

INFLATIONSPROGNOSERNA OCH PENNINGPOLITIKEN

Penningpolitiken brukar ibland beskrivas i termer av en enkel regel: om den prognostiserade inflationen – på ett till två års sikt – överstiger 2 procent bör reporäntan höjas, och vice versa. Att en förenklad handlingsregel ska kunna ge en exakt beskrivning av penningpolitiken är dock inget man bör förvänta sig. Förändringar av reporäntan måste tvärtom baseras på grundlig analys av alla de faktorer som bestämmer den aktuella och framtida inflationen. Det är många överväganden som måste göras när Riksbankens direktion ska ta ställning till vad som är en lämplig nivå på reporäntan. Det har också gjorts klart att direktionen inte enbart beaktar inflationsprognosen på ett till två års sikt, utan att utvecklingen både på kortare och längre sikt kan påverka penningpolitiken. Även riskbilden påverkar penningpolitikens uppläggning.

Icke desto mindre kan det för flera olika syften vara intressant att jämföra hur förändringarna av reporäntan förhåller sig till någon enkel regel. Riksbankens uppdragsgivare, Sveriges riksdag, kan i sina utvärderingar av den politik som förts vilja jämföra faktiska ränteförändringar med någon enkel tumregel, som en grund för diskussioner av om politiken kunde ha varit bättre och i så fall hur och varför. Riksbanken har också ett eget intresse av att göra en sådan analys. En löpande utvärdering av den egna politiken är en viktig del av beslutsunderlaget för penningpolitiken. Aktörer på de finansiella marknaderna kan vilja få mer förståelse för hur penningpolitiken bedrivs, i syfte att bättre kunna förutsäga ränteförändringar. Även forskare brukar vara intresserade av att identifiera centralbankers s.k. reaktionsfunktioner, oftast i syfte att sedan kunna gå vidare och studera penningpolitikens effekter på ekonomin. I detta sammanhang brukar man vilja skilja mellan ränteförändringar som följer ett tidigare, systematiskt samband med makroekonomins utveckling och sådana som inte gör det. De senare skulle nämligen kunna uppfattas som tecken på en förändring av penningpolitiken, och det finns skäl att tro att de i så fall har andra effekter än ränteförändringar som enbart är ett resultat av andra förändringar i ekonomin.

En enkel regel som penningpolitiken i olika länder ofta har jämförts med är den s.k. Taylor-regeln. Denna beskriver en nominell kortfristig ränta – i Sveriges fall skulle detta vara Riksbankens reporänta – som en

funktion av de aktuella nivåerna på inflationen och produktionsgapet. Det har visat sig att en sådan mycket enkel regel kan förklara en stor del av ränteutvecklingen i flera olika länder. Mot bakgrund av uppläggningsen av penningpolitiken på senare år, speciellt i länder med explicita inflationsmål, vore det mer naturligt att förvänta sig ett starkare samband mellan ränteförändringar och förändringar i den prognostiserade inflationen, snarare än den faktiska. Det finns också studier som tyder på att sådana prognosbaserade regler ger ett bättre utfall i form av större stabilitet i inflation och produktion än den enklaste Taylor-regeln.²⁶ Resultaten är visserligen – av naturliga skäl – känsliga för vilka antaganden som görs om ekonomins funktions sätt, men det är ändå intressant att konstatera att det går att formulera enkla handlingsregler för penningpolitiken som verkar karakterisera både en förnuftig politik och hur centralbanker faktiskt beter sig.

