Penningpolitiska strategier för den Europeiska centralbanken

Av Claes Berg
Chef för ekonomiska avdelningen på Sveriges riksbank.

Den Europeiska centralbanken kommer att utforma och genomföra en penningpolitik vars primära mål är att upprätthålla prisstabilitet. Den ska stödja gemenskapens allmänna ekonomiska politik, utan att ge avkall på det slutgiltiga målet, prisstabilitet. Strategin kommer sannolikt att baseras på ett penningmängdsmål eller ett direkt inflationsmål. Arrangemang för att samordna penningpolitiken behövs och likaså växelkursarrangemang för länderna som deltar i den ekonomiska och monetära unionen och övriga länder i EU.

EMI utarbetar strategier för penningpolitiken

Enligt fördraget om den Europeiska unionen har Europeiska monetära institutet (EMI) ansvaret för att utarbeta instrument och strategier för den gemensamma penningpolitiken i etapp tre av EMU. Även om de slutgiltiga besluten fattas av Europeiska centralbankens (ECB) råd är det EMI som ska utveckla den regelmässiga, organisatoriska och logistiska ram som behövs för att Europeiska centralbankssystemet (ECBS) ska kunna fullgöra sina uppgifter.

ECBS primära mål ska vara att upprätthålla prisstabilitet.

ECBS primära mål ska vara att upprätthålla prisstabilitet. Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska ECBS stödja den allmänna ekonomiska politiken inom gemenskapen i syfte att främja en harmonisk och balanserad ekonomisk utveckling som grundas på en hållbar tillväxt.

ECBS:s stadga ger emellertid ingen vägledning om vilken strategi ECBS bör följa för att uppnå prisstabilitetsmålet. Stadgan anger bara i mycket allmänna ordalag vilka medel som ska användas vid genomförandet.

De två mest sannolika alternativen för den penningpolitiska strategin är mål för penningmängden eller direkta inflationsmål.

De två mest sannolika alternativen för den penningpolitiska strategin i etapp tre är mål för penningmängden eller direkta inflationsmål.[1] Vilken av dessa strategier som slutligen väljs beror på två faktorer.

Den första faktorn är en empirisk bedömning.

Den första faktorn är en empirisk bedömning. Denna kommer att beakta att flera centralbanker ändrat sina penningpolitiska strategier efter valutakriserna 1992 och 1993.

Den andra faktorn är en analytisk diskussion om nyckelfrågor.

Den andra faktorn är en analytisk diskussion om nyckelfrågor som trovärdighet, delegering av ansvar, val mellan regelbaserat och diskretionärt beslutsfattande samt centralbankers oberoende. En viktig fråga som inte behandlas uttryckligen i fördraget, men som har betydelse för valet av penningpolitisk strategi, är den penningpolitiska samordningen mellan de länder som deltar i EMU och de övriga medlemmarna i den Europeiska unionen.

En av de viktigaste frågorna vad gäller den penningpolitiska strategin och dess tillämpning är det incitamentsproblem som en centralbank står inför.

Incitamentsproblemet och tänkbara åtgärder

Det finns en inneboende inflationsbias i penningpolitiken.

Incitamentsproblemet uppstår om den privata sektorn ingår avtal som baseras på en förväntad, låg inflationstakt. I sådana fall kan en centralbank frestas att stimulera till ökad tillväxt och/eller ökad sysselsättning genom en överraskningsinflation. Privata aktörer som är rationella förutser emellertid vad en centralbank kan frestas göra. I ett jämviktsläge kan därför inflationen bli högre än vad den skulle behöva vara. Det kan alltså finnas en inneboende inflationsbias i penningpolitiken. Den faktiska inflationen kan därför behandlas som bestående av två separata beståndsdelar; inflationsmål och inflationsbias.

