



ANFÖRANDE

DATUM: 2008-06-09
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak
PLATS: Swedbank, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

■ Riksbankens inflationsmål

KPI, andra inflationsmått och utfasning av KPIX

Riksbankens mål är att inflationen mätt med konsumentprisindex ska hållas kring 2 procent, med ett toleransintervall på +/-1 procentenhet. Så formulerade Riksbanken sitt inflationsmål när det infördes 1993. Att Riksbanken valde ett siffersatt mål för just KPI-inflationen fanns det goda skäl till. Det gör det fortfarande och målet håller vi fast vid. KPI är ett brett mått som fångar hushållens typiska inköp och är välkänt bland allmänheten.

Men hur vi kommunicerar kring vår politik och de olika inflationsmått vi tar hjälp av i vår analys har förändrats en hel del över tiden. Det är inte så konstigt. Våra analysmetoder har utvecklats och förtroendet för penningpolitiken blivit starkare. Det har gett oss "fler frihetsgrader". Vi måste också ha klart för oss vilka olika komponenter som driver prisutvecklingen vid olika tillfällen. Det betyder att behovet av att analysera och lyfta fram olika mått på inflation varierar. På senare tid har det till exempel varit särskilt viktigt att följa hur priserna på vissa livsmedel och råvaror utvecklas eftersom de ökat snabbt.

Ofta har det mått som numera heter KPIX varit i fokus. KPIX rensar bort effekter av indirekta skatter och subventioner och räntekostnader för egna från KPI. Måttet har fungerat som ett viktigt verktyg framförallt för att analysera och illustrera de direkta effekterna på inflationen av våra egna ränteförändringar. KPIX har också haft en särskild status jämfört med andra delmått på inflation. Så kommer det av olika skäl inte att vara framöver; KPIX kommer att fasas ut. Vi kommer i stället att introducera ett annat mått som på ett bättre sätt fångar effekterna av vår politik. Men avsikten är inte att det här måttet ska få en särställning på det sätt som KPIX har haft. Jag ska återkomma till det om en stund.

Den förändring vi nu genomför innebär att prognoser, analyser och kommentarer i våra rapporter kommer att fokusera på KPI-inflationen mer direkt. Det väcker förmodligen följdfrågor, inte minst hos er som är här idag. Den mest givna är nog om det får konsekvenser för penningpolitiken framöver. För att svara på den frågan vill jag först säga ett par ord om behovet av alternativa inflationsmått mer allmänt. Jag ska också beskriva hur den roll KPIX spelat i vår analys förändrats över tiden. Därefter kan vi landa i vad utfasningen av KPIX innebär för penningpolitiken framöver.

■ Olika mått på inflationen behövs

Riksbanken har alltså ett mål definierat i termer av förändringen i KPI. Men utvecklingen i KPI kan inte i alla lägen ensam vägleda penningpolitiken – något sådant universalmått finns inte. Därför är det nödvändigt att komplettera analysen genom att också använda olika mått på så kallad underliggande inflation. Det gör de flesta centralbanker, inklusive Riksbanken.

Argumenten för att använda olika delmått på inflationen handlar framförallt om att förstå och illustrera vad som påverkar priserna varaktigt. Ofta påverkas inflationen av tillfälliga störningar som vi inte försöker motverka med penningpolitiken. I ett sådant läge är det lämpligt att just lyfta fram olika delmått på inflationen för att analysera och illustrera både vad som hänt och vad som väntas hända framöver. För att beskriva hur priserna utvecklas trendmässigt och motivera penningpolitiska beslut tar vi därför hjälp av olika mått på underliggande inflation när så behövs. Olika mått passar olika bra vid olika tillfällen. På senare tid har det till exempel varit viktigt att visa hur mycket priser på energi och livsmedel betytt för utvecklingen i KPI. Det handlar också om att vi vill analysera och beskriva inflationsutvecklingen rensad för de direkta effekterna av vår egen politik. Vårt viktigaste redskap för att göra det har hittills varit det mått som kallas KPIX.

Det är alltså ofta värdefullt att använda olika mått på underliggande inflation, inte minst eftersom det just blir enklare att se vilka faktorer som driver utvecklingen i KPI. Att vi arbetar på det sättet internt i vår analys är naturligt. Men i vår kommunikation kan det skapa vissa problem, särskilt om ett visst mått har en varaktigt framskjuten roll. Det kan skapa osäkerhet om hur inflationsmålet i praktiken är definierat.

