

Inflationsmål i en öppen ekonomi: Strikt eller flexibelt?

Lars E.O. Svensson¹

Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet

September 1998

Under 1990-talet har flera länder infört en ny penningpolitisk regim med ett explicit inflationsmål. Nya Zeeland var först, därefter har Kanada, Storbritannien, Sverige, Finland, Australien och Spanien följt Nya Zeelands exempel. I denna artikel kommer jag att behandla två frågor; vad som är speciellt med att ha ett inflationsmål i en öppen snarare än i en sluten ekonomi samt huruvida detta inflationsmål är "strikt" eller "flexibelt".

Alla länder med inflationsmål är öppna ekonomier, med få eller inga begränsningar för internationell handel och kapitalrörlighet. Det speciella med penningpolitik i en öppen ekonomi är att (1) det finns en växelkurskanal i penningpolitikens s.k. transmissionsmekanism, förutom de övriga transmissionskanalerna, och (2) ekonomin utsätts för såväl utländska som inhemska störningar.

Låt mig utveckla resonemanget om transmissionskanalerna. Penningpolitiska åtgärder påverkar ekonomin genom flera olika kanaler. De viktigaste är (1) efterfrågekanalen, (2) förväntningskanalen och (3) växelkurskanalen.

Låt oss anta att penningpolitiken stramas åt, genom att centralbanken höjer reporäntan, vilken, i sin tur, normalt också höjer övriga penningmarknadsräntor. Denna räntehöjning gör det dyrare att låna och leder så småningom till minskade utgifter för konsumtion och investering, dvs den aggregerade efterfrågan faller. Fallet i efterfrågan minskar så småningom också inflationen. Detta är penningpolitikens efterfrågekanal.

Antag att en stramare penningpolitik leder till lägre inflationsförväntningar. Lägre inflationsförväntningar leder så småningom till lägre löne- och prispåslag. Detta är penningpolitikens förväntningskanal.

Om inflationsförväntningarna inledningsvis överstiger inflationsmålet, innebär lägre inflationsförväntningar att inflationsmålet blir mer trovärdigt, men också att det blir lättare att uppnå. Detta är en anledning till att centralbanker med inflationsmål så ofta talar om trovärdighet.

Antag slutligen att en stramare penningpolitik leder till en appreciering av den inhemska valutan, dvs att den inhemska valutan blir mer värd i förhållande till utländsk valuta. Detta innebär att importen blir billigare, mätt i inhemska valuta. Eftersom vissa varor och tjänster

¹ Detta är en bearbetning av en offentligt föreläsning, Svensson [1997b], som hölls vid Victoria University of Wellington, Nya Zeeland, i november 1997. Jag är tacksam för kommentarer från Anders Vredin samt redigerings- och sekreterarhjälp från Christina Lönnblad.

som ingår i konsumentprisindex (KPI) utgör import, medför detta att KPI-inflationen minskar ganska snart. Detta är penningpolitikens s.k. "direkta" växelkurskanal. En appreciering av valutan innebär också att inhemska varor och tjänster blir dyrare i förhållande till utländska varor och tjänster. Utländsk efterfrågan på export från hemlandet minskar och leder till en förskjutning av inhemska efterfrågan från inhemska producerade varor och tjänster till import. I båda fallen minskar efterfrågan på inhemska producerade varor och tjänster och så småningom faller inflationen ytterligare. Detta kallas ibland den s.k. "indirekta" växelkurskanalen.

Detta om transmissionskanalerna. Trots dessa kanaler, eller kanske på grund av att de är flera och olika, är det ett faktum att Sveriges riksbank, liksom alla centralbanker, har mycket ofullständig kontroll över inflationen. Denna ofullständiga kontroll är det största problemet med ett inflationsmål. Lyckligtvis finns det en lösning. Men först till själva problemet. Det finns flera skäl till att kontrollen över inflationen är ofullständig.