I den teoretiska litteraturen diskuteras olika lösningar på detta incitamentsproblem. En lösning kan vara att tillsätta en centralbankschef som tillmäter *inflationsstabilisering större betydelse* än samhället i stort. En annan lösning kan vara att upprätta ett inflationsavtal mellan regeringen och centralbanken enligt vilket ersättningen till centralbankens chef eller dess ledning minskar i proportion till inflationen. Även delegeringen av penningpolitiken till en centralbank med ett *infla-*

[1] Se Lamfalussy 1995.

tionsmål som är lägre än i samhället i övrigt tas upp i litteraturen liksom ett avtal som grundar sig på ett *intermediärt penningpolitiskt mål.*

Alla strategier syftar till att förankra penningpolitiken, och därigenom inflationstakten, genom att påverka kostnaden för ökad inflation för centralbanken. Strategierna skiljer sig åt ifråga om på vilket sätt de minskar inflationsbiasen och ifråga om sina konsekvenser för tillväxtstabiliseringen.

Alla strategier syftar till att förankra penningpolitiken genom att påverka kostnader för ökad inflation för centralbanken.

Incitamentsproblemet

Enligt den akademiska litteraturen[2] finns det två viktiga motiv för en inflationsbias i penningpolitiken. Det ena är att höja skatteintäkterna. Det andra är att på kort sikt öka sysselsättningen.

Det finns två viktiga motiv för en inflationsbias i penningpolitiken.

Det första motivet kan illustreras på följande sätt. En regering som önskar öka sina intäkter kan vilja dra in resurser från den privata sektorn genom en oförutsedd höjning av prisnivån. Detta kan göras om när statsskulden och statsutgifterna är uttryckta i nominella tal.[3] Ett löfte att hålla inflationen på låg nivå kan därför sakna trovärdighet. I en rationell värld förstår den privata sektorn vilka frestelser som den monetära myndigheten står inför. I ett jämviktsläge kan därför inflationen ligga högre än det mål som uppställts för den.

I ett jämviktsläge kan inflationen ligga högre än det mål som uppställts för den.

Det andra motivet till inflationsbias hänger samman med sysselsättningen.[4] Om sysselsättningsnivån bestäms av den förväntningsutvidgade Phillipskurvan och centralbanken kontrollerar inflationen genom den totala efterfrågan kan en överraskande inflation sänka arbetslösheten. De kortfristiga incitamenten att påskynda den ekonomiska expansionen driver upp inflationstakten till den punkt där kostnaden för högre inflation balanseras av fördelen med lägre arbetslöshet. Vid jämvikt i ekonomin har penningpolitiken en inflationistisk bias – inflationen överstiger målet men det finns ingen långfristig sysselsätt-

I princip kan penningpolitiken stabilisera eller destabilisera sysselsättningen, men den kan inte höja den genomsnittliga nivån på den.

[2] En utmärkt översikt av denna litteratur ges i inledningen till Persson & Tabellini (1994).
[3] Se t.ex. Calvo 1978.
[4] Se Kydland och Prescott (1977) samt Barro och Gordon (1983).

ningsvinst. Därför kan penningpolitiken i princip stabilisera eller destabilisera sysselsättningen, men den kan inte höja den genomsnittliga nivån på den.

Dessa två exempel visar att incitamentsproblemet uppstår när penningpolitiken avviker från de regler som man tidigare uppgett sig haft för avsikt att tillämpa.

Delegera penningpolitiken – en möjlig lösning

Både teoretiska överväganden och empiriska data tyder på att incitamentsproblemet kan begränsas om penningpolitiken delegeras till en oberoende centralbank. Denna svarar då för att det mål som lagts fast av huvudmannen, t.ex. parlamentet, uppnås.

För att motverka inflationsbias kan en centralbank ges i uppdrag att lägga större vikt vid att stabilisera inflationen är vad samhället i stort gör. Detta kan åstadkommas om penningpolitiken delegeras till en oberoende, inflationsavert centralbank.[5] Både centralbanksledningen och samhället i stort antas ha preferenser vad avser inflationstakt och produktionsnivå. För en sådan centralbank väger avvikelser från inflationsmålet i förhållande till avvikelser från produktionen tyngre än för samhället i övrigt. I denna modell finns det en trade-off mellan minskningen i den genomsnittliga inflationstakten och variationer i produktionen. Därför kan utnämningen av en inflationsavert centralbanksledning minska inflationsbiasen men samtidigt kan produktionen bli mer instabil än vad som är optimalt. Detta är emellertid inte den bästa lösningen.

Det bästa vore att de snedvridningar som ytterst orsakar incitamentsproblemet elimineras.

