

PENNINGPOLITIK OCH ENKLA REGLER

Under det senaste decenniet har det blivit allt vanligare att centralbanker formulerat explicita mål för sin penningpolitik. Sveriges riksbank har sedan januari 1993 haft målet att den årliga inflationen, mätt med konsumentprisindex (KPI), ska vara två procent.⁴¹ Avvikelser från sådana mål är emellertid ofrånkomliga, av flera skäl.

För det första kan inte penningpolitiken hålla inflationen exakt på någon viss nivå, åtminstone inte på kort sikt. Ekonomin utsätts hela tiden för störningar som leder till prisförändringar som slår igenom på KPI innan Riksbanken hinner motverka dem. För det andra vore det inte önskvärt att hålla inflationen på någon viss nivå hela tiden, även om det vore möjligt. Ett vanligt exempel på detta är hur ekonomin reagerar på oljeprisstegringar. Sådana leder, åtminstone på kort sikt, till högre inflation samtidigt som de kan verka dämpande på produktionen och sysselsättningen. Om penningpolitiken skulle inriktas på att med räntehöjningar försöka eliminera oljeprisstegringarnas effekter på inflationen, skulle effekterna på produktion och sysselsättning förvärras. En gradvis anpassning av penningpolitiken med inriktning på att uppnå inflationsmålet inom ett par år medger hänsyn till sådana problem. Resonemanget gäller även andra s.k. utbudstörningar, även sådana som leder till lägre inflation (t.ex. avregleringar som ger lägre priser).⁴² För det tredje är kunskaperna om penningpolitikens exakta effekter inte fullständig. Detta innebär att det i efterhand går att konstatera att en annan räntebana än den som faktiskt beslutats kunde ha lett till något bättre måloppfyllelse.

Syftet med denna ruta är att studera hur väl Riksbankens penningpolitik kan beskrivas av en ekonometrisk skattning av en enkel tumregel och vilka tolkningar som kan göras i ljuset av den förda räntepolitiken under 2000.

För att kunna göra en utvärdering av penningpolitiken behövs tillgång till detaljerad information om hur penningpolitikens mål ser ut, vilken information centralbanken hade till sitt förfogande, och vilka bevekelsegrunder i övrigt som politiken vilat på. Detta är en anledning till att Riksbanken och andra central-

41 Målet annonserades i januari 1993, men avsågs att gälla först från 1995. Ett toleransintervall på plus/minus en procentenhet har angivits för att markera att avvikelser från målet måste accepteras.

42 De förutsättningar under vilka avvikelser från inflationsmålet medvetet medges har bl.a. diskuterats i ett förtydligande som publicerades i början av 1999 (PM, Riksbankens inflationsmål – Förtydliganden och utvärdering, 1999-02-04, ärendebeteckning 1999-00351 DIR).

banker med explicita inflationsmål lagt ned stora resurser på att informera om hur penningpolitiken bedrivs (i form av inflationsrapporter och publicering av prognoser och beslutsprotokoll etc.).

I analyser av penningpolitiken i olika länder har det blivit allt vanligare att jämföra den förda politiken med olika enkla räntesättningsregler. Den vanligaste regeln är den s.k. Taylor-regeln.⁴³ Enligt denna sätts räntan i en viss tidpunkt med hänsyn till den aktuella inflationen och ett mått på det rådande kapacitetsutnyttjandet i ekonomin (vanligen det s.k. produktionsgapet, d.v.s. BNPs avvikelser från en uppskattad trendmässig nivå). Det finns flera skäl till att Taylor-regeln blivit populär, utöver att den är enkel. För det första tycks det som om penningpolitiken i många olika länder kan beskrivas relativt väl med denna regel, åtminstone när hänsyn tas till att det finns viss tröghet i ränteutvecklingen. Att räntan i en viss tidpunkt inte bara förklaras av den aktuella inflationen och det faktiska kapacitetsutnyttjandet, utan även av räntans nivå i föregående tidpunkt brukar tolkas som ett uttryck för att centralbanker vill undvika stora räntefluktuationer.⁴⁴ För det andra finns det teoretiska skäl att tro att Taylor-regler leder till goda utfall.⁴⁵ Om centralbanken reagerar systematiskt och tillräckligt starkt på den faktiska inflationen, bör inflationsmålet kunna nås. Hänsyn till kapacitetsutnyttjandet kan motiveras både av att detta påverkar den framtida inflationen och att centralbanken kan värdesätta en stabil konjunkturutveckling i sig. Det finns emellertid också nackdelar med den enklaste typen av Taylor-regler, eftersom de inte utnyttjar all information om den framtida inflationen som en centralbank kan basera sin penningpolitik på.⁴⁶

