

FÖRDJUPNING – Inflationsutsikter under coronakrisen

Det finns tydliga inslag av tillfälliga effekter som håller nere inflationen just nu, som låga energipriser, mätproblem och ovanligt stora viktjusteringar. När dessa effekter väl klingat av kan inflationen stiga relativt snabbt igen. Men den kris som svensk ekonomi befinner sig i kommer att få mer bestående effekter. Vissa effekter kommer att hålla tillbaka inflationen framöver, medan andra effekter verkar i motsatt riktning. Att resursutnyttjandet både i Sverige och i omvärlden har sjunkit märkbart talar för att inflationstrycket kommer att vara dämpat de närmaste åren. Ett antal faktorer som har negativa effekter på ekonomins utbudssida kan å andra sidan leda till en tid med högre inflation. Ett exempel är att trenden mot allt mer internationellt integrerade produktionsprocesser kan komma att brytas, vilket kan leda till att produktiviteteten försämras och konkurrensen försvagas. Det kan i sin tur innebära högre priser. Riksbankens samlade bedömning är att effekterna på inflationen av den svagare efterfrågan dominerar under kommande år. Det finns dock ett antal källor till uppåtrisker för inflationen, särskilt under senare delen av prognosperioden.

Både konjunkturläget och inflationsutsikterna har förändrats snabbt sedan årsskiftet. I medierna och i forskarvärlden har det diskuterats om det är deflation eller högre inflation som är det mest troliga scenariot när man blickar framåt. Här sammanfattas lite av den diskussionen, sett ur ett svenskt perspektiv.

Flera tillfälliga faktorer håller tillbaka inflationen just nu

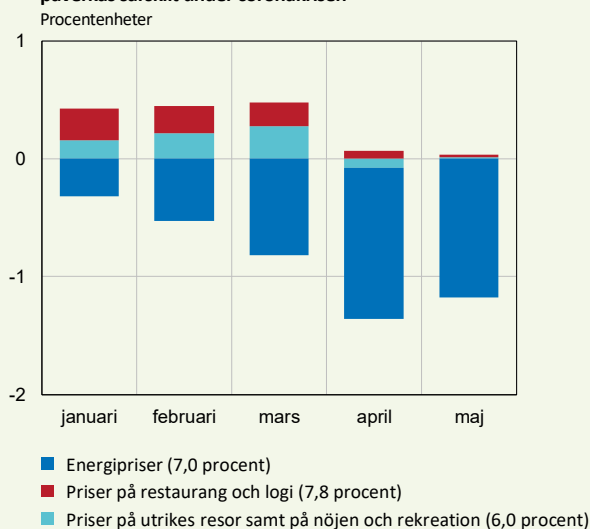
Det finns tydliga inslag av tillfälliga effekter som dämpar inflationen för närvarande.

Det kraftiga fallet i oljepriset från nära 70 dollar per fat i slutet på 2019 till de rekordlåga noteringarna i april har påverkat konsumentpriserna direkt via lägre drivmedelspriser. En liknande utveckling har elpriserna visat upp. Medan det låga oljepriset kan förklaras av en minskad efterfrågan och samarbets svårigheter mellan de oljeproducerande länderna beror det låga elpriset i huvudsak på den ovanligt milda vintern och våren.

Åtgärderna för att begränsa smittspridningen har påverkat statistikproduktionen och inte minst den prisinsamling som ligger till grund för den månatliga KPI-beräkningen. Vissa tjänster, som charterresor och biljetter till olika nöjes- och sportevenemang, säljs inte alls och Statistiska centralbyrån (SCB) har därför fått använda speciella så kallade imputeringsmetoder för att hantera situationen.²⁹ Det innebär att tillfälliga, artificiella, prisobservationer har inkluderats i statistiken. Mätproblemet finns även i omvärlden och är där betydligt större eftersom begränsningarna av samhällslivet varit strängare. I diagram 3:38 visas hur mycket energipriser och priser som mer eller mindre

direkt påverkas av coronakrisen har bidragit till KPIF-inflationen hittills i år.

Diagram 3:38. Bidrag till KPIF-inflationen från priser som påverkas särskilt under coronakrisen



Anm. Staplarna visar respektive prisgrupps bidrag till ökningstakten i KPIF. Siffror inom parentes avser vikt i KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

I april och maj var energiprisernas negativa bidrag till KPIF-inflationen hela 1,3 respektive 1,2 procentenheter. Så stora negativa bidrag har inte uppmätts under de senaste 40 åren. Även för produktgrupperna utrikes resor samt nöjen och rekreation och hotellverksam-

²⁹ Se fördjupningen "Svårare att beräkna inflationen" i Penningpolitisk rapport april 2020. Metoden innebär att man låter prisindex för de produkter som saknar

prisobservationer följa samma prisutveckling som närmast högre aggregat. För produkter som inte har något lämpligt högre aggregat ersätts prisutvecklingen med den årliga procentuella förändringen i det totala KPI.

het, där en hel del priser fick imputeras, var inflationsbidragen i april och maj mycket mindre än tidigare under året. Övriga prisers bidrag till KPIF-inflationen var sammantaget i princip oförändrat mellan mars och april och steg tydligt i maj. De produktgrupper som redovisas i diagrammet väger tillsammans drygt 20 procent i KPIF.

