt s k nominellt ankare. Det som i bästa fall blir ett nominellt ankare blir prisnivån för den konkurrensutsatta sektorn.

Ett växelkursmål är transparent i den meningen att det är lätt att förstå vilken riktning valutainterventionerna måste ha, respektive i vilken riktning styrräntan måste ändras, för att en växelkurs under press skall kunna försvaras. Samtidigt är det svårt att förstå varför styrräntan skall sänkas i en högkonjunktur och höjas i en lågkonjunktur, om det övergripande målet för penningpolitiken är att bibehålla en låg och stabil inflation. Snarare tenderar då en fast växelkurs uppfattas som det övergripande målet för penningpolitiken. Detta var av allt att döma fallet i Sverige, när den svenska ekonomin började visa tecken till överhettning i mitten på 80-talet. Att revalvera den svenska kronan hade då varit en rationell åtgärd för att stabilisera ekonomin och motverka den tilltagande överhettningen och inflationen. Detta hade kunnat motiveras med att den fasta växelkursen var ett intermediärt mål med syfte att uppnå det övergripande målet låg och stabil inflation, och att detta syfte då bättre uppnåddes med en revalvering. Men denna syn på växelkursen som ett intermediärt mål hade inte förankrats hos allmänhet och marknad, möjligtvis inte heller hos riksbanken och regeringen. I stället hade den fasta växelkursen i praktiken utnämnts till ett övergripande mål som till varje pris skulle hållas. Med denna syn skulle en revalvering indikera en benägenhet att i en framtid genast devalvera vid minsta tecken till en övervärderad valuta (snarare än vid tecken på alltför låg inflation). Därför beslutade riksbanken att bibehålla den fasta växelkursen, vilket bidrog till en alltmer överhettad ekonomi fram till den stora nedgången i början av 90-talet.

En fast växelkurs synes därför ha den ytterligare nackdelen att den har bristande transparens, i den meningen att den inte befrämjar en djupare förståelse för pen-

ningpolitiken utan tvärtom lätt leder till uppfattningen att den fasta växelkursen är ett övergripande mål.

Som en bekräftelse av dessa stora nackdelar har fasta växelkursregimer misslyckats i många fall, dels genom att de först inte hindrat överhettning och tilltagande inflation och sedan medfört recession och hög arbetslöshet, dels genom att de överhuvudtaget inte gått att försvara till rimliga kostnader mot spekulativa attacker.

3.2 Ett explicit inflationsmål

Ett explicit kvantifierat inflationsmål, t ex 2 procent per år, medför som nämnts ovan och som utreds närmare i Svensson [1997a] att centralbankens inflationsprognos, betingad på given styrränta och växelkurs, blir ett intermediärt mål. En värdering av ett explicit inflationsmål innebär således att värdera inflationsprognosen som intermediärt mål.³

Inflationsprognosen som intermediärt mål har flera uppenbara fördelar. En första uppenbar fördel är att inflationsprognosen definitionsmässigt är den storhet som har högst korrelation med faktisk framtida inflation. Detta beror förstås på att all relevant information används vid dess konstruktion. Detta medför förstås inte att prognosen är felfri, bara att dessa fel är så små som det står i den ekonomiska analysens makt att åstadkomma.

Ytterligare en fördel är att ett inflationsmål innebär en automatisk konjunkturstabilisering vid efterfrågestörningar. En ökning i efterfrågan leder till en högre inflationsprognos, varvid penningpolitiken stramas åt, och vice versa. Detta är inte minst viktigt vid efterfrågefall och

³ Litteraturen om inflationsmål växer snabbt, se t ex Leiderman och Svensson [1995], Haldane [1995] och Federal Reserve Bank of Kansas City [1996] (se Svensson [1997a] och [1997b] för fler referenser).

deflationstendenser. Det är viktigt att inse att ett inflationsmål, om det uppfylls, är en garanti mot såväl överdriven inflation som deflation, särskilt som inflationsmålet normalt sätts ett par procent över noll.

Vid ett inflationsmål kan det i förstone framstå som att det är svårt att observera graden av måluppfyllelse, i den meningen att man måste vänta 6–8 kvartal för att se resultat av nuvarande penningpolitik. Men det relevanta är i stället att observera det intermediära målet, inflationsprognosen. Att göra detta är faktiskt inte svårt för allmänhet och marknad, förutsatt att centralbanken öppet redovisar sin analys och sin prognos. De centralbanker som har inflationsmål publicerar alla regelbundna sk inflationsrapporter. Även Norges Bank publicerar regelbundet en utmärkt inflationsrapport, med bl a en explicit inflationsprognos.

Ännu en fördel är att principerna för penningpolitiken blir lätta att förstå, dvs att penningpolitiken måste stramas åt när prognosen överstiger inflationsmålet och lättas när den understiger målet. Sambandet mellan det intermediära målet, prognosen, och det slutliga målet, den framtida inflationen, blir mycket tydligt och närmast trivialt. Den penningpolitiska diskussionen blir naturligt också starkt målinriktad.

