

«Markedet venter på KPI-JAE»

Øystein Dørum

For aktørene i det norske rente- og valutamarkedet er utviklingen i konsumprisene, og spesielt kjerneprisene, det viktigste norske nøkkeltallet. Dette reflekterer prisvekstens betydning for pengepolitikken. Avvik mellom anslag og utfall kan gi opphav til store markedsbevegelser og dermed store tap eller gevinster. Dessverre er ikke analytikernes treffsikkerhet stort bedre enn naive metoder.

Overskriften over er hentet fra DNB Markets' morgenrapport 10. november 2006. En litt tilfeldig valgt overskrift, men ikke en tilfeldig valgt dato. For den tiende i hver måned, litt før klokken ti, er nervene ekstra spent hos mange i meglerrommene.

Makroøkonomiske nøkkeltall kan flytte markedsprisene, og dermed avgjøre om meglere kommer ut av dagen (og i noen tilfeller måneden) i pluss eller minus.

Fra en norsk markedsaktørs ståsted er de viktigste makroøkonomiske begivenhetene rentemøtene i sentralbankene i USA, eurosonen og Norge. I tillegg kan enkelte utenlandske nøkkeltall også flytte markedet. Interessen for utenlandske rentemøter og nøkkeltall skyldes bare i ubetydelig grad koblingen mellom aktiviteten utenlands og aktiviteten her hjemme, men snarere at finansmarkedene blir stadig mer integrerte. Et utenlandsk makrotall som indikerer raskere renteoppgang utenlands vil, alt annet like, normalt også trekke norske renter opp.

I perioder med særlig oppmerksomhet om den makroøkonomiske utviklingen i Norge kan tall som arbeidsledighet, detaljomsetning og – som nå – oljeinvesteringstellingen flytte markedsprisene. Men hovedregelen er at norske nøkkeltall sjelden beveger markedskursene noe særlig.

Hovedregelen har ett viktig unntak. Konsumprisindeksen har nesten alltid potensial for å bevege markedskursene. Årsaken er konsumprisindeksens betydning for rentesettingen. Slik har det vært en stund. I den første inflasjonsrapporten fra Norges Bank i september 1996 – da Norge ennå hadde et valutakursmål – het det at «lav pris- og kostnadsvekst over tid, på linje med eller lavere enn handelspartnerne, er en forutsetning for en stabil kronekurs.» Og fra mars 2001 var dette formalisert, i og med innføringen av målet om 2,5 prosent inflasjon «over tid».

Allerede i den første inflasjonsrapporten ble det presentert ulike mål for den underliggende prisutviklingen, både korrigert for elektrisitetspriser og avgifter. Svingninger i avgifter og strømpriser sa lite om det faktiske presset i norsk økonomi, og var lite relevant om man skulle forsøke å anslå prisutviklingen fremover. Og der Norges Bank gikk foran, fulgte analytikerne etter. I DNB lagde vi i mange år således vår egen indikator for konsumprisutviklingen korrigert for endringer i statlige avgifter og subsidier, og bensin- og elektrisitetspriser.

Rett etter at inflasjonsmålet ble innført etablerte Statistisk sentralbyrå en konsumprisindeks justert for prisveksten på energivarer. I juni samme år publiserte Norges Bank så en egen prisindeks for konsumprisene justert for energivarer og avgifter, KPIXE. Denne levde ikke lenge, for allerede 10. oktober – tre uker før Norges Banks neste pengepolitiske rapport – etablerte Statistisk sentralbyrå sin egen indikator for den underliggende prisstigningen, KPI-JAE. Siden da har markedets oppmerksomhet om inflasjonsutviklingen i Norge vært knyttet til denne indikatoren.

