

2017-06-29

R E M I S S V A R



Sveriges Riksbank
103 37 Stockholm

FI Dnr 17-8104
(Anges alltid vid svar)

Finansinspektionen
Box 7821
SE-103 97 Stockholm
[Brunnsgatan 3]
Tel +46 8 408 980 00
Fax +46 8 24 13 35
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

registratorn@riksbank.se

Byte av målvariabel och introduktion av variationsband (DNR 2017-00444)

Sammanfattning

Finansinspektionen (FI) avstyrker Riksbankens förslag att byta målvariabel och att införa ett variationsband på ± 1 procentenhet kring målet.

Riksbankskommittén har fått i uppdrag att bland annat utreda inflationsmålets utformning och ska redovisa sina slutsatser om mindre än två år. Det innebär att ändringar i målformuleringen i september kan efterföljas av ytterligare ändringar inom några år. Det skulle skapa en ryckighet i målformuleringen, som riskerar att skapa svängningar i räntor och ränteförväntningar. Detta skulle i sin tur kunna påverka kreditmarknader negativt, vilket i förlängningen kan ha betydelse för den finansiella stabiliteten.

FI menar dessutom att frågan om vad som är en lämplig målvariabel i sak är så komplicerad att en ingående analys bör föregå ett eventuellt beslut att ändra målformuleringen. En sådan analys kan antas ingå i Riksbankskommitténs uppdrag. Även på den grunden är det därför lämpligt att invänta Riksbankskommitténs analys och överväganden. Av den anledningen delger FI även Riksbankskommittén remissvaret.

Bakgrund

Riksbanken har preciserat inflationsmålet som att den årliga förändringen i konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent. Ursprungligen fanns ett toleransintervall på ± 1 procentenhet kring målet, men det tog Riksbanken bort 2010 eftersom den bedömde att intervallet inte fyllde någon praktisk funktion.

Riksbanken överväger att byta målvariabel till konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) från och med det penningpolitiska beslutet i september i år. Målet för penningpolitiken skulle då bli att den årliga förändringen i KPIF ska vara 2 procent. Riksbanken överväger också att införa ett variationsband för utfallen för KPIF på ± 1 procentenhet.

Ändringar av inflationsmålet bör invänta Riksbankskommitténs arbete

FI konstaterar att det i direktivet för den pågående översynen av riksbankslagen (Riksbankskommittén) bland annat står att ”Kommittén ska särskilt överväga om inflationsmålet, dess nivå och målvariabel bör fastställas i lag”.¹ Riksbankskommittén ska redovisa sina slutsatser senast den 31 maj 2019. Det innebär att ett byte till KPIF som målvariabel, liksom ett återinfört toleransintervall (om än med annat namn), i september kan efterföljas av ett nytt byte till en annan målvariabel eller att toleransintervallet åter tas bort eller ges en annan innebörd inom några år. Efter att bara ha ändrats en gång på drygt 20 år – när toleransintervallet togs bort 2010 – riskerar målformuleringen nu att ändras flera gånger under några år. Det skulle skapa en ryckighet i målformuleringen, som riskerar att skapa svängningar i räntor och ränteförväntningar. Detta skulle i sin tur kunna påverka kreditmarknader negativt, vilket i förlängningen kan ha betydelse för den finansiella stabiliteten.

Mot den bakgrunden anser FI att eventuella ändringar av inflationsmålet bör invänta Riksbankskommitténs arbete. Nuvarande definition av det operativa målet för penningpolitiken bör behållas tills vidare. FI avstyrker därför Riksbankens förslag.

FI lämnar i det följande några mer specifika synpunkter på faktorer som bör beaktas i det fortsatta arbetet med att utreda vad som är en lämplig målvariabel för penningpolitiken.

Valet av målvariabel bör utredas vidare

Trots att inflationsmålet sedan 1995 varit preciserat i termer av KPI har penningpolitiken, med undantag för en kort period 2008, alltid väglets av något annat mått än KPI. Sedan hösten 2008 har detta mått varit just KPIF, men innan dess fyllde KPIX (som tidigare hette UND1X) denna funktion.²

Att styra penningpolitiken efter KPIF samtidigt som målet är preciserat i termer av KPI skapar vissa utmaningar, inte minst kommunikationsmässigt. De tre externa utvärderingar som gjorts av Riksbankens penningpolitik har också noterat att Riksbankens strategi inte är oproblematiske. Giavazzi och Mishkin (2006)³ förespråkade att KPI skulle ändras så att boendekostnader för egna hem inte ingick, eller att Riksbanken skulle byta målvariabel till KPIX. Goodhart och Rochet (2011)⁴ rekommenderade att Riksbanken även fortsättningsvis skulle ha KPI som målvariabel och låta KPIF vägleda de

¹ Se ”Översyn av det penningpolitiska ramverket och riksbankslagen”, Dir. 2016:114, s. 3.

