

I denna fördjupningsruta görs en genomgång av inflationen och penningpolitiken 2001-2003. Syftet är att ge ett underlag till den årliga utvärderingen av penningpolitiken som görs av riksdagens finansutskott. Fjolåret kännetecknades av en god måluppfyllelse för inflationen i genomsnittliga termer men betydande svängningar förkom till följd av förändringar i energipriserna. Riksbankens prognoser för prisutvecklingen i sin helhet 2003, gjorda under 2001 och 2002, visar på en godtagbar precision, även om vissa delkomponenter i inflationen prognostiserades mindre bra. Den enkla handlingsregeln – att reporäntan ändras med hänsyn till den väntade inflationen på ett par års sikt – ger i allt väsentligt en god beskrivning av politiken 2001-2002.

Inledning

Målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde.²⁵ Riksbanken har valt att precisera denna av riksdagen givna uppgift som en inflationstakt på 2 procent per år mätt i termer av konsumentprisindex (KPI), med ett toleransintervall på +/- 1 procentenhet.

Inflationen 2001 och 2002 har analyserats i motsvarande fördjupningsruta i Inflationsrapport 2002:1 respektive 2003:1. Här fokuserar analysen därför främst på inflationsutfallet 2003. Eftersom penningpolitik påverkar inflationen med viss fördröjning är inflationen 2003 till stor del ett resultat av den penningpolitik som fördes under 2001 och 2002. Analysen av penningpolitiken fokuserar därför på de bedömningar som

gjordes och de reporäntebeslut som fattades under dessa båda år.

Fördjupningsrutan kan sammanfattas på följande sätt:

Måluppfyllelsen under 2003 var bättre än genomsnittet under den hittillsvarande tiden med inflationsmål. Årsgenomsnittet för KPI-inflationen var 2,1 procent och för UND1X-inflationen 2,3 procent. KPI-inflationens genomsnittliga avvikelse från målet (i absoluta termer) under de 12 kalendermånaderna uppgick till 0,6 procentenheter. Motsvarande avvikelse under perioden 1995-2002 var 1,1 procentenheter.

Den goda måluppfyllelsen i termer av årsgenomsnitt döljer stora variationer i inflationen under 2003. Svängningar i energipriserna bidrog till en tillfällig ökning av inflationen i början av året. KPI-inflationen översteg då den övre toleransgränsen. Under resten av året var trenden fallande och inflationen understeg målet i slutet av året.

Precisionen i de prognoser för prisutvecklingen i sin helhet 2003 som gjordes under 2001 och 2002 framstår som god. Bakom detta döljer sig dock större och delvis motverkande prognosfel för de båda delkomponenterna inhemsk respektive importerad inflation. Den inhemska inflationen underskattades medan den importerade inflationen överskattades.

Riksbanken följde under perioden 2001-2002 i allt väsentligt sin enkla handlingsregel att höja reporäntan om inflationsprognosen på två års sikt ligger över inflationsmålet, och vice versa. Räntebesluten bör i den meningen ha varit förståeliga.

Förväntningarna på inflationen 2003 hos ar-

Tabell R3. Jämförelse mellan olika inflationsmått, 2003 och 1995-2002. Tolvmånaderstal, årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt		Standardavvikelse	
	2003	1995-2002	2003	1995-2002
KPI	2,1	1,4	0,7	1,1
UND1X	2,3	1,9	0,5	0,8
UNDIMPX	-0,2	0,9	1,3	1,3
UNDINHX	3,6	2,4	0,2	1,0

Källa: SCB.

25 Lag om Sveriges Riksbank, 1988:1385, 1 kap, 2 §.

betsmarknadens parter och finansmarknadernas aktörer var under 2001 och 2002 stabila. Som mest låg de 0,7 procentenheter över 2-procentsmålet. Arbetsmarknadens parter hade överlag högre inflationsförväntningar än finansmarknaderna.

Inflationsutfall och målavvikelse 2003

Inflationsutfallet 2003

Mätt som årsgenomsnitt var inflationen under 2003 mycket nära målet på 2 procent. KPI ökade med 2,1 procent medan den underliggande inflationen mätt som UND1X (som exkluderar direkta effekter av skatte- och ränteföränd-

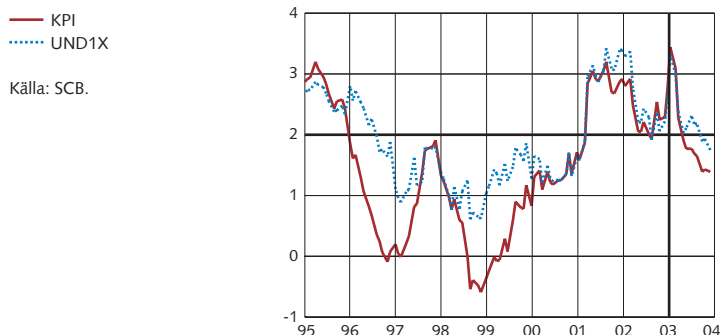
penserades av att priserna på svensk import föll.

Bakom årsgenomsnittet döljer sig dock förhållandevis stora fluktuationer i de löpande utfallen för de 12 kalendermånaderna. Under början av 2003 steg inflationen kraftigt och översteg i januari och februari den övre toleransgränsen på 3 procent mätt både med KPI och med UND1X (se diagram R20). Redan i maj var dock inflationen åter nere på 2-procentsnivån. Den fallande trenden fortsatte under resten av året, om än i något långsammare takt. KPI-inflationen uppgick i december till 1,4 procent. UND1X steg svagt under sommarmånaderna men fortsatte falla under hösten och var 1,7 procent i december.