Sveriges riksbank brukar förklara att den svenska penningpolitiken förenklat styrs av en tumregel som skiljer sig något från Taylor-regeln. Riksbanken gör prognoser för inflationen på två års sikt. Om prognoserna på ett till två års sikt ligger högre än inflationsmålet

43 Taylor, J.B., (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, sid 195 - 214.

44 Ett problem i sammanhanget är att många studier av hur väl Taylor-regler kan förklara den faktiska politiken utgår från annan information (t.ex. reviderade data) än centralbankerna haft till sitt förfogande när de fattat sina beslut (se t.ex. Orphanides, A., (2001), "Monetary Policy Rules Based on Real Time Data", *American Economic Review* 90, sid 964 - 985).

45 Woodford, M., "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy", Michael Woodford's homepage, www.princeton.edu/~woodford/, January 2001.

46 Detta är också ett viktigt skäl för en centralbank att publicera tydliga inflationsprognoser i inflationsrapporter. För en diskussion om Taylor-regler och andra mer framåtblickande regler se Svensson, L.E.O., (2001) "What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy through Targeting Rules", Working Paper, Princeton University.

höjs normalt sett räntan och vice versa. En sådan prognosbaserad regel undviker en del nackdelar med den enkla Taylor-regeln.

Formellt skulle man kunna uttrycka Riksbankens tumregel med följande ekvation för reporäntans bestämning:

$$i_t = a + bi_{t-1} + c(\pi_{t+1}^F - 2) + d(\pi_{t+2}^F - 2) + e_t, \quad (1)$$

där i_t betecknar reporäntan i period t , π_{t+1}^F och π_{t+2}^F är Riksbankens prognoser på inflationen ett och två år framåt och e_t anger hur mycket Riksbanken avviker från regeln i period t . När denna regel skattas på data över reporäntan och Riksbankens prognoser fr.o.m. första kvartalet 1993 t.o.m. andra kvartalet 2001, erhålls följande resultat:⁴⁷

$$i_t = 1.29 + 0.66i_{t-1} + 0.50(\pi_{t+1}^F - 2) + 0.26(\pi_{t+2}^F - 2) + e_t, \quad (2)$$

(0.24) (0.05) (0.19) (0.19)

där räntan i föregående kvartal lagts in som ytterligare en förklaringsvariabel. Regressionen kan förklara 98 procent av variationen i reporäntan. I diagram R26 jämförs den faktiska utvecklingen av reporäntan med hur den skulle ha ändrats om Riksbanken följt regeln mekaniskt. Skillnaderna mellan den faktiska räntan och de ”små spjuten” i diagram R26 är alltså de estimerade residualerna. För tydlighetens skull visas även residualerna (se diagram R27). Med tanke på hur enkel regeln är, måste avvikelserna från den betraktas som små. Det är också intressant att notera att bilden av hur väl Riksbankens beteende kan förklaras av en enkel regel inte påverkas nämnvärt av alternativa specificeringar av regeln baserade på andra prognoser från Riksbankens inflationsrapporter. Exempelvis blir resultaten i stort sett desamma om inflationsprognosen ett år framåt ersätts med prognosen för BNP-tillväxten innevarande år, eller om inflationsprognosen två år framåt ersätts med prognosen för BNP-tillväxten ett år framåt.⁴⁸ Detta beror på att de olika prognoserna är starkt korrelerade.⁴⁹

Givet tankeexperimentet att den estimerade regeln (2) kan ses som ett uttryck för Riksbankens räntebeslut

47 I regressionen används den naturliga logaritmen av $(1+R/100)$, där R är reporäntan i procentenheter. Inflationsprognoserna avser inflationen per kalenderår, december – december. Siffrorna inom parentes anger estimerade standardfel. Regressionens förklaringsvärde (R^2) är 0,98.

48 Denna regel har estimerats av Jansson, P., & Vredin, A., (2000) ”Forecast-based Monetary Policy in Sweden, 1992 – 1998: A View from Within”, *Working Paper nr 120*, Sveriges Riksbank. Denna uppsats innehåller också en utförligare diskussion av olika data- och metodproblem.

49 Detta är också en tänkbar förklaring till att prognosen på två års sikt inte är signifikant i (2).

inställer sig frågan om avvikelserna från regeln bara beror på slumpen, eller om de också går att tolka som ett uttryck för medvetna val i penningpolitiken. För en utvärdering av penningpolitiken på senare år är den negativa avvikelsen under andra kvartalet år 2000 särskilt intressant.⁵⁰ Varför höjde Riksbanken räntan mindre under detta kvartal än vad den enkla regeln föreslår?

