

RIKSBANKENS PROGNOSE 1993–1998

För att en penningpolitik som styrs av ett explicit kvantifierat inflationsmål ska kunna bedrivas framgångsrikt är det viktigt att ha tillgång till goda bedömningar och prognoser över hur den framtida utvecklingen i ekonomin kan tänkas se ut. Det främsta skälet till varför detta är viktigt är att penningpolitiska åtgärder har effekter som är tidsfördröjda och sträcker sig över flera år. För att kunna avgöra vilka åtgärder som behövs, krävs därför en uppfattning om vad som kan tänkas hända under dessa år – under några olika antaganden, t.ex. om Riksbanken skulle välja att ändra reporäntan eller lämna den oförändrad. Ett annat skäl till varför penningpolitiken bör vara framåtblickande är att Riksbanken, i likhet med andra centralbanker, försöker undvika stora svängningar i ränteläget. När en störning till ekonomin inträffat är det inte alltid önskvärt att återföra inflationen till målet på snabbast möjliga sätt. Detta skulle nämligen kunna kräva stora förändringar i räntor och därmed i produktion, sysselsättning, etc. Detta är också ett skäl till att politiken inte styrs av utvecklingen av inflationen just för tillfället eller någon enskild månad i framtiden, utan av utvecklingen i ett mer trendmässigt, långsiktigt perspektiv.

Under senare år har penningpolitiken i Sverige väglett av en "tumregel" där ränteförändringar motiveras av avvikelser mellan inflationsmålet och den prognostiserade inflationen ett till två år framåt i tiden. Prognoserna avser här vad som förväntas hända *givet att Riksbanken håller reporäntan oförändrad*. Detta innebär att de prognoser som Riksbankens politik baseras på inte anger den mest realistiska framtida utvecklingen av inflationen, eftersom det i allmänhet finns skäl att tro att reporäntan kommer att förändras. Att Riksbanken ändå valt att betinga sina ekonomiska bedömningar på antagandet om oförändrad reporänta har att göra med att tumregeln blir enklare att tolka om den uttrycker hur räntan reagerar på händelser som Riksbanken inte påverkar med sitt eget agerande. Om prognoserna vore betingade på en viss framtida utformning av politiken, kunde de inte gärna ligga till grund för penningpolitiska beslut som innebar en annan utformning. Med nuvarande uppläggning kan däremot prognosen bli utgångspunkten för en diskussion om den lämpliga uppläggnings av penningpolitiken *givet* en viss prognos.

En nackdel med prognoser som utgår från att reporäntan hålls oförändrad är dock att de inte på något enkelt och självklart vis kan jämföras med andra bedömares prognoser, som normalt avser den mest troliga utvecklingen (och således bör ta hänsyn till troliga förändringar av reporäntan). Antagandet gör det också svårt att utvärdera prognosernas träffsäkerhet och därmed indirekt penningpolitiken, eftersom denna i hög grad styrs av prognoserna.

I inflationsrapporten från mars 2000 presenterade Riksbanken en granskning av sin egen politik under perioden 1997 - 1999. Här kommer en längre historisk tillbakablick, på prognoserna från december 1992 - november 1998, att göras.

Riksbankens inflationsrapporter började innehålla uppgifter om nivån på inflationsprognoserna, avseende de närmaste kalenderåren, under 1996. I och med detta kom prognoserna också att uppfattas som Riksbankens officiella bedömningar. Tidigare hade inga sådana uppgifter publicerats. Från och med 1997 innehöll inflationsrapporterna prognoser för den månadsvisa inflationen. Mer exakta prognoser, med en decimal noggrannhet, har publicerats sedan mars 1998 när det gäller inflationen (även månadsdata) och sedan mars 1999 vad gäller BNP-tillväxten (avseende tillväxten per kalenderår). Analysen i denna ruta bygger således delvis på prognoser över inflationen och BNP-tillväxten som inte tidigare publicerats. De har utarbetats inom Riksbanken men inte publicerats i inflationsrapporterna, varför de hittills inte heller har varit tillgängliga utanför banken.