Uppgången i början av 2003 drevs främst av snabbt stigande energipriser. Dessa, som utgör 8 procent av KPI-korgen, steg med 27 procent under februari och mars jämfört med motsvarande månader 2002. Därefter minskade ökningstakten gradvis, men låg under hela året över 15 procent. De höga energipriserna slog igenom i flera undergrupper till KPI. Exempelvis steg boendekostnaderna, som har en vikt på knappt 30 procent i KPI-korgen, med omkring 6 procent under våren jämfört med ett år tidigare. Även priset på transporter, som utgör 13 procent av KPI-korgen, steg med mellan 4 och 6 procent under det första kvartalet, bl.a. som ett resultat av högre fraktkostnader förknippade med de stigande energipriserna. De inflationsdrivande tendenserna från energiprisökningarna motverkades dock av den svaga utvecklingen av importpriserna bl.a. till följd av en allt starkare krona. Kronan apprecierades med 9 procent i handelsvägda termer mellan januari 2002 och december 2003 (se diagram R21).

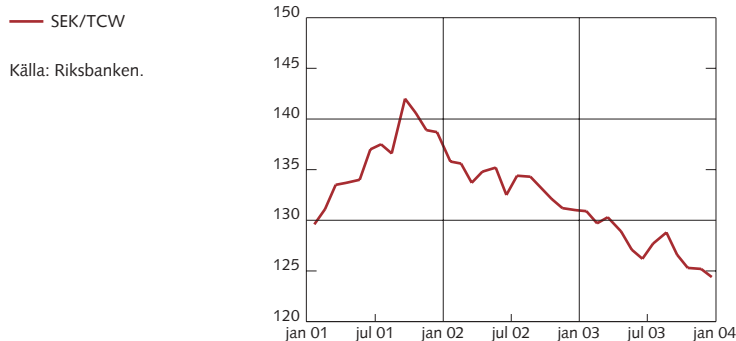
Rensat för energipriserna var inflationsutvecklingen 2003 betydligt stabilare (en diskussion om tillfälliga effekter följer nedan). Inflationen mätt med UND1X exklusive energi uppgick under årets första tre kvartal till mellan 1,4 och 1,9 procent. Därefter avtog ökningstakten till 1,2-1,3 procent under fjärde kvartalet.

Diagram R20. KPI- och UND1X-inflation 1995-2003. Årlig procentuell förändring



ringar) uppgick till 2,3 procent (se tabell R3). Båda inflationsmåten översteg genomsnittet för perioden 1995-2002. Den inhemska inflationen (UNDINHX) var hög, 3,6 procent, men det kom-

Diagram R21. Handelsvägd kronkurs (TCW-index, månadsdata).



Tabell R4. Svensk och utländsk inflation, 2003 och 1995–2002.

	Årsgenomsnitt		Genomsnittlig avvikelse av 12-månaderstal från mål	
	2003	1995-2002	2003	1995-2002
Australien	2,8	2,7	0,3	1,5
Euroområdet	2,1	1,9	0,1	0,5
Kanada	2,8	2,0	0,9	0,7
Norge	2,7	2,3	1,1	1,0
Nya Zeeland	1,8	2,0	0,5	1,0
Storbritannien	2,8	2,5	0,3	0,3
Sverige	2,1	1,4	0,6	1,1

Anm. Följande faktiska eller antagna inflationsmål har använts i beräkningarna: Australien 2,5 procent, EMU 2 procent, Kanada 2 procent, Norge 2,5 procent, Nya Zeeland 2 procent, Storbritannien 2,5 procent och Sverige 2 procent. I Australien och Nya Zeeland är målet specificerat som ett intervall för inflationen (2-3 respektive 1-3 procent). I tabellen har antagits att målet är mittpunkten i intervallen. I dessa båda länder redovisas inflationen dessutom endast kvartalsvis. Intrapolering av kvartalsdata för att skapa månadsdata ändrar endast utfallet för Australien 2003 till 0,4. Beräkningen för Norge avser perioden sedan mars 2001 då inflationsmålpolitiken infördes.

Källa: OECD.

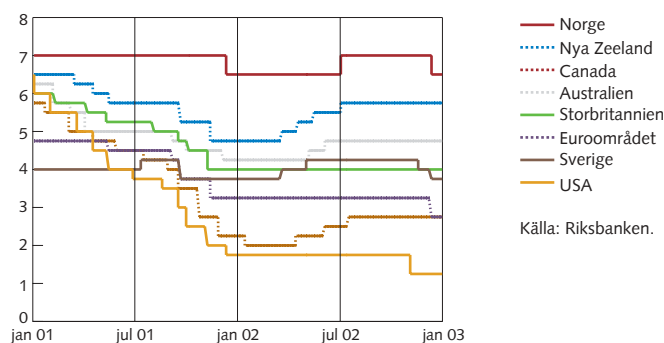
Vid en jämförelse av utfallet 2003 och ett genomsnitt för perioden 1995-2002 kan man konstatera att variabiliteten i inflationen, mätt som standardavvikelsen för 12-månaderstalen, var förhållandevis låg under fjolåret, trots det till synes ganska dramatiska inflationsförloppet (se tabell R3). Det var framförallt den inhemska prisutvecklingen som utvecklades stabilare än under jämförelseperioden.