I en studie från Riksbanken har ränteförändringarna sedan inflationsmålet infördes jämförts med följande enkla regel:²⁷

$$r_t - r_{t-1} = \alpha(\pi_{t,t+8}^f - \pi_{t-1,t+8-1}^f) + \beta \Delta y_t^f + \gamma(r_{t-1} - r_{t-2}), \quad (1)$$

där r_t är Riksbankens reporänta vid en viss tidpunkt (period t), $\pi_{t,t+8}^f$ är den inflation Riksbanken vid den tidpunkten prognostiserar ska gälla om två år (åtta kvartal) och Δy_t^f är bankens bedömning av BNP-tillväxten innevarande år. Observera att $\pi_{t,t+8}^f$ och Δy_t^f är Riksbankens prognoser för den framtida inflationen och tillväxten betingad på antagandet om oförändrad reporänta. Dessa är inte de bästa prognoserna över den framtida inflationen och tillväxten, som givetvis bör ta hänsyn till att det finns viss sannolikhet att reporäntan kommer att ändras, men som just därför inte kan användas för att förklara *hur* räntan ändras vid ett visst beslutstillfälle.²⁸

26 Se Rudebusch, G. och L.E.O. Svensson, "Policy Rules for Inflation Targeting", i Taylor, J.B. (red.), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, 1999, 203 – 246.

27 Se Jansson, P. och A. Vredin, "Forecast-Based Monetary Policy in Sweden, 1992 – 1998: A View from Within", Working Paper No. 120, Sveriges Riksbank.

28 Det enklaste sättet att inse detta är att tänka sig vad som skulle hända om penningpolitiken var sådan att den bästa inflationsprognosen var att inflationen alltid låg exakt på målet om åtta kvartal. Att avvikelsen mellan prognos och mål var lika med noll skulle då självfallet inte kunna användas som ett argument för att räntan inte skulle behöva ändras. Problemet är att den bästa prognosen för inflationen beror på penningpolitiken, medan (1) är en modell för hur penningpolitiken beror på en (annan) prognos.

Regler på ungefär samma form som (1) har visat sig vara en god utgångspunkt för att analysera penningpolitiken i flera olika länder. Att estimeras en sådan regel på svenska data visar sig emellertid vara förknippat med en rad problem. De prognoser från Riksbanken som ska sättas in i regeln (1) finns visserligen publicerade, men enbart för perioder som sammanfaller med bankens produktion av inflationsrapporter. Ränteförändringar har emellertid även genomförts i perioder mellan prognosomgångarna. Ett annat problem är att Riksbankens publicerade BNP-prognoser avser tillväxten i BNP snarare än BNP:s avvikelse från trend, som brukar användas som förklaringsvariabel i de teoretiska modellerna. Detta är anledningen till att regeln ovan specificerats i differensform. Ett tredje problem är att det inte är självklart vad som skall menas med inflationsprognosen "om två år" och prognosen för BNP-tillväxten "innevarande år" när det sker tre till fyra prognosomgångar per år medan prognoserna enbart avser hela kalenderår.²⁹

Att en given ränteförändring ses som en funktion av ränteförändringen i föregående period (γ antas vara större än noll) beror på att räntor *de facto* uppvisar en hög grad av persistens, vilket bl.a. brukar ses som ett uttryck för att centralbanker önskar dämpa fluktuationerna i ränteläget över tiden. Detta kan i sin tur bero på att man vill ta hänsyn till penningpolitikens reala effekter. Riksbanken har explicit uttryckt att man gör sådana överväganden.³⁰ Detta innebär också att räntans känslighet för BNP-fluktuationer (β) inte direkt ger någon information om hur stor vikt penningpolitiken fäster vid BNP relativt inflation. Preferenserna bakom politiken avspeglas också i koefficienterna α och γ . Slutligen kan det vara värt att kommentera någon variabel som *inte* ingår i regeln ovan, t.ex. valutakursen. En anledning till att valutakursen utelämnats i denna analys är att Riksbanken har betonat att något mål för kronkursen inte finns, varför det inte är uppenbart att det skulle finnas något systematiskt samband mellan besluten om reporäntan och valutakursutvecklingen.