Ett utmärkande drag för de inflationsprognoser som gjordes under 1990-talet, av såväl Riksbanken och andra svenska prognosmakare som utländska institutioner, är att inflationen blivit lägre än väntat. Det finns flera tänkbara orsaker till detta, även om det till och med i efterhand är svårt att ge någon entydig förklaring. En tänkbar orsak är att den djupa lågkonjunktur som drabbade Sverige och världsekonomin i början av 1990-talet skapade mycket högre arbetslöshet, och även mer ledig kapacitet i övrigt, än någon tidigare lågkonjunktur på flera decennier. De avregleringar och privatiseringar som genomförts i många länder kan också ha skapat ett lägre pristryck genom ökad konkurrens. Det gäller inte minst de avregleringar som lett till friare utrikeshandel och ökad internationell integration. I Sverige kan också omläggningen av penningpolitiken, med ökad vikt vid inflationsbekämpning, ha varit en viktig förklaring till den låga inflationen. Sådana genomgripande förändringar av ekonomin kan, åtminstone i

princip, förklara varför gamla prognosmodeller och metoder har haft svårt att förutsäga att inflationstakten skulle bli så pass mycket lägre under 1990-talet än tidigare.

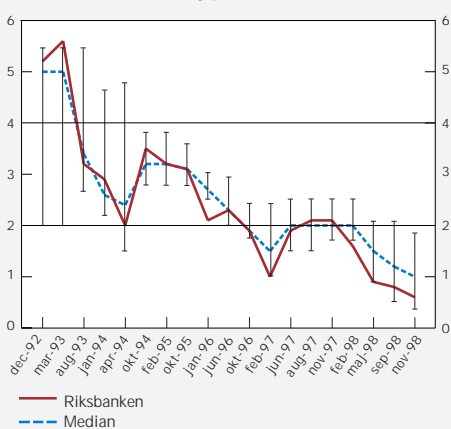
I diagram R13 presenteras Riksbankens prognoser över ökningen i konsumentprisindex *ett år framåt i tiden* tillsammans med ett antal svenska prognosmakares bedömningar.²⁵ För nitton olika tidpunkter redovisas Riksbankens prognoser, medianen av övriga bedömares prognoser samt spridningen i de senares prognoser (högsta och lägsta prognos). Tidpunkterna sammanfaller med Riksbankens prognosomgångar (december 1992 - november 1998), och för varje tidpunkt har noterats den senaste gjorda prognosen från de övriga prognosmakarna. I diagram R14 redovisas motsvarande jämförelse av prognoserna för inflationen *två år framåt i tiden*. Det bör noteras att inte alla de institut som ingår i kategorin "övriga bedömare" regelbundet har presenterat prognoser som sträcker sig två år framåt i tiden, varför jämförelsen av prognoserna två år framåt i tiden är känsligare för enskilda instituts bedömningar än jämförelsen av prognoser ett år framåt.²⁶ Motsvarande prognoser för den reala BNP-tillväxten redovisas i diagrammen R15 och R16.

Inflationsprognoserna två år framåt i tiden kan förmodas vara de mest intressanta serierna ur ett penningpolitiskt perspektiv. Av diagram R14 framgår att Riksbankens prognoser i de flesta fall – vid tretton av de nitton tidpunkterna – legat inom det intervall som täcks av övriga bedömare. Vid majoriteten av tidpunkterna har emellertid Riksbankens inflationsprognos legat något högre än genomsnittet (mätt som medianen) av de övriga bedömningarna, närmare bestämt vid elva av de nitton observationerna. Vid fyra tillfällen har Riksbankens prognos sammanfallit med genomsnittet för övriga prognosmakare och vid lika många tillfällen har bankens prognos legat något under detta värde. Det kan också noteras att ganska stora skillnader mellan olika delperioder föreligger. Under perioden 1992 - 1995 låg bankens prognoser över de övrigas genomsnitt i drygt 85 procent av fallen (sju av totalt åtta) medan denna andel

25 Analysen bygger på en sammanställning av prognoser gjord av Konjunkturinstitutet och omfattar prognoser från Finansdepartementet, Handelns utredningsinstitut, Handelsbanken, Konjunkturinstitutet, Landstingsförbundet, LO, Nordbanken, SEB och Sparbanken.