För det första påverkar penningpolitiken inflationen med viss fördröjning. Denna fördröjning varierar mellan de olika transmissionskanalerna och är ibland avsevärd. För det andra påverkas inflationen av ett antal andra faktorer än penningpolitiken, till exempel finanspolitiken och olika inhemska och utländska störningar, inklusive förändringar i inflationsförväntningarna. Vissa av dessa störningar inträffar under perioden mellan en penningpolitisk åtgärd och dess effekt på inflationen. För det tredje är osäkerheten betydande rörande ekonomins funktionssätt, detaljerna i transmissionsmekanismen, ekonomins nuvarande tillstånd och de störningar som ekonomin utsätts för. Givet alla dessa svårigheter kan man ibland undra om centralbanker överhuvudtaget kan styra inflationen.

Med denna ofullständiga kontroll över inflationen, vad är det bästa centralbanken kan göra? På grund av fördröjningarna mellan penningpolitiska åtgärder och effekten på inflationen blir penningpolitiken mer effektiv om den är framåtblickande istället för bakåtblickande. I själva verket blir centralbankens inflationsprognoser för 1-2 år av avgörande betydelse. Det bästa centralbanken kan göra är nämligen att sätta sitt penningpolitiska instrument (i Sverige reporäntan) så att den inflationsprognos, som följer av instrumentet och annan relevant information om tillståndet i ekonomin, överensstämmer med inflationsmålet för en lämpligt vald tidshorisont. Om inflationsprognosen sålunda hamnar över målet måste penningpolitiken stramas åt, och vice versa.

Låt mig bli mer tydlig på denna punkt. Inflationsmålet i Sverige är formulerat som ett punktmål på 2 procent per år för KPI-inflationen, med ett toleransintervall på plus/minus 1 procent. I t.ex. Nya Zeeland är inflationsmålet angivet som ett intervall för inflationen, för närvarande 0–3 procent, utan särskild tonvikt på intervallets mittpunkt. För att maximera sannolikheten för att inflationen faller inom detta intervall är det dock bäst att sikta på intervallets *mittpunkt*, dvs 1,5 procent. Med ett inflationsmål menar jag i fortsättningen antingen ett punktmål eller mittpunkten på intervallet.

Låt oss återgå till centralbankens inflationsprognos. Faktum är att inflationsprognosen kan ses som ett s.k. intermediärt mål för penningpolitiken. Ett bra intermediärt mål är så beskaffat att om centralbanken siktar på det så uppnår banken det slutliga målet, dvs inflationsmålet. Det bästa är om centralbanken sätter sitt instrument så att motsvarande inflations*prognos*, den *intermediära* målvariabeln, överensstämmer med inflationsmålet för en lämpligt vald horisont. Detta är det bästa sättet att få *faktisk* inflation, dvs den *slutliga* målvariabeln, så nära inflationsmålet som möjligt. I efterhand, när motsvarande tid förflutit och ekonomin har nått horisonten, kommer den faktiska inflationen att avvika från prognosen och följaktligen från inflationsmålet. Detta är oundvikligt, på grund av den inneboende osäkerheten i

beslutssituationen och att olika störningar kan inträffa under perioden mellan en penningpolitisk åtgärd och effekten på inflationen. Inte desto mindre, med ovanstående beteende av centralbanken blir avvikelserna i genomsnitt minst.²

Den bästa lösningen på problemet med ofullständig kontroll av inflationen är således att centralbanken betraktar sin inflationsprognos som ett intermediärt mål och sätter sitt instrument i enlighet med detta. Det är givetvis en svår konst att göra bra inflationsprognoser. Detta är ett av skälen till att centralbankerna med inflationsmål, inklusive Riksbanken, anställt ett påfallande stort antal duktiga ekonomer för att göra dessa prognoser.

Inflationsprognoserna görs givetvis med hänsyn till allt som centralbanken vet om penningpolitikens transmissionskanaler. Tidigare nämnde jag den direkta växelkurskanalen. Den är lite speciell genom att fördröjningen mellan en förändring i växelkursen och effekten på KPI av allt att döma är betydligt kortare än för de övriga transmissionskanalerna, eftersom importpriserna normalt reagerar med en tämligen kort fördröjning. I en öppen ekonomi finns därför potentiellt en möjlighet att styra KPI-inflationen med högre grad av kontroll och på kortare sikt, genom att i högre grad förlita sig på växelkurskanalen, än vad som är möjligt i en sluten ekonomi.

Strikt eller flexibelt inflationsmål?