Det allra bästa vore att de snedvridningar som ytterst orsakar incitamentsproblemet elimineras. Reformer för att förbättra lönebildningen är ett exempel. Det näst bästa vore en optimal regel som omfattas av åtagande, givet snedvridningen, varigenom inflationsbiasen reduceras utan att instabiliteten i den ekonomiska utvecklingen ökar. Den tredje bästa lösningen hänför sig till ovannämnda exempel. Delegering av penningpolitiken till en centralbank som tillmäter stabiliseringen av inflationen större betydelse än samhället generellt minskar inflationsbiasen på bekostnad av större instabilitet i produktionen.

[5] Se Rogoff (1985).

Inflationsavtal kan eliminera incitamentsproblemet

Kontraktsansatsen är analytiskt intressant men den har ännu inte tillämpats i något land.

I teorin är det emellertid möjligt att eliminera incitamentsproblemet utan att öka produktionens instabilitet genom att använda sig av ett kontrakt för centralbankschefen med innebörden att dennes nominella lön minskar då inflationen överstiger målet.[6] I analysen, som tillämpar nya rön inom kontraktsteori, måste en huvudman (parlamentet) med välformulerade mål utforma ett avtal som motiverar en agent (centralbanken) att handla i huvudmannens intresse. Det optimala avtalet kan tolkas som ett direktiv att åstadkomma prisstabilitet. Centralbanken straffas för varje procentenhet högre inflation än den målsatta som uppstår (eller belönas för varje procentenhets lägre inflation). Med ett sådant avtal skulle centralbanken internt kalkylera med effekterna på den förväntade inflationen av sina penningpolitiska beslut. Genom att straffa centralbanken för en alltför stor inflation i förhållande till huvudmannens intresse ökar ett sådant avtal centralbankens vilja att hålla inflationen låg. Även om kontraktsansatsen är analytiskt intressant har den ännu inte tillämpats i något land.[7]

Allt fler länder ställer upp inflationsmål

Nya Zeeland, Kanada, Storbritannien, Finland och Sverige har infört inflationsmål.

Att ställa upp inflationsmål kommer alltmer till användning. Flera länder som Nya Zeeland, Kanada, Storbritannien, Finland och Sverige har infört inflationsmål. När inflationsmål diskuteras är det viktigt att hålla i minnet att det finns en annan möjlighet för en inflationsavert centralbanksledning att lägga större vikt vid inflationsstabilisering än den som diskuterats ovan.

Denna möjlighet är att ge inflationsstabiliseringen större vikt genom att anta ett *lägre inflationsmål* än vad samhället gör. Då är det också möjligt att fullständigt neutralisera inflationsbias, utan att öka produktionens instabilitet och utan att ge

[6] Se Walsh (1995) och Persson & Tabellini (1993).

[7] New Zeeland Reserve Bank Act från 1989 anger att inflationskontroll ska vara centralbankens enda mål. Lagen kräver också att centralbankschefen ska ingå ett avtal med regeringen om att uppställa ett inflationsmål och om det datum när inflationsmålet ska vara uppfyllt. Ett misslyckande med att klara målet kan sedan utgöra ett skäl för regeringen att avskeda centralbankschefen. Som en del i sin centralbanksreform övervägde den nya zeeländska regeringen att införa ett finansiellt incitament i anställningsavtalet för centralbankschefen som skulle ha medfört en bonusbetalning om banken klarar inflationsmålet. Såsom centralbankslagen slutligen antogs av Nya Zeelands parlament 1989 innehåller den dock inget dylikt incitament, se Walsh (1994).

produktionsstabilisering vikten noll. Den faktiska inflationen kan liksom tidigare antas bestå av två delar – centralbankens inflationsmål och inflationsbias. Det blir då möjligt att anta ett optimalt inflationsmål som är så lågt att det uppväger inflationsbiasen. Centralbankens inflationsmål bör väljas så att det överensstämmer med den från samhällssynpunkt önskvärda inflationstakten minus den inflationsbias som uppkommer vid diskretionär politik. Det är sålunda bättre att delegera penningpolitiken till en centralbank som har lägre inflationsmål än samhället än att delegera penningpolitiken till en centralbank som ger ökad vikt till stabilisering av inflationen.[8]

Fördelen med ett lämpligt valt inflationsmål är att det är lättare att genomföra än ett inflationskontrakt.

