



ANFÖRANDE

DATUM: 2004-05-04
TALARE: vice riksbankschef Irma Rosenberg
PLATS: KPI-nämndens 50-årsjubileum, Norra Latin

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registrator@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Inflationmålet och KPI

Låt mig börja med att tacka för inbjudan till detta jubileumsseminarium. Jag har tidigare under en period deltagit i KPI-nämnden, så jag har en viss inblick i de frågor som nämnden har brottats med genom åren. Idag är min roll som bekant en annan och det är utifrån den, som penningpolitisk beslutsfattare, som jag idag tänkte bidra med några reflektioner kring KPI:s roll som målvariabel för penningpolitiken.

I januari 1993, några månader efter att Riksbanken hade tvingats ge upp försvaret av den fasta växelkursen, introducerades en penningpolitisk strategi som var tämligen oprövad, inte bara i Sverige utan också internationellt: Penningpolitiken skulle inriktas på att uppnå ett kvantifierat mål för inflationen. Prisökningstakten skulle stabiliseras på 2 procent per år med ett toleransintervall på ± 1 procentenhet.

Redan från början specificerades målet i termer av ökningstakten i KPI, även om också andra mått fanns med i diskussionen. Det fanns flera skäl till att KPI valdes som målvariabel. Det som kanske vägde tyngst var att KPI med sin långa historia är det mest kända måttet på prisutvecklingen i Sverige. Detta bedömdes vara särskilt viktigt i ett läge där man snabbt ville skapa ett förtroende hos allmänheten för den nya penningpolitiska regimen. Det bedömdes också rimligt att försöka stabilisera penningvärdet i termer av en "varukorg" som har stor betydelse för den genomsnittlige medborgaren. Ytterligare fördelar som brukar framhållas är att KPI publiceras regelbundet och förhållandevis ofta samt att KPI-inflationen normalt inte revideras.

När man blickar tillbaka på de drygt tio år som har gått sedan inflationsmålspolitiken introducerades kan man konstatera att KPI fungerat förhållandevis väl som målvariabel. När målet infördes fanns det nog många som betraktade det som orealistiskt. Men inflationen har under de här åren i genomsnitt varit nära 2 procent. Trovärdigheten för målet är också idag hög att döma av hushållens och andra aktörers inflationsförväntningar. Jag tycker inte att det är någon överdrift att säga att vi med den nya politiken med ett mål för KPI-ökningstakten som ankare, i kombination med en framgångsrik konsolidering av statsfinanserna, i allt

■ väsentligt lyckats åstadkomma vad vi hoppades på. Sverige har gått från att ha varit en höginflationsekonomi, som kännetecknades av återkommande kostnadskriser och en instabil ekonomisk utveckling, till att bli en ekonomi med låga och förhållandevis stabila pris- och löneökningar, där risken för perioder av överhettning och efterföljande recessioner har reducerats betydligt.

Resan har inte varit helt problemfri och de erfarenheter vi gjort under vägen har tvingat oss till vissa förändringar i den praktiska politiken, eller kanske snarare när det gäller hur politiken kommuniceras till allmänheten. Vi har också behövt förändra och förbättra vår analys av inflationen i olika avseenden. Jag tänkte här idag säga något om vilka problem vi har stött på under resans gång och hur vi har försökt att hantera dem.

Viktigt med tydlig kommunikation

Vilka problem med att definiera inflationsmålet i termer av förändringen i KPI har vi då stött på? För att illustrera detta behöver jag först säga något om de principer som ligger till grund för Riksbankens räntesättningsbeslut. Riksbanken har, liksom andra centralbanker som arbetar med inflationsmål, tagit som utgångspunkt att penningpolitiken påverkar inflationsutvecklingen med en viss fördröjning; man brukar räkna med att de tar ett till två år innan en ränteändring fått fullt genomslag på inflationen. Mot denna bakgrund, och som ett led i att tydliggöra hur vi försöker uppnå vårt mål, har vi formulerat en enkel handlingsregel för politiken: om inflationsprognosen på ett till två års sikt överstiger 2 procent ska reporäntan normalt höjas och om prognosen understiger 2 procent ska reporäntan normalt sänkas. Med en något annorlunda formulering, men där andemeningen är ungefär densamma, innebär regeln att penningpolitiken normalt ska inriktas på att uppnå inflationsmålet om 2 procents KPI-inflation på ett till två års sikt.