Detta leder fram till frågan om valet mellan ett strikt och ett flexibelt inflationsmål. Låt mig först klargöra vad jag menar med detta. Ett strikt inflationsmål innebär att centralbanken enbart koncentrerar sig på att hålla inflationen så nära ett givet inflationsmål som möjligt och inte behöver ta hänsyn till något annat. Ett flexibelt inflationsmål innebär att centralbanken i viss utsträckning också tar hänsyn till andra faktorer, t.ex. stabilitet i räntor, växelkurs, produktion och sysselsättning.

Observera att jag sa ett *givet* inflationsmål ovan. *Nivån* på målet är inte det viktiga här. De länder som valt inflationsmål har alla valt ett mål (antingen ett punktmål eller mittpunkten av ett intervall) mellan 1,5 procent i Nya Zeeland, 2 procent i Kanada, Sverige och Finland och 2,5 procent i Storbritannien och Australien. För en given bandbredd tror jag inte skillnaden mellan 1,5 och 2,5 procent är av någon större betydelse. Det finns inga belägg för att ett inflationsmål på 2,5 procent leder till bättre resultat i ekonomin, eller att ett mål på 1 eller 1,5 procent leder till sämre resultat. Det finns en viss oenighet i litteraturen om det är bra eller dåligt att gå hela vägen ner till noll från ovanstående nivåer, men tillåt mig att inte fördjupa mig i denna fråga här och nu.

Frågan här är om centralbanken enbart bryr sig om att hålla inflationen nära inflationsmålet, eller om den också tar hänsyn till andra faktorer. När det gäller valet mellan strikt och flexibelt inflationsmål, låt mig börja med ett strikt inflationsmål. Vad innebär detta? Antag att en störning fått inflationen att överstiga inflationsmålet (mittpunkten på inflationsintervallet). Vilka åtgärder skall banken vidta? Om banken endast bryr sig om är att hålla inflationen så nära målet som möjligt, ska banken uppenbarligen göra sitt yttersta för att inflationen skall återgå till målet så snart som möjligt. Detta innebär att instrumentet skall sättas så att inflationsprognosen når inflationsmålet för kortast möjliga tidshorisont. Det skulle kräva en mycket kraftfull och aktiv penningpolitik, med dramatiska ränte- och växelkursförändringar. Eftersom den direkta växelkurskanalen har den kortaste fördröjningen bland de olika transmissionskanalerna skulle det innebära att banken kraftfullt styr växelkursen upp och ner

² Inflationsprognosens roll som intermediärt mål diskuteras utförligare t.ex. i Svensson [1997a] och [1998a].

för att utnyttja växelkursens effekt på importpriserna och därigenom få KPI-inflationen nära målet.

En sådan politik kan mycket väl vara effektiv för att hålla KPI-inflationen nära målet. Men det finns all anledning att befara att den kräver en ansenlig variabilitet i räntor och växelkurs och att detta, i sin tur, resulterar i en ansenlig variabilitet i produktion, sysselsättning och inflation för inhemskt producerade varor och tjänster (se t.ex. Svensson [1998b]).

I praktiken bedriver ingen centralbank med inflationsmål penningpolitik på detta sätt. Istället undviker dessa centralbanker att skapa sådan instabilitet för andra variabler än KPI genom en mer gradvis anpassning av penningpolitiken. De försöker inte nå inflationsmålet på kortast möjliga tidshorisont. Istället försöker de styra inflationen mot inflationsmålet i en mer måttlig takt, genom att sikta på inflationsmålet längre fram i tiden. Med avseende på den inflationsprognos som jag nämnde tidigare, sätter de instrumentet så att inflationsprognosen når inflationsmålet för en längre tidshorisont än den kortast möjliga, t.ex. 6-8 kvartal snarare än 2-3. Alla centralbanker har alltså i praktiken ett flexibelt istället för ett strikt inflationsmål.

Goda skäl för ett flexibelt inflationsmål

Det finns flera goda skäl för en sådan politik.³ För det första finns risken att en alltför aktiv penningpolitik, speciellt att ömsom drastiskt höja räntan, ömsom drastiskt sänka densamma, blir kontraproduktiv och leda till s.k. instrumentinstabilitet. Därmed krävs allt större förändringar i ränte och växelkursrörelserna, vilket till slut kan komma att destabilisera snarare än stabilisera inflationen, för att inte tala om vad det kan få för övriga konsekvenser för ekonomin.

