

FÖRDJUPNING

Långsiktiga inflationsförväntningar

I denna fördjupning studeras inflationsförväntningar på fem års sikt i Sverige. Som mått på inflationsförväntningar används Prosperas enkätundersökning. Enligt teorin om rationella förväntningar ska, givet att Riksbankens inflationsmål är trovärdigt och Riksbanken prioriterar att stabilisera inflationen, förväntningar om vilken inflation som kommer att gälla på lång sikt inte avvika nämnvärt från inflationsmålet. De inflationsförväntningar som studeras i denna fördjupning förefaller dock variera i så hög grad att denna hypotes kan ifrågasättas.

FÖRVÄNTNINGAR CENTRALA FÖR PENNINGPOLITIKEN

De förväntningar hushåll och företag har om den ekonomiska utvecklingen är centrala för penningpolitiken. Förväntningarna är avgörande för de beslut som olika ekonomiska aktörer fattar, beslut som i sin tur påverkar Riksbankens måluppfyllelse.⁵⁰ Eftersom Riksbankens huvudsakliga uppgift är att se till att inflationen är låg och stabil, är förväntningarna om den framtida inflationen av särskilt intresse.

Ett exempel på den hänsyn som centralbanker i allmänhet visar inflationsförväntningarna är den penningpolitik som fördes i Sverige och euroområdet under sommaren 2008. Då höjde både Riksbanken och ECB sina styrräntor. Ett av argumenten för detta var att uppgångar i råvarupriser under året hade spillt över i höjda inflationsförväntningar och riskerade att leda till förväntningar om än högre framtida inflation. Detta riskerade i sin tur att leda till att inflationsmålet inte skulle komma att uppfyllas. Samma argument framfördes när Riksbanken höjde reporäntan i september samma år.

FÖRVÄNTNINGSBILDNINGEN

Ekonomiska modeller utgår ofta ifrån att aktörerna i ekonomin har rationella förväntningar. Rationella förväntningar innebär att aktörernas förväntningar om framtiden är en *bästa gissning* givet all tillgänglig information. En följd av detta är att om hushållen och företagen i ekonomin har rationella förväntningar, så har annonserad politik möjlighet att påverka dessa förväntningar. Rationella förväntningar kan kontrasteras mot adaptiva förväntningar som innebär att historien bestämmer aktörernas syn på ekonomiska variabelers framtida utveckling.

⁵⁰ Riksbanken, i likhet med de flesta av centralbankerna i världens utvecklade ekonomier, tillämpar ett så kallat flexibelt inflationsmål. Detta innebär att Riksbanken, utan att åsidosätta inflationsmålet på 2 procent, även väger in resursutnyttjandet i ekonomin då penningpolitiken bestäms.

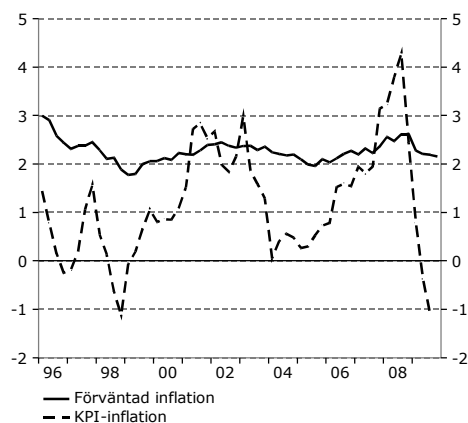
Riksbanken har, alltsedan den nuvarande penningpolitiska regimen infördes, kommunicerat att den under normala omständigheter avser att anpassa reporäntan så att inflationen väntas ligga nära inflationsmålet på två års sikt.⁵¹ Förutsatt att Riksbankens politik bedömts som trovärdig förefaller det således rimligt att anta att rationella hushåll och företag borde ha förväntat sig en inflation i linje med inflationsmålet på den sikt som Riksbanken utmålat i sin prognos.⁵²

INFLATIONSFÖRVÄNTNINGARNA ENLIGT PROSPERA

På uppdrag av Riksbanken samlar undersökningsföretaget Prospera sedan mitten av 1990-talet in och sammanställer data på inflationsförväntningar i den svenska ekonomin. Inflationsförväntningarna på ett, två och fem års sikt samlas in via telefonintervjuer med ca 275 företag och organisationer. Svaren sammanställs sedan till en aggregerad siffra för respektive prognoshorisont, men även siffror för fem olika underkategorier redovisas (arbetstagarorganisationer, arbetsgivarorganisationer, inköpschefer inom tillverkningsindustrin, inköpschefer inom handeln samt penningmarknadsaktörer). Frågorna är ställda på ett sådant sätt att det är tydligt att det med inflation avses den procentuella tolv månadersförändringen i KPI vid respektive tidpunkt.

Diagram 196 Inflation och inflationsförväntningar på fem års sikt

Procent, kvartalsvärden



Källa: Prospera.

