

Växelkursen och den importerade inflationen

Den svenska inflationstakten har varit ovanligt låg under senare tid, vilket främst hänger samman med en låg importerad inflation. Denna fördjupningsruta diskuterar den importerade inflationens bestämningsfaktorer med speciellt fokus på växelkursutvecklingens betydelse. Det s.k. genomslaget från växelkursförändringar till priser på importerade varor i svensk valuta diskuteras och tänkbara skäl till varför detta genomslag på kort sikt inte är fullständigt. På lång sikt tyder dock det mesta på att växelkursförändringar har ett fullständigt genomslag på den importerade inflationen.

Den svenska inflationstakten har under senare tid varit ovanligt låg. För att belysa drivkrafterna bakom denna utveckling kan man dela upp inflationen i två komponenter, en som speglar inhemskt genererad inflation och en som speglar importerad inflation:

$$\text{inflation} = \text{vikt} \times \text{inhemsk inflation} + (1 - \text{vikt}) \times \text{importerad inflation},$$

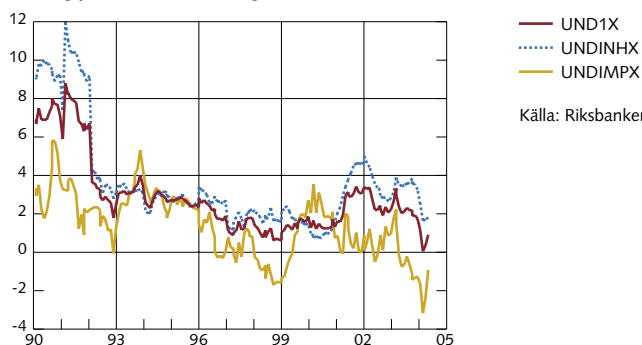
där *vikt* är den inhemska inflationens andel av total inflation. Diagram R14 visar hur den s.k. underliggande inflationen (UND1X) och dess komponenter inhemsk och importerad inflation (UNDINHX respektive UNDIMPX) har utvecklats sedan 1990.⁹ Som framgår av diagrammet hänger den senaste tidens låga inflationstakt samman med både en sjunkande inhemsk inflation och fallande priser på importerade varor. Det är dock framförallt importprisökningarna som varit ovanligt låga i det historiska perspektiv som ges av diagram R14.

Prisförändringar i allmänhet styrs av utvecklingen av företagens kostnader och av efterfrågans utveckling. Den inhemska inflationen påverkas sålunda främst av det inhemska konjunkturläget och kostnadsutvecklingen för producenter i Sverige. Den importerade infla-

tionen styrs dels av motsvarande förhållanden i omvärlden, vilket bestämmer priserna på de varor vi importerar i utländsk valuta på världsmarknaden, dels av hur värdet på den svenska kronan utvecklas i förhållande till andra valutor. För vissa produkter finns dock inget enhetligt världsmarknadspris, utan exportörerna väljer att sätta olika priser när de säljer till olika länder. Därför kommer förhållanden i Sverige att påverka även den importerade inflationen, inte bara via växelkursen utan även via en påverkan på utländska exportörers priser till svenska importörer. Den relativa betydelsen av växelkursen och världsmarknadspriserna för de svenska importpriserna är dock svår att bestämma, eftersom det i regel saknas statistik som gör det möjligt att jämföra priset på en viss produkt på den svenska marknaden, mätt i kronor, med priset på exakt samma produkt på världsmarknaden, mätt i utländsk valuta.¹⁰

Diagram R15 visar dels kronans utveckling gentemot TCW-korgen, dels ett mått på prisutvecklingen på världsmarknaden sedan 1982 (fyra kvartalsförändringar i bägge fallen). Den senare serien är en sammanvägning av producentprisindex (PPI) i omvärlden mätta i nationella valutor.¹¹ Av diagram R15 framgår att den internationella inflationen varit måttlig de senaste tjugo åren, i genomsnitt 1,5 procent och som högst ca 5 procent (1984, 1989 och 2000). Under de två senaste åren har det internationella

Diagram R14. Olika inflationsmått. Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

⁹ UNDINHX:s andel av UND1X är 67,1 procent, och UNDIMPX:s andel är 32,9 procent.

¹⁰ Oljeprodukter utgör dock ett undantag.