Ända tills för ett år sedan satt jag själv "på utsidan" och följde Riksbankens politik. Och jag måste nog erkänna att jag tyckte att det var lite oklart vilket mått på inflationen Riksbanken i praktiken utformade sin politik efter. Det hängde samman med den framskjutna roll som KPIX spelat i Riksbankens analys och retorik.

KPIX – så började det

KPIX är ett inflationsmått som hängt med länge. Det fanns med i föregångaren till de penningpolitiska rapporterna, "Inflation och inflationsförväntningar i Sverige", som började publiceras i oktober 1993. Måttet kallades på den tiden UND1 och rensade som idag bort direkta effekter av indirekta skatter och subventioner och räntekostnader för egna hem. Vid den här tiden hade kronan nyss deprecierat kraftigt och det hade slagit igenom i en engångshöjning av importpriserna. Därför rensade måttet till en början dessutom bort förändringar i importpriser.

Det skäl som då angavs för att rensa bort räntekostnaderna var att ränteoron under hösten 1992 hade gett tillfälliga effekter på inflationen. Några år senare var det andra skäl som gjorde det viktigt att rensa bort räntekostnaderna. Under andra hälften av 1990-talet sänkte Riksbanken reporäntan kraftigt, från knappt 9 till under 3 procent. Räntan på ett 5-årigt hypotekslån föll samtidigt från drygt 11 till ungefär 5 procent. Det ledde till att räntekostnaderna för egna hem minskade kraftigt och pressade ner KPI-inflationen. Med hjälp av KPIX-måttet kunde Riksbanken visa att den låga inflationen till stor del var ett resultat av de egna tidigare räntesänkningarna. Att kräva att räntan borde sänkas ytterligare med hänvisning till att inflationen var så låg, som en del gjorde, var därför inte rimligt. Det skulle innebära att penningpolitiken "jagade sin egen svans", som det då uttrycktes.

■ Strikt tvåårsregel och KPIX

KPIX-måttet hade en särskilt stor tyngd under den period då Riksbanken kommunicerade sin politik med hjälp av en enkel handlingsregel. Regeln gick ut på att om prognosen för inflationen avvek från målet på ett till två års sikt, givet en oförändrad reporänta, så skulle räntan ändras. Från kommunikationssynpunkt fungerade regeln länge bra. Men den fokusering på inflationsprognosen på exakt två års sikt som den i praktiken kom att innebära var långtifrån oproblematiske. KPI-prognosen avvek ofta från inflationsmålet på två års sikt, inte minst på grund av de direkta effekterna på hushållens räntekostnader av vår egen politik. Men eftersom effekterna väntades klinga av en bit bortom tvåårshorisonten fanns det inte skäl att ändra räntan.

Det föll sig därför naturligt att börja basera penningpolitiken på prognoser för KPIX-inflationen, som ju bortser från räntekostnader. Om KPIX låg nära målet på två års sikt var det en indikation på att räntan inte behövde ändras, även om KPI avvek från 2 procent. Lite förenklat skulle man kunna säga att det här var ett sätt att skapa flexibilitet i politiken utan att överge handlingsregeln. Vi hade fortfarande KPI-inflationen som målvariabel, men började använda ett annat inflationsmått som verktyg för att uppnå målet.

Ökad trovärdighet och flexibilitet

I takt med att trovärdigheten för inflationsmålspolitiken ökat har det blivit möjligt att låta flexibiliteten ta sig andra och kanske mer naturliga uttryck än att lyfta fram något annat inflationsmått än KPI att basera räntebesluten på. Idag gör vi prognoser tre år framåt, baserade på en bedömning av vad som är en lämplig utveckling av reporäntan. Med det sättet att arbeta är inte utgångspunkten för våra beslut att ett visst mått på inflationen alltid ska vara på en viss nivå vid en exakt horisont. Det viktiga är att KPI-inflationen utvecklas på ett sätt som vi tycker är rimligt under prognosperioden. Vi kan så att säga sikta på att stabilisera KPI direkt. I normalfallet innebär det här att KPI bör nå målet inom två år.