Fördelarna med ett explicit inflationsmål är således mycket uppenbara. Det bör dock inte stickas under stol med att det också finns problem och svårigheter med ett inflationsmål. Ett sådant problem är att samtliga inflationsmålsregimer hittills inledningsvis haft bristande trovärdighet, vilket visat sig i att förväntningarna om inflationen ett par år fram i tiden, mätta antingen med hjälp av enkäter eller uppskattade utifrån yield-kurvor och terminsräntor, tydligt överstigit inflationsmålen. Sedan cirka ett och ett halvt år sedan har dock trovärdigheten stärkts kraftigt. I Sverige låg tidigare förväntningarna om inflationen ett par år framåt på mellan 3 och 4 procent per år, dvs tydligt över in-

flationsmålet på 2 procent per år, och även över toleransintervallets övre gräns, 3 procent per år. Den svenska kronan var också mycket svag. Inflationsförväntningarna för upp till fem år framåt har nu fallit kraftigt och ligger nära inflationsmålet. Kronan har också stärkts och nått en nivå som förefaller rimlig, även om den de sista månaderna har försvagats en del. De problem med bristande trovärdighet, inflationsförväntningar över inflationsmålet, och svag växelkurs som flera av inflationsmålsländerna besvärats av under de första åren är förmodligen nära förknippade med att de inlett den nya penningpolitiska strategien i ett svårt läge, antingen med hög initial inflation (som i Nya Zeeland och Kanada) eller efter att under dramatiska former tvingats överge en övervärderad fast växelkurs (som i Storbritannien, Sverige och Finland, i de två senare dessutom i djup recession med hög arbetslöshet). Sverige har dessutom plågats av ett mycket prekärt statsfinansiellt läge. Det är då inte så förvånande att en ny penningpolitisk regim behöver tid för att uppnå trovärdighet.

Om Norge skulle välja ett explicit inflationsmål finns knappast någon anledning att befara liknande trovärdighetsproblem, i varje fall om detta sker innan den begynnande överhettningen gått för långt. Det statsfinansiella läget är mycket gott, och inflationen är ännu måttlig.

Det största problemet med ett inflationsmål är dock den ofullständiga kontrollen över inflationen, eftersom den reagerar med betydande fördröjning på ändringar i styrräntan och påverkas av många faktorer utöver penningpolitiken. Som jag utförligt utvecklat i Svensson [1997a] och [1997b] är lösningen på detta problem att betrakta en betingad prognos av inflationen för 1–2 år framåt som ett intermediärt mål, och avväga penningpolitiken så att prognosen överensstämmer med målet, eller närmar sig målet i jämn takt ifall inflationen för närvarande avvi-

ker från målet. Detta kräver att centralbanken har den analytiska kompetens som krävs för att göra en sådan betingad prognos. Alla centralbanker som infört explicita inflationsmål har byggt upp en sådan kompetens. Det förekommer också ett betydande utbyte av erfarenheter, så nya centralbanker som inför explicita inflationsmål har fördelen att kunna dra nytta av de erfarenheter som redan vunnits. Litteraturen om inflationsmål har också vuxit snabbt (se ovan).

Att uppfylla ett explicit inflationsmål är onekligen tekniskt svårare än att under normala förhållanden (d v s i frånvaro av spekulativa attacker) uppfylla ett växelkursmål. Det är därför av stort intresse hur centralbankerna med inflationsmål hittills har lyckats. De praktiska erfarenheterna av inflationsmål gäller visserligen en tämligen kort tidsperiod, som längst 7 år för Nya Zeeland. Erfarenheterna är dock mycket goda och hittills har inflationsmålsregimerna i stort sett fungerat mycket bra.

Norges Bank synes redan i nuläget med god marginal ha den kompetens som krävs för att framgångsrikt kunna uppfylla ett inflationsmål, i och med att bankens analys- och prognosverksamhet är av mycket god internationell klass. Texten har banken redan nu en utmärkt inflationsrapport som publiceras regelbundet. Bankens inflationsprognos är snarast mer explicit och tydlig än Sveriges Riksbanks.

En viktig fråga är vilken växelkursvariabilitet som kan förväntas med ett explicit inflationsmål. Det bör betonas att ett inflationsmål i sig innebär en betydande stabilisering av den nominella växelkursen, så till vida att en överdriven appreciering eller depreciering via direkt genomslag i importpriser och genom flera indirekta kanaler leder till ett deflationsrespektive inflationstryck. En penningpolitik som syftar till att motarbeta deflations- och inflationstendenser kommer därmed att söka dämpa överdrivna växelkursfluktuationer (d v s sådana som inte

motsvarar jämviktsfluktuationer i den reala växelkursen).