DE LÅNGSIKTIGA INFLATIONSFÖRVÄNTNINGARNAS UTVECKLING SEDAN 1996

Som antytts ovan är det rimligt att anta att inflationsförväntningar på lång sikt ska vara näst intill konstanta i en ekonomi där centralbanken har ett inflationsmål, givet att aktörerna är rationella, inflationsmålet trovärdigt och centralbanken dessutom i hög grad prioriterar att stabilisera inflationen. Med detta i åtanke kan den aggregerade förväntade inflationen på fem års sikt mellan första kvartalet 1996 och andra kvartalet 2009 i diagram 196 betraktas. Bedömningen av inflationen uppvisar en inte obetydlig variation över tiden. Exempelvis kan det noteras att förväntad inflation föll från ca 3 procent första kvartalet 1996 till ca

⁵¹ Tydligheten i detta budskap har möjligen ökat ytterligare något sedan Riksbanken 2005 började publicera prognoser över reporäntan. De tillhörande prognoserna för inflationen (mätt med KPI) har sedan dess nästan alltid legat i närheten av målet på två till tre års sikt. De mest noterbara undantagen är de senaste fyra prognoserna (april, juli, september och oktober 2009) där inflation mätt med KPI avviker från målet under hela prognosperioden. Detta beror på att KPI innefattar räntekostnader för egnahemsägare. Då reporäntan förväntas variera i hög grad framöver stabiliseras inte inflationen mätt med KPI under Riksbankens prognosperiod.

⁵² Det är dock tänkbart att prognoserna skulle kunna avvika systematiskt från inflationsmålet. Om det till exempel vore värre för Riksbanken att överskrida målet än att underskrida det så vore det också rationellt att prognostisera en inflation som i genomsnitt är lägre än inflationsmålet.

1,8 procent första kvartalet 1999.⁵³ Därefter steg inflationsförväntningarna med 0,6 procentenheter, till ca 2,4 procent, fram till första kvartalet 2002. En stor uppgång skedde också mellan tredje kvartalet 2005 och fjärde kvartalet 2008 med en ökning på 0,6 procentenheter. Slutligen föll inflationsförväntningarna med 0,4 procentenheter mellan fjärde kvartalet 2008 och andra kvartalet 2009. Medelvärde för hela perioden är 2,3 procent.

Samtliga underkategorier uppvisar liknande mönster som de aggregerade inflationsförväntningarna, men vissa skillnader finns. Gruppen ”Inköpschefer, tillverkning” har till exempel det högsta medelvärdet med 2,4 procent och serien uppvisar också mer variation över tiden än den aggregerade serien. Bland de stora svängningarna är kanske ökningen på 0,9 procentenheter mellan det tredje kvartalet 2005 och fjärde kvartalet 2008 den mest iögonfallande (se diagram 197).

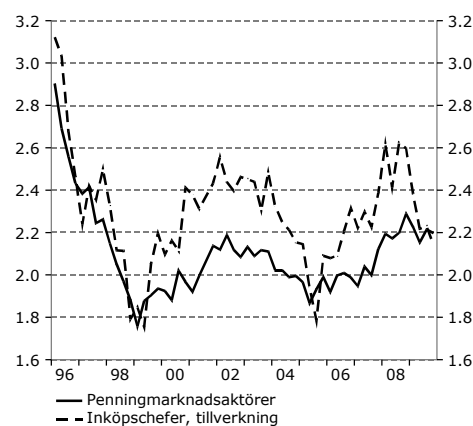
Minst variation i förväntningarna har penningmarknadsaktörerna och denna grups medelvärde över tiden (2,1 procent) är också närmast Riksbankens inflationsmål. Trots detta är dock variationen i förväntningarna inte försumbar. Till exempel ökade inflationsförväntningarna med 0,3 procentenheter mellan tredje kvartalet 2007 och fjärde kvartalet 2008 (se diagram 197).

VAD KAN FÖRKLARA VARIATIONEN?

Det är tänkbart – om än kanske inte särskilt troligt – att Riksbanken ändrar sitt mål marginellt när en inflationsimpuls kommer.⁵⁴ I sådana fall kan det vara fullt rationellt för aktörerna att också revidera sina prognoser. Företagen och organisationerna kan också uppleva att Riksbanken låter det ta längre tid att ta tillbaka inflationen till målet än vad inflationsprognoserna i de penningpolitiska rapporterna antyder. Om Riksbanken på ett sådant sätt i högre grad väljer att stabilisera den reala ekonomin kan inflationen komma att avvika från målet under en lång tid.

Diagram 197 Inflationsförväntningar på fem års sikt

Procent, kvartalsvärden



Källa: Prospera.

⁵³ Denna variation kan möjligen delvis motiveras med att det, i ljuset av den höga inflation som rådde under större delen av 1980-talet och 1990-talets början, tog viss tid för Riksbanken att erhålla trovärdighet för inflationsmålspolitiken.