¹¹ Sammanvägningen avser 11 länder - USA, Tyskland, Storbritannien, Norge, Finland, Danmark, Belgien, Japan, Kanada, Frankrike och Nederländerna - och görs med hjälp av relativa TCW-vikter. Tillsammans utgör dessa länder ungefär 85 procent av den totala TCW-korgen.

pristrycket varit svagare än genomsnittet under perioden, men inte lika svagt som pristrycket på importerade varor i Sverige. Förändringstakten i de internationella producentpriserna har hållit sig kring nollstrecket, medan importpriserna i Sverige fallit (se diagram R14). Skillnaden skulle delvis kunna bero på att den svenska importen har en något annorlunda sammansättning än det produktionsmönster som återspeglas i de internationella producentpriserna.

Medan de internationella priserna sålunda haft en förhållandevis stabil utveckling har växelkursen varierat desto mer. Kronans genomsnittliga värde, mätt i termer av TCW-index, har pendlat förhållandevis mycket under åren med flytande växelkurs. I diagram R15 syns t.ex. den kraftiga försvagningen av växelkursen i samband med att kronan blev rörlig senhösten 1992, förstärkningen under 1996 som kom till stånd i samband med att förtroendet för den ekonomiska utvecklingen och ekonomiska politiken i Sverige kom att förbättras,

och försvagningen under 2001–2002 som till stor del var ett resultat av internationell finansiell oro. Sedan den historiskt svaga nivån under andra hälften av 2001 har dock kronan stärkts betydligt och vid en jämförelse med utvecklingen av de internationella priserna framstår det som naturligt att dra slutsatsen att det främst är kronans förstärkning under senare år som bidragit till att pressa ned importpriserna.

För att tydligare studera kopplingen mellan, å ena sidan, utländska priser och växelkursutvecklingen och, å den andra, den importerade inflationen kan de två serierna som visas i diagram R15 kombineras till en enda - utländska producentpriser mätta i svensk valuta. En hög utländsk inflation behöver inte automatiskt innebära en hög importerad inflation om växelkursen samtidigt stärks (en starkare krona innebär ju ett lägre pris i kronor på en importerad vara) och det är först genom att översätta utländska priser till svenska kronor som man mäter det sammanlagda pristrycket från omvärlden. I diagram R16 visas denna omräkning tillsammans med två mått på den svenska importprisutvecklingen, dels i producentled (importpriser på bearbetade varor i producentled), dels i konsumentled (UNDIMPX exklusive oljeprodukter).

Även om prisserierna har ett tydligt samband visar diagram R16 att förändringen i utländska priser uttryckt i svensk valuta varierar betydligt mer än förändringen i svenska importpriser. Av diagram R15 framgår att växelkursvariationer står för merparten av variationen i utländska priser uttryckt i svensk valuta och det är därför vanligt att i detta sammanhang tala om att växelkursförändringar har ett ofullständigt genomslag på svenska importpriser. Att genomslaget inte är fullständigt på priser i konsumentled beror delvis på att dessa priser även innehåller en stor inhemsk komponent i form av exempelvis distributionskostnader. (Denna inhemsk komponent kan även vara förklaringen till att UNDIMPX varierar mindre än importpriserna i producentled.) Men även i producentled är det samtida genomslaget på importpriserna ofullständigt.

Diagram R15. Utländska producentpriser (bearbetade varor) i lokala valutor och kronans växelkurs mot TCW. Årlig procentuell förändring

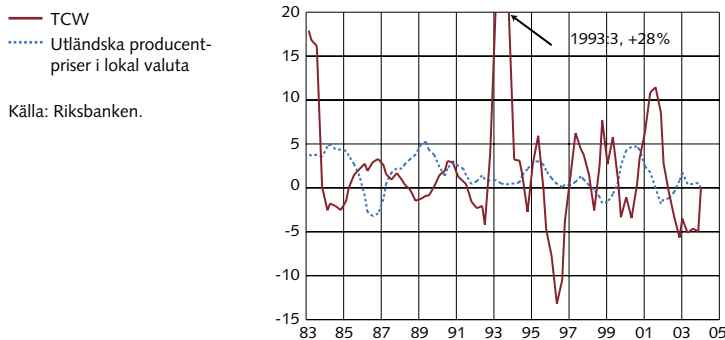
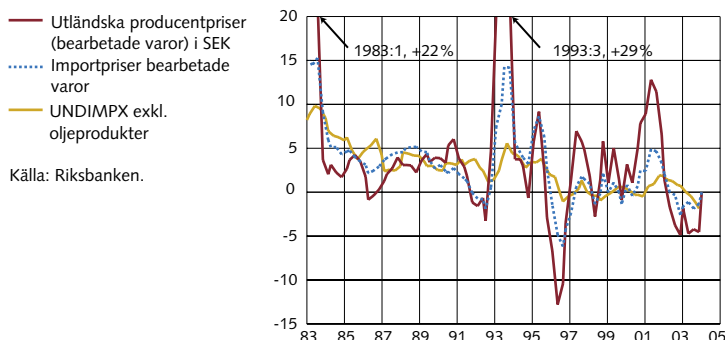


Diagram R16. Utländska priser i svensk valuta och svenska importpriser. Årlig procentuell förändring



Vad kan förklara detta ofullständiga genomslag? Skillnaden mellan priserna på världsmarknaden uttryckt i svensk valuta och svenska importpriser kan delvis bero på sammansättningseffekter, men det är troligt att den också avspeglar en önskan från utländska exportörer att stabilisera priserna till svenska köpare (vilket följer av s.k. pricing-to-market). Exempelvis försvagades den svenska kronan under 2000 och 2001 men detta fick inte speciellt stort genomslag på importpriserna vare sig då eller senare. Ett sådant beteende kan bero på att exportörerna önskar ha stabila kundrelationer och därför väljer att stabilisera priserna i kundernas valuta, vilket i så fall innebär att de kan komma att sätta olika priser på olika exportmarknader. Men det kan också bero på att priserna (till konsumenter) är trögrörliga av andra skäl.

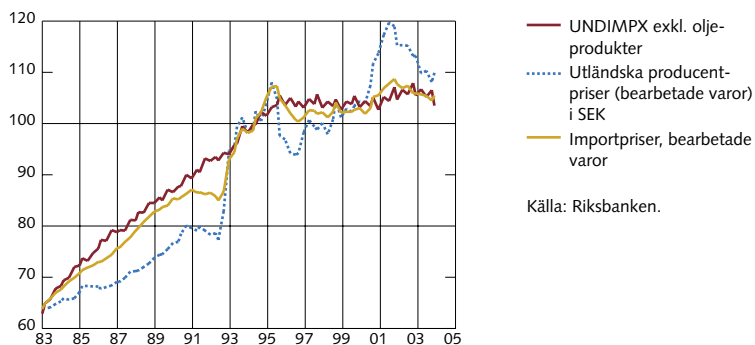
Ytterligare en faktor av betydelse är huruvida växelkursförändringen bedöms vara varaktig eller mer tillfällig. Företag som önskar ha en stabil prisutveckling på sina varor kommer att vara mer benägna att bortse från förändringar i växelkursen om de uppfattas som tillfälliga. Detta kan förklara varför kronförsvagningen 1992-1993 synes ha haft ett större kortsiktigt genomslag på importpriserna än kronförsvagningen under 2000-2001. Medan kronans försvagning i samband med den nya rörliga växelkursregimen troligen sågs som permanent, bedömdes försvagningen under 2000-2001 vara mer tillfällig.

Mycket tyder alltså på att det omedelbara genomslaget av växelkursförändringar är ofullständigt. Men hur förhåller det sig på längre sikt? Priserierorna i diagram R16 påverkas starkt av kortsiktiga rörelser vilket kan dölja långsiktiga samband. Undersöks istället det långsiktiga sambandet mellan prisnivåerna framgår att trenderna i prisnivån på importerade varor i både producent- och konsumentled i allt väsentligt följer trenden i den internationella producentprisnivån korrigerad för växelkursen (se diagram R17). Detta är också vad man bör förvänta sig. Betrakta t.ex. en vara som

importeras till Sverige och som betingar ett visst pris på världsmarknaden i dollar och antag att kronan varaktigt försvagas i förhållande till dollarn. En utländsk exportör har på lång sikt ingen anledning att för den skull ta ut ett lägre pris i Sverige (i syfte att begränsa kronförsvagningens konsekvenser för svenska köpare) utan kommer på sikt att låta växelkursen få fullt genomslag på priset i kronor. Möjligen kan exportören välja att tillfälligt sänka sina marginaler på försäljning till Sverige genom att under en tid sänka priset i dollar. Detsamma bör gälla om det är priset på världsmarknaden, i dollar, som ändras samtidigt som växelkursen är oförändrad. På sikt kommer priset förändringen på världsmarknaden att fullt ut slå igenom även i Sverige. Mycket tyder alltså på att det långsiktiga genomslaget på svenska importpriser av förändringar både i utländska producentpriser och i växelkursen är fullständigt.

Tillsammans illustrerar diagram R16 och R17 vikten av att skilja på kort och lång sikt när man talar om växelkursens genomslag på den importerade inflationen. Diagram R16 visar att genomslaget är ofullständigt (och att det kan variera över tiden). Diagram R17 ger ett informellt stöd för att genomslaget är fullständigt på lång sikt. Mer formellt stöd ges av en forskningsrapport som undersöker sambandet mellan utländska producentpriser, växelkursens utveckling och den importerade inflationen i producentled i fem öppna ekonomier med inflationsmål (Sverige,

Diagram R17. I nivå: utländska priser i svensk valuta och svenska importpriser. Index 1994=100



Källa: Riksbanken.

Australien, Nya Zeeland, Kanada och Storbritanien).¹² Studien finner stöd för ett fullständigt genomslag av växelkursförändringar på lång sikt för samtliga länder utom Nya Zeeland. Den metod som använts ger även skattningar av växelkursens genomslag på kort sikt. Dessa skiljer sig något länderna emellan, men indikerar att mellan 35 och 70 procent (mellan 40 och 50 procent i Sveriges fall) av en växelkursförändring slår igenom på importpriserna i producentled inom ett kvartal. Motsvarande systematiska beräkningar för genomslaget på importpriserna i konsumentled saknas, men det finns skäl att förvänta sig ett lägre kortsiktigt genomslag än i producentled med tanke på att konsumentpriserna på importerade varor även innehåller en inhemsk komponent.

Resonemanget ovan tyder alltså på att prisseffekterna av en växelkursförändring till stor del beror på hur varaktig förändringen förväntas vara. Penningpolitikens uppläggning är här en avgörande faktor. Med fast växelkurs uppfattas en växelkursförändring (dvs. en devalvering eller revalvering) troligtvis som permanent och genomslaget blir då snabbare. Under 1990-talet gick många länder över från en penningpolitik inriktad mot fasta växelkurser till en politik med inflationsmål och rörliga växelkurser. Detta har inneburit större stabilitet i priser och mindre stabilitet i växelkurser, vilket även medfört att korrelationen mellan växelkurser och priser synes ha förändrats.¹³ Det betyder emellertid inte att det långsiktiga genomslaget av växelkursförändringar på priser blivit mindre. En rörlig växelkurs förändras i princip hela tiden till skillnad från en fast, och en större del av förändringarna kan därför numera förväntas vara tillfälliga. Av detta skäl kommer den kortsiktiga samvariationen mellan växelkursförändringar och inflation att bli

mindre. Men detta betyder inte att genomslaget på inflationen av växelkursförändringar som bedöms vara varaktiga är mindre nu jämfört med tiden med fast växelkurs.

Sammanfattning

Den senaste tidens låga inflationsutfall hänger till stor del samman med ovanligt låga importprisökningar. Det kan inte uteslutas att detta till en del har att göra med strukturella förändringar och ökad konkurrens på världsmarknaden. De internationella producentpriserna har emellertid utvecklats ganska stabilt de senaste årtiondena. Den senaste tiden har prisökningarna visserligen varit små, men det kan också bero på konjunkturläget. Snarare verkar den senaste tidens importprisfall till stor del bero på växelkursens utveckling. Kronan har förvisso försvagats under de senaste månaderna, men är ändå väsentligt starkare idag än för några år sedan. Denna växelkursförstärkning har dock inte slagit igenom på svenska importpriser omedelbart, utan effekten har varit utdragen.

På kort sikt verkar alltså genomslaget av växelkursförändringar på svenska importpriser vara begränsat. Utländska exportörer och svenska importörer som vill ha en stabil prisutveckling i konsumentled på sina varor kan välja att bortse från växelkursförändringar som de uppfattar som tillfälliga. Om så är fallet kommer en ökad volatilitet på valutamarknaden inte fullt ut att återspeglas i importpriser, vilket i sin tur kan uppfattas som att kopplingen mellan växelkurser och priser försvagats. På lång sikt har emellertid växelkursförändringar (och förändringar i det internationella pristrycket) ett fullständigt genomslag på svenska importpriser.

¹² Adolfson, M. (2004), "Exchange Rate Pass-Through – Theory, Concepts, Beliefs and Some Evidence", opublicerad uppsats, Sveriges riksbank.

¹³ Notera dock att i den mån formella studier finner att sambandet mellan växelkursförändringar och inflation försvagats så är denna förändring sålän statistiskt signifikant. Se Adolfson, M. och U. Söderström, "Hur påverkas ekonomin av inflationsmålet?", Penning- och Valutapolitik 1, 2003, Sveriges riksbank.