² Vid vissa tillfällen har även energi- eller livsmedelspriser rensats bort från det inflationsmått som legat till grund för de penningpolitiska besluten.

³ Se Giavazzi, F. och F. Mishkin, ”En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005”, 2006/07:RFR1, sid. 82

⁴ Se Goodhart, C. och J-C. Rochet, ”En utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010”, 2010/11:RFR5, sid. 73.

penningpolitiska besluten. Slutligen förespråkade Goodfriend och King (2016)⁵ att Riksbanken borde byta målvariabel till KPIF.

FI konstaterar att valet av målvariabel och strategi för att uppnå målet är en komplicerad fråga som inte har något självklart svar. Det talar också för att eventuella ändringar av inflationsmålet bör invänta Riksbankskommitténs arbete. I de kommande avsnitten redovisar FI några aspekter som särskilt bör utredas.

KPI kan ge bättre stabilitet

I stället för att byta målvariabel till KPIF skulle Riksbanken kunna behålla KPI som målvariabel men återgå till att, som under våren 2008, basera de penningpolitiska besluten på prognoserna för KPI.⁶ KPI-inflationen kan, lite förenklat, ses som summan av KPIF-inflationen och bolåneräntornas förändring. Att basera penningpolitiken på KPI-prognoserna innebär därför, i princip, att Riksbanken fäster en lite större vikt vid det som kallas för ränteutjämning. Det betyder att penningpolitiken bedrivs ännu mer gradvis och på så sätt undviker stora höjningar eller sänkningar av reporäntan. Det finns teoretiskt stöd för att ränteutjämning är bra i meningen att det kan leda till en mer stabil utveckling av både inflationen och den reala ekonomin.⁷ Det kan i sin tur leda till bättre förutsättningar för den finansiella stabiliteten.

FI anser därför att analys av för- och nackdelarna med att återgå till att basera penningpolitiken på prognoserna för KPI bör ingå i ett underlag för beslut om målvariabel. I det sammanhanget är det även väsentligt att belysa vilka effekter valet av målvariabel kan ha för den finansiella stabiliteten och för uppbyggnaden av finansiella obalanser.

KPIF är en förenkling

KPIF är framtaget för att illustrera vad inflationen skulle ha blivit om reporäntan hade varit oförändrad. Det gör SCB genom att hålla räntesatsindex konstant. Därmed neutraliseras bland annat de direkta effekter reporäntan har på boräntorna. Men denna korrigering görs schablonmässigt eftersom reporäntan i sig inte ingår i KPI, utan där är det bolåneräntorna som via räntesatsindex är relevanta. Det medför att KPIF endast kan ses som en grov indikation på vad inflationen skulle ha blivit om reporäntan hade hållits konstant.

Normalt sett följer de rörliga bolåneräntorna Riksbankens reporänta ganska väl, vilket är det som ger upphov till den momentana följsamheten mellan KPI och reporäntan. Men bolåneräntorna påverkas också av andra faktorer. FI:s analyser av bankernas bruttomarginaler på bolån visar att dessa har stigit från

⁵ Se Goodfriend, M. och M. King, ”Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015”, 2015/16:RFR6, sid. 98.

⁶ Se Wickman-Parak, B. ”Riksbankens inflationsmål – KPI, andra inflationsmått och utfasning av KPIX”, tal vid Swedbank 2008-06-09.

⁷ Se Woodford, M., ”Optimal monetary policy inertia”, NBER WP no. 7261 för ett tidigt bidrag på detta område.

drygt 20 räntepunkter 2008 till drygt 170 räntepunkter i dag.⁸ Denna ökning på 1½ procentenhet motsvarar en ökad kostnad för boende i egna hem som inte har något att göra med Riksbankens reporänta. Men trots det rensas dessa kostnader bort vid beräkningen av KPIF, som alltså rensar bort mer än bara de direkta effekterna av reporäntan på boräntorna.

Syftet med att ta fram måttet KPIF var att på ett enkelt sätt få fram ett mått som inte har samma momentana och starka följsamhet med reporäntan som KPI. FI menar att KPIF har fungerat väl för detta syfte men att det samtidigt kan vara för schabloniserat och förenklat för att fungera väl som målvariabel under perioder då bolåneräntor markant påverkas av andra faktorer än reporäntan. Om KPIF ska användas som målvariabel för penningpolitiken menar FI att det bör utredas om det går att ändra beräkningsmetoden så att det endast är Riksbankens förändringar i reporäntan som konstanthålls.

FINANSINSPEKTIONEN

Erik Thedéen
Generaldirektör

Stefan Palmqvist
Biträdande chefsekonom

Delges: Riksbankskommittén.

⁸ Se <http://www.fi.se/sv/publicerat/statistik/bankernas-marginal-pa-bolan2/>