Utöver detta var effekten av uppdaterade vikter i beräkningarna av konsumentprisindex (KPI) ovanligt stor i år. De förändrade vikterna bedöms hålla KPIF-inflationen nere med drygt 0,2 procentenheter mer än vad som varit historiskt normalt.³⁰

Konsumtionsmönstret har ändrats ytterligare i samband med krisen. Om förändringen är tillfällig eller mer varaktig är för tidigt att säga, men förskjutningarna i år kommer att leda till att vikterna i KPI-systemet justeras framöver, med en fördröjning. Effekten av viktförändringarna blir troligtvis inte så stor i Sverige, men den kan bli betydligt större i omvärlden.^{31 32}

Rekylen väntas bli tydlig när de tillfälliga effekterna försvinner

De tillfälliga effekter som beskrivs ovan innebär bland annat att KPIF-inflationen inte speglar den trendmässiga inflationen så bra just nu.

Det är svårt att bedöma energiprisernas utveckling framöver, men som inflationen beräknas kommer det negativa bidraget att försvinna även om energipriserna ligger still på dagens låga nivåer fram till mars-april nästa år. Den senaste utvecklingen talar dock för att energipriserna kommer att ge ett positivt bidrag till inflationen. Såväl bensinpriset som elpriserna har stigit något den senaste tiden.

De låga energipriserna kan dock leda till så kallade andrahandseffekter, eller indirekta effekter, om situationen blir mer långvarig. Exempel på sådana skulle kunna vara lägre transportkostnader som i sin tur genererar lägre prispåslag för olika slutprodukter samt lägre priser på resor.³³

Den uppmätta prisökningstakten för de produktgrupper i KPIF som inte kan prismätas just nu sjönk tydligt när imputeringarna började användas. När väl prismätningarna fungerar igen inom flygbranschen och i nöjes- och evenemangsverksamheten kommer inflationsnivån att stiga om priserna utvecklas ungefär som före krisen. Inom resebranschen kan också situationen se annorlunda ut, med högre priser, om till exempel antalet passagerare begränsas under en period eller om lågprisbolag slås ut och konkurrensen påverkas.

Dessutom väntas de årliga viktjusteringarna bli mer normala i januari nästa år, vilket i sin tur leder till att inflationen då stiger med ungefär lika mycket som den negativa effekten uppgick till i år.

Sammantaget väntas alltså inflationen stiga vid årsskiftet när de tillfälliga effekterna klingar av. Man kan också vänta sig att vissa sektorer som har påverkats särskilt mycket av krisen kommer att försöka kompensera sig genom att höja priserna lite extra.

Lägre inflationsförväntningar och kraftiga svängningar i kronans växelkurs kan påverka inflationen på längre sikt

Prosperas undersökning visar att de kortsiktiga inflationsförväntningarna har sjunkit kraftigt bland samtliga aktörer och nu är nära de nivåer som uppmättes vid årsskiftet 2014/2015. Om inflationen blir fortsatt låg finns en risk för att inflationsförväntningarna biter sig fast på låga nivåer och försämrar lönebildning och prissättningsmekanismerna. Hittills har förväntningarna på de längre horisonterna inte sjunkit lika mycket och för penningmarknadens aktörer steg till och med de femåriga förväntningarna marginellt i juni jämfört med maj. Det är rimligt att tro att de långsiktiga förväntningarna förblir relativt stabila på nivåer nära målet, eftersom pandemin i grunden inte förändrat penningpolitikens möjligheter och förmåga att påverka inflationen.

Under februari fram till i mitten på mars försvagades kronans växelkurs tydligt. Sedan dess har kronan förstärkts påtagligt, vilket till stor del verkar kunna förklaras av det mer positiva risksentimentet på de finansiella marknaderna. En sådan växelkursutveckling är inte så vanlig om man jämför med tidigare kriser. Förändringar i växelkursen påverkar inflationen med en viss fördröjning, men de tydliga svängningarna i växelkursen bidrar också till att volatiliteten i inflationen ökar.

Det svaga efterfrågeläget har en dämpande effekt på inflationen

Företagens kostnader och prispåslag - och därigenom inflationen - påverkas av variationer i efterfrågan. I en kris som denna, när arbetslösheten successivt stiger, kommer ekonomins resurser inte