Inflationens avvikelse från målet

Som konstaterats ovan hamnade inflationen mycket nära målet mätt som årsgenomsnitt. Trots att den svängde en del och under en kortare period t.o.m. översteg den övre toleransgränsen var även de löpande avvikelserna från inflationsmålet små i ett historiskt perspektiv. Den genomsnittliga avvikelsen (i absoluta termer) för de 12 kalendermånaderna, var betydligt lägre än genomsnittet för perioden 1995-2002.²⁶ Den genomsnittliga avvikelsen uppgick under fjolåret till 0,6 för KPI-inflationen och 0,4 för UND1X-inflationen, att jämföra med 1,1 respektive 0,7 för perioden 1995-2002.

En jämförelse av den svenska måluppfyllelsen med andra länder med inflationsmål visar att den svenska inflationen mätt som årsgenomsnitt var närmast målet av sju inflationsmålsregimer. Den genomsnittliga absoluta avvikelsen under de 12 kalendermånaderna var dock mindre i euroområdet, Storbritannien, Australien och

Diagram R22. Styrrentor i Sverige och omvärlden 2001-2002. Procent



Källa: Riksbanken.

Nya Zeeland, medan den var betydligt större i Kanada och Norge (se tabell R4).²⁷

Direktionens penningpolitiska diskussion 2001-2002

Vid ingången av 2001 var reporäntan 4 procent. Den höjdes under sommaren med 0,25 procentenheter, och sänktes två månader senare i samband med terrordåden i USA med 0,50 procentenheter. Under våren 2002 höjdes reporäntan i två steg från 3,75 procent till 4,25 procent. I slutet av året sänktes den åter, likaså i två steg, till 3,75 procent.

Höjningen i juli 2001 motiverades av att den kraftiga försvagningen av kronan under försommaren i kombination med det alltför höga inhemska resursutnyttjandet bedömdes medföra en risk att inflationen skulle komma att överstiga inflationsmålet på ett till två års

²⁶ Den genomsnittliga avvikelsen är beräknad som absolutvärdet av differensen mellan kalendermånadsutfall och inflationsmålet.

²⁷ Under antagande om ett implicit inflationsmål för USA motsvarande de senaste 10 årens genomsnitt, dvs. 2,5 procent, hade även USA en lägre genomsnittlig avvikelse än Sverige 2003, 0,4 procentenheter.

sikt.²⁸ Dessa aspekter övervägde intrycket att konjunkturen, både internationellt och i Sverige, var inne i en avmattningsfas. Kronförsvagningen hade lett till att Riksbanken i juni intervenerat på valutamarknaden.²⁹ Till bilden hör också att inflationen tidigare under året hade ökat kraftigt och i juli 2001 översteg inflationsmålet övre toleransgräns. Både hushållens och räntemarknadens inflationsförväntningar på ett års sikt hade stigit sedan inflationsrapporten publicerades i juni. Riksbankens direktions ansåg det viktigt att sända en klar signal om att inflationsmålet togs på största allvar. Diagram R22 indikerar att de ekonomiska förutsättningarna och de penningpolitiska övervägandena i Sverige skilde sig från de i många andra länder, där penningpolitiken i flera fall hade lagts om i en mer expansiv riktning redan i början av 2001. Beslutet att höja reporäntan var dock inte självklart vilket illustreras av att direktions inte var enig i sitt beslut. Tre ledamöter reserverade sig med hänvisning till den allt svagare konjunkturbilden.

Sänkningen i september 2001 med 0,5 procentenheter skedde vid ett extrainkallat sammanträde efter terrordåden i New York den 11 september. Även Federal Reserve och ECB sänkte sina styrräntor med 0,5 procentenheter medan Bank of England sänkte med 0,25 procentenheter. Direktions ansåg att det dels fanns en risk för instabilitet på finansmarknaderna, dels fanns en risk för att framtidstron hos hushåll och företag skulle försämrats och att den konjunkturavmattning som redan inletts därmed skulle kunna bli djupare och mer långvarig än vad Riksbanken tidigare räknat med. Det talade för att inflationen på två års sikt, med oförändrad reporänta, skulle komma att underskrida Riksbankens inflationsmål.³⁰

Sammantaget kan de penningpolitiska övervägandena under 2001 beskrivas som en avvägning där å ena sidan en svag växelkurs, hög inflation och stigande inflationsförväntning-

ar talade för en stramare penningpolitik, men där å andra sidan en allt svagare konjunkturbild i Sverige och internationellt talade för lättnader. Händelserna den 11 september fick vågskålen att tippa över åt det senare hållet.

Under våren 2002 bedömdes inflationen på ett till två års sikt komma att överstiga målet och reporäntan höjdes i två steg från 3,75 procent till 4,25.³¹ Bakgrunden var att tecknen på en återhämtning av både den internationella och svenska konjunkturen bedömdes bli tydligare. En gradvis uppgång i den underliggande inhemska inflationen i kombination med oväntat höga löneökningar i framförallt tjänstenäringarna talade för att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin hade underskattats. Utvecklingen av löner och inhemska priser ansågs också på ett mer allmänt plan resa frågor om den svenska ekonomins inflationsbenägenhet. Som framgår av diagram R22 höjdes styrräntorna under våren 2002 även i flera andra mindre och medelstora länder där penningpolitiken baseras på ett inflationsmål, t.ex. Nya Zeeland, Australien och Kanada. I USA och euroområdet, liksom i Storbritannien, bedömdes däremot inte förutsättningarna vara sådana att räntehöjningar var motiverade.