Fördelen med ett lämpligt valt inflationsmål är att det är lättare att genomföra än ett inflationskontrakt, även när det är svårt att identifiera centralbankens huvudman.[9] Det måste emellertid finnas ett klart åtagande att åstadkomma prisstabilitet för att på så sätt tydliggöra ansvaret för att inflationsmålet uppfyllas.

Både ett inflationsavtal och ett inflationsmål kan tolkas som ett allmänt direktiv att åstadkomma prisstabilitet.

Om målet åläggs centralbanken av en huvudman, som också har befogenhet att straffa centralbanken när inflationen överstiger målet, blir skillnaden mellan ett inflationsmål och ett inflationskontrakt obetydlig.

Därför kan både ett inflationsavtal och ett inflationsmål tolkas som ett allmänt åtagande att åstadkomma prisstabilitet. Straffet för centralbanken om den tillåter hög inflation tar då formen av en generell prestigeförlust för institutionen.

Intermediära penningmängdsmål – ett alternativ

Det är också möjligt att tolka nominella mål, t.ex. intermediära penningmängdsmål, som att dessa utför en funktion som liknar inflationskontraktets.[10] Detta sker genom att inflationens marginalkostnad ökar för centralbanken. Ett kontrakt som grundas på ett intermediärt mål är i princip likvärdigt med ett kontrakt som grundas på ett inflationsmål. Båda kan användas för att genomföra den optimala penningpolitiken när den inflationstakt som i ett jämviktsläge skulle råda under diskretionär politik är för hög jämfört med den optimala inflationstakten. Infla-

[8] Se Svensson (1995).
[9] Ett politiskt problem när ett inflationsavtal ingås vore den offentliga debatt som möjligen uppstår då centralbanken belönas för att föra en restriktiv penningpolitik.
[10] Se Persson & Tabellini (1993).

tionsmålet är emellertid direktare och enklare att utnyttja än ett intermediärt penningmängdsmål.

Ett centralbanksavtal som grundas på ett intermediärt penningmängdsmål är betydligt mer krävande när det gäller huvudmannens information och är beroende av eventuella tvära kast i omloppshastigheten på pengar. I själva verket kan ett penningmängdsmål ses som ett specialfall av ett inflationsmål då pengarnas omloppshastighet är helt förutsägbar.[11] Allmänt är det enklare att övervaka resultatet för penningpolitikens primära mål – inflationstakten – än ett penningmängdsmått. Ett inflationsavtal eller ett inflationsmål minimerar huvudmannens informationskrav och kan därför vara bättre än avtal som grundas på intermediära penningmängdsmål.

Det är enklare att övervaka resultatet för penningpolitikens primära mål – inflationstakten – än ett penningmängdsmått.

De fyra lösningarna

Vi har diskuterat fyra möjliga lösningar på det incitamentsproblem som en centralbank möter. När centralbanken lägger större vikt vid stabilisering av inflationen *i förhållande till* stabilisering av tillväxten minskar inflationsbias. Helt försvinner den emellertid bara om centralbanken åsätter stabilisering av tillväxten eller sysselsättningen vikten noll. Inflationsbias reduceras på bekostnad av större instabilitet i tillväxten. När centralbanken straffas för alltför hög inflation genom ett inflationskontrakt kan inflationsbiasen neutraliseras helt utan att tillväxtens variabilitet ökar. Ett avtal som grundas på ett intermediärt penningmängdsmål kan fylla en liknade funktion, men det kräver mer information om t.ex. tvära kast i omloppshastigheten.

Om centralbanken antar ett lägre inflationsmål än samhället generellt är det också möjligt att helt neutralisera inflationsbiasen. Eftersom inflationsmålet fokuserar direkt på penningpolitikens primära mål kan det erbjuda en tydligare och mer öppen ram än ett intermediärt mål. Ett direkt inflationsmål är också lättare att tillämpa än ett inflationsavtal.

Problem med intermediära mål

Effektiviteten i en strategi, som grundas på ett intermediärt penningmängdsmål, påverkas av om vissa villkor uppfylls. Dessa villkor är ett rimligt stabilt och förutsägbart förhållande mellan det slutliga målet och den intermediära variabeln, och

[11] Se King (1995).

att den intermediära variablen kan kontrolleras i tillräcklig grad med penningpolitiska instrument.

