

Riksbankslagen anges att "målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde". I samband med att inflationsmålet infördes 1993 deklarerade Riksbanken att det operationella målet är att inflationen, mätt med konsumentprisindex (KPI), ska vara 2 procent per år, med ett toleransintervall på ± 1 procentenhet kring detta mål. 1999 publicerades ett förtydligande som upprepade denna målformulering.² Valet av KPI motiverades då, liksom 1993, med att KPI omfattar en mycket stor del av hushållens konsumtion, att indexet publiceras regelbundet och förhållandevis ofta, samt att det är det mest kända måttet på inflationsutvecklingen.

Riksbankens inflationsmål är alltså formulerat i termer av KPI, men Riksbanken lyfter ofta fram andra mått av inflationsutvecklingen i inflationsrapporter, tal och annan extern kommunikation. Ett färskt exempel är från våren 2003, då utvecklingen av UND1X exklusive energi gavs en framskjuten roll i utformningen av penningpolitiken. Diskussionen av andra inflationsindex har ibland lett till frågor om Riksbanken bytt mål för penningpolitiken, till någon annan definition av inflationen än förändringen i KPI. Så är emellertid inte fallet, och syftet med denna fördjupningsruta är att förklara varför Riksbanken ibland väljer att också lägga tonvikt vid andra mått av inflationsutvecklingen än KPI. I korthet är det huvudsakliga skälet att KPI ofta påverkas av tillfälliga inflationsstörningar. Riksbanken kan då – i enlighet med förtydligandet från 1999 – välja att inte motverka störningarna med ränteändringar. För att motivera räntebesluten kan Riksbanken också publicera prognoser eller utfall av andra inflationsindex än KPI som stödjer bedömningen av den mer långsiktiga inflationsutvecklingen, mätt med KPI.

KPI, UND1X och andra inflationsindex betydelse för penningpolitiken - några exempel

I det ovan nämnda förtydligande som publicerades 1999 angavs att penningpolitiken normalt sett ska inriktas på att uppnå inflationsmålet om 2 procents KPI-inflation på ett till två års sikt. Det betonades emellertid redan då att det finns situationer då det kan finnas skäl att avvika från denna enkla regel för penningpolitiken.

För det första kan det inträffa störningar som endast har en tillfällig effekt på KPI-inflationen. I detta fall kan det vara motiverat att avstå från penningpolitiska åtgärder om KPI-inflationen på ett till två års sikt påverkas av vissa bestämda faktorer som inte bedöms ha någon betydande varaktig inverkan på inflationen eller inflationsprocessen. I förtydligandet angavs tre exempel på sådana tillfälliga effekter. Det första är att förändringar i reporäntan påverkar KPI via räntekostnader för egnahem. Riksbanken bör inte försöka motverka sådana effekter, trots att de ibland kan påverka KPI på ett till två års sikt. Det andra är att engångsförändringar i indirekta skatter och subventioner kan ha tillfälliga effekter på inflationen. Det tredje exemplet är s.k. utbudsstörningar, exempelvis förändringar av oljepriset eller av priser på andra importerade insatsvaror. Om dessa störningar bedöms medföra endast tillfälliga effekter på KPI bör man i penningpolitiken inte försöka motverka dem.

För det andra kan det finnas skäl att avvika från den enkla regeln för penningpolitiken om inflationen kommit att kraftigt avvika från inflationsmålet. I detta fall kan det vara motiverat att bedriva en försiktigare penningpolitik, dvs. föra inflationen tillbaka till målet på en lite längre horisont, för att undvika oönskade effekter på den reala ekonomin (t.ex. BNP-tillväxten eller sysselsättningen).