Erfarenheterna hittills för inflationsmålsregimerna tyder på att de största växelkursvariationerna uppstår i samband med bristande trovärdighet för regimen. I takt med att trovärdigheten förbättras bör då växelkursvariationerna i stort sett begränsas till vad som är motiverat av jämviktsfluktuationer i den reala växelkursen. Erfarenheterna av inflationsmål gäller dock hittills en alltför kort tidsperiod för att säkra slutsatser om växelkursvariabiliteten ska kunna dras.

4. Avslutning

Denna artikel har diskuterat valet mellan ett växelkursmål och ett inflationsmål i Norge. För att sätta in detta val i ett större perspektiv har också lämpliga mål för penningpolitiken och optimal delegering av penningpolitiken i en representativ demokrati behandlats.

Låg och stabil inflation framstår som det lämpligaste övergripande målet för penningpolitiken. En låg och stabil inflation framstår som det bästa bidrag penningpolitiken kan ge till effektiv resursallokering, ekonomisk utveckling och ekonomisk tillväxt. Det är anmärkningsvärt att Norge saknar ett övergripande mål för penningpolitiken. Denna avsaknad medför en inneboende oklarhet om inriktningen av den norska penningpolitiken på medellång och lång sikt.

En optimal delegering av penningpolitiken kan beskrivas i tre punkter. (1) Regering och centralbank lägger i demokratisk ordning fast ett övergripande mål för penningpolitiken. (2) Centralbanken ges exekutiv självständighet, d v s en oberoende ledning och full kontroll över de penningpolitiska instrumenten, med uppdrag att på bästa sätt uppfylla det av de politiska instanserna fastlagda övergripande målet. (3) Mekanismer för ansvar och kontroll av centralbanken inrättas, så att centralbankens ledning kan ställas till

ansvar om den med oskicklig penningpolitik inte lyckas uppnå det fastställda målet. En delegering enligt dessa punkter gör det mest troligt, och mest trovärdigt, att det politiskt uppställda målet för penningpolitiken infrias, utan att övriga ekonomisk-politiska mål eftersätts. I övriga europeiska länder, särskilt inom EU, har en livlig diskussion pågått kring dessa frågor, och de flesta europeiska länder, senast Storbritannien, har reformerat sin uppläggning av penningpolitiken i riktning mot en tydligare delegering av penningpolitiken. Även i Sverige är en sådan reform på gång. Jag finner det anmärkningsvärt att det inte tycks finnas någon diskussion av dylika reformer i Norge.

Valet mellan ett växelkursmål och ett explicit inflationsmål bör ses som ett val mellan olika intermediära mål för att uppnå det övergripande målet för penningpolitiken. Om låg och stabil inflation är det övergripande målet för penningpolitiken, synes ett explicit inflationsmål vara ett överlägset sätt att uppnå det övergripande målet. Ett växelkursmål för Norge riskerar att leda till större variabilitet i inflationen, och till större konjunktursvängningar, än ett inflationsmål. Detta beror på att den reala växelkursen sannolikt kommer att vara tämligen variabel för Norge. Det står inte i penningpolitikens makt att förhindra jämviktsvariationer i den reala växelkursen. Med ett inflationsmål kan dock de negativa konsekvenserna av dessa variationer förhoppningsvis minimeras.

Referenser

- Christiansen, A B, och Qvigstad, J, (red) [1997] *Choosing a Monetary Policy Target*, Scandinavian University Press, publiceras november/december, 1997.
- Ds 1997:50, *Riksbankens Ställning*, Finansdepartementet, Stockholm.
- Federal Reserve Bank of Kansas City, *Achieving Price Stability*, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of

- Kansas City at Jackson Hole, Wyoming, August 29–August 31, 1996.
- Haldane, A G, (red) [1995] *Targeting Inflation*, Bank of England, London.
- Leiderman, L, & Svensson, L E O, (red) [1995] *Inflation Targets*, CEPR, London.
- Lindbeck, Persson och Svensson, [1997] "Farligt försvaga Riksbanken", *Dagens Nyheter*, 21 februari.
- SOU 1993:20, *Riksbanken och Prisstabiliteten*, Allmänna Förlaget, Stockholm.
- SOU 1996:158, *Sverige och EMU*, EMU-utredningen, Allmänna Förlaget, Stockholm.
- Storvik, K, "Økonomiske Perspektiver", Foredrag den 6 februari, 1997, Norges Bank.
- Svensson, L E O, [1994a] "Fixed exchange rates as a means to price stability: What have we learned?" EEA Alfred Marshall Lecture, *European Economic Review* vol 38, s 447–468.
- Svensson, L E O, [1994b] *Penningpolitiska alternativ för Sverige*, Bilaga 14 till Långtidsutredningen 94, Norstedts, Stockholm.
- Svensson, L E O, [1997a] "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review* vol 41, s 1111–1146.
- Svensson, L E O, [1997b] "Inflation Targeting: Some Extensions," IIES Seminar Paper No. 625, February 1997.
- Walters, A, [1986] *Britain's Economic Renaissance*, Oxford University Press, Oxford.