Kronans utveckling och inflationen

I huvudscenariot antas att kronan, mätt i TCW-termer, kommer att förstärkas med knappt 4 procent under de två kommande åren. Denna ruta redovisar och diskuterar olika beräkningar av inflationseffekterna av en svagare kronutveckling än den som antas i huvudscenariot, nämligen att kronan istället för att stärkas ligger kvar på dagens nivåer. Beroende på hur permanent denna annorlunda utveckling av växelkursen förväntas bli och penningpolitikens uppläggning kan den svenska inflationen förväntas öka med mellan 0,2 och 0,5 procentenheter på två års sikt.

Vilka konsekvenser har en förstärkning eller försvagning av kronans värde för den svenska inflationen? Detta är en fråga som aktualiseras från tid till annan i och med att den svenska valutakursen numera fluktuerar fritt och att kronans värde kan förändras relativt mycket under kort tid. Som exempel kan nämnas att under 2005 försvagades kronans värde med ca 6 procent gentemot en TCW-vägd korg av utländska valutor (se diagram 6 i huvudtexten).

Bedömningar av kronans framtida utveckling ingår i Riksbankens inflationsprognos. I riskbedömningen tas även hänsyn till effekterna på inflationsprognosen om växelkursens utveckling skulle bli en annan än den som förväntas i huvudscenariot. För att bedöma effekterna av en annorlunda utveckling av kronkursen på inflationen behöver man ta ställning till bl.a. hur bestående denna alternativa utveckling kan tänkas bli och till skälen som ligger bakom utvecklingen. Varaktigheten i växelkursförändringen har betydelse därför att exportörer och importörer och andra företag som har anledning att låta sina priser påverkas av kronkursen normalt är benägna att jämna ut sina prisförändringar över tiden. Detta innebär att rörelser i kronkursen som bedöms vara tillfälliga torde ha små effekter på inflationen.[2]

För att bedöma effekterna på inflationen av en förändring i växelkursen måste man också ta hänsyn till varför förändringen inträffar. Inträffar t.ex. en kronförsvagning samtidigt som synen på det framtida konjunkturläget ändras? Ofta ställs frågan vad som händer med inflationen om kronkursen ändras "allt annat lika", dvs. kronförändringen ses som en mer isolerad företeelse. Men detta tankeexperiment är förknippat med vissa komplikationer, eftersom förändringar i kronkursen normalt inte sker helt oberoende av allt annat som påverkar inflationen. Därmed blir svaret på frågan om kronkursens effekter beroende på vilka andra störningar ekonomin samtidigt utsätts för och vilka störningar som ligger bakom förändringen av kronkursen.

Denna fördjupningsruta diskuterar en typ av störning till växelkursen som kommer ganska nära tankeexperimentet att "allt annat är lika". En oväntad förändring i portföljförvaltarnas efterfrågan på tillgångar denominerade i olika valutor antas inträffa. Detta är en typ av störning som antagligen varit av stor praktisk betydelse eftersom valutakurser ofta förändras ganska mycket på kort sikt utan några uppenbara förändringar i andra "fundamentala" variabler. Nedan redovisas modellbaserade uppskattningar av effekterna på inflationen av hypotetiska förändringar i kronkursen orsakade av förändringar i portföljförvaltarnas efterfrågan på krontillgångar under olika antaganden om vad som händer med penningpolitiken. Det senare illustrerar svårigheten med att hålla "allt annat lika". Den penningpolitiska reaktionen på en växelkursförändring är av avgörande betydelse för dess genomslag på inflationen. Uppskattningar av genomslaget på prisnivån och inflationen på kort såväl som lång sikt diskuteras.

En förändring av efterfrågan på krontillgångar

När efterfrågan på kronor minskar utan att någon annan synbar fundamental förändring i ekonomin, leder detta förstås till en försvagning av kronan. Men hur stor och varaktig försvagningen blir beror på hur penningpolitiken reagerar.

Efterfrågan på tillgångar (t.ex. obligationer) denominerade i olika valutor styrs av avkastningen (räntan) på de olika tillgångarna men också av förväntningar om växelkursens utveckling.

2 Se även fördjupningsrutan "Växelkursen och den importerade inflationen" i Inflationsrapport 2004:2.

Portföljförvaltare och internationella investerare kan vara beredda att acceptera en lägre ränta på tillgångar i kronor om kronan väntas stiga i värde under placeringshorisonten. Normalt betraktas dock inte tillgångar i olika valutor som perfekta substitut, vilket medför att placerare kräver olika former av premier (överavkastning) för att hålla olika tillgångar. En plötslig förändring i kronkursen skulle alltså kunna bero på att efterfrågan på krontillgångar plötsligt förändras, vilket är liktydigt med en förändring i kravet på överavkastning.[3]

Vilka blir då konsekvenserna, allt annat lika, för inflationen av en växelkursförsvagning som orsakats av lägre efterfrågan på krontillgångar? I diagram R1–R3 (de streckade linjerna) redovisas effekterna på kronkurs, räntenivå, respektive prisnivå av en ökning i riskpremien på krontillgångar, dvs. minskad efterfrågan på krontillgångar i förhållande till tillgångar i andra valutor. Tabell 1 visar effekterna på inflationstakten. Effekterna är beräknade med hjälp av en allmän jämviktsmodell med trögrörliga löner och priser.[4] I experimentet antas riskpremien stiga så mycket att kronan är drygt 6 procent svagare i slutet av 2007 ("år 2") än den annars hade blivit (se diagram R1). Därefter antas riskpremien (efterfrågan på krontillgångar) återgå till sitt normala mönster. Huvudscenariots växelkursprognos innebär en förstärkning på något under 6 procent (mätt med TCW-index) mellan det fjärde kvartalet 2005 och det fjärde kvartalet 2007 och därför betyder denna alternativkalkyl en marginell försvagning av kronan från dagens nivå.

I detta experiment bör det noteras att förändringen i efterfrågan på krontillgångar föranleder ränteförändringar.[5] I modellen antas att penningpolitiken följer en variant av en s.k. Taylorregel, dvs. räntan sätts med hänsyn till inflationens avvikelse från inflationsmålet och nivån på resursutnyttjandet. Riksbanken reagerar alltså på skeenden i ekonomin, vilket i detta scenario innebär att räntan höjs bl.a. för att växelkursförsvagningen ger tendenser till ökad inflation. Vidare antas att Riksbanken normalt vill genomföra ränteändringar i många och små steg istället för några få och stora (s.k. "interest-rate smoothing") vilket har som följd att räntan under en längre tid ligger över den nivå som annars gällt (se diagram R2, streckad linje).

Denna penningpolitiska åtstramning innebär att inflationsuppgången dämpas, dvs. att uppgången i prisnivån blir mycket måttlig (se diagram R3, streckad linje). Effekterna på inflationen framgår av de första två kolumnerna i tabell R1. Under det första året, då kronan i genomsnitt är 2,6 procent svagare än i huvudscenariot, blir inflationen 0,1 procentenheter högre. Under år 2, då kronan i genomsnitt är 5,6 procent svagare, är inflationen 0,2 procentenheter högre. Även under år 3, då kronan börjar stärkas igen är inflationen 0,2 procentenheter högre än i fallet utan en kronförsvagning.

Detta är förhållandevis små effekter på inflationen vilket beror dels på att räntan höjs, dels på att växelkursförsvagningen inte är permanent, dvs. från början av 2008 stärks kronan igen (se diagram R1). Varför stärks växelkursen efter den antagna försvagningen? Detta tillhör inte förutsättningarna i experimentet utan följer av grundläggande ekonomiska samband som finns med i makromodellen. Framförallt beror det på att den reala växelkursens långsiktiga utveckling (alternativt, "konkurrenskraften") inte påverkas av tillfälliga rörelser i riskpremier. På sikt kommer därför förändringen i prisnivån att motsvaras av en lika stor förändring i den nominella växelkursen.[6] Med andra ord är växelkursens genomslag på prisnivån fullständigt på lång sikt. I detta scenario, då prisnivån till slut stigit endast lite måste den slutliga nivån på den nominella växelkursen vara nära den inledande nivån. Att prisnivån inte påverkas så mycket beror i sin tur på att växelkursförsvagningen leder till en penningpolitisk åtstramning. Experimentet innebär alltså en tillfällig växelkursförsvagning. Detta påverkar i sin tur

3 Det är dock inte givet vad premien ska ha för tecken; ibland kan krontillgångar vara så pass efterfrågade att räntan kan hållas lägre än i omvärlden, ibland är förhållandet det omvända.

4 Den modell som använts är en variant av den modell som presenteras i Adolfson, M., S. Laséen, J. Lindé och M. Villani, "Bayesian Estimation of an Open Economy DSGE Model with Incomplete Pass-Through", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 179, 2005, skattad på svenska data.

5 Antagandet om "allt annat lika" innebär att man vill studera effekterna av en växelkursförsvagning givet att alla agenter i ekonomin – hushåll, företag och även centralbanken – följer sina normala handlingsmönster.

6 Den reala växelkursen definieras som kvoten mellan utländsk prisnivå översatt till svenska kronor och svensk prisnivå.

även genomslaget på inflationen på kort sikt, dvs. under de två inledande åren då växelkursen försvagas, i och med att företag som vill ha en stabil prisutveckling i kundernas valuta avstår från att ändra sina priser efter växelkursrörelser som uppfattas som tillfälliga.

En förändring i efterfrågan på krontillgångar kombinerad med en utebliven penningpolitisk reaktion

Med andra antaganden om penningpolitiken kan en större del av växelkursförsvagningen bli bestående, vilket i så fall ger andra kortsiktiga genomslag på inflationen.

Detta kan illustreras i ett hypotetiskt scenario, då centralbanken antas avstå från att reagera på den stigande inflation som följer på växelkursförsvagningen. Notera att i detta hypotetiska scenario avviker centralbanken från sitt normala beteende och att "allt annat" inte "är lika" i analysen. Effekterna på växelkurs, räntenivå, respektive prisnivå visas i de heldragna linjerna i diagram R1–R3. I detta fall stiger givetvis inflationen och prisnivån mer än i det tidigare scenariot. Effekterna på växelkursen och inflationen visas i de tredje och fjärde kolumnerna i tabell R1. Under det första året, då valutan i genomsnitt är 2,6 procent svagare än i huvudscenariot blir inflationen 0,1 procentenheter högre. Under år 2, då valutan är 5,6 procent svagare, är inflationen 0,5 procentenheter högre. Under år 3 och 4, då växelkursen stärks, fortsätter inflationen att överstiga basscenariot.

Varför blir effekterna på inflationen i detta fall både större och mer utdragna än i scenariot ovan? Valutans försvagning visar sig i detta hypotetiska scenario bli delvis permanent (se diagram R1), vilket ger företagen större skäl att låta växelkursförändringar spilla över i prisökningar redan under år 1 och 2. Och varför är en större del av valutans försvagning permanent i detta fall? Här handlar det om samma mekanismer som ovan, dvs. på lång sikt påverkas inte den reala växelkursens utveckling av de störningar som i detta experiment orsakat den nominella växelkursförsvagningen. Prisnivån stiger dock mer än i föregående scenario, vilket är fullt naturligt eftersom centralbanken i detta hypotetiska scenario inte agerar för att motverka uppgången i inflationen. I och med att prisnivån stiger mer, måste den nominella växelkursen slutligen hamna på en nivå som är svagare än ursprungsnivån.

Slutsatser om kronkursens genomslag på inflationen

De två experimenten ovan visar att det inte finns något fast samband mellan en given växelkursförsvagning och inflationen. Penningpolitiken har avgörande betydelse för växelkursförändringens kortsiktiga genomslag på inflationen. Detta beror inte bara på de mer "direkt" inflationsdämpande effekterna av räntehöjningar, utan även på att penningpolitiken avgör var prisnivån och den nominella växelkursen till sist hamnar efter störningar till den nominella växelkursen, dvs. i vilken utsträckning som växelkursförsvagningen permanentas. I det första scenariot, då räntan höjs för att dämpa inflationsuppgången, blir den långsiktiga uppgången i prisnivån liten och den nominella växelkursförsvagningen tillfällig. Genomslaget även på kort sikt på inflationstakten är därför förhållandevis lågt. I det andra mer hypotetiska scenariot, då penningpolitiken inte svarar på inflationsuppgången, blir den slutliga uppgången i prisnivå och växelkurs desto större, dvs. växelkursförsvagningen är till stora delar bestående.[7] Detta påverkar genomslaget på inflationen även på kort sikt.

I båda experimenten försvagas kronan med totalt ca 6 procent under två år men genomslaget på inflationen under dessa två år skiljer sig åt beroende på hur penningpolitiken reagerar och hur permanent växelkursförsvagningen visar sig vara. Ju mer varaktig en växelkursförsvagning bedöms vara, desto större blir det kortsiktiga genomslaget på inflationstakten.

7 I båda fallen är det alltså störningar till riskpremien som orsakar växelkursförsvagningen. Skillnaden mellan scenarierna är att penningpolitiken avviker från sitt normala handlingsmönster (dvs. utsätts för störningar) i scenario 2. Rent principiellt kan man tänka sig ett scenario där endast penningpolitiska störningar ligger bakom växelkursförsvagningen. I sådana fall är växelkursförsvagningen permanent (dvs. även på lång sikt är växelkursen 6 procent svagare än ursprungsnivån), och prisnivån ökar lika mycket som växelkursen försvagas. De kortsiktiga effekterna på inflationen blir också väsentligt större, i linje med de resonemang som förs i denna fördjupningsruta.

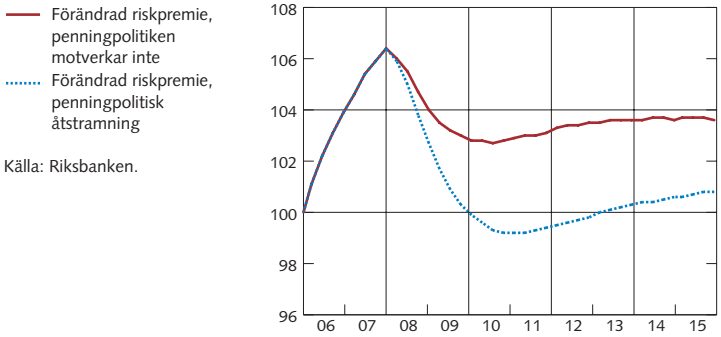
Tabell R1. Växelkursförsvagning och inflationseffekter (UND1X). Avvikelse från basprognos. Procent (växelkurs) respektive procentenheter (inflation)

	Fall 1: Förändrad riskpremie, penningpolitisk åtstramning		Fall 2: Förändrad riskpremie, penningpolitiken motverkar inte	
År	Växelkurs	Inflation	Växelkurs	Inflation
1	2,6	0,1	2,6	0,1
2	5,6	0,2	5,6	0,5
3	4,4	0,2	5,0	0,7
4	0,7	0,1	3,1	0,6

Anm. Positiva tal i kolumnen för växelkurs innebär svagare växelkurs än i basprognosen.

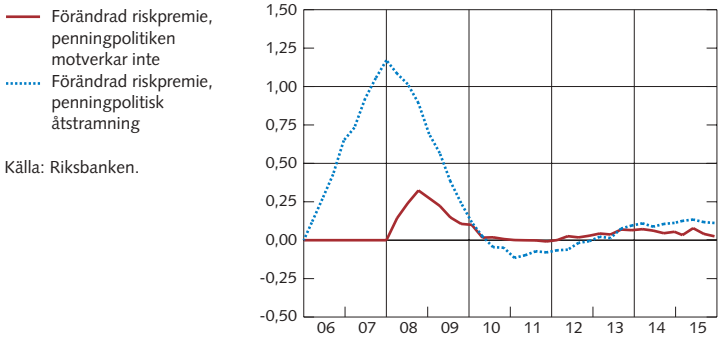
Källa: Riksbanken.

Diagram R1. Växelkursens utveckling. Index, avvikelse från basprognos



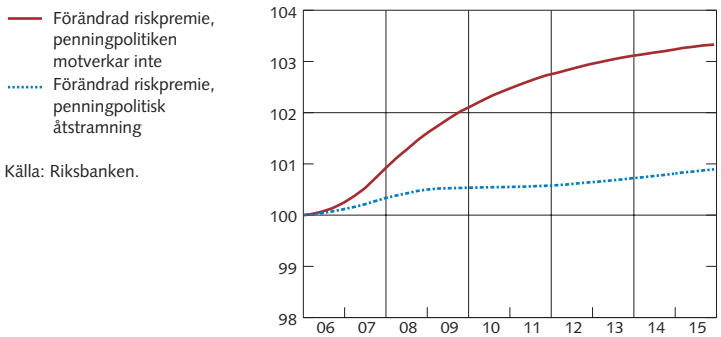
Källa: Riksbanken.

Diagram R2. Räntans utveckling. Procentenheter, avvikelse från basprognos



Källa: Riksbanken.

Diagram R3. Prisnivåns utveckling. Index, avvikelse från basprognos



Källa: Riksbanken.