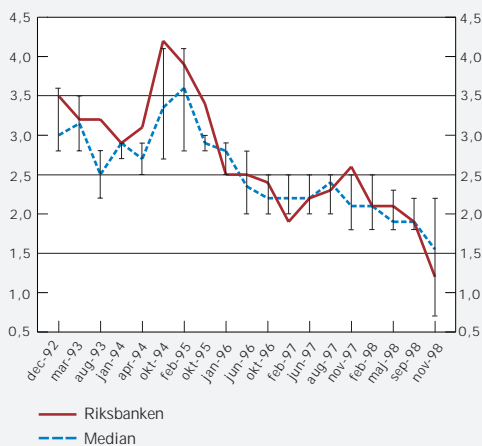
26 Vad som ska menas med "ett år framåt i tiden" och "två år framåt i tiden" är inte självklart. För t.ex. de prognoser som gjordes i december 1992 och mars 1993 avser prognosen "två år framåt" inflationen 1994, medan motsvarande prognos från augusti 1993 avser inflationen 1995. Här finns inte utrymme att i detalj diskutera hur datamaterialet konstruerats, men uppgifterna kan erhållas från Riksbanken.

Diagram R13. KPI-prognoser ett år framåt.
Procentuell förändring per år



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Diagram R14. KPI-prognoser två år framåt.
Procentuell förändring per år



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

under perioden 1996 - 1998 sjönk till drygt 35 procent (fyra av totalt elva).

En möjlig förklaring till att Riksbankens prognoser av inflationen två år framåt i tiden ofta har avvikit från andra prognosmakares skulle kunna vara att de senare tar hänsyn till förväntade förändringar av reporäntan. Riksbankens prognoser avser ju att beskriva en sannolik utveckling av inflationen om banken *inte* vidtar några ränteförändringar. Detta bör också resultera i att Riksbankens prognoser i efterhand i genomsnitt visar sig vara mindre träffsäkra än övriga prognosmakares, förutsatt att dessas förväntningar om den framtida reporäntans utveckling är någorlunda korrekta.

Det kan noteras att samstämmigheten mellan Riksbankens och övrigas inflationsprognoser – trots skillnaderna i antaganden bakom prognoserna – tycks ha ökat över tiden. Under första hälften av observationsperioden låg Riksbankens prognoser av inflationen två år framåt i tiden utanför intervallet av övriga bedömares vid fyra tillfällen, under andra hälften enbart vid två. Under 1997 och 1998 finns ingen systematisk avvikelse mellan Riksbankens prognoser och genomsnittet för de övriga.

Vad gäller prognoserna över den reala BNP-tillväxten är bilden ungefär densamma som för prognoserna över inflationen två år framåt i tiden under den senare delen av perioden, dvs. samstämmigheten mellan Riksbanken och övriga bedömare är relativt god – se diagrammen R15 och R16. Till skillnad från inflationsprognoserna präglas BNP-bedömningarna dock inte av några systematiska prognosfel (varken Riksbankens eller övriga prognosmakares). BNP-utvecklingen har sålunda i genomsnitt överskattats ungefär lika ofta som den har underskattats.

Att inflationsprognoserna skiljer sig åt kan förstås bero på en mängd olika orsaker utöver skillnaden mellan den av övriga prognosmakare förväntade utvecklingen av reporäntan och Riksbankens antagande. Till exempel kan det vara så att de använda prognosmodellerna avviker vad gäller struktur, parametervärden och antaganden om olika exogena variabler.

Ett försök att studera förhållandet mellan de olika antagandena om reporäntans utveckling och differenserna i inflationsprognoserna kan göras genom att skatta ett regressions samband där ränteförändringar förklaras med hjälp av tidigare avvikelser mellan Riksbankens inflationsprognoser och t.ex. genomsnittet av prognoserna från övriga bedömare. Under förutsättning att samtliga prognosmakare har ungefär samma och i genomsnitt en korrekt bild av hur ekonomin

fungerar, bör räntehöjningar (räntesänkningar) föregås av att Riksbanken gör högre (lägre) inflationsprognoser än "marknaden". Följande resultat har erhållits från en sådan regressionsanalys (många andra varianter är förstås tänkbara):

$$\Delta i_t + \Delta i_{t-1} = -0,38 + 2,71(\pi_{t-1}^{RB} - \pi_{t-1}^M) + 1,23(\pi_{t-2}^{RB} - \pi_{t-2}^M) - 1,50(\pi_{t-3}^{RB} - \pi_{t-3}^M) - 2,23(\pi_{t-4}^{RB} - \pi_{t-4}^M). R^2 = 0,64$$