Tre faktorer är viktiga att diskutera. Den första faktorn gäller möjligheten att kontrollera penningmängden.

Det finns tre faktorer som är viktiga att diskutera i anslutning till alternativet att ECBS antar ett intermediärt mål.

Den första faktorn gäller möjligheten att kontrollera penningmängden. I vissa studier bedöms denna möjlighet med stor sannolikhet bli större på EMU-nivå än den för närvarande är i enskilda länder.[12] Dessa studier tyder på att penningefterfrågefunktioner för hela EU är minst lika stabila och förutsägbara som motsvarande samband för de enskilda länder som uppvisar de bästa resultaten.

Att använda dessa resultat som ett argument för ett intermediärt penningmängdsmål kan emellertid ifrågasättas. Innebörden av resultaten för penningpolitiken i etapp tre är oklar eftersom EMU:s förverkligande ligger relativt långt fram i tiden och stabiliteten i de monetära aggregaten därför kan rubbas.

En invändning är att den betydande förändring i det penningpolitiska systemet som inledningen av etapp tre medför i sig själv kan rubba stabiliteten i de monetära aggregaten.

Effektiviteten i en strategi baserad på penningmängdsmål kommer att påverkas negativt av svårigheterna att göra prognoser för penningmängdsefterfrågans omloppshastighet och för potentiell BNP i början av etapp tre. Dessutom är den aggregerade penningmängden en funktion av två komponenter; den monetära basen och penningmängdsmultiplikatorn. Båda blir svårare att kontrollera i etapp tre. Även om det vore möjligt för centralbanken att kontrollera penningmängden innebär detta inte att det primära målet, prisstabilitet, uppnås eftersom det kan råda en instabil relation mellan penningmängd och inflation. Ytterligare ett argument gäller bedömningen av de ekonometriska resultaten. Om en aggregerad penningmängdsfunktion för de länder som deltar i ERM skulle befinnas vara strukturellt stabil till skillnad från penningefterfrågeekvationer som beräknas för enskilda länder kan detta återspegla en aggregeringsbias.

Den andra faktorn har att göra med överföringen av trovärdighet till det framtida ECBS.

Den andra faktorn har att göra med överföringen av trovärdighet till det framtida ECBS. Det är mycket viktigt för ECBS att ärva så mycket som möjligt av det förtroende som de nationella centralbankerna, NCB, redan har. För närvarande använder några centralbanker, däribland Deutsche Bundesbank, med upprätthållande av

[12] Se t.ex. Riet (1992 och 1993).

hög trovärdighet ett intermediärt mål för penningmängden. Således skulle kontinuitetsskäl tala för ett sådant mål.

Överföringen av trovärdighet från nationella centralbanker till det framtida ECBS är emellertid ingen rätlinjig process. ECBS blir en ny institution utan några tidigare meriter. Att bygga upp trovärdighet kommer därför att ta tid. ECB-rådet ska bestå av medlemmarna i direktionen och cheferna för de nationella centralbanker som deltar i det enhetliga valutaområdet. Dessa nationella centralbanker har olika historiska erfarenheter och det är inte klart att Bundesbanks imponerande trovärdighet enbart beror på dess användning av penningmängdsmål. Därmed är det heller inte klart varför en strategi baserad på ett intermediärt penningmängdsmål i sig skulle stärka ECBS:s trovärdighet.

Den tredje faktorn är att vissa centralbanker anpassat sin penningpolitiska strategi till avregleringen av finansmarknaderna, till att de internationella kapitalflödena liberaliserats och till att den ekonomiska och finansiella integrationen ökar.

Den tredje faktorn är att vissa centralbanker anpassat sin penningpolitiska strategi till avregleringen av och integration på de finansiella marknaderna.