För det andra råder, som jag redan nämnt, en avsevärd osäkerhet om ekonomins funktionssätt och detaljerna i transmissionsmekanismen. Det finns ett berömt resultat om ekonomisk politik under osäkerhet av den amerikanske ekonomen Brainard [1967]: Om det är osäkerhet om ekonomins funktionssätt och transmissionsmekanismen för den ekonomiska politiken, så skall de ekonomiska politiska instrumenten varieras med försiktighet och i allmänhet justeras i mindre utsträckning än om det inte finns någon sådan osäkerhet. Detta medför en mer försiktig politik.

För det tredje finns en betydande osäkerhet om ekonomins nuvarande tillstånd och om vilka störningar den drabbas av. Därför behöver centralbanken ofta invänta ytterligare information innan läget klarnar och lämpliga åtgärder kan vidtas. Att på detta sätt invänta ytterligare information leder också till en mer försiktig politik.

För det fjärde kan stora och ofta förekommande omslag i penningpolitiken försvåra förståelsen av penningpolitiken hos allmänhet och marknadsaktörer, med negativa konsekvenser för penningpolitikens förutsägbarhet och trovärdighet som följd. Det kan exempelvis bli svårt för centralbanken att på ett övertygande sätt förklara att ett kraftigt omslag i politiken motiveras av ny information och inte beror på tidigare misstag (eller tilltagande desperation i centralbanken).

För det femte uppstår för vissa störningar (men enbart vissa) en konflikt mellan stabilitet i produktion och sysselsättning å ena sidan och stabilitet i inflationen å den andra. Antag t.ex. att en internationell oljeprishöjning drabbar ett oljeimporterande land. Detta är ett exempel på

³ Dessa skäl diskuteras utförligare i Svensson [1997c].

en negativ sk utbudsstörning (eftersom den höjer kostnaden för en intermediär input i produktionen). Den kommer att öka inflationen och minska produktion och sysselsättning. En kraftfull penningpolitisk åtstramning för att snabbt få inflationen att återgå till målet skulle då förvärra nedgången i produktion och sysselsättning. En mer försiktig politik tar inflationen tillbaka i långsammare takt och dämpar därmed nedgången i produktion och sysselsättning.

På liknande sätt kan en störning som ökar inflationen för den inhemska komponenten av KPI mötas med en tämligen snabb appreciering av den inhemska valutan för att stabilisera KPI-inflationen. Detta ökar emellertid variabiliteten i både nominell och real växelkurs. Med en mer försiktig ansats tar det längre tid för KPI-inflationen att återgå till målet, men stabiliteten i den reala växelkursen ökar.

Följaktligen är viss vikt på stabilitet i produktion, sysselsättning eller real växelkurs ett skäl att sikta på inflationsmålet med en längre tidshorisont. Dock är det viktigt att påpeka att denna hänsyn till reala variabler i penningpolitiken enbart gäller deras *variabilitet* och inte deras *genomsnittliga nivåer*. Det står inte i penningpolitikens makt att påverka långsiktiga genomsnitt av reala variabler. Mycket ont har åstadkommit i den penningpolitiska historien genom försök att permanent öka tillväxten, förbättra konkurrenskraften eller sänka arbetslösheten med hjälp av penningpolitiken. Det är helt enkelt kontraproduktivt att försöka använda penningpolitiken för sådana syften. Istället måste andra politiska åtgärder vidtas. Den bästa politiken för att permanent minska arbetslösheten kan t.ex vara att göra arbetsmarknaden mer flexibel.