⁵⁴ Ett inflationsmål som rör sig över tiden är tämligen vanligt i litteraturen om centralbanker och inflationsmålspolitik; se till exempel Beechey, M. ("Excess sensitivity and volatility of long interest rates: The role of limited information in bond markets", Working Paper No. 173, Sveriges riksbank, 2004) och Kozicki, S. och P. A. Tinsley ("Permanent and transitory policy shocks in an empirical macro model with asymmetric information", *Journal of Economic Dynamics and Control* 29, 2005). Man kan tänka sig att Riksbanken har ett inflationsmål som får röra sig som en slumpvandring inom toleransintervallet (om ± 1 procent). Ett rörligt inflationsmål är dock förmodligen en rimligare beskrivning av centralbanker med ett implicit inflationsmål som till exempel Federal Reserve.

Det kan då vara rationellt att revidera även långsiktiga inflationsprognoser till följd av förändringar i den faktiska inflationen.⁵⁵

Vår observation av hög samvariation mellan faktisk och förväntad inflation skulle alltså kunna förklaras utifrån att företag och hushåll är rationella, men att Riksbankens inflationsmål eller inflationsprognoser inte är trovärdiga. Studerar man data närmare förefaller dock inte denna förklaring få stöd. Vidare ekonometrisk analys visar nämligen att företagen och organisationerna justerar upp sina förväntningar, efter att den faktiska inflationen stigit, på ett sätt som inte är förenligt med hur inflationen normalt utvecklas.⁵⁶ Denna analys tyder på att intervjupersonerna i Prosperas undersökning tar överdrivet mycket intryck av den faktiska inflationsnivån vid intervjutillfället, det vill säga förväntningarna är adaptiva.

SLUTSATSER

Sammanfattningsvis kan det konstateras att inflationsförväntningarna på fem års sikt från Prospera förefaller variera överdrivet mycket över tiden.⁵⁷ Vi har ovan presenterat två förklaringar till varför detta fenomen uppstår och båda innebär ett problem för de penningpolitiska beslutsfattarna.

Den första förklaringen, det vill säga att Riksbankens inflationsmål eller inflationsprognos inte är trovärdiga, medför i det fall den skulle vara riktig ett problem för penningpolitiken då detta försvårar måluppfyllelsen.

Den andra förklaringen, som utgår från att de intervjuade personerna i hög grad är adaptiva medför ett annat problem för Riksbanken. Penningpolitik har beskrivits som ”ledning av förväntningar”⁵⁸ och om förväntningsbildningen sker på ett sätt som inte är rationellt kan detta innebära att Riksbankens uppgift kompliceras. Räntan kan till exempel behöva variera mycket över konjunkturcykeln för att stabilisera ekonomin. Trots en mer aktiv politik är det troligt att utfallet under sådana förhållanden blir sämre än om förväntningsbildningen vore rationell.

⁵⁵ Clarida m.fl. (”The science of monetary policy: A new Keynesian perspective”, *Journal of Economic Literature* 37, 1999) visar i en standardmässig modell för penningpolitisk analys att inflationspersistensen är en funktion av den relativa preferensen för att stabilisera inflationen. För en vidare diskussion av denna fråga, se Beechey, M. och P. Österholm (”The rise and fall of US inflation persistence”, Finance and Economics Discussion Series 2007-26, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2007).

⁵⁶ För en detaljerad beskrivning av den ekonometriska analysen, se Jonsson, T. och P. Österholm (”The properties of survey-based inflation expectations in Sweden”, Working Paper No. 114, Konjunkturinstitutet, 2009).

⁵⁷ Noteras bör även att analysen i Jonsson, T. och P. Österholm (”The properties of survey-based inflation expectations in Sweden”, Working Paper No. 114, Konjunkturinstitutet, 2009) indikerar att även inflationsförväntningarna på ett och två års sikt från Prospera också har empiriska tillkortakommanden.

⁵⁸ Woodford, M. ”Inflation targeting and optimal monetary policy”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Review* 86, 2004).

Det är också möjligt att de intervjusvar som Prospera samlat in och sammanställt inte utgör ett bra mått på de allmänna inflationsförväntningarna i ekonomin. Kritik riktas ofta mot intervjubaserade förväntningsmått och denna kritik baseras bland annat på att intervjusituationen överensstämmer dåligt med den ekonomiska miljö som den intervjuade personen normalt verkar i, där egna eller förvaltade pengar står på spel. Detta faktum medför att den intervjuade har små incitament att lämna väl underbyggda svar.⁵⁹ Om dessa förväntningar emellertid inte är ett bra mått på de egentliga förväntningarna i ekonomin bör de tillmätas en liten vikt då penningpolitiska beslut fattas. Risken är annars att besluten inte baseras på relevant information.

⁵⁹ Se till exempel Wolfers, J. och A. Leigh ("Three tools for forecasting federal elections: Lessons from 2001", *Australian Journal of Political Science* 37, 2002) och Gürkaynak, R. och J. Wolfers ("Macroeconomic derivatives: An initial analysis of market-based macro forecasts, uncertainty and risk", *NBER International Seminar on Macroeconomics*, 2005). Mått på inflationsförväntningar som är baserade på investeringsbeslut, till exempel skillnaden i avkastning mellan nominella och reala obligationer, framhålls därför ofta vara av högre kvalitet.