Även om penningpolitiken i Tyskland fortfarande vägleds av ett intermediärt mål för penningmängdsmåttet M3 bedöms även utvecklingen av andra variabler som löner, finanspolitik, växelkurs och konjunkturläge. Sålunda sänkte Bundesbank räntorna 1993 och första halvåret 1994 trots att penningmängdsaggregaten steg i en takt som låg väsentligt över målintervallet. Andra länder inom ERM betonar penningmängdsmål mindre.[13]

I praktisk penningpolitik finns det betydande likheter mellan en strategi baserad på penningmängdsmål respektive ett direkt inflationsmål. Båda utgår ifrån att det primära målet är prisstabilitet. Om prisstabiliteten är hotad måste dock centralbanken agera även om sådana signaler inte syns i penningmängden. Om och när en stabil relation mellan penningmängdsaggregat och priser kommer till stånd inom EMU kan penningmängdsmål komma att spela en större och mer tydlig roll.

Penningpolitisk samordning

Maastrichtfördraget ger begränsad vägledning när det gäller policysamordningen mellan de länder som ansluter sig till det enhetliga valutaområdet och de övriga

[13] Från 1994 har Banque de France satt in sitt mål för M3 i en medelfristig ram och kompletterat det med den totala inhemska skulden som en viktig indikator. Centralbankerna i Danmark, Nederländerna och Portugal valde 1993 att överge sina respektive intermediära mål för penningmängden. Spanien har infört ett inflationsmål, utan att ge upp sitt växelkursmål inom ERM.

medlemsländerna i EU. Konkurrensdevalveringar och spridning över gränserna av finansiella kriser, är några av de problem som kan påverka relationerna mellan de två ländergrupperna.

Liberaliseringen av kapitalrörelserna har gjort det svårare att upprätthålla växelkursarrangemang, som ERM, med smala band. Självuppfyllande spekulativa attacker kan utlösas mot de länder som inte deltar i den monetära unionen från starten av etapp tre.[14] Regeringar i länderna utanför EMU kan vara oförmögna eller ovilliga, (med hänsyn till den inhemska ekonomin) att höja räntorna tillräckligt för att försvara fasta pariteter.

Om å andra sidan de länder som inte deltar i EMU tillämpar någon form av flytande växelkurser kan rörelser i växelkursen bort från jämvikt utlösa protektionistiska tryck som underminerar sammanhållningen i den inre marknaden. Ju mer integrerade de europeiska ekonomierna blir, desto mer uttalade blir följderna av att kurssvängningarna mellan EU-valutorna ökar. Allteftersom den inre marknaden förstärks kan EU-länder som deprecierar sina valutor anklagas för att försöka öka exporten till andra medlemsländer. Motståndet mot sådana försök kommer att tillta allteftersom integrationen framskrider.

Detta potentiella problem, mellan länderna som ansluter sig till euroområdet och länderna med undantag gör det nödvändigt med en samordningsmekanism som inte ger valutamarknaderna incitament till spekulativa attacker.

En lösning är att skapa ett nytt växelkursarrangemang med den enhetliga valutan i centrum och de andra valutorna i fluktuationsband kring den enhetliga valutan.

En lösning är att skapa ett nytt växelkursarrangemang med den enhetliga valutan i centrum och de andra valutorna i fluktuationsband kring den enhetliga valutan. Ett sådant arrangemang skulle också medge nationella lösningar inom en gemensam institutionell ram. Eftersom restriktioner för kapitalrörelserna är uteslutna i den inre marknaden skulle smala band kring den enhetliga valutan vara svåra att upprätthålla. Om ECB anser att automatisk intervention vore en risk för dess åtagande att upprätthålla prisstabilitet skulle det nya arrangemanget likna en unilateral koppling till den gemensamma valutan. I detta fall skulle det fortfarande finnas risk för spekulation mot utomstående valutor. Länderna utanför det enhetliga valutaområdet skulle riskera att få bära hela den realekonomiska kostnaden för sådan valutaspekulation.[15]

En mer symmetrisk samordningsmekanism vore antagandet av gemensam-

[14] Detta betonas av Eichengreen och Ghironi (1995).
[15] Se Persson & Tabellini (1995).

ma inflationsmål i båda ländergrupperna. Inflationsmål skulle förstärka bindningen till låg inflation och kan förhindra att penningpolitiken används för att driva fram konkurrensdevalveringar. Inflationsmål skulle också reducera instabiliteten i nominella växelkurser och de långfristiga svängningarna i reala växelkurser skulle dämpas påtagligt.[16] Antas inflationsmål i alla EU-länder skulle detta också innebära att riskerna för realekonomiska kostnader till följd av valutaspekulation fördelas mera symmetriskt mellan länderna som deltar i monetära unionen och de övriga länderna i Europeiska unionen.[17]

En mer symmetrisk samordningsmekanism vore antagandet av gemensamma inflationsmål i båda ländergrupperna.