Även efter det att vi förlängt vår prognoshorisont och gått över till att göra prognoser för reporäntan har KPIX spelat en central roll i vår kommunikation. Det hänger samman med att vi har velat ha ett mått som rensar bort de direkta effekterna av vår egen politik – något som vi alltid kommer att behöva. Vi har också utgått ifrån att ökningstakten i KPI och KPIX skulle vara densamma på lite längre sikt. Det har med andra ord inte spelat så stor roll om vi kommunicerat politiken i termer av KPI eller KPIX. Men det kan ändå ha bidragit till att skapa osäkerhet kring KPI:s ställning som målvariabel.

KPI och KPIX kommer att skilja sig åt

En förutsättning för att KPIX ska vara ett bra hjälpmedel för att styra KPI mot målet är att måtten har samma genomsnittliga ökningstakt på lång sikt. Vi har som sagt tidigare utgått ifrån att så är fallet. Det har också stämt ganska väl hittills. Sedan 1995 har KPI ökat något långsammare än KPIX, men det har främst berott på Riksbankens räntesänkningar i slutet av 1990-talet. Sedan 2000 har ökningstakten i KPI och KPIX varit i stort sett densamma.

Men när vi blickar framåt är det med stor sannolikhet så att det inte längre kommer att gälla; ökningstakten i KPIX väntas understiga ökningstakten i KPI under ganska lång tid framöver. Låt mig gå in lite närmare på varför det förhåller sig så.

När KPIX beräknas dras bland annat räntekostnaderna för egnahem bort från KPI. Räntekostnaderna för egnahem i KPI beräknas som en produkt av två index: ett räntesatsindex och ett kapitalstocksindex. Räntesatsindexet består av ett genomsnitt av räntor på bolån, från rörliga räntor till räntor med åtta års löptid.

Kapitalstocksindexet å sin sida mäter anskaffningsvärdet på den husstock som bostadslånen finansierar. Men med det beräkningssätt som SCB använder påverkar stigande huspriser kapitalstocksindex bara när husen byter ägare. Även om huspriserna ökar kraftigt får det därför inte mer än ett begränsat genomslag på kapitalstocksindex på kort sikt. Det är ju bara en liten del av husen som säljs och köps varje år. Å andra sidan påverkar en husprisökning indexet under en lång tid framåt. Om huspriserna ökade för, säg, tjugo år sedan kommer det fortfarande att ha en viss effekt även på dagens index. Det beror på att åtminstone en del av de hus som köptes före prisökningen idag säljs till ett högre pris.

De beräknade räntekostnaderna för egnahem kan alltså förändras även om räntesatserna är oförändrade, om det är så att anskaffningsvärdet på husstocken förändras. Det är en effekt som kommer att ha betydelse framöver. Huspriserna har stigit under lång tid och det slår successivt igenom på kapitalstocksindexet. Utan att gå in på några beräkningstekniska detaljer kan man konstatera att det är den främsta orsaken till att räntekostnaderna för egnahem kommer att öka under kommande år – eller, med andra ord, att KPIX-inflationen kommer att understiga KPI-inflationen. Riksbanken räknar med att skillnaden i ökningstakt mellan KPI och KPIX på grund av att husstocken ökar i värde kommer att uppgå till ungefär 0,2 procentenheter flera år framåt.

Att räntekostnaderna för egnahem inte bara påverkas av ändrade räntor utan också av hur huspriserna utvecklas är förstås ingen nyhet. Men man kan säga att den trendmässigt stigande ökningstakten i kapitalstocken har gjort att problemet gradvis har blivit mer och mer märkbart.

Andra problem med KPIX

Det finns också andra, mer beräkningstekniska problem med KPIX, som kanske inte uppmärksammats så mycket. KPIX-måttet rensar bort indirekta skatter. När en indirekt skatt höjs antas att priset på den aktuella varan ökar med skattens hela belopp. Men i praktiken kan företaget eller affären som säljer varan sällan höja priset med hela beloppet, utan bara med en del av det. Efterfrågan skulle annars minska alltför mycket. Men när KPIX beräknas dras ändå hela skattepåslaget av. En höjning av indirekta skatter kan alltså få den paradoxala effekten att KPIX faller.

En annan komplikation hänger samman med att punktskatter normalt skrivs upp med något mått på prisutvecklingen. Det beror i sin tur på att skatt på till exempel alkohol inte uttrycks som en procentsats på priset utan som kronor per liter. På motsvarande sätt anges skatt på energi och tobak som kronor per kilowatt-timme och kronor per gram. Om alla priser stiger med 2 procent per år skulle punktskatternas andel av konsumentpriset falla över tiden. För att förhindra det indexeras punktskatterna. Punktskatten på till exempel bensin skrivs upp med den årliga ökningstakten av KPI i juni året före.