Observera dessutom att jag sade att konflikten mellan variabilitet i inflation och reala variabler bara uppstår för vissa störningar och inte för andra. För de flesta störningar uppstår ingen konflikt, och att stabilisera inflationen innebär också att stabilisera produktion och sysselsättning. Detta är t.ex. fallet för efterfrågestörningar, vilka förmodligen är de vanligaste störningarna i de flesta länder. En positiv störning i aggregerad efterfrågan ökar såväl produktion, sysselsättning som inflation. Om denna störning motverkas av en penningpolitisk åtstramning för att stabilisera inflationen innebär det samtidigt att produktion och sysselsättning stabiliseras. Framför allt kan efterfrågestörningar som inte motverkas leda till att ekonomin blir överhettad, varvid efterfrågan överstiger ekonomins kapacitet och inflationen tar ordentlig fart. Efter en kraftig överhettning kommer ofta en djup recession, med en dramatisk nedgång i produktion och sysselsättning, vilket flera länder fått erfara. Bästa sättet att undvika recessionen kan då vara att dessförinnan motverka överhettningen. Detta görs automatiskt med ett inflationsmål, eftersom åtstramning av penningpolitiken för att stabilisera inflationen också motverkar överhettningen. På motsvarande sätt ger en negativ efterfrågestörning upphov till både recession och att inflationen faller under sitt mål. Att då lätta på penningpolitiken för att uppnå inflationsmålet innebär samtidigt att recessionen dämpas.

Ovan påpekade jag att växelkursen (via den direkta växelkurskanalen) påverkar KPI genom importpriserna. För att uppnå inflationsmålet och stabilisera KPI-inflationen blir det då under normala omständigheter nödvändigt att stabilisera växelkursen (mer precist; i avsaknad av större störningar till den inhemska komponenten av KPI). Ett inflationsmål kan sålunda innebära en betydande stabilisering av växelkursen och att störningar av växelkursen motverkas. Min egen forskning (Svensson [1998b]) tyder på att endast när centralbanken försöker uppnå inflationsmålet på mycket kort tidshorisont (dvs har ett strikt inflationsmål istället för ett flexibelt) leder växelkurskanalen till överdriven variabilitet i växelkursen.

Något av det värsta som kan hända en ekonomi verkar vara en oväntad men bestående deflation (negativ inflation). I denna situation ökar realvärdet av nominella skulder vilket, om det överskrider värdet av belånade tillgångar, kan orsaka omfattande konkurser och betydande störningar och instabilitet. Att uppfylla ett inflationsmål är förmodligen den bästa garantin mot en sådan utveckling. Dagens ekonomiska problem i Japan hade förmodligen i stor utsträckning kunnat undvikas om man haft ett tydligt inflationsmål på 2 procent under 1990-talet. När Sverige som första och enda land i världen införde ett prisnivåmål under 30-talet drabbades Sverige i mindre utsträckning än andra länder av den förödande deflation som världsdepressionen medförde.⁴

En sista kommentar om automatisk stabilisering av reala variabler med ett inflationsmål: Penningpolitik med inflationsmål har bättre förutsättningar än annan slags penningpolitik att stabilisera inflationsförväntningar. Fluktuerande inflationsförväntningar är en betydande källa till instabilitet i ekonomin. Att stabilisera inflationsförväntningarna är därför av stor betydelse för stabiliteten i ekonomin.

Låt mig återgå till valet mellan strikt och flexibelt inflationsmål. Jag har angivit flera skäl till varför centralbanker väljer ett flexibelt inflationsmål. Vilken vikt centralbanker lägger vid de olika skälen kan variera något från land till land. Om vikten varierar är svårt att veta, eftersom de olika skälen leder till samma beteende; att sikta på inflationsmålet för en längre horisont än den kortast möjliga. Att observera beteendet ger således ingen information om huruvida centralbanken lägger mer vikt vid ett skäl än ett annat. Dessutom spelar det kanske inte så stor roll vilka de verkliga skälen är.

Studera *figur 1*. Den visar tidshorisonten, mätt i kvartal, för inflationsprognosen längs den horisontella axeln. Inflationsprognosen för motsvarande tidshorisont mäts längs den vertikala axeln. Inflationsmålet (inflationsintervallets mittpunkt) betecknas med π^* och motsvarar 2 procent för Sverige. Antag att en störning fått inflationen att stiga till punkt A, som blir utgångspunkten för inflationsprognosen. Ett strikt inflationsmål innebär nu att centralbanken stramar åt penningpolitiken så att inflationsprognosen når inflationsmålet vid kortast möjliga tidshorisont vid punkt B, efter t.ex. två kvartal. Ett flexibelt inflationsmål innebär att penningpolitiken stramas åt mindre, så att inflationsprognosen når inflationsmålet för en längre tidshorisont vid punkt C, efter t.ex. sex kvartal.

