

■ Den senaste tidens utveckling av inflationsförväntningarna

I takt med att KPI-inflationen har stigit sedan slutet av 2009 har även olika mått på inflationsförväntningar rört sig uppåt. Kortsiktiga inflationsförväntningar tenderar att samvariera med den aktuella inflationen. Långsiktiga inflationsförväntningar är i allmänhet förankrade nära inflationsmålet, men även dessa har stigit något den allra senaste tiden. Detta behöver dock inte betyda att förtroendet för inflationsmålet har minskat, utan kan istället ha att göra med bostadsräntorna. KPI-inflationen påverkas nämligen kraftigt av hur bostadsräntorna utvecklas och dessa har under den senaste tiden stigit från mycket låga nivåer. Då även boräntor med långa bindningstider stiger kommer det att ta tid innan inflationen mätt med KPI är tillbaka nära inflationsmålet. Inflationsförväntningarna förefaller nu ligga väl i linje med Riksbankens prognoser för KPI-inflationen, vilket talar för att inflationsförväntningarna i dagsläget inte utgör något problem i sig. Men den idag höga KPI-inflationen kan komma att påverka olika aktörers långsiktiga inflationsförväntningar och lönebildningen. Det måste Riksbanken noggrant följa.

Inflationsförväntningar är viktiga för penningpolitiken

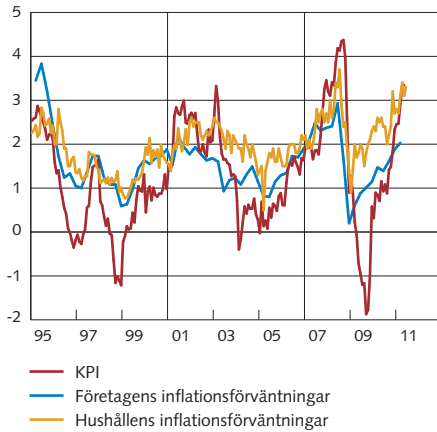
För en penningpolitik med inflationsmål är olika aktörers förväntningar om den framtida inflationen av stor betydelse. Om alla tror att Riksbanken kommer att föra inflationen tillbaka till inflationsmålet på några års sikt kommer detta att påverka pris- och lönebildningen så att inflationsmålet blir lättare att nå.

De långsiktiga inflationsförväntningarna mäter alltså förtroendet för inflationsmålet. Om förtroendet för inflationsmålet är högt behöver penningpolitiken inte vara lika aggressiv när inflationen kommit att avvika från målet. Men inflationsförväntningar kan inte observeras direkt utan måste skattas från olika indikatorer såsom enkäter, prissättningen på finansiella instrument eller olika aktörers prognoser. Alla dessa olika indikatorer på inflationsförväntningarna har sina för- tjänster och brister.

Inflationsförväntningar kan skattas via enkäter, finansiella instrument och inflationsprognoser

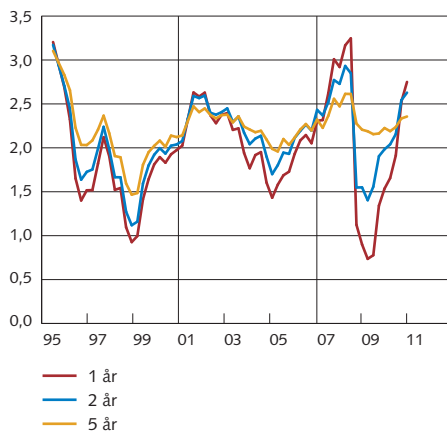
I enkäter tillfrågas olika aktörer om vad de tror att inflationen kommer att bli om ett, två eller fem år. Svaren viktas ihop till en siffra som speglar gruppens, till exempel hushållens eller företagens, inflationsförväntningar i det relevanta tidsperspektivet. Den exakta frågeställningen skiljer sig dock åt mellan olika undersökningar. I Konjunkturinstitutets undersökningar, Företags- och Hushållsbarometern, frågas om utvecklingen av "priser i allmänhet", medan Prosperas undersökningar ställer frågor mer precist om den framtida KPI-utvecklingen. En fördel med enkätbaserade mått på inflationsförväntningar är att frågan handlar direkt om det man försöker mäta. Samtidigt finns det skäl att tro att osäkerheten i svaren är hög då de som tillfrågas i allmänhet inte har så god kännedom om

Diagram A22. Hushålls och företags inflationsförväntningar på ett års sikt och KPI
Årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Diagram A23. Arbetsmarknadens parter, inköpschefers och penningmarknadsaktörers inflationsförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt
Årlig procentuell förändring



Anm. Svaren avser genomsnittet för samtliga respondenter.