När den enkla regeln (1) skattas på data från den första inflationsrapporten i december 1992 t.o.m. den

29 Uppsatsen av Jansson och Vredin innehåller detaljerad information om hur dessa och andra problem har hanterats i analysen.

30 Se Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* 1, 1999, Sveriges riksbank och protokoll från direktionens sammanträde 1999-02-04.

trede inflationsrapporten år 2000, erhålls följande resultat:

$$r_t - r_{t-1} = 0,66(\pi_{t,t+8}^f - \pi_{t-1,t+8-1}^f) + 0,03\Delta y_t^f + 0,61(r_{t-1} - r_{t-2}) + \varepsilon_t \quad (2)$$

(0,23) (0,11) (0,19)

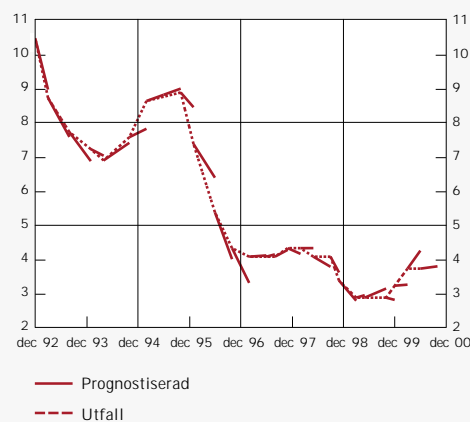
Siffrorna inom parentes anger respektive koefficients standardfel. Resultaten tyder på att Riksbankens reporänteförändringar har ett systematiskt samband med förändringarna i inflationsprognosen och med tidigare ränteförändringar, men inte med bankens bedömning av BNP-tillväxten. Avvikelserna från ränteregeln (ε) framgår av diagram R6. Den streckade kurvan visar den faktiska förändringen av reporäntan mellan de olika prognosomgångarna.³¹ De "små spjuten" som sticker av från kurvan visar vilken ränteändring som hade gjorts om Riksbanken till punkt och pricka följt den estimerade regeln (2).³² Det framgår att den faktiska penningpolitiken ibland medfört en högre ränta än regeln, ibland en lägre. Detta följer automatiskt av att koefficienterna i (2) beräknats för att minimera avvikelserna från regeln. Mer intressant att konstatera är att räntan vid de flesta tillfällen faktiskt ändrats i den riktning regeln anger. Med tanke på hur oerhört enkel regeln är, måste avvikelserna betraktas som små.

Detta tyder på att det finns fog för att beskriva penningpolitiken i termer av en enkel regel. Den som lyckas förutsäga Riksbankens inflationsprognoser kommer också att kunna göra ganska tillförlitliga prognoser över kommande reporänteförändringar. Eftersom regeln emellertid inte beskriver penningpolitiken perfekt, och eftersom det med all sannolikhet inte heller vore optimalt för Riksbanken att följa den exakt, finns det behov av att kunna förklara varför räntan ibland förändrats snabbare eller långsammare än vad den enkla regeln anger. Ett syfte med Riksbankens inflationsrapporter är att skapa största möjliga öppenhet och tydlighet kring penningpolitiken, så att frågor som dessa blir lättare att besvara.

31 Observera att regressionen (2) beskriver hur reporäntan förändrats som en funktion av ändrade inflationsprognoser. Regressionen (2) och diagram R6 baseras på data från 25 prognosomgångar under perioden december 1992 – oktober 2000. Hur ränteförändringen fördelats över tiden (dagar, veckor, månader) mellan två prognosomgångar har inte studerats och beskrivs därför inte heller i diagram R6.

32 Diagram R6 jämför den faktiska räntebanan med en estimerad regel där $\beta = 0$, eftersom (2) tyder på att ränteförändringarna inte har något samband med BNP-prognoserna. Detta ger emellertid mycket liten effekt på skattningarna av α och γ .

Diagram R6. Reporänta (utfall) och prognostiserad regelbaserad reporänta. Procent



Källa: Riksbanken.