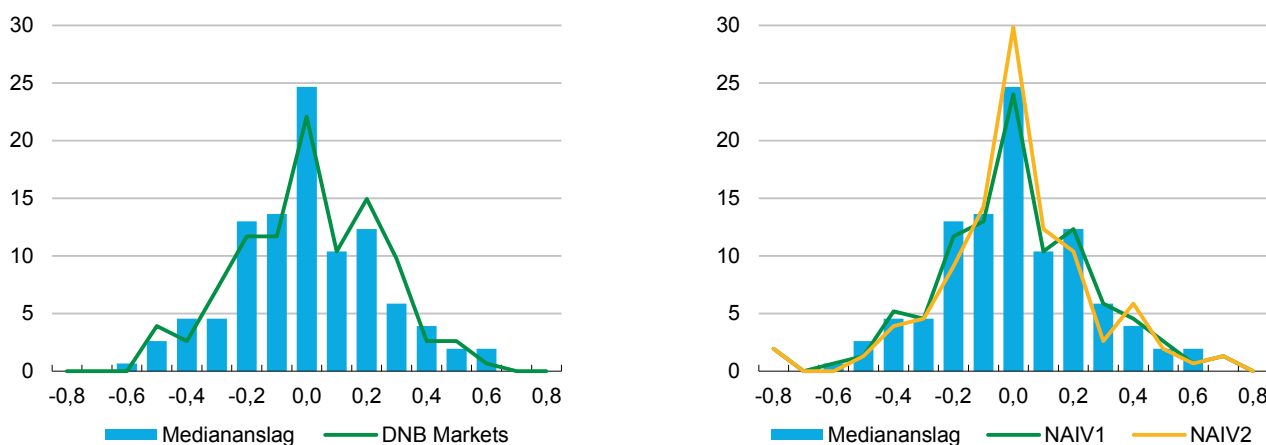
Reuters hadde lenge innhentet anslag fra analysemiljøene i norske og utenlandske banker for utviklingen i konsumprisindeksen for alle varer og tjenester. Fra og med årsskiftet 2002 begynte man innhenting av anslag også for utviklingen i KPI-JAE. Reuters fortsatte å innhente anslag også på utviklingen i KPI, men disse har etter etableringen av KPI-JAE vært omfattet med relativt liten interesse. Siden da har det vært innhentet anslag i nesten 13 år, til sammen 154 månedsanslag.

Typisk gir 8-10 ulike analysemiljøer anslag på KPI-JAE hver måned. I begynnelsen av hver måned sitter disse 8-10 – i hvert fall de grundigste av dem – og går gjennom konsumprisindeksens undergrupper, og beregner sesongmønster og underliggende tendenser i disse. I tillegg vurderes endringer i den importveide kronekursen, og eventuell mikroinformasjon en måtte ha.

Treffsikkerheten er akseptabel, men dessverre heller ikke mer. Figur 1 viser fordelingen av avvikene mellom mediananslaget fra de 8-10 analytikerne og den faktiske tolv månedersveksten i KPI-JAE. Den månedlige

Øystein Dørum er sjeføkonom i DNB Markets
(oystein.dorum@dnb.no)

Figur 1. KPI-JAE: Faktisk – anslag. Prosentvis fordelig av avvik



Kilde: Statistisk sentralbyrå/Thomson Datastream/DNB Markets.

variasjonen i endringen i tolv månedersendringen i KPI-JAE, målt ved ett standardavvik, utgjør 0,3 prosentpoeng. Bare 24 av mediananslagene, tilsvarende 16 prosent, avviker mer enn dette. En fjerdedel av anslagene treffer blink. Om «skivebommer» defineres som avvik større enn 0,5 prosentenheter, er det fire slike.

Når dette likevel ikke kan karakteriseres som mer enn akseptabelt, er det fordi naive metoder treffer nesten like godt. I figuren over har vi vist treffsikkerheten for to slike. NAIV1 forutsetter helt enkelt at tolv månedersendringen i KPI-JAE blir den samme som måneden før, mens NAIV2 antar at månedsendringen i KPI-JAE blir som gjennomsnittlig månedsendring de foregående 10 årene. Siden KPI-JAE på nivåform bare er publisert fra desember 2002 må vi bruke våre egne anslag på indeksen for å beregne månedsendringer før dette.