Direkta uttalanden från centralbanker med inflationsmål

Finns det explicita uttalanden från centralbanker med inflationsmål som bekräftar att de har flexibla inflationsmål? *Reserve Bank of New Zealand* har fått rykte om sig att vara den striktaste av centralbankerna med inflationsmål, kanske för att mittpunkten på dess målintervall 0-3 procent ligger så lågt som 1,5 procent (och före 1997, då intervallet var 0-2 procent, på 1 procent). Låt mig ge två exempel från Nya Zeeland (det finns fler i Svensson [1997b]).

I Reserve Bank of New Zealand [1996a] hävdas att penningpolitikens horisont var ganska kort under de första åren med inflationsmål, ca 6-12 månader. Sedan sägs (sid. 38-39):

⁴ Ett prisnivåmål skiljer sig från ett inflationsmål genom att prisnivån snarare än inflationen stabiliseras. I motsats till ett inflationsmål tillåter därför ett prisnivåmål inte så k *base drift* i prisnivån. Se Berg och Jonung [1998] för en diskussion av 30-talets banbrytande penningpolitik i Sverige.

Indeed, it is possible that in some situations actions aimed at maintaining price stability in the short term *could prove destabilising* [min kursivering] to activity and inflation in the medium term. In recent years the Bank's policy horizon *has lengthened further into the future* [min kursivering], driven partly by experience and partly by firmer empirical evidence on the impact of policy on inflation beyond the one year horizon.

Studera också *figur 2*, som visar centralbankens inflationsprognos i *Monetary Policy Statement* från juni 1996 (Reserve Bank of New Zealand [1996b]). Prognosen gjordes med hjälp av data till och med första kvartalet 1996, dvs den vertikala streckade linjen. Detta var en svår tid för banken, i och med att inflationsprognosen översteg den övre gränsen för det dåvarande inflationsintervallet, 0-2 procent, för flera kvartal framåt. Prognosen nådde inte inflationsbandet förrän efter tre kvartal, dvs första kvartalet 1997, och nådde inte mittpunkten av bandet förrän efter 6-7 kvartal. Med en mycket kraftig åtstramning hade bankens prognos förmodligen kunnat nå inflationsbandet något tidigare, och definitivt kunnat nå mittpunkten tidigare. Istället valde banken att inte ytterligare strama åt penningpolitiken utan hålla den på oförändrad (tämligen stram) nivå. Därmed accepterade den att inflationsmålet skulle uppnås först på en längre tidshorisont än den kortast möjliga.

För Sveriges riksbank finns ett ovanligt tydligt exempel på att inflationsmålet är ett flexibelt sådant. En ruta på s 26 i bankens inflationsrapport från september 1997, (Sveriges riksbank [1997]) behandlar principerna för penningpolitik med ett inflationsmål. Beträffande valet av tidshorisont sägs:

En viktig fråga är på vilken horisont inflationsprognosen bör överensstämma med målet. Att försöka uppnå inflationsmålet på tämligen kort horisont kräver kraftiga ränteändringar och snabba omslag i penningpolitiken. Flera skäl finns för att i stället välja en längre horisont och vidta en gradvis anpassning av penningpolitiken.

Efter en genomgång av några sådana skäl sägs som avslutning:

Mot bakgrund av ovanstående överväganden har Riksbanken valt att i inflationsrapporterna analysera inflationsutsikterna för de närmaste två åren.

För *Bank of England* finns det också ett tydligt exempel på att banken inte enbart tar hänsyn till inflationen. I protokollet från mötet 4-5 mars 1998 med *Monetary Policy Committee* (Bank of England [1998] (paragraf 40)) står det:

In any given circumstances, a variety of different interest rate paths could in principle achieve the inflation target. What factors were relevant to the preferred profile of rates?...There was broad consensus that the Committee should in principle be concerned about deviations of the level of output from capacity.

Dessa exempel är mycket tydliga tecken på att *Reserve Bank of New Zealand*, *Bank of England* och Sveriges riksbank i praktiken inte försöker uppnå inflationsmålet på kortast möjliga horisont och att de därmed undviker en överaktiv penningpolitik. De har alla ett flexibelt inflationsmål, liksom övriga centralbanker med inflationsmål.