Riksbanken hänvisar ofta till andra inflationsindex än KPI och detta hänger främst samman med förekomsten av tillfälliga fluktuationer i KPI. I förtydligandet från 1999 diskuterades kort möjligheten att byta det index som målet är knutet till och övergå till ett index där alla tillfälliga effekter rensats bort. Ett grundläggande problem med detta är dock att det inte finns något enskilt index som fungerar i alla sammanhang och som rensar bort alla tillfälliga effekter. Vad som är en tillfällig effekt varierar över tiden och konsekvenserna för penningpolitiken beror bland annat på hur inflationsförväntningarna påverkas. På grund av denna komplikation valde Riksbanken att låta målet fortsatt vara definierat i termer av KPI-inflationen. Riksbanken lyfter istället fram olika index vid olika tidpunkter och dessa kan tolkas som indikatorer av den mer långsiktiga inflationsutvecklingen.

Tre exempel kan illustrera hur Riksbanken hanterat dessa problem i praktiken. Det första exemplet kommer från andra hälften av 1990-

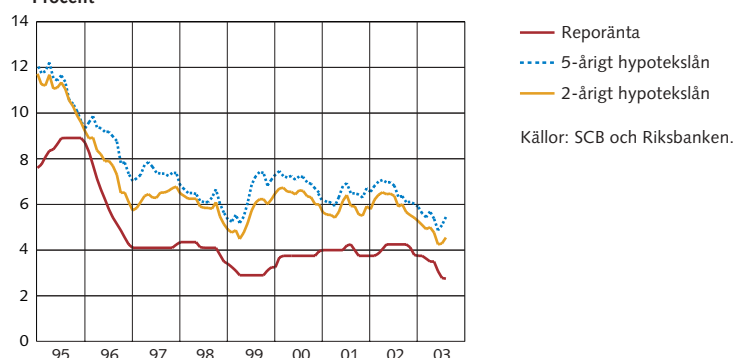
² Se PM, Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering 1999-02-04, ärendebeteckning 1999-00351 DIR, samt Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* 1, 1999.

talet. Mellan hösten 1995 och våren 1999 sänktes reporäntan från knappt 9 procent till under 3 procent. Under samma period föll räntan på ett 5-årigt hypotekslån från drygt 11 till ungefär 5 procent (se diagram R1). Dessa sänkningar av reporäntan och det lägre allmänna ränteläget påverkade KPI-inflationen via de traditionella efterfrågekanalerna, men också via räntekostnaderna för egnahem, som sjönk när räntan sänktes.³ Eftersom räntekostnader för egnahem ingår i KPI blev följden av politiken att KPI-inflationen till en början föll mycket kraftigt. Den exceptionellt stora förändringen i det allmänna ränteläget innebar också att effekterna i detta fall påverkade KPI under en betydligt längre tid än ett till två år. Under denna period fick Riksbanken ofta frågor om varför reporäntan inte sänktes trots att inflationen låg under målet. För att tydliggöra att Riksbanken inte ville motverka den låga KPI-inflation som var en följd av Riksbankens tidigare räntesänkningar lyftes UND1X fram som ett särskilt viktigt inflationsindex. I exempelvis Inflationsrapport 1999:2 gjordes bedömningen att UND1X-inflationen var i linje med inflationsmålet mot slutet av prognosperioden medan KPI-inflationen förväntades hamna väsentligen lägre än inflationsmålet (se diagram R2). Riksbanken valde att inte ytterligare sänka reporäntan eftersom den låga KPI-inflationen var en följd av tidigare räntesänkningar.

Det andra exemplet härrör från våren 2001 då KPI-inflationen steg kraftigt till följd av bland annat galna kosjukan och mul- och klövsjukan. Riksbanken valde då att inte höja reporäntan, eftersom bedömningen var att dessa prisökningar i huvudsak var av tillfällig karaktär och att de skulle falla ur KPI-inflationen relativt snabbt. I detta fall behövdes inget avsteg från den enkla regeln för penningpolitiken. Däremot fanns det ett behov att i den externa kommunikationen motivera varför reporäntan inte höjdes trots att KPI-inflationen var högre än inflationsmålet. För att ge stöd åt bedömningen att det rörde sig om prisökningar av tillfällig karaktär redovisades i Inflationsrapport 2001:2 därför ett mått på inflationen som var rensat för de prisökningar som bedömdes vara av tillfällig karaktär (se diagram R3).⁴