Forskjellen mellom de to er at NAIV2 også får tatt hensyn til baseeffekten. Dersom månedsendringen året før avviker fra normalt sesongmønster vil et normalt sesongmønster gi et skift i tolv månedersraten. Valg av metode spiller imidlertid ikke så veldig stor rolle, jf. figur 2. De to naive metodene gir omtrent samme treffprosent, men NAIV2 er hakket mer treffsikker enn NAIV1, slik en også kunne vente. Mer oppsiktsvekkende er at de naive metodene ikke ligger langt bak de profesjonelle prognosemakerne. NAIV2 har faktisk flere innertiere (30 prosent) enn mediananslaget, og bare 26 utenfor pluss/minus ett standardavvik. NAIV1 har en fjerdedel innertiere og 28 utenfor. Der de naive metodene særlig skiller seg fra de profesjonelle, er i halene: Det er færre spesielt store avvik for de profesjonelle enn de naive, som kan tyde på at de profesjonelle har, og gjør bruk av, noe tilleggsinformasjon som gjør dem noe bedre til å treffe på den faktiske utviklingen.

Selv de beste bomber. I figur 1 har jeg også tatt med fordelingen av DNB Markets' anslagsfeil for KPI-JAE i denne perioden. Det er noen færre innertiere (drøye en av fem), men til gjengjeld er det færre store bomber.

Bare 19 av anslagene bommer mer enn tre tideler. Og mens mediananslaget har 4 skivebommer, har DNB én.

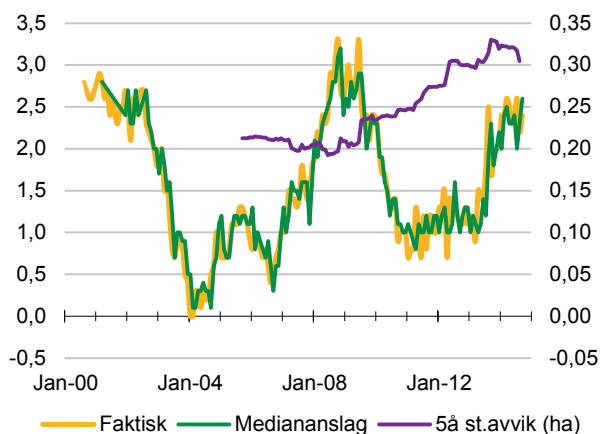
Kanskje litt overraskende er alle skivebommene av helt ny dato.

Fra juli 2012 til juli 2013 steg kjerneprisene målt ved KPI-JAE med 1,8 prosent. Mediananslaget var 1,2 prosent, vårt det samme. Mye var annerledes enn normalt. Fra juni til juli økte matvareprisene med 2,4 prosent. Dette var den sterkeste månedlige prisveksten på matvarer i juli siden 1982 (og da var samlet kjerneinflasjon nesten 12 prosent). Skylden fikk jordbruksoppgjøret og den faste, årvisse prisjusteringen 1. juli som følge av dette. Det tradisjonelle julisalget på klær ga det minste prispallet på tolv år. Og mens møbelpriene normalt er omtrent uendrede i juli, bidro møbelsalg i mai og juni til relativt sterk prisoppgang i juli.

Allerede måneden etter kom det neste inflasjonssjokket: I august spratt tolv månedersveksten i kjerneprisene opp i 2,5 prosent, godt over mediananslaget på 1,9 prosent. (DNB lå en tidel nærmere fasit.) Matprisene falt som normalt i august, men vi (og andre?) hadde regnet med en større nedgang etter hoppet i juli. Den gang ei. Og klesprisene, som normalt faller ytterligere noe i august måned, de steg, om enn beskjedent.

Og det fortsatte. Tredje kvartal i fjor var en elendig periode for prognosemakerne. I septemberanslagene hadde de tatt innover seg at kjerneinflasjonen hadde kommet opp, og anslo derfor en tolv månedersvekst på 2,3 prosent. DNB lå en tidel lavere. Men da falt kjerneinflasjonen tilbake til 1,7 prosent. Igjen var det matprisene som tok oss og andre på sengen. Vi antok normal prisvekst i september, 0,5 prosent fra måneden før. I stedet falt matprisene 0,2 prosent. Tilsvarende ventet vi normal prisoppgang på høstkolleksjonen i klesbutikkene, 7 prosent, men butikkene la bare på halvparten. Prisene på transporttjenester, herunder flyreiser, var uendrede fra måneden før. Dette var den

Figur 2. KPI-JAE. Prosentvis endring år/år



Kilde: Statistisk sentralbyrå/Thomson Datastream/DNB Markets.

laveste månedsendringen på ti år, og langt under vårt anslag på 4 prosent økning.