Men när KPIX beräknas dras varje höjning av punktskatterna av från KPI, även om den bara beror på en indexering. Det här innebär att också indexeringen av punktskatterna bidrar till att KPI-inflationen och KPIX-inflationen skiljer sig åt på lång sikt. Effekten bedöms visserligen inte vara stor, 0,1 procentenheter. Men tillsammans med de 0,2 procentenheter som beror på prisförändringar i husstocken innebär den att ökningstakten i KPIX kommer att understiga ökningstakten i KPI med 0,3 procentenheter. Det kommer alltså att uppstå en långvarig skillnad mellan KPI och KPIX som beror på andra saker än att Riksbanken ändrar räntan.

KPIX håller inte måttet och fasas ut

Låt mig stanna upp och summera innan jag går vidare. Vid sidan av vår målvariabel, KPI, är KPIX det mått som lyfts fram allra mest. Men som jag har beskrivit här finns det flera skäl till att KPIX inte längre bör ha den positionen. Det viktigaste skälet är att den genomsnittliga ökningstakten i KPI och KPIX kommer att skilja sig åt en del framöver. Det finns dessutom en del beräkningstekniska tveksamheter med KPIX.

Ett av de inflationsmått vi tidigare använt rätt flitigt kommer alltså att plockas bort ur verktygslådan. Men det innebär inte att vi kommer att sluta illustrera hur tillfälliga störningar påverkar inflationen eller att vi kommer att titta mindre på olika delmått. I och med att våra analysmetoder utvecklats använder vi förmodligen snarast fler delmått på inflation i vårt löpande arbete än tidigare. Vi måste alltid ha klart för oss vad som driver prisutvecklingen för att kunna fatta bra räntebeslut. Den senaste tidens utveckling på marknaderna för olika livsmedel och olja är exempel på det. Och då är det viktigt att analysera mått som illustrerar just de effekterna.

Ett bättre sätt att visa effekterna av ränteförändringar

Även fortsättningsvis kommer det att finnas ett behov av att titta på mått som renser för de direkta effekterna av våra egna ränteförändringar. Man kan argumentera för att det är särskilt viktigt nuförtiden, när vi gör prognoser som bygger på att räntan kan förändras. Till skillnad från när vi antog att räntan var oförändrad under prognosperioden kommer ju KPI-prognosen att påverkas direkt av vår politik.

Men KPIX är inte det lämpligaste måttet för att rensa för egna ränteförändringar. Som jag konstaterat rensar man i KPIX bort fler saker än bara ränteförändringar – dels förändringar i indirekta skatter, dels de effekter på räntekostnaderna för egenahem som kommer av att huspriserna stiger. En bättre metod är att se hur KPI skulle utvecklas om vi enbart rensar bort den del av förändringen i räntekostnaden som kommer från räntesatsindexet. Riksbanken kommer att använda ett sådant mått på "KPI med fast ränta" mer aktivt framöver. Det kommer att publiceras i nästa penningpolitiska rapport.

Avsikten är inte att det här måttet ska få en särställning på det sätt som KPIX har haft. Tanken är ju att den penningpolitiska diskussionen ska fokusera mer direkt på KPI. Men det kommer säkert att finnas skäl att lyfta fram ett sådant här mått lite extra från tid till annan. Under perioder då reporäntan ändras mycket är det viktigt att ha grepp om hur stort det direkta genomslaget på KPI-inflationen är. Så har det till exempel varit under perioden sedan 2006, då Riksbanken höjt räntan i flera steg. Då kan måtten skilja sig åt en hel del på kort sikt. Ser man på in-

■ Inflationssiffrorna för april, ökade KPI och KPIX med 3,4 respektive 2,4 procent. Av den procentenhet som skiljde måtten åt berodde 0,8 procent på ränteförändringar och 0,2 procent på förändringar i värdet på husstocken och skatter.