Det tredje och sista exemplet är att Riksbanken under innevarande år lyft fram UND1X exklusive energi som ett särskilt viktigt index för bedömningen av det varaktiga inflationstrycket. Detta betyder lika lite som tidigare att Riksbanken ändrat målet för penningpolitiken utan kan istället förstås på samma sätt som de två tidigare exemplen. Vid det penningpolitiska

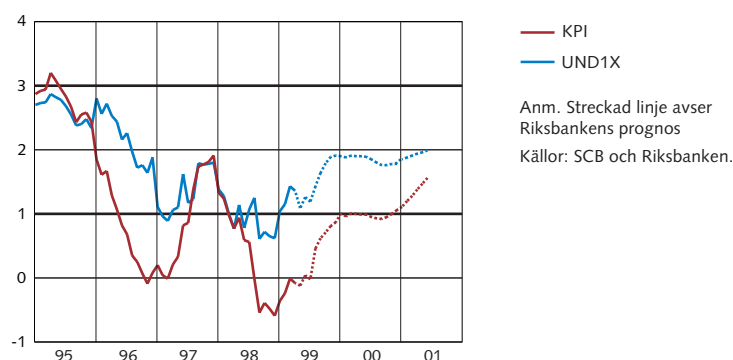
Diagram R1. Reporänta samt räntor på 2- och 5-åriga hypotekslån. Procent



Källor: SCB och Riksbanken.

mötet i april i år gjorde Riksbanken bedömningen att om reporäntan hölls oförändrad så skulle inflationen mot slutet av prognosperioden vara något under inflationsmålet. En rent mekanisk tillämpning av den enkla regeln för penningpolitiken hade i denna situation alltså inneburit en sänkning av reporäntan, men Riksbanken valde att låta reporäntan vara oförändrad. Fluktuationerna i energipriserna bedömdes visserligen inte helt och hållet klinga av inom prognosperioden, men de bedömdes ändå inte ha någon effekt på den långsiktiga inflationen

Diagram R2. KPI och UND1X-inflation, utfall och prognos i Inflationsrapport 1999:2. Procent



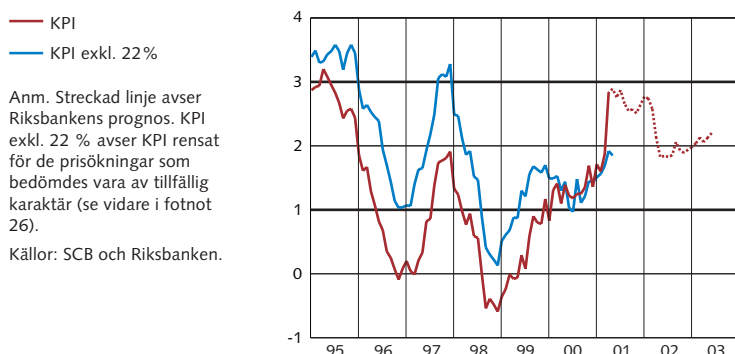
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos
Källor: SCB och Riksbanken.

3 Komponenterna "Räntekostnader för egna hem" i KPI beräknas på det kapital som nuvarande ägare investerat i sin fastighet. Den räntesats som påverkar komponenten är en sammanvägning av räntesatserna på banklån, rörliga hypotekslån och den utestående stocken av hypotekslån med 2 och 5 års bindningstid. Den genomsnittliga räntesatsen på stocken av bundna lån beräknas som ett genomsnitt av de historiska 2- och 5-åriga hypotekslånen under de senaste 24 respektive 60 månaderna. Exakt vilken effekt en sänkning av reporäntan får på egnahems-kostnaderna beror alltså på vad som händer med samtliga dessa räntor.