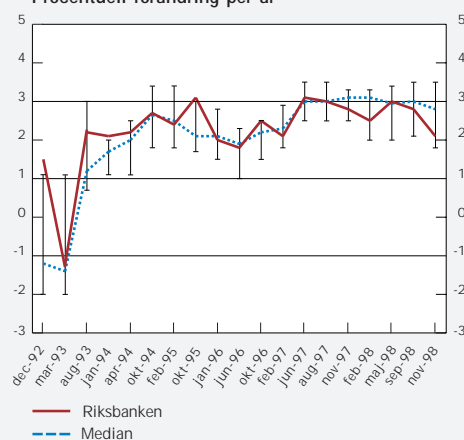
(0,98) (3,09) (1,51) (1,86) (2,76) $t = 5, \dots, 19$

Här betecknar π_t^{RB} Riksbankens prognos av inflationen två år framåt i tiden (gjord i tidpunkten t) och π_t^M medianen av övriga prognoser av inflationen för samma prognoshorisont, dvs. de serier som beskrivs i diagram R14. Δi_t betecknar förändringen i reporäntan mellan prognostillfällena t och $t-1$.²⁷ Siffror inom parentes anger s.k. t-värden som talar om hur sannolikt det är att de skattade koefficienterna inte är lika med noll (ett värde större/mindre än $+2/-2$ brukar ofta betraktas som statistiskt signifikant). Av regressionen framgår att avvikelserna mellan Riksbankens och övriga bedömares prognoser har ett visst förklaringsvärde för framtida ränteförändringar. Högre (lägre) inflationsprognoser från Riksbanken än "marknaden" är enligt sambandet förknippade med framtida räntehöjningar (räntesänkningar).²⁸ Detta kan i sin tur tyda på att en del av skillnaderna i inflationsprognoserna har att göra med bankens antagande om oförändrad reporänta. Det förtjänar dock att betonas att resultaten måste tolkas mycket försiktigt, bl.a. beroende på det begränsade datamaterialet som står till förfogande.

27 Här avser reporänteförändringen "i period t ", den sammanlagda förändring av räntan som skett under en tidsperiod λ veckor före prognostillfället och λ veckor efter prognostillfället. Detta har bedömts vara ett rimligt sätt att jämföra ränteförändringar med inflationsprognoser med hänsyn dels till att prognostillfällena inte har inträffat helt regelbundet under åren (dvs. λ varierar över tiden), dels till att såväl prognoser som ränteförändringar görs gradvis av Riksbanken. λ har definierats så att varje ränteförändring förknippas med det prognostillfälle som ligger närmast tiden.

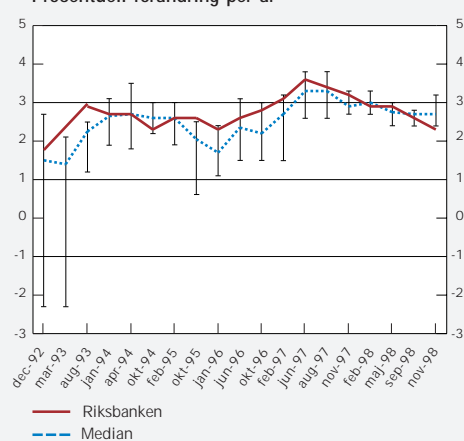
28 Summan av koefficienterna är positiv, trots att perioden som studeras utmärks av räntesänkningar istället för räntehöjningar. Trenden i räntan fångas upp av det negativa interceptet i regressionen. Förändringen i reporäntan och prognosdifferenserna har ingen tydlig trend, dvs. serierna kan antas vara stationära.

Diagram R15. BNP-prognoser ett år framåt. Procentuell förändring per år



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Diagram R16. BNP-prognoser två år framåt. Procentuell förändring per år



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Sammanfattningsvis kan konstateras att Riksbanken, i likhet med andra prognosmakare, visserligen oftast överskattat den framtida inflationen sedan inflationsmålet infördes, men att bankens bedömningar också oftast ligger inom det intervall som täcks av andras prognoser. Under perioden 1996 och framåt har dessutom Riksbankens bedömningar avvikit mindre än tidigare från övrigas bedömningar. Att Riksbankens prognos av inflationen två år framåt skiljer sig från genomsnittet av övriga bedömares prognoser skulle åtminstone delvis kunna förklaras av att Riksbankens prognos är betingad på antagandet om oförändrad reporänta. Noggrannare undersökningar behövs dock innan mer bestämda slutsatser kan dras.