Men inte heller ett mått som håller räntorna konstanta ger en helt perfekt bild av inflationen rensad för penningpolitikens direkta effekter. Räntor påverkas inte bara av att Riksbanken ändrar reporäntan. Det gäller framförallt de långa räntorna, men också de korta. Men långa räntor har relativt liten vikt i räntesatsindexet och reporäntan samvarierar i normala fall ganska väl med korta räntor. Så måttet borde ändå ge en ganska god bild av inflationen rensad för de direkta effekterna av Riksbankens ränteförändringar. En fördel är också att det är rimligt att räkna med att de nominella räntorna på lång sikt går upp lika mycket som de går ner – de har ingen trend. Det innebär att måttet, till skillnad från KPIX, kommer att ha samma långsiktiga medelvärde som KPI-inflationen.

Konsekvenser för penningpolitiken?

Man kan säga att vi fram tills ganska nyligen har utgått ifrån att KPI och KPIX har samma långsiktiga medelvärde – att måtten konvergerar på några års sikt. Att se till att KPIX hamnar rimligt nära 2 procent har varit att se till att KPI, vår målvariabel, också gör det. Men så kommer det inte att vara under de närmsta åren. Måtten kommer även på sikt att skilja sig åt. Visserligen handlar det inte om mer än några tiondelar, men måtten kan inte väntas sammanfalla ens under åren närmast bortom vår prognoshorisont.

Så vad innebär det här för räntepolitiken? Ett hypotetiskt resonemang kan kanske hjälpa till att reda ut begreppen. Ser man på vår senaste prognos i april låg KPI ganska nära, men ändå ett par tiondelar över målet på 2 procent vid slutet av prognoshorisonten. KPIX låg något lägre, lite under 2 procent. Om vi skulle stå i precis samma läge som i april, men med skillnaden att vi redan då hade bestämt oss för att fasa ut KPIX – hade vi lagt andra prognoser för reporäntan och KPI då? Nej, det hade vi inte gjort. Vårt mål har inte förändrats. Den takt med vilken KPI närmade sig målet i vår aprilprognos ansåg vi vara rimlig utifrån vårt uppdrag.

Det är också viktigt att sätta utfasningen av KPIX i ett vidare perspektiv. Riksbanken bedriver en flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär bland annat att vi kan låta det dröja ett par år innan KPI når 2 procent i vår prognos om vi anser det motiverat till exempel av tillfälliga störningar. Den långsiktiga skillnaden mellan KPI och KPIX beräknas, som jag tidigare nämnt, till ungefär 0,3 procentenheter. Med den flexibilitet som finns i penningpolitiken behöver inte en sådan avvikelse få några omedelbara konsekvenser. Men det är givetvis viktigt att avvikelser från inflationsmålet inte blir för stora och att det är tydligt att KPI på sikt når 2 procent. Annars äventyrar vi trovärdigheten för inflationsmålet.

I det läge vi står idag finns faktorer som har mycket större betydelse för vilken ränteutveckling vi tror är rimlig framöver än skillnaden mellan KPI och KPIX. Det råder bland annat stor osäkerhet om vilka konsekvenser den oro som präglar finansiella marknader världen över en tid kommer att få på den ekonomiska utvecklingen. I Sverige finns tecken på avmattning och BNP ökade något långsammare än väntat enligt statistik från SCB för drygt en vecka sedan. Samtidigt är inflationen hög och ligger över målet. Världsmarknadspriserna på vissa livsmedel och råvaror, som olja, har stigit kraftigt under en tid och det ställer centralbankerna världen över inför svåra avvägningar. Det kommer hela tiden ny information som har betydelse för inflationsutvecklingen.

- Som Riksbanken också uppmärksammat vid ett flertal tillfällen har inflationsförväntningarna stigit de senaste månaderna och de ligger över vårt mål på 2 procent. Det kan finnas flera olika skäl till det. Den viktigaste är nog att den faktiska inflationen har stigit och då brukar förväntningarna också göra det. Riksbanken följer inflationsförväntningarna noga; det viktiga är att de, oavsett vad de beror på, inte permanentas på hög nivå. För att ta udden av förväntningarna skulle vi kunna bli tvungna att agera mer kraftfullt.

För att sammanfatta – vår strategi har inte förändrats och vårt mål ligger fast. Vi kommer att fortsätta att använda ett stort antal delmått på inflationen i vårt arbete, inte minst för att illustrera de direkta effekterna av vår egen räntepolitik. Men fokus kommer att vara på vår målvariabel, KPI. KPIX kommer att fasas ut ur våra rapporter och vår kommunikation i övrigt. Det kommer inte att påverka själva räntebesluten märkbart framöver. Däremot hoppas vi att den här förändringen innebär att det blir tydligare hur vi bedriver penningpolitik.