Tillsist vill jag betona ytterligare en omständighet beträffande ett flexibelt inflationsmål. Det är uppenbart att det finns en gräns för hur flexibelt inflationsmålet bör vara. Om centralbanker med inflationsmål blir alltför flexibla, dvs om den tidshorisont vid vilken de siktar på att nå inflationsmålet blir för lång, eller om den takt med vilken inflationsprognosen närmar sig

målet blir för långsam, kan det uppstå motiverade tvivel hos allmänhet och marknadsaktörer på att centralbanken tar inflationsmålet på allvar. Inflationsmålets trovärdighet kan då bli lidande, och inflationsförväntningarna kan komma att fluktuera istället för att stabiliseras runt inflationsmålet. Av detta skäl kan ett något mer strikt inflationsmål under de första åren efter ett regimskifte till inflationsmål vara motiverat, i syfte att mer tydligt demonstrera att inflationsmålet tas på allvar och därigenom uppnå bättre trovärdighet för målet. Detta kan vara särskilt påkallat om de första åren syftar till disinflation, dvs att sänka inflation från en tidigare hög nivå till en mer rimlig sådan. På ett senare stadium, när banken tydligt demonstrerat att den tar målet på allvar och uppnått ett visst mått av trovärdighet, kan det finnas större utrymme för flexibilitet utan att målets trovärdighet hotas.

Sammanfattning

Jag inledde denna artikel med att redogöra för transmissionskanalerna för penningpolitiken i en öppen ekonomi. Centralbankens kontroll över inflationen är alltid ofullständig, men i en öppen ekonomi gör den direkta växelkurskanalen det möjligt att styra inflationen med något större precision och något kortare horisont än i en sluten ekonomi. Med ofullständig kontroll över inflationen är det bästa centralbanken kan göra att avväga penningpolitiken så att inflationsprognosen för lämplig horisont når inflationsmålet. Därigenom blir inflationsprognosen ett intermediärt mål.

Därefter diskuterade jag valet mellan strikt och flexibelt inflationsmål, vilket i praktiken handlar om huruvida inflationsmålet skall uppnås för kortast möjliga eller något längre horisont. Jag hävdade att i praktiken har alla centralbanker med inflationsmål valt ett flexibelt inflationsmål och gav konkreta belägg för detta för centralbankerna i Nya Zeeland, Storbritannien och Sverige. Detta visar sig i en något mindre aktiv penningpolitik, i en gradvis anpassning av inflationen mot inflationsmålet och i att centralbankerna siktar på att nå inflationsmålet för en något längre horisont än den kortast möjliga. Det finns mycket goda skäl till detta val; ett strikt inflationsmål skulle helt enkelt få oönskade konsekvenser.

Slutligen betonade jag att de finns en gräns för hur stor flexibilitet som är lämplig. Alltför stor flexibilitet kan skapa tvivel på att centralbanken tar inflationsmålet på allvar och därigenom underminera trovärdigheten för inflationsmålet samt motverka en stabilisering av inflationsförväntningarna.

Varför beskriver ändå många iakttagare dagens penningpolitik med inflationsmål som mycket strikt, eller till och med alltför strikt? Jag tror att dagens penningpolitik med inflationsmål endast förefaller strikt i jämförelse med tidigare årtionden av slarvig, instabil och rent ut sagt mycket dålig penningpolitik. Ett noggrannare studium av dagens penningpolitik med inflationsmål visar att denna faktiskt är tämligen flexibel. Ett flexibelt inflationsmål kan dessutom lyckas stabilisera inte bara inflationen utan även andra variabler. Ett inflationsmål innebär mycken inbyggd automatisk stabilisering, till exempel av efterfrågestörningar, inflationsförväntningar och växelkurser.

Referenser

Bank of England [1998], Minutes of the Monetary Policy Committee meeting on 4-5 March 1998. (<http://www.bankofengland.co.uk>).

Berg, C & Jonung, L, [1998], "Pioneering Price Level Targeting: the Swedish Experience 1931-1937." Presenterat vid Sveriges riksbank- IIES Conference on Monetary Policy Rules,

Stockholm, June 1998. IIES Seminar Paper No. 642.
(<http://www.iies.su.se/leosven/conf/sveriges.htm>).