I november och december justerades inflationsprognoserna åter ned och reporäntan sänktes lika mycket som den hade höjts under våren. Den väntade och delvis påbörjade återhämtningen hade kommit av sig, konstaterade Riksbankens direktions, och industrikonjunkturen var fortsatt svag såväl i USA som i Europa. Det fanns också en oro för att det utdragna och stora internationella börsfallet sedan början av 2000 hade påverkat hushåll och företag mer än väntat. Diagram R22 visar att motsvarande omvärdering av konjunktur- och inflationsutsikterna gjordes av bl.a. ECB och Federal Reserve.

Penningpolitiken under 2002 kan kortfattat sammanfattas på följande sätt. Lättnaderna

28 Det publicerades ingen inflationsrapport, och därför ingen sifferfatt prognos, i anslutning till detta möte. Prognosen för den riskjusterade UND1X-inflationen på två års sikt var i Inflationsrapport 2001:2 (maj) 2,1 procent.

29 För en utförligare diskussion om interventionerna sommaren 2001, se Heikensten, L. och A. Borg, "Riksbankens valutainterventioner-beredning, beslut och kommunikation", *Penning- och valutapolitik*, 2002:1.

30 Även detta möte hölls mellan två inflationsrapporter. Den senast publicerade inflationsprognosen var den i Inflationsrapport 2001:2 (maj) som uppgick till 2,1 procent på två års sikt i termer av riskjusterad UND1X.

31 I Inflationsrapport 2002:1 var prognosen för den riskjusterade UND1X-inflationen 2,3 procent på två års sikt.

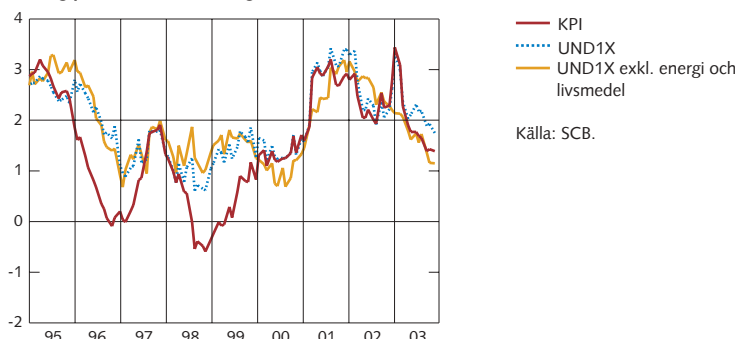
i den ekonomiska politiken efter terrordåden i USA i september 2001 bidrog till en måttlig återhämtning av den internationella och inhemska konjunkturen. Detta föranledde justeringar uppåt av inflationsprognoserna vilket ledde till räntehöjningar. Under andra halvåret började det stå alltmer klart att återhämtningen kommit av sig och tillväxten dämpades.³²

Tillfälliga effekter på inflationen

En av de specifika frågor som kommit i fokus under perioden 2001-2003 är hur penningpolitiken bör reagera då kraftiga prisrörelser på vissa enskilda produktgrupper sätter tydliga spår i den allmänna prisutvecklingen. Detta har skett vid framförallt två tillfällen under de senaste åren. Det handlar dels om den markerade nivåhöjningen på inflationen från början av 2001 in på 2002, dels om den mer tillfälliga uppgången i början av 2003 (se diagram R23). Vid det första av dessa tillfällen bidrog betydande prishöjningar på vissa livsmedel och energi till inflationsuppgången, även om också andra faktorer, såsom ett relativt högt resursutnyttjande, spelade en viss roll. Lägre energi- och livsmedelspriser var sedan viktiga förklaringar till att inflationen föll tillbaka under våren 2002. Den mer kortvariga uppgången under 2003 förklaras till stor del av svängningar i energipriserna.

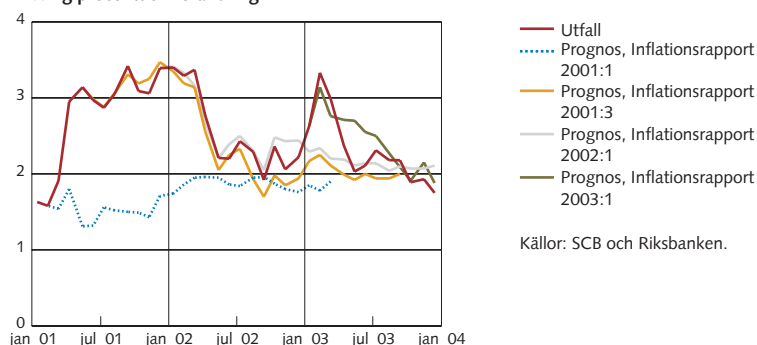
Kraftiga prisförändringar på enskilda produktgrupper kommer ofta överraskande och är därför svåra att prognostisera. Ett skäl till detta är att prisrörelserna vanligen beror på utbudstörningar till följd av förändringar i faktorer som i sin tur är svåra eller omöjliga att förutsäga, exempelvis väderleksförhållanden eller det världspolitiska läget. Svårigheterna kan illustreras med hjälp av diagram R24 som visar att de prognoser som gjordes under 2001 och 2002 missade den kraftiga tillfälliga uppgången i inflationen under 2003. Men diagrammet visar också att två-årsprognosen som gjordes före chockerna var relativt god.

Diagram R23. KPI, UND1X och UND1X exkl energi och livsmedel 1995-2003. Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Diagram R24. Inflationsutfall och inflationsprognoser för UND1X 2001-2003. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Varaktig eller tillfällig effekt på inflationen?