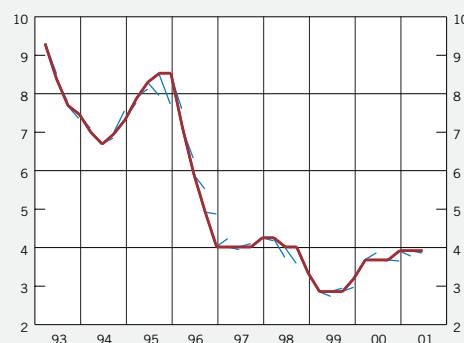
En generell anledning till avvikelser kan vara att det skett små förskjutningar i Riksbankens politik sedan inflationsmålet infördes. Regeln ovan har estimerats på data från hela perioden 1993 – 2001, men det är väl känt att penningpolitiken bedrevs något annorlunda i början av den nya regimen jämfört med senare år. I början var trovärdighetsproblem relaterade främst till statens finanser och växelkursens utveckling. Inflationsförväntningarna som de avspeglades i prissättningen på obligationsmarknaden låg dessutom tydligt över målet. Till detta kommer att penningpolitiken inte baserades på inflationsprognoser på samma tydliga sätt som senare. Detta innebär att prognosbaserade regler som estimeras på data från hela perioden, från 1993 och framåt, kan ge en missvisande bild av politiken, såväl dess systematiska komponent som de s.k. avvikelserna. Riksbankens sätt att analysera och reagera på inflationen har också ändrats över tiden av andra skäl. Numera görs löpande prognoser för inflationen på månadsbasis två år framåt. Tidigare gjordes enbart prognoser för inflationen på kalenderår, och det är därför sådana som använts när regeln estimerats.

Vid tidpunkten för den andra inflationsrapporten från år 2000 bedömdes att inflationen under 2002 som helhet (december – december) skulle uppgå till 2,7 procent. Inflationsprognoserna 24 månader framåt låg emellertid i juni nära 2 procent.⁵¹ Detta kan vara en förklaring till varför den enkla regeln ovan, som har estimerats på prognoser för kalenderår, pekar mot en stramare politik än den som faktiskt fördes under andra kvartalet 2000. Samtidigt kan noteras att även om inflationsprognosen två år framåt ersätts med prognosen för BNP-tillväxten ett år framåt, tyder skattningarna på att den förda politiken var något mindre stram än den som regeln implicerar, både under andra och tredje kvartalet 2000.

50 Avvikelse under 1999 skulle också kunna vara relevanta, men det visar sig att dessa (till skillnad från dem under 2000) ser ganska annorlunda ut för alternativa och lika rimliga specificeringar av ränteregeln.

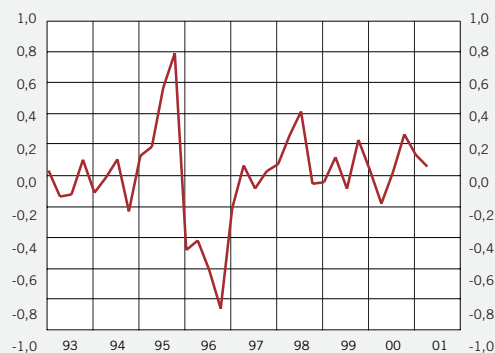
51 De data som använts i denna fördjupningsruta avser KPI-prognoser. Vid tidpunkten för denna inflationsrapport påverkades KPI-prognosen för december 2002 av en bedömning av räntekostnader. Motsvarande prognos för UNDI1X var drygt 2 procent.

Diagram R26. Reporäntan och avvikelserna från den prognosbaserade regeln. Procent



Källa: Riksbanken.

Diagram R27. Avvikelser från den prognosbaserade regeln. Procentenheter



Källa: Riksbanken.

Dessutom visar en genomgång av inflationsrapporter och protokoll från direktionens penningpolitiska möten från juni till oktober år 2000 att det framfördes argument för en mer kontraktiv politik än den som fördes. Frågan var inte främst om reporäntan borde höjas utan när.

Det finns alltså flera tänkbara förklaringar till att Riksbanken under år 2000 inte höjde räntan så mycket som den enkla regeln ovan ger för handen. Diskussionerna ovan visar både att enkla regler kan vara användbara för analys av den förda penningpolitiken och att det är viktigt att beakta sådana detaljer i det penningpolitiska beslutsunderlaget som de enkla reglerna inte kan fånga.