Den siste store bommen gjaldt juli i år. Medianslaget var 2,0 prosent, utfallet seks tideler høyere. DNB anslo 2,1 prosent. Igjen var det matprisene som overrasket. Normalt stiger matprisene med 1,0 prosent i juli, i år steg de med over 3 prosent.

At vi og andre bommer er neppe så rart. For deler av prisutviklingen er – på et vis – stokastisk. Når fire, snart tre, dagligvaregiganter fastsetter matprisene, i et slags samspill med VGs matbørs og folks værbedingede etterspørsel, er det krevende å «gjette» riktig. Mikroobservasjoner fra den matbutikken man selv betjenes av midtveis i feriemåneden blir fort en dårlig indikator på hva Statistisk sentralbyrå fanger opp i sine adskillig mer finmaskede prisundersøkelser.

Og det er heller ikke alltid man har fantasi til å lete der man burde. Når det «plutselig» dukker opp bestselgere i bokhandelen med et høyere sidetall og dermed høyere pris enn det normale, er dette ikke så lett å tenke på i forkant. Men etter hvert har vi i hvert fall lært oss å ta hensyn til at prisene på flyreiser skrus opp i forbindelse med høytider.

Én mulig årsak til at de store bommene stort sett er av nyere dato er at volatiliteten i KPI-JAE har økt over tid, jf. figuren under. Dette skyldes sikkert flere forhold, men en viktig bidragsyter har trolig vært den økende bruken av strekkodedata. Dette gir mye mer presis informasjon om den faktiske prisutviklingen, spesielt i dagligvarehandelen, og dermed bedre statistikk. Samtidig blir analytikernes jobb mer utfordrende.

Analytikernes fokus på konsumprisindeksen skyldes at markedsaktørene følger med på denne, som igjen reflekterer at inflasjonsutviklingen er viktig for rentesettingen og kronekursen. Derfor vil avvik mellom forventning og utfall normalt bevege markedsprisene,

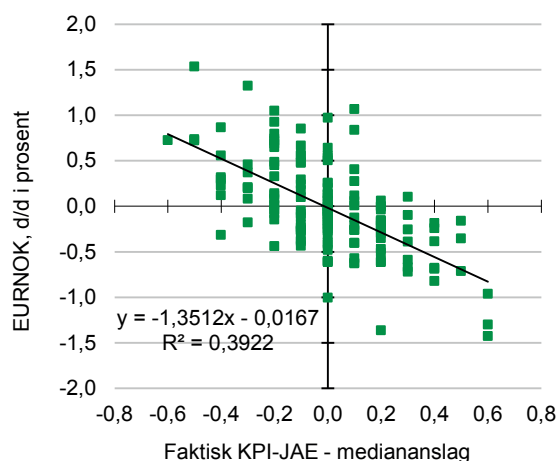
som jeg kommer tilbake til under. Som det het i den nevnte morgenrapporten: «Dagens store hendelse er inflasjonen i Norge. Konsensus er at kjerneinflasjonen vil ende... over anslaget til Norges Bank... Dermed øker sannsynligheten for renteheving i desember [og] et slikt utfall [vil] høyst sannsynlig... føre til kronestyrkelse og høyere markedsrenter.»