Källa: TNS Sifo Prospera

inflationsutvecklingen.³⁷ Trots detta tycks enkätbaserade mått på inflationsförväntningar stämma relativt väl med inflationsutvecklingen.³⁸

Ett annat sätt att skatta inflationsförväntningar är via finansiella instrument, som exempelvis skillnaden mellan en nominell och en real ränta med samma löptid. Fördelen med denna metod är att inflationsförväntningarna beräknas utifrån instrument som handlas på de finansiella marknaderna. De olika aktörerna tar sina positioner på basis av vad de tror om framtiden och de kan, till skillnad från dem som svarar på enkäter, förlora pengar på sitt agerande. Ett problem med prissättningen på finansiella instrument är dock att de också påverkas av olika typer av riskpremier. Detta gör att skillnaden mellan en nominell och en real ränta inte utan vidare kan tolkas som att den avser inflationsförväntningarna.³⁹

Olika prognosmakares inflationsprognoser kan också ses som indikatorer på inflationsförväntningar, eftersom prognoserna är en beskrivning av vad prognosmakaren förväntar sig om den framtida inflationen. De olika prognosmakarna lägger ner stora resurser på att göra makroekonomiska prognoser och de som gör inflationsprognoserna är ofta specialister på just detta. De flesta prognosmakarna torde sträva efter så träffsäkra prognoser som möjligt. Men vissa prognosmakare kanske ser sina prognoser mer som intressanta scenarier, som de egentligen inte tror kommer att inträffa med särskilt stor sannolikhet.

De tre olika typerna av indikatorer på inflationsförväntningar har alltså sina respektive förtjänster och brister. Och då de verkliga inflationsförväntningarna inte går att observera är det inte möjligt att med olika statistiska tester avgöra vilken av indikatorerna som är bäst. Riksbanken har därför en bred ansats i analysen av inflationsförväntningarna där de olika indikatorerna analyseras och ställs mot varandra. Om alla indikatorer pekar i en och samma riktning kan man dra starkare slutsatser än om de pekar åt olika håll.

De kortsiktiga inflationsförväntningarna har stigit medan de långsiktiga är mer förankrade kring inflationsmålet

Just nu är bilden sådan att inflationsförväntningarna enligt enkäterna har stigit sedan ett par år tillbaka. Framförallt gäller detta de kortsiktiga, ettåriga förväntningarna (se diagram A22 och A23). Även de tvååriga inflationsförväntningarna har stigit, om än i något måttligare takt. De femåriga inflationsförväntningarna har legat relativt stabilt förankrade kring inflationsmålet, men även dessa har stigit något den allra senaste tiden och ligger något över inflationsmålet.

Inflationsförväntningarna enligt prissättningen på finansiella

³⁷ Bryan och Palmqvist (2005) finner att hushållens inflationsförväntningar tenderar att vara koncentrerade kring ett begränsat antal heltal. Ungefär tre fjärdedelar av alla svar sedan 1991 utgår av 0, 2, och 5 procent, vilket talar för att hushållen utvärderar inflationen i grova drag snarare än med hög precision. Se M. Bryan och S. Palmqvist, "Testing near-rationality using detailed survey data", Working paper nr 183, Sveriges riksbank, 2005.

³⁸ Se S. Palmqvist och L. Strömberg, "Hushållens inflationsåsikter – historien om två undersökningar", *Penning- och valutapolitik* 2004:4, Sveriges riksbank, och T. Jonsson och P. Österholm, "The Properties of Survey-Based Inflation Expectations in Sweden", Working paper nr 114, Konjunkturinstitutet, 2009.

³⁹ Exempelvis kan de som håller en nominell obligation kräva en kompensation för inflationsrisken. Marknaderna för reala och nominella obligationer är också olika likvida. Detta gör att inflationsförväntningar skattade från finansiella instrument även kan innehålla risk- och likviditetspremier, som kan vara svåra att särskilja från de verkliga inflationsförväntningarna.

instrument steg från mitten av förra året fram till publiceringen av föregående penningpolitiska rapport, men har fallit tillbaka sedan dess och ligger nu i närheten av inflationsmålet (se diagram A24). Som nämnts kan den här typen av indikator på inflationsförväntningarna även innehålla riskpremier. Måttet tenderar att variera mycket och bör därför tolkas med försiktighet.