Riksbanken försöker alltid göra en bedömning av om en förändring i inflationen kommer att vara varaktig eller om den kan förväntas vara förhållandevis snabbt övergående. Eftersom penningpolitiken är framåtblickande är det avgörande hur prognoserna för inflationen påverkas. Om effekterna väntas bli varaktiga påverkas den prognostiserade inflationsbanan inte bara under den allra närmaste framtiden utan även på längre sikt. Detta kan bli fallet om t.ex. en kraftig höjning av vissa priser via kostnadsökningar i olika led sprider sig till allt fler priser i ekonomin och därför också får fotfäste i förväntningsbildningen. I ett sådant fall finns skäl att lägga om penningpolitiken i mer åtstramande riktning.

Om effekterna däremot förväntas vara ganska snabbt övergående påverkas inte

32 Prognosen för svensk BNP-tillväxt 2003 reviderades ned mellan Inflationsrapport 2002:2 (juni) och Inflationsrapport 2002:3 (oktober) från 2,7 till 2,3 procent. Tillväxtprognosen för 2004 justerades samtidigt ned från 2,5 till 2,1 procent.

inflationsprognoserna på den horisont som penningpolitiken normalt fokuserar på (ett till två år) och det finns därför inte skäl att ändra räntan. I vissa fall kan dock prognosen på denna horisont påverkas samtidigt som effekterna väntas avklinga strax bortom prognoshorisonten. Det kan även då finnas skäl att avvakta med ränteförändringar. Det förtjänar i detta sammanhang att påpekas att det inte finns någon skarp gräns mellan vad som är temporärt respektive mer varaktigt. Frågan kompliceras av att det i en förändring som till största delen är tillfällig även kan finnas en mer varaktig del. Exempelvis beror energiprisutvecklingen inte bara på väderförhållanden utan även på fluktuationer i efterfrågan och långsiktiga förändringar orsakade av t.ex. ändrade regleringar och ändrade skatter.

Riksbanken gjorde bedömningen att de båda inflationsuppgångarna under perioden 2001-2003 hade ett betydande temporärt inslag, vilket framgår av prognoserna i diagram R24. Det gäller i synnerhet uppgången 2003, men till stor del även den tidigare. Det ser i efterhand ut att ha varit korrekta bedömningar.

I maj 2001 konstaterades att prisuppgången under våren 2001 huvudsakligen var koncentrerad till ett fåtal varugrupper där priserna stigit

av lätt identifierbara skäl som inte var relaterade till det allmänna efterfrågeläget. Tillgången på vatten i kraftmagasinen hade varit låg under föregående vinter samtidigt som olika sjukdomar hade drabbat nötkreatur. Energi- och livsmedelspriserna sjönk sedan tillbaka och bidrog i hög grad till inflationsnedgången under våren 2002.

I inflationsrapporten i mars 2003 konstaterades att den observerade kraftiga uppgången i inflationen i huvudsak berodde på höjda energipriser till följd av extremt låga vattennivåer i kraftdammarna och höjda oljepriser. Energiprisuppgången bedömdes i allt väsentligt medföra bara tillfälliga effekter på prisnivån och inflationen väntades falla tillbaka under våren i takt med sjunkande el- och oljepriser (se diagram R24). Energipriserna föll sedan också under de påföljande månaderna och inflationen sjönk med ungefär en procentenhet.

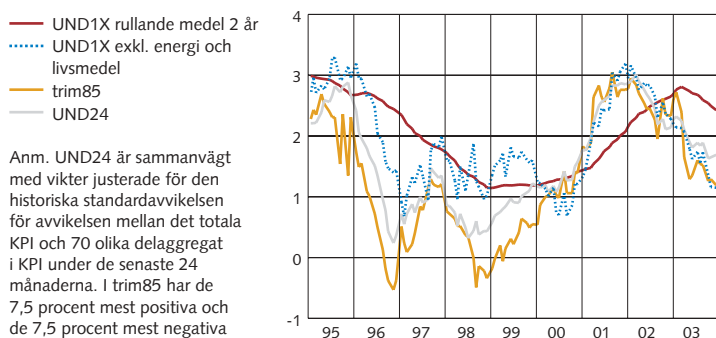
Inflationsutvecklingen rensad för tillfälliga effekter

För att få en bild av den mer underliggande, konjunkturrelaterade, inflationsutvecklingen har Riksbanken ibland valt att lyfta fram inflationsindex som är rensade för tillfälliga effekter. I diagram R25 visas några av de mått på den underliggande inflationen som Riksbanken brukar använda sig av.

Eftersom de flesta av måtten på den underliggande inflationen stiger i början av 2001 är det tydligt att inflationsutvecklingen då också påverkas av mer underliggande, konjunkturrelaterade, faktorer.

Skälet till att Riksbanken valt att lyfta fram UND1X och, under senare år, UND1X exklusive energi och UND1X exklusive livsmedel och energi är inte att dessa mått skulle vara bättre målvariabler. Syftet är istället att illustrera att det finns förhållandevis lätt identifierbara skäl till de större avvikelser från målet som kunnat observeras sedan inflationsmålet infördes (sänkt ränteläge i slutet av 1990-talet och volatila livsmedels- och energipriser i början av 2000-talet).