Inflationsmålet för ett land som inte deltar i det enhetliga valutaområdet kunde tillkännages av NCB/regeringen på egen hand eller av NCB/regeringen i samråd med ECB. Övervakningen av de enskilda målen skulle överlåtas till ECBS. Detta skulle klargöra att också för medlemsländerna utanför det enhetliga valutaområdet är bindningen till inflationsmålet en skyldighet inte enbart mot deras allmänhet och parlament utan även gentemot EU. Att inte uppfylla inflationsmålet kunde betraktas som oförenligt med fördraget.[18]

[16] Detta framhålls av Dewatripont et.al. (1995). De understryker också att en av fördelarna med ERM är att det dämpade fluktuationerna i Tysklands konkurrenskraft mellan 1979 och 1992. I motsats härtill påverkades Tysklands konkurrenskraft negativt under 1970-talet av att de europeiska valutorna inte följde D-marken i dess stora appreciering gentemot dollarn efter Bretton Woods-systemets kollaps.

[17] Se Persson & Tabellini (1995).

[18] Se av Dewatripont et.al. (1995).

Litteratur

Artis, Michael J. and Bladen-Hovell, Robin and Wenda Zhang (1993) "A European money demand function", i *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*, förläggare Paul R. Masson och Mark P. Taylor, Cambridge University Press, Cambridge.

Barro, Robert J. and David Gordon (1983) "A positive theory of monetary policy in a natural rate model", *Journal of Political Economy*, 91, 4 (aug), 589–610.

Calvo, Guillermo (1978) "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy", *Econometrica*, 46, 1411–1428.

Dewatripont, Mathias; Giavazzi, Franceso; von Hagen, Jürgen; Harden, Ian; Persson, Torsten; Roland, Gérard; Rosenthal; Howard; Sapir, André; Tabellini, Guido (1995) *Flexible Integration, Towards a More Effective and Democratic Europe*, CEPR.

Eichengreen, Barry och Fabio Ghironi (1995) "European Monetary Unification: The Challenges Ahead", Discussion Paper No 1217, CEPR.

King, Mervyn (1995) "Mr King wonders whether inflation targets work", *BIS Review* No 165.

Kydland, Finn och Edward S. Prescott (1977) "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, 85, 3 (June), 473–492.

Lamfalussy, Alexandre (1995) "The Harmonisation of Monetary Policy in Europe: What Steps and When?" EMI, Frankfurt.

Lockwood, Ben, Marcus Miller och Lei Zhang (1995) "Designing Monetary Policy when Unemployment Persists", Mimeo, Department of Economics, University of Exeter.

Persson, Torsten och Guido Tabellini (1994) *Monetary and Fiscal Policy – Volume 1: Credibility*. Cambridge, MA, MIT Press.

Persson, Torsten och Guido Tabellini (1995) "Monetary cohabitation in Europe", Mimeo, Institutet för Internationell Ekonomi, Stockholms universitet.

Riet, A. G. van (1992) "European integration and the demand for money in the EC", *De Nederlandsche Bank Quarterly Bulletin*, No 1992/3, 33–43.

Riet, A. G. van (1993) "European integration and the demand for money in the EC", *De Nederlandsche Bank Quarterly Bulletin*, No 1992/4.

Rogoff, Kenneth (1985) "The optimal degree of commitment to an intermediary monetary target", *Quarterly Journal of Economics*, 100, 4 (November), 1169–1190.

Svensson, Lars E. O. (1995) "Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central

Banks and Linear Inflation Contracts", Mimeo, Institutet för Internationell Ekonomi, Stockholms universitet.

Walsh, Carl (1994) "Is New Zealand's Reserve Bank Act of 1989 an Optimal Central Bank Contract?", Mimeo, University of California, Santa Cruz, January 1994.

Walsh, Carl (1995) "Optimal Contracts for Central Bankers", *American Economic Review*, 85, 1, (March), 150–167.