Generellt sett har även olika prognosmakare, inklusive Riksbanken, reviderat upp sina prognoser för KPI-inflationen sedan ungefär ett år tillbaka (se diagram A25). Upprevideringen gäller främst inflationsutvecklingen på kort sikt, men även de lite längre prognoserna har reviderats upp något.

Sammantaget tycks de olika indikatorerna således ge en relativt samstämmig bild. De kortsiktiga inflationsförväntningarna har stigit samtidigt som de långsiktiga inflationsförväntningarna ligger mer stabilt förankrade kring inflationsmålet.

Kortsiktiga inflationsförväntningar samvarierar med den aktuella inflationen

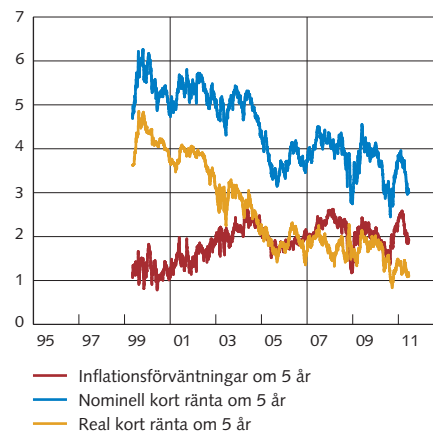
Ett vanligt sätt att analysera inflationen är med Phillips-kurvan, som säger att dagens inflation bestäms av inflationsförväntningarna och resursutnyttjandet enligt

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \kappa x_t + \varepsilon_t$$

där π_t är inflationen, $E_t \pi_{t+1}$ är dagens förväntningar om den framtida inflationen, x_t är resursutnyttjandet och ε_t är en störning. Bakom denna Phillips-kurva ligger bland annat ett antagande om prisstelheter som innebär att företagen inte kan ändra sina priser i varje period. Då företagen inte vet när de får ändra sina priser igen måste de blicka framåt och beakta såväl det aktuella som det förväntade framtida resursutnyttjandet när de sätter sina priser. Inflationen bestäms därför av hela den förväntade utvecklingen av resursutnyttjandet. Då detta samband gäller även i framtiden och alla aktörer antas ha rationella förväntningar kommer dagens inflationsförväntningar att spegla det förväntade framtida resursutnyttjandet, vilket gör att vi kan beskriva inflationen enligt Phillips-kurvan ovan. Enligt denna teori finns det alltså en stark koppling mellan inflationsförväntningarna och den faktiska inflationen. Om inflationsförväntningarna stiger så tenderar även den observerade inflationen att stiga. På motsvarande sätt leder fallande inflationsförväntningar till att dagens inflation faller. Alternativt uttryckt bör vi förvänta oss en positiv korrelation mellan de kortsiktiga inflationsförväntningarna och den aktuella inflationen, något som bekräftas av data (se diagram A22).⁴⁰

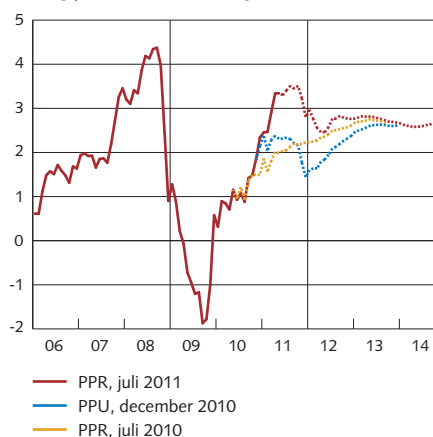
Även om de kortsiktiga inflationsförväntningarna varierar med den aktuella inflationen så har de långsiktiga inflationsförväntningarna varit mer stabilt förankrade kring inflationsmålet. Detta kan ses som

Diagram A24. Inflationsförväntningar skattade via finansiella instrument
Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken

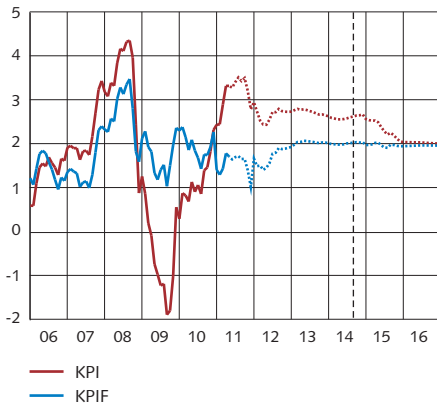
Diagram A25. Riksbankens prognoser för KPI
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

⁴⁰ Korrelationen mellan hushållens inflationsförväntningar och den aktuella inflationen är 0,62. Motsvarande korrelation är 0,75 för företagens inflationsförväntningar och 0,77 för samtliga respondenter i Prospera-enkäten.

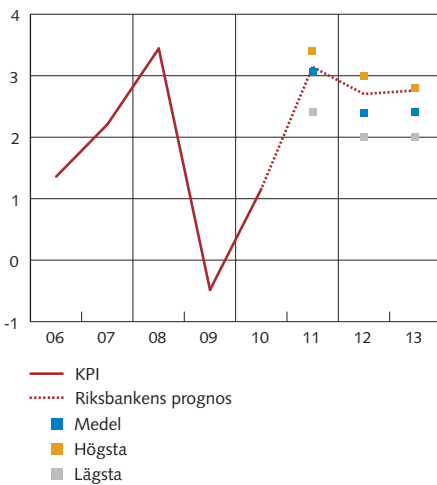
Diagram A26. KPI och KPIF, prognos och framskrivning
Årlig procentuell förändring



Anm. Den ordinarie prognosperioden sträcker sig till det vertikala strecket vid september 2014. Bortom prognoshorisonten antas att KPIF ökar med 2 procent och att reporäntan successivt går till 4 procent.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A27. Riksbankens och andra prognosmakares prognoser för KPI
Årlig procentuell förändring



Anm. Diagrammet visar årsgenomsnitt för KPI. Punkterna avser den högsta, lägsta och genomsnittet av nio olika prognosmakares prognoser. För 2013 finns bara två prognoser att jämföra med.

Källor: SCB, respektive prognosmakare och Riksbanken

ett tecken på att förtroendet för Riksbankens inflationsmål i allmänhet är högt. Den senaste tiden har dock även de långsiktiga inflationsförväntningarna stigit något. Men detta behöver inte vara ett tecken på att förtroendet för inflationsmålet har minskat eftersom den förväntade ränteutvecklingen gör att KPI-inflationen även i huvudscenariot väntas ligga något över målet under en längre period.

När Riksbanken fattar beslut om banan för reporäntan görs normalt en avvägning mellan att å ena sidan stabilisera inflationen runt inflationsmålet och att å andra sidan stabilisera realekonomin. Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken försöker föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. I allmänhet har dock strävan varit att räntan och räntebanan ska anpassas så att prognoserna för inflationen förväntas vara någorlunda nära målet inom två år. I nuläget är dock inflationsutvecklingen splittrad. Mätt med KPIF (KPI med fast bostadsränta) väntas inflationen vara förhållandevis låg för att gradvis närma sig inflationsmålet under prognosperioden. Samtidigt väntas KPI-inflationen fortsätta att stiga under året för att därefter gradvis falla tillbaka (se diagram A26). Att dessa två mått visar så olika utveckling beror framförallt på att hushållens boräntor har stigit från mycket låga nivåer och väntas fortsätta att stiga framöver. I och med att även boräntor med långa bindningstider stiger väntas skillnaden mellan KPI och KPIF att kvarstå i slutet av den ordinarie prognosperioden och det är först framåt 2016 som de två måtten väntas sammanfalla igen.⁴¹

Riksbankens prognoser för KPI-inflationen är alltså kraftigt influerade av utvecklingen av bostadsräntorna. Även övriga prognosmakare tror på en inflationsutveckling som liknar Riksbankens prognos (se diagram A27). KPI-inflationen väntas vara hög under 2011 för att därefter falla tillbaka. Även inflationsförväntningarna enligt enkäterna stämmer väl överens med Riksbankens prognos (se diagram A28). Det finns därför skäl att tro att uppgången i boräntor med långa bindningstider ligger bakom, inte bara upprevideringen av Riksbankens inflationsprognoser på lite längre sikt, utan även uppgången i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna. Det är viktigt att påpeka att detta speglar ett prognosantagande om att det kommer att ta ganska lång tid innan effekterna av stigande boräntor har klingat av och att det inte har med trovärdigheten för inflationsmålet att göra.

⁴¹ Riksbankens prognoser sträcker sig bara tre år framåt. För att få en uppfattning om vad som händer bortom den ordinarie prognoshorisonten görs en mekanisk framskrivning därefter, se J. Johansson, S. Palmqvist och C. Selander, "KPI ökar snabbare än KPIF de närmaste åren", *Ekonomiska kommentarer* nr 5, 2011, Sveriges riksbank.

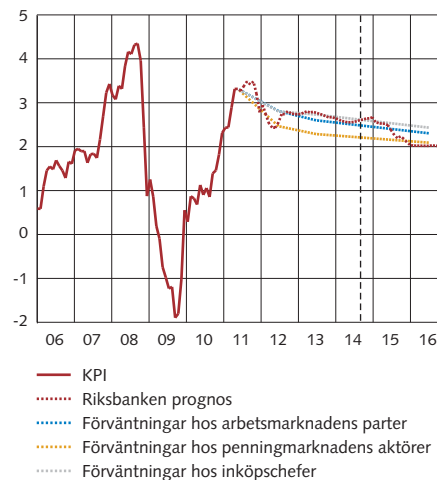
Risker finns dock framöver

Även om inflationsförväntningarna i sig inte behöver utgöra något problem i dagsläget inrymmer utvecklingen vissa risker. Normalt brukar kortsiktiga inflationsförväntningar samvariera med den faktiska inflationen. Det finns också tecken på att även de långsiktiga inflationsförväntningarna tenderar att samvariera med den faktiska inflationen.⁴² Sådana samband är visserligen förenliga med det antagande om rationalitet som ligger bakom Phillips-kurvan, där ett stigande resursutnyttjande förklarar uppgången i såväl den faktiska som den förväntade inflationen. Men det kan också vara så att förväntningarna inte är rationella utan att de i hög grad styrs av bakåtblickande beteende.

En risk i nuvarande läge är då att den högre inflationen mer påtagligt - och omotiverat - sätter avtryck i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna och i lönebildningen. Då kan lönerna komma att öka snabbare än vad som är motiverat av den ekonomiska situationen, vilket i sin tur kan leda till att den underliggande inflationen stiger oväntat. Skulle detta ske kan det uppstå ett läge där Riksbanken måste höja reporäntan snabbare än i huvudscenariot. Detta diskuteras i scenariot "Högre löner" i kapitel 2.

Enligt Riksbankens prognos kommer KPI-inflationen att vara hög under framförallt 2011 för att därefter gradvis falla tillbaka mot inflationsmålet i takt med att uppgången i boräntor med långa bindningstider faller ur tolv månaderstalen för KPI. Det är viktigt att stämma av denna prognos mot utvecklingen av de olika indikatorerna på inflationsförväntningar. Skulle de olika indikatorerna ge en samstämmig bild, som systematiskt och varaktigt avviker från Riksbankens prognos, kan Riksbankens prognoser och räntebeslut också komma att påverkas.

Diagram A28. Riksbankens prognos för KPI och inflationsförväntningar enligt arbetsmarknadens parter, inköpschefer och penningmarknadsaktörer
Årlig procentuell förändring



Anm. Den ordinarie prognosperioden sträcker sig till det vertikala strecket vid september 2014. Bortom prognoshorisonten antas att KPIF ökar med 2 procent och att reporäntan successivt går till 4 procent.

Källor: SCB, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

⁴² Jonsson och Österholm (2009) noterar att 5-åriga inflationsförväntningar tenderar att stiga med ungefär 0,1 procentenhet när den faktiska inflationen stiger med 1 procentenhet, se T. Jonsson och P. Österholm, "The Properties of Survey-Based Inflation Expectations in Sweden", Working paper nr 114, Konjunkturinstitutet, 2009. Jonsson och Österholm gör dock ingen skillnad på om inflationsuppgången är förväntad eller oförväntad. Eftersom inflationsuppgången framöver tycks vara förväntad av de flesta aktörer är det inte säkert att den leder till ytterligare en uppgång i de långsiktiga inflationsförväntningarna.