Samtidig er det noe paradoksalt over disse markedsreaksjonene. For Norges Bank setter ikke renten i henhold til den løpende inflasjonsutviklingen, men ut fra forventet inflasjonsutvikling minimum to år frem i tid. Og i og med at avvikene mellom anslag og utfall ofte skyldes «støy» vil det være feilaktig å reagere på dette. Bare det avviket som påvirker trendkomponenten skal tillegges vekt. Men markedsaktørene tenker ikke, og opptrer ikke, alltid slik. For det kan være tilstrekkelig at den enkelte regner med at alle andre vil reagere på en bestemt måte på et nøkkeltall for at det vil være rasjonelt også for ham å reagere på samme vis. Dette observeres for internasjonale så vel som for norske nøkkeltall.

Før vi ser på markedsreaksjonene er det et par andre forbehold som bør nevnes. Det ene er at den enkelte megler eller forvalter kan ha forventninger som avviker fra konsensussynet, slik at vedkommende reagerer på et annet avvik enn det som faktisk observeres. Det andre er at markedsreaksjonen ikke er entydig over tid. Dét avspeiler at temaene i valuta- og rentemarkedet skifter. I perioder er makrotallene viktige, i andre mindre viktige. For det tredje kan markedsaktørene i perioder ligge «en vei», eksempelvis med store kjøpsinteresser i kroner, slik at et overraskende høyt inflasjonstall (som tilsier høyere rente og sterkere krone) kan styrke kronen ytterligere, mens et overraskende svakt inflasjonstall kan bli «ignoreret». Endelig har jeg dessverre ikke hatt tilgang på høyfrekvente markedstall, slik at markedsutslagene er basert på endringen fra én dag til den neste. Dermed kan bevegelsene være forstyrret av andre begivenheter. Eksempelvis ble konsumprisindeksen for september 2008 sluppet fredag 10. oktober, da finanskrisen var på sitt aller, aller mest intense. Den dagen la tre måneders NIBOR på seg 0,6 prosentenheter fra dagen før. Det hadde svært lite med KPI-publiseringsen å gjøre.

For Norges del påvirker avvik fra mediananslaget typisk renteforventningene og kronekursen. Utslagene i renteforventningene kommer til uttrykk ved skift i norske fremtidsrenter relativt til rentebevegelsene rundt oss. Derfor ville det vært naturlig å se på utslagene i 3- eller 6-måneders FRA-renter på 1-6 kvartalers sikt, eventuelt bare utslagene på én bestemt horisont. Problemet med denne tilnærmingen er at virkningen på forskjellige deler av rentekurven kan være avhenge av gjeldende rentesignaler fra Norges Bank. Dersom en renteheving på helt kort sikt synes lite aktuelt (som nå), bør ikke høyere prisstigning enn ventet gi store utslag i de korteste rentene. Derimot kan det påvirke inflasjonsforventningene og rentebanen på lengre sikt. I andre perioder kan

Figur 3. KPI-JAE: Anslagsavvik og markedsreaksjoner



Kilde: Statistisk sentralbyrå/Thomson Datastream/DNB Markets.

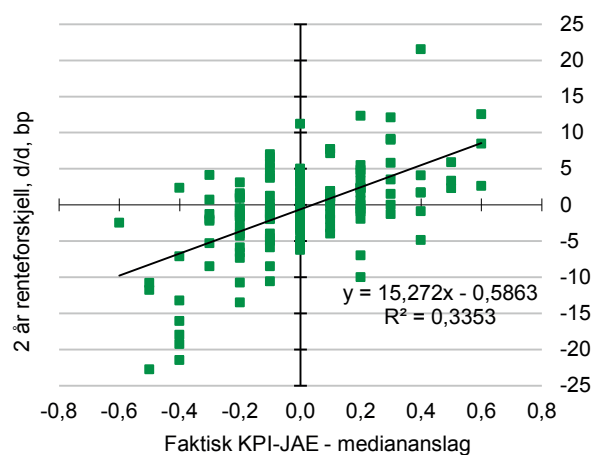
og bør utslagene i de kortere rentene bli større. Som et kompromiss, men også av enkelthets skyld, har jeg valgt å se på utslagene i forskjellen mellom toårsrenten i Norge og tilsvarende rente i eurosone.