4 KPI exklusive de tillfälliga effekterna beräknades som KPI exklusive prisökningar på kött, el, villaolja, räntor, bensin, frukt och grönt, samt tele. De kvarvarande komponenterna utgjorde ca 78% av KPI.

på ett sådant sätt att en sänkning av repo-räntan var motiverad. För att tydliggöra att Riksbanken inte ville föra inflationen tillbaka till målet inom den normala tvåårshorisonten valde Riksbanken i sin kommunikation denna gång att lyfta fram ett inflations-index som inte var så starkt påverkat av fluktuationerna i energipriserna.

Diagram R3. KPI-inflation, utfall och prognos i Inflationsrapport 2001:2, samt KPI exkl. tillfälliga effekter.
Procent



Inflationsmålspolitik – vad kan vi lära oss från ekonomisk teori?

Målet för penningpolitiken är sålunda att begränsa den årliga ökningen i KPI till 2 procent. KPI påverkas emellertid på kort sikt av störningar som Riksbanken varken kan eller fullt ut vill motverka med reporänteförändringar. Någon slags beräkning av det underliggande inflationstrycket är nödvändig för att avgöra vad som är en lämplig penningpolitik. De tre exempel som diskuterats ovan illustrerar hur Riksbanken valt att hantera problemet. Samtidigt kan det vara värt att notera att det bedrivs en omfattande forskning kring just dessa frågor. Vilka är de centrala insikterna från modern ekonomisk forskning och hur förhåller sig Riksbankens politik till dem?

I forskningen kring inflationsmålspolitik antas ofta att centralbankens mål är att begränsa inflationens variationer kring ett visst givet värde, t.ex. 2 procent, men med viss hänsyn till den reala ekonomins utveckling. Det senare innebär att centralbanken kan välja att motverka avvikelser från inflationsmålet olika

snabbt och i olika grad, beroende på hur viktig man anser att real stabilitet (BNP, sysselsättning, etc.) är. Ju större vikt en centralbank fäster vid real stabilitet och ju större störningen är, desto långsammare kommer inflationen att föras tillbaka till målet när en avvikelse väl uppstått. Ett annat inslag i standardteorier för penningpolitik är att centralbanken beaktar hela den framtida banan för inflationen, och sätter räntan så att, grovt uttryckt, den förväntade inflationsbanan i framtiden är så nära målet som möjligt (återigen, under beaktande av den reala ekonomins utveckling).

Vad säger detta enkla resonemang om de episoder som beskrivs ovan? Enligt den enkla standardmodellens logik finns det egentligen inget behov av att exakt identifiera de tillfälliga störningarna och skilja dem från andra mer varaktiga. Det väsentliga för penningpolitiken är hur hela banan för den väntade inflationsutvecklingen ser ut. Att göra en prognos innebär i sig en bedömning av huruvida en störning är tillfällig. Innan en penningpolitisk rekommendation kan utfärdas behöver man dock ta ställning till hur fort en förändring av reporäntan påverkar inflationen och vilka förändringar i den reala ekonomin som den orsakar. Om KPI-prognosen exempelvis indikerar att inflationsstörningen hunnit avklinga innan penningpolitiken får effekt finns det inget skäl att ändra reporäntan. Men om KPI-prognosen pekar på en mer varaktig avvikelse från målet måste centralbanken agera. Hur pass fort inflationen förs tillbaka till målet beror emellertid på inställningen centralbanken har till fluktuationer i den reala ekonomin visavi ambitionen att hålla inflationen nära den målsatta nivån.⁵

Här kan genast konstateras att dessa resonemang från den teoretiska litteraturen känns igen från Riksbankens sätt att bedriva penningpolitik med ett inflationsmål. I Riksbankens förtydligande från 1999 angavs att stora avvikelser från inflationsmålet kan motivera avsteg från den enkla regeln för penningpolitiken – att uppnå målet på ett till två års sikt – av hänsyn till den reala ekonomins utveckling. Här finns sålunda en mycket nära koppling mellan teori och praktik.