Diagram R25. Månadsutfall för UND1X exklusive livsmedel och energi, UND1X rullande 24-månaders medelvärde, UND24 samt trim85, 1995-2003. Årlig procentuell förändring



Anm. UND24 är sammanvägt med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen för avvikelser mellan det totala KPI och 70 olika delaggregat i KPI under de senaste 24 månaderna. I trim85 har de 7,5 procent mest positiva och de 7,5 procent mest negativa prisförändringar under varje månad exkluderats.

Källor: SCB och Riksbanken.

Prognoser och penningpolitiska beslut

Riksbanken brukar beskriva sin inflationsmåls- politik i termer av en enkel handlingsregel: om inflationsprognosen på ett till två års sikt överstiger två procent (givet ett antagande om oförändrad reporänta) ska reporäntan normalt sett höjas, och vice versa. Mot den bakgrunden bör en utvärdering av penningpolitiken, förutom en undersökning av graden av måluppfyllelse, också innehålla en analys av prognosernas kvalitet och en analys av i vilken mån de ränte- beslut som tagits framstår som rimliga, givet de prognoser som gjorts.

Nedan följer olika ansatser för att analysera Riksbankens agerande 2001-2002. Avsnittet är uppdelat i två underavsnitt. Det första är en genomgång av Riksbankens prognoser. Det andra avsnittet syftar till att undersöka hur konsekvent, eller lättförståeligt, Riksbankens agerande varit. Den förda penningpolitiken jämförs med de räntebanor som några enkla regler ger. Avsnittet avslutas med en kort genomgång av inflationsför- väntningarnas utveckling under 2001 och 2002.

Prognosernas kvalitet

De inflationsprognoser som vägleder penning- politiken är behäftade med osäkerhet. Utöver en bedömning av den mest sannolika konjunktur- och inflationsutvecklingen (huvudscenariot) gör Riksbanken även värderingar av osäkerheten i

prognoserna. I inflationsrapporterna illustreras det med ett osäkerhetsintervall runt den mest sannolika utvecklingen. Huruvida osäkerheten är större eller mindre än normalt och i vilken mån uppåt- eller nedåtrisker dominerar kan ha betydelse för räntebesluten.

Ett rimligt krav vid en utvärdering av pen- ningpolitiken är att Riksbankens prognoser i genomsnitt inte ska vara sämre än de prognoser som andra prognosmakare gör. Ett problem i det avseendet är att Riksbankens prognoser baserar sig på antagandet om konstant reporänta under prognosperioden. Det är därmed naturligt att de skiljer sig från andra prognosmakares prognoser, eftersom de senare kan vara baserade på be- dömningar om att reporäntan faktiskt förändras. Om reporäntan ändras mycket under perioden kan därför en jämförelse med andra prognos- makare bli missvisande. Det bör dock framhållas att reporänteförändringarna under perioden varit förhållandevis begränsade. Ett ytterligare problem vid en jämförelse är att olika bedöma- res prognoser publiceras vid olika tillfällen och därmed inte bygger på samma information. Analysen nedan är således förknippad med vissa brister.

Prognoserna under 2001 och 2002 för inflationen 2003 var stabila och låg relativt nära utfallet (se tabell R5). Ökningstakten i KPI överskattades något medan UND1X-inflationen

Tabell R5. Riksbankens prognoser samt utfall för 2003 för några viktiga variabler för inflationsprognosen.

Årsgenomsnitt	IR 01:1	IR 01:2	IR 01:3	IR 01:4	IR 02:1	IR 02:2	IR 02:3	IR 02:4	Utfall
BNP-tillväxt 2002				1,8	1,6	1,6	1,7	1,5	1,9
TCV	-	123,6	131	127	127,2	128,2	128	128	127,6
Oljepris USD	22,2	22,2	22,2	22,2	22,9	23,5	24,9	23,9	28,8
Hushållens konsumtion	2,1	2,4	2,1	2,1	2,5	2,4	2,0	2,1	2,0
Lön i näringslivet	3,9	3,9	3,7	3,6	4,1	4,1	3,8	3,9	3,3*
Enhetsarbetskostnad i näringslivet	2,2	2,0	1,7	1,8	1,9	1,9	1,8	2,8	1,4*
Internationella exportpriser	1,2	1,2	0,9	0,7	1,5	1,5	1,1	0,9	0,5*
UNDINHX	-	-	-	2,4	2,8	2,8	2,7	2,9	3,6
UNDIMPX	-	-	-	0,9	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,2
UND1X	-	-	-	1,9	2,1	2,0	1,9	1,9	2,3
KPI	-	-	-	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1

Anm. Prognosen för BNP-tillväxten avser 2002 eftersom aktivitetsnivån i ekonomin påverkar inflationstrycket med en viss tidsfördröjning. Hushållens konsumtion, lön i näringslivet, enhetsarbetskostnad i näringslivet, internationella exportpriser, UNDINHX, UNDIMPX, UND1X och KPI är årlig förändringstakt. Internationella exportpriser är OECD-vägda.

* Utfall för 2003 är ännu inte tillgängliga. Siffran anger prognosen för 2003 publicerad i Inflationsrapport 2003:4.

Källor: SCB och Riksbanken.

underskattades med upp till 0,4 procentenheter. Även prognoserna som gjordes under 2002 på växelkursen (mätt i TCW-termer) var stabila och låg nära utfallet. Prognoserna för andra variabler var mindre träffsäkra. Den inhemska inflationen underskattades t.ex. med mellan 0,7 och 1,2 procentenheter. Även BNP-tillväxten 2002 och oljepriset 2003 underskattades. Samtidigt överskattades löneutvecklingen och ökningen av enhetsarbetskostnaderna ("unit labour cost", ULC) i näringslivet kraftigt, liksom de internationella exportpriserna. Också den importerade inflationen överskattades påtagligt, trots de förhållandevis träffsäkra växelkursprognoserna.