For å studere utslagene i kronekursen kunne jeg sett på konkurransekursindeksen (KKI) eller den importveide kronekursen (I-44), men siden det som typisk handles er norske kroner mot euro, har jeg valgt å se på utslagene i EURNOK. Figurene 3 og 4 sammenstiller avvikene mellom mediananslagene og de tilhørende utslagene i renteforskjellen og kronekursen. Figurene viser strengt tatt ikke kausalitet, bare samvariasjon. Men kausaliteten er nokså åpenbar for alle som sitter og handler når KPI-tallene kommer klokken ti.

Figurene viser at det er penger å hente på å gjette riktig på KPI-JAE. For hver tittel faktisk KPI-JAE avviker fra mediananslaget, endres renteforskjellen med nesten 1 rentepunkt (dvs. én hundredels prosent), og kronekursen med 0,16 prosent, tilsvarende over ett øre på dagens kursnivåer. Både i rente- og valutamarkedet er dette betydelige skift, særlig hensyn tatt at det skjer over et svært kort tidsrom. Den daglige normalbevegelsen i kronekursen er – målt ved medianobservasjonen siden årtusenskiftet – 0,2 prosent. Tilsvarende normalbevegelse i toårig renteforskjell er 2 rentepunkter.

Om vi tar for oss de fire «skivebommene» de siste to årene, kan vi konstatere at KPI-tallene for juli 2013 bidro til å trekke renteforventningene på ett års sikt opp med 4-5 rentepunkter, mens kronen styrket seg 8 øre mot euro. Etter augusttallene var reaksjonen enda sterkere. Tremånedersrenten om ett år steg umiddelbart med 8-10 rentepunkter. Kronekursen styrket seg umiddelbart med 7-8 øre, og med nye 3-4 øre i løpet av dagen. Da septemberinflasjonen kom ut under forventningene, datt forventet rente på ett års sikt med 6-7 rentepunkter og kronen svekket seg 8-9 øre mot euro. Julitallene i år ga utslag på henholdsvis 6-8 rentepunkter og 5-6 øre.

Figur 4. KPI-JAE: Anslagsavvik og markedsreaksjoner



Kilde: Statistisk sentralbyrå/Thomson Datastream/DNB Markets.

Haken når vi hevder at det er penger å tjene er for det første at man faktisk må treffe på inflasjonsutviklingen, hvilket vi nettopp har konstatert at ikke er så enkelt. I tillegg er markedets reaksjonsmønster – som antydnet over – ikke alltid helt entydig. Figurene kan faktisk tyde på at reaksjonen noen ganger er det motsatte av det en kunne vente. Men går man bak noen av disse tallene får man nettopp bekreftet det jeg antydnet over, at innimellom kan andre forhold dominere.

Ett eksempel: Fredag 9. desember 2011 publiserte SSB konsumprisindeksen for november. Kjerneinflasjonen var 1,0 prosent, to tideler under konsensusanslaget. Likevel styrket kronekursen seg, mens renteforventningene trakk opp. Årsaken lå utenfor Norges grenser. Dagen før hadde ESB annonsert store langsiktige refinansieringsoperasjoner, og samme morgen hadde EU avsluttet sitt krisepregede toppmøte med ytterligere tiltak. Dermed vendte risikoappetitten tilbake, også appetitten på små og marginale valutaer som norske kroner.

Medias dekning av den månedlige inflasjonsutviklingen kan lett gi det inntrykk at konsumprisindeksen kun har én betydning, nemlig virkningen på Norges Banks inflasjonsanslag og dermed på rente- og kronekursutviklingen. Denne artikkelen har, på oppfordring, nøyaktig samme perspektiv. Derfor kan man kanskje få det inntrykk at det beste ville være om Statistisk sentralbyrå kunne utarbeide en lite volatil og lett predikerbar konsumprisindeks, slik at analytikernes jobb blir lettest mulig og kursutslagene tilsvarende små.

Dét ville i så fall være en feilslutning. Som en hyppig og entusiastisk bruker av et stort utvalg av Statistisk sentralbyrås mange statistikker, er mitt ønske snarere en avart av det olympiske citius, altus, fortius: Mer! Bredere! Grundigere! Så får heller bommene og markedsutslagene forbli store.