En smärre skillnad finns dock när det gäller tidsperspektivet. I teorin ska centralbanken blicka över "oändlig" tid, vilket naturligtvis är en omöjlighet i praktisk politik. I praktiken rå-

5 Se vidare i t.ex. Apel, M., M. Nessén, U. Söderström och A. Vredin, "Olika sätt att bedriva inflationsmålspolitik – teori och praktik", *Penning- och Valutapolitik* 1, 1999; Nessén, M. och U. Söderström, "Core Inflation and Monetary Policy", *International Finance* 4 (3), 2001.

der det en betydande osäkerhet om hur sambanden i ekonomin ser ut och om penningpolitikens verkningar. Riksbanken publicerar siffersatta prognoser på upp till två års sikt, eftersom det är ungefär så långt framåt i tiden det i dagsläget går att göra prognoser med godtagbar precision. Vidare förs normalt ett resonemang om utvecklingen i ett lite längre perspektiv för att belysa om det finns några särskilda faktorer som kan komma att påverka inflationen bortom den normala prognoshorisonten. Utvecklingen bortom den 2-åriga horisonten saknar alltså inte betydelse för det penningpolitiska beslutet. Om fluktuationer i enskilda komponenter i KPI bedöms klinga av bortom den vanliga prognoshorisonten kan Riksbanken, som diskuterats ovan, välja att inte motverka dem med penningpolitiska åtgärder. För att visa vilka praktiska avvägningar som legat till grund för de penningpolitiska besluten lyfter Riksbanken ofta fram andra inflationsindex än KPI som i dagsläget är särskilt viktiga för att förstå inflationsutvecklingen på sikt och därmed också penningpolitiken.

Sammanfattning och slutsatser

Målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har valt att formulera det operationella målet att inflationen mätt med konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent med en tolerans för avvikelser från detta mål på ± 1 procentenhet. Riksbanken lyfter emellertid periodvis fram andra inflationsindex, vilket sammanhänger med att KPI påverkas av störningar som Riksbanken inte behöver eller inte fullt ut vill parera med förändringar i reporäntan. Störningar som Riksbanken inte behöver motverka kännetecknas antingen av att de bedöms klinga av inom den

vanliga prognoshorisonten, eller, om de påverkar KPI-inflationen på ett till två års sikt, av att de kan hänföras till en viss bestämd faktor som inte bedöms ha någon betydande varaktig inverkan på inflationen eller inflationsprocessen. Störningar som Riksbanken inte fullt ut vill motverka kan vara sådana som ger kraftiga avvikelser från inflationsmålet. I detta fall skulle det krävas dramatiska penningpolitiska åtgärder, med medföljande negativa effekter på den reala ekonomin, för att eliminera dem helt. Hänsyn till den reala stabiliteten kan då medföra att avvikelser från målet under en begränsad period accepteras.

Information om KPI publiceras månadsvis, men utfallen av månadstalen ger i sig begränsad information om den långsiktiga inflationsutvecklingen eftersom det sker allehanda temporära prisstörningar. Därför är någon slags beräkning av det underliggande inflationstrycket nödvändig. Ett uttryck för detta är att Riksbanken vid olika tidpunkter lyfter fram olika inflationsindex som bedöms vara lämpliga indikatorer på den mer varaktiga inflations-takten.

Den inflationsprognos som vägleder penningpolitiken är inte bara prognosen på två års sikt, utan även en bedömning av tiden före och därefter. Detta beror på att det tar tid för penningpolitiken att få fullt genomslag och på att politikens utformning är beroende av hela banan för den framtida inflationsutvecklingen.

Målet för penningpolitiken ligger alltså fast. Riksbanken strävar dock kontinuerligt efter att finna förbättrade prognos- och analysmetoder. I takt med att dessa införlivas i de penningpolitiska beslutsunderlagen utvecklas också kommunikationen kring de penningpolitiska besluten.