I jämförelse med andra bedömare placerar sig Riksbanken mellan Konjunkturinstitutet och ett genomsnitt av övriga prognosmakare när det gäller precisionen i KPI-prognosen 2003. Medelkvadratfelet under 2001 och 2002 var 0,02 för Konjunkturinstitutet, 0,04 för Riksbanken och 0,06 för övriga.³³

De penningpolitiska besluten 2001 och 2002

Ett sätt att undersöka de penningpolitiska beslutens rimlighet är att försöka besvara frågan om de penningpolitiska besluten varit lättförståeliga givet de prognoser som Riksbanken gjort eller, annorlunda uttryckt, om Riksbanken agerat konsekvent. Nedan görs detta genom att de fattade räntebesluten ställs i relation till den enkla handlingsregel som Riksbanken normalt säger sig följa. En jämförelse görs också med en räntesättningsregel som i efterhand visat sig bättre kunna beskriva Riksbankens faktiska agerande. I den mån den faktiska räntan avviker påtagligt från dessa regler diskuteras förklaringar till detta. Räntebesluten kan även utvärderas enligt andra kriterier. Avslutningsvis studeras om penningpolitiken uppfattats som trovärdig i bemärkelsen att inflationsförväntningarna hållit sig kring inflationsmålet. Eftersom penningpolitiken verkar med viss fördröjning fokuserar framställningen som tidigare huvudsakligen på räntebesluten under 2001 och 2002.

Riksbanken brukar beskriva inflationsmålspolitiken med hjälp av följande enkla handlingsregel: om inflationsprognosen på ett till två års sikt överstiger 2 procent (givet ett antagande om oförändrad reporänta), ska reporäntan normalt sett höjas, och vice versa. Det är viktigt att notera att detta inte är en exakt handlingsregel som banken följer mekaniskt. Ett skäl till att inte följa regeln mekaniskt är att s.k. utbudsstörningar kan påverka inflationen i motsatt riktning till störningens påverkan på aktivitetsnivån i ekonomin. En kraftig höjning av oljepriset t.ex., såsom var fallet under 1970-talet, kan leda till stigande inflation men negativa effekter på tillväxten. I sådana fall kan en snabb återgång till inflationsmålet vara förenat med stora makroekonomiska kostnader. Ett annat skäl kan vara att ekonomin utsätts för inflationsimpulser som visserligen påverkar inflationsprognoserna på ett till två års sikt, men vars effekter klingar av snabbt bortom den horisonten.

Den enkla handlingsregeln baserad på inflationsprognoser är en förenkling av räntepolitiken men sätter fokus på Riksbankens mål att uppnå 2 procents inflation. Regeln är mot den bakgrunden en naturlig utgångspunkt vid en analys av Riksbankens räntebeslut. Givet att en sådan regel i normalfallet beskriver den faktiska politiken förhållandevis väl kan den användas för att göra goda prognoser av penningpolitiken, vilket i sin tur minskar risken för att Riksbankens beslut uppfattas som överraskande. Regeln kan t.ex. formaliseras på följande sätt:

$$i_t = i_{t-1} + \alpha(\pi_{t+8}^p - 2)$$

där i_t betecknar reporäntan i kvartal t , π_{t+8}^p prognosen för inflationen om två år (8 kvartal) och α en positiv koefficient. Ekvationen säger alltså att om prognosen överstiger inflationsmålet, dvs. om uttrycket inom parentes är positivt, så ska reporäntan sättas högre än kvartalet innan.

Hur väl har då Riksbanken följt denna enkla handlingsregel? Diagram R26 visar sambandet mellan prognosens avvikelse från inflationsmålet

³³ Rangordningen är i linje med den i den mer omfattande prognosjämförelsen av 16 prognosmakare under perioden 1993-2001 i Blix, M., K. Friberg och F. Åkerlind, "An evaluation of forecasts for the Swedish economy", *Penning- och valutapolitik*, 2002:3.

publicerade prognoser över inflation och BNP-tillväxt för olika horisonter, kan en empiriskt anpassad penningpolitisk reaktionsfunktion skattas. En sådan reaktionsfunktion som visat sig fungera väl sedan 1993 är följande:³⁴

Räntesättningen tar enligt denna regel hänsyn till det rådande ränteläget, till inflationsprognoserna gjorda i kvartal t för innevarande

$$i_t = 0,26 + 0,73i_{t-1} + 0,19(\pi_{t,0}^p - 2) + 0,49(\pi_{t,1}^p - 2) + 0,14y_{t,0}^p + 0,20y_{t,1}^p$$

och diagram R27). Liksom för den enkla regeln inträffar den enda riktigt betydande avvikelser i september 2001. Även här kan dataproblem vara en del av förklaringen eftersom de prognoser som associerats med penningpolitiska möten som inte sammanfaller med publiceringen av en inflationsrapport har konstruerats på samma sätt som ovan.

år ($t, 0$) och nästkommande år ($t, 1$) och deras avvikelse från tvåprocentmålet, samt till prognoserna över BNP-tillväxten innevarande år och nästkommande år ($y_{t,0}^p$ och $y_{t,1}^p$).