Brainard, W, [1967], "Uncertainty and the Effectiveness of Policy", *American Economic Review* vol 57, *Papers and Proceedings*, s 411-425.

Reserve Bank of New Zealand, [1996a], Briefing on the Reserve Bank of New Zealand.
(<http://www.rbnz.govt.nz/briefing/contents.htm>).

Reserve Bank of New Zealand, [1996b], Monetary policy statement, June 1996.

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 in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting?" offentlig föreläsning vid *Victoria University of Wellington*, Nya Zeeland, 18 november 1997 (<http://www.iies.su.se/leosven>).

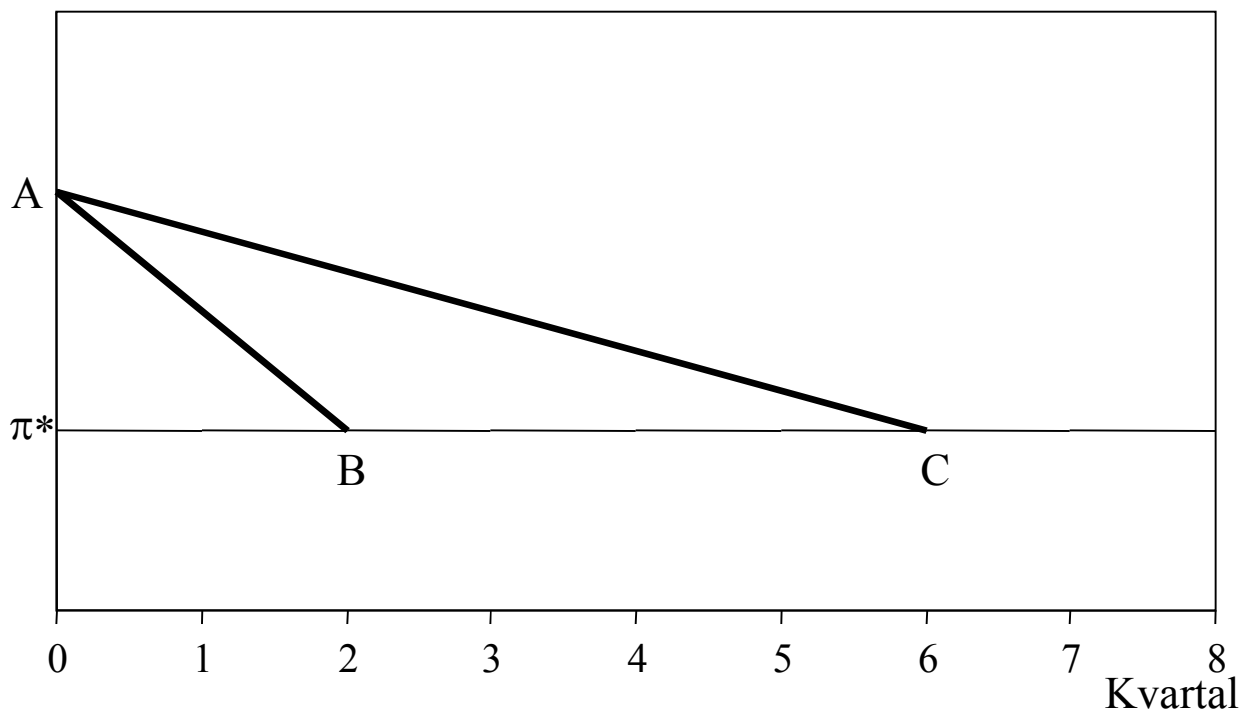
Svensson, L E O, [1997c], "Inflation Targeting; Some Extensions", IIES Seminar Paper No. 625, (<http://www.iies.su.se/leosven>).

Svensson, L E O, [1998a], "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule," Presenterat vid Sveriges riksbank- IIES Conference on Monetary Policy Rules, Stockholm, June 1998. IIES Seminar Paper No. 646, (<http://www.iies.su.se/leosven>).

Svensson, L E O, [1998b], "Open Economy Inflation Targeting", Working Paper, Institutet för internationell ekonomi, (<http://www.iies.su.se/leosven>).

Sveriges Riksbank, [1997], Inflationsrapport, september 1997, (<http://www.riksbank.se>).

Figur 1. Inflationsprognos



Figur 2. KPI-inflation