Att vi använder inflationsprognosen på i första hand ett till två års sikt som ett slags mellanliggande mål för det egentliga målet att den faktiska inflationen ska vara 2 procent innebär att tillfälliga störningar som påverkar inflationen enbart under det närmaste året i regel inte påverkar räntesättningen. Det är tänkbart att det med drastiska ränteförändringar skulle vara möjligt att återföra inflationen till målet snabbare än på ett till två års sikt. Men konsekvenserna av en sådan politik skulle antagligen bli stora, oönskade fluktuationer i såväl den reala som den finansiella ekonomin. Mot den här bakgrunden skulle man kunna säga att vi normalt sett medvetet tillåter de målavvikelser som är ett resultat av tillfälliga störningar till inflationen som uppkommer och klingar av under det närmaste året.

Ibland uppstår emellertid tillfälliga effekter på inflationen som inte hinner klinga av under det närmaste året. Dessa effekter blir då synliga i inflationsprognosen, mätt med KPI, på ett till två års sikt. Men om effekterna förväntas försvinna ganska snart därefter kan det finnas skäl att avstå från att motverka dem med reporänteförändringar. Med andra ord finns det i vissa lägen anledning att avvika från regeln att reporäntan ska ändras om prognosen för KPI-inflationen avviker från 2-procentsmålet på ett till två års sikt.

I sådana situationer ställs stora krav på att vi kommunicerar att vi avser att avvika från ordinarie handlingsregel och pedagogiskt förklarar de bakomliggande motiven. Ett sätt på vilket Riksbanken valt att hantera frågan är att vid olika tidpunkter lyfta fram "rensade" inflationsmått, som indikatorer på den mer långsiktiga inflationsutvecklingen. Jag tänkte här illustrera detta med några exempel.

Det första exemplet gäller perioden med penningpolitiska lättnader och kraftig nedgång i det allmänna ränteläget under andra hälften av 1990-talet. Mellan hösten 1995 och våren 1999 sänktes reporäntan från knappt 9 procent till under 3 procent. Samtidigt föll även de långa räntorna kraftigt. Reporäntesänkningarna syftade till att stimulera ekonomin via de traditionella efterfrågekanalerna för att därigenom bidra till att höja KPI-inflationen, men dessa effekter kom först med viss fördröjning. De omedelbara effekterna på KPI av sänkningarna av reporäntan och nedgången i det allmänna ränteläget gick i motsatt riktning, via sjunkande räntekostnader för egnahem. Detta innebar att KPI-inflationen till en början föll mycket kraftigt. Det faktum att förändringen i det allmänna ränteläget var både stor och utdragen innebar att KPI påverkades under en betydligt längre tid än ett till två år. Eftersom den låga KPI-inflationen till stor del var ett resultat av de egna räntesänkningarna och därför bedömdes vara övergående, ansåg Riksbanken att det inte fanns skäl att motverka den med ytterligare lättnader i penningpolitiken. Under denna period fick Riksbanken emellertid ofta frågor om varför reporäntan inte sänktes trots att inflationen låg under målet, vilket visade att det fanns ett behov av en tydligare förklaring av politiken. Som ett led i detta lyftes ett nytt index fram som ett viktigt inflationsmått, nämligen UND1X, som bl.a. exkluderar räntekostnader för egnahem. I t.ex. Inflationsrapport 1999:2 illustreras hur UND1X användes för att tydliggöra penningpolitikens uppläggning. När reporäntan vid detta tillfälle lämnades oförändrad gjordes bedömningen att UND1X-inflationen skulle ligga nära 2 procent mot slutet av prognosperioden medan KPI-inflationen förväntades hamna väsentligt lägre än inflationsmålet.

De penningpolitiska kommunikationsproblem som uppstod i samband med de kraftiga räntesänkningarna under andra hälften av 1990-talet var också ett viktigt skäl till att Riksbanken 1999 publicerade ett förtydligande om penningpolitikens uppläggning och tillämpningen av inflationsmålet.¹ I detta förtydligande precisades bl.a. vid vilka tillfällen det kan finnas anledning att avvika från den enkla handlingsregeln att penningpolitiken ska inriktas på att uppnå målet om 2 procents KPI-inflation på ett till två års sikt. Min diskussion idag bygger på precis samma resonemang som i det förtydligandet.

Det andra exemplet är hämtat från våren 2001. Höjda livsmedels- och energipriser till följd av mul- och klövsjukan och galna kosjukan samt utbudsstörningar i energiproduktionen medförde då att KPI-inflationen steg kraftigt. Prisökningarna bedömdes vara temporära och Riksbanken valde därför att inte höja reporäntan. Eftersom prisökningarna relativt snabbt beräknades falla ur KPI-inflationen behövde i detta fall inget avsteg göras från den enkla handlingsregeln för penning-

¹ Se Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och valutapolitik* Nr 1, 1999.

politiken. Det fanns dock ett behov att i den externa kommunikationen tydligt illustrera bedömningen att det i huvudsak var prisökningar av tillfällig karaktär som var skälet till att KPI-inflationen låg så högt över målet. För detta syfte redovisades i Inflationsrapport 2001:2 därför ett mått på inflationen som var rensat för de prisökningar som bedömdes vara tillfälliga. Vid det tillfället presenterades inte någon prognos för det rensade måttet.

Det tredje och i tiden mest närliggande exemplet är när Riksbanken under fjolåret valde att lyfta fram UND1X exklusive energi som ett särskilt viktigt index för bedömningen av det mer varaktiga inflationstrycket. Energipriserna hade stigit kraftigt runt årsskiftet 2002/2003. Vi bedömde att denna uppgång var tillfällig och att energipriserna skulle falla tillbaka igen. Detta innebar att inflationstakten skulle komma att påverkas under en ganska lång period av dessa tillfälliga svängningar i energipriserna. Vid det penningpolitiska mötet i april 2003 gjorde Riksbanken bedömningen att inflationen mot slutet av prognosperioden skulle hamna något under inflationsmålet om reporäntan hölls oförändrad. Om den enkla regeln hade tillämpats strikt skulle reporäntan ha sänkts, men eftersom tillfälliga fluktuationer i energipriserna var det främsta skälet till att inflationsprognosen hamnade under 2 procent valde Riksbanken att låta reporäntan vara oförändrad. För att tydliggöra att Riksbanken inte ville föra inflationen tillbaka till målet inom den normala tvåårshorisonten valde Riksbanken i det läget att lyfta fram ett inflationsmått som inte var så starkt påverkat av fluktuationerna i energipriserna.

Hur har strategin fungerat?

Hur har då denna strategi fungerat, dvs. att vid olika tidpunkter lyfta fram andra index än KPI som ett sätt att illustrera att det ibland kan finnas skäl att frångå regeln att KPI-inflationen ska vara 2 procent på ett till två års sikt? Man kan i efterhand konstatera att trots att vi försökt vara tydliga i vår kommunikation så tycks vi inte i alla stycken ha nått ända fram. Strategin förefaller visserligen ha varit framgångsrik såtillvida att vi inte särskilt ofta, i synnerhet inte under de senaste åren, fått frågan varför reporäntan inte har ändrats trots att inflationsprognosen hamnat över eller under målet. Däremot har tolkningen ibland, och i synnerhet under ett par månader under hösten 2003, varit att Riksbanken "bytt målvariabel". Så har dock egentligen inte varit fallet; inflationsmålet är och har alltid varit definierat i termer av ökningstakten i KPI, även om vi ofta gjort klart att politiken i det aktuella tidsperspektivet utgått mer från något annat index, främst UND1X.

Låt mig gå tillbaka till fjolårets diskussion om energipriserna för att illustrera vad jag tror kan vara ett av problemen. Som jag nämnde sänktes reporäntan inte i april 2003 trots att prognoserna pekade på att KPI-inflationen skulle komma att underskrida målet på två års sikt. Skälet var att prognosen för KPI-inflationen pressades ner av energipriseffekter som bedömdes vara tillfälliga och väntades klinga av strax bortom prognoshorisonten. Det mått som bättre ansågs avspegla den mer långsiktiga konjunkturrelaterade inflationen, UND1X exklusive energi, bedömdes däremot vara i linje med inflationsmålet i slutet av prognosperioden. En tolkning som kanske ligger nära till hands, och som uppenbarligen många gjorde, var att Riksbanken visserligen inte frångått sin handlingsregel om att rän-

tan ska ändras om inflationen avviker från målet, men att målvariabeln i sig ändrats. Eftersom den nya förmodade målvariabeln var i linje med inflationsmålet fanns ju ingen anledning att ändra räntan. Vår avsikt var dock snarast den motsatta, dvs. att genom att lyfta fram UND1X exklusive energi peka på att fluktuationerna i KPI-inflationen i hög grad drevs av tillfälliga variationer i energipriserna, även en bit bortom den normala tvåårshorizonten, och att detta därför var ett tillfälle då det fanns skäl att avvika från regeln.

Det är möjligt att det vid sådana här tillfällen skulle vara bra att som komplement visa den väntade KPI-inflationen i ett tidsperspektiv som är tillräckligt långt för att samtliga tillfälliga effekter fullt ut ska hinna klinga av. Det blir då tydligare att analysen av inflationsutvecklingen i termer av olika rensade mått görs av pedagogiska skäl. Risken för tolkningar att vi "bytt målvariabel" bör därigenom kunna undvikas. Ett sådant angreppssätt skulle också vara väl i linje med förtydligandet från 1999 som säger att Riksbanken i förväg ska klargöra hur stor avvikelse från inflationsmålet definierat i termer av KPI som kan vara motiverad på ett till två års sikt. Man skulle ju tydligt kunna illustrera såväl storleken på målavvikelsen under den normala prognoshorizonten som det faktum att inflationen väntas vara tillbaka på målet inte alltför lång tid därefter.

Låt mig åskådliggöra tankegången med en bild. Anta att något inträffar som gör att inflationstakten efter 1,5 år beräknas komma att stiga från 2 till 3 procent. Störningen antas vara sådan att den, efter det att den inträffat, påverkar inflationen under endast ett år. Ett exempel på en störning med en sådan tidsprofil är en väntad momshöjning, som höjer prisnivån varaktigt men bara påverkar tolv månadersförändringen av KPI ett år framåt i tiden. Ett annat exempel är en höjning av någon punktskatt, t.ex. tobaksskatten.

Med en prognos som omfattar enbart de första två åren skulle det inte framgå att inflationen så småningom åter kommer att vara i linje med målet. Om prognoshorizonten istället förlängs något, så att både upp- och nedgången i inflationen framgår, blir det mer tydligt att Riksbanken gör bedömningen att störningen inte får någon varaktig effekt på inflationen.

Mot den här bakgrunden skulle det alltså kunna finnas skäl att när så är lämpligt redovisa prognoser också i ett lite längre perspektiv för att på så vis åskådliggöra hur vi ser på dessa tillfälliga effekter. En fördel med detta förfarande skulle vara att den penningpolitiska diskussionen därigenom på ett tydligare sätt kunde fokusera på målvariabeln KPI.

Sammanfattningsvis tycker jag att man kan konstatera att KPI fungerat väl i den nya roll som det fick för drygt 10 år sedan – som målvariabel för penningpolitiken. I den mån problem har uppstått har det handlat om förhållandevis begränsade pedagogiska komplikationer i de lägen när Riksbanken gjort bedömningen att det är lämpligt att frånga den enkla handlingsregeln för hur räntan vanligen sätts. Min bedömning är att dessa problem inte är allvarigare än att de kan hanteras genom att Riksbanken håller fast vid ambitionen att hela tiden sträva efter att göra penningpolitiken så tydlig som möjligt.