Endast vid 4 av de 18 penningpolitiska mötena är avvikelserna mellan den faktiska reporäntan och den ränta som regeln implicerar 0,25 procentenheter eller större (se tabell R6

Inflationsförväntningarna för 2003

Inflationsförväntningarna är viktiga för såväl företagens prissättningsbeteende som lönebildningen och därmed för inflationen. Om aktörerna i ekonomin litar på att inflationen verkligen hålls på en låg nivå så leder detta till att företagen inte lika ofta anser sig behöva ändra sina priser vid t.ex. kostnadsökningar som uppfattas som

Tabell R6. Faktisk reporänta och beräknad reporänta enligt en anpassad regel.

Tidpunkt för penningpolitiskt möte	Reporänta beräknad på riskjusterad UND1X enligt anpassad regel	Reporänta före/efter beslut
2001		
01-02-01	4,1	4,0
IR 01:1	3,8	4,0
01-04-26	3,8	4,0
IR 01:2	3,8	4,0
01-07-05	4,0	4,0/4,25
01-08-23	4,0	4,25
01-09-19	4,2	4,25/3,75
IR 01:3	4,0	3,75
IR 01:4	3,7	3,75
2002		
02-02-07	3,9	3,75
IR 02:1	4,1	3,75/4,0
02-04-25	4,2	4,0/4,25
IR 02:2	4,3	4,25
02-07-04	4,2	4,25
02-08-15	4,2	4,25
IR 02:3	4,1	4,25
02-11-20	4,1	4,25/4,0
IR 02:4	3,9	4,0/3,75

Anm. Inflationsprognoserna vid penningpolitiska möten som inte sammanfaller med publiceringen av en inflationsrapport har approximerats med genomsnittet av närmast föregående och närmast efterföljande prognos.

34 Berg, C., P. Jansson och A. Vredin, "How useful are simple rules for monetary policy? The Swedish experience", opublicerad uppsats, mars 2004, Sveriges riksbank.

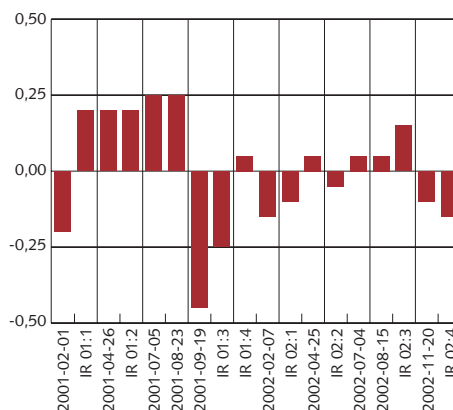
tillfälliga. På samma sätt kan stabila inflationsförväntningar medföra att löneutfallen hamnar på rimliga nivåer, vilket underlättar Riksbankens strävan att uppnå prisstabilitet.

Att inflationsförväntningarna ligger fast förankrade på målet är emellertid inget skäl till att Riksbanken ska låta reporäntan vara oförändrad. Snarare ska detta ses som ett tecken på att allmänheten förväntar sig att Riksbanken gör det som krävs för att inflationen ska bli 2 procent. Med andra ord kan inflationsförväntningarna ses som ett mått på allmänhetens förtroende för att Riksbanken uppnår inflationsmålet.

Om inflationsförväntningarna däremot avviker från målet tyder detta på att allmänheten inte tror att Riksbanken klarar av att hålla inflationen på målet. Riksbanken kan då behöva justera reporäntan i en annan takt än vad som speglas i förväntningarna om den framtida penningpolitiken. På detta sätt utgör olika mått på inflationsförväntningar och marknadens förväntningar om penningpolitiken ett komplement till Riksbankens egna inflationsprognoser.

Under 2001 och 2002 har förväntningarna på inflationstakten 2003 generellt sett legat något över målet men väl inom toleransintervallet (se diagram R28). De låg som högst i slutet av 2001 och minskade därefter gradvis ner till en nivå kring 2,3 procent. Finansmarknadsaktörer har under de två åren genomgående haft något lägre inflationsförväntningar än arbetsmarknadens parter och näringslivets inköpschefer. Sammantaget verkar Riksbankens agerande under 2001 och 2002 ha varit förenligt med en bibehållen trovärdighet för inflationsmålet.

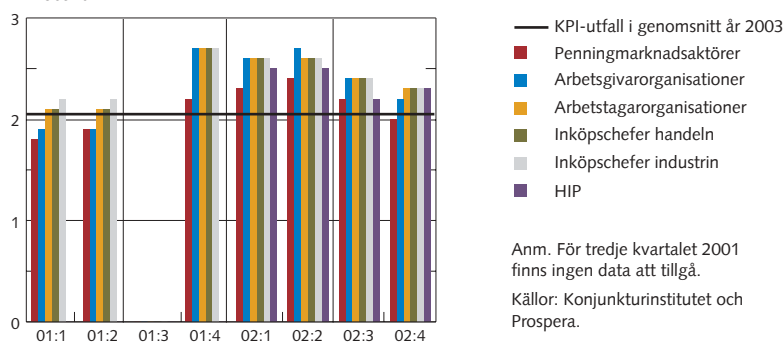
Diagram R27. Skillnaden mellan faktisk reporänta och en reporänta beräknad med en anpassad regel. Procentenheter



Anm. Regeln beräknas på årsgenomsnittsprognoser och diagrammet är baserat på resultaten i tabell R6.

Källa: Riksbanken.

Diagram R28. Olika aktörers inflationsförväntningar för 2003 under 2001 och 2002. Procent



Anm. För tredje kvartalet 2001 finns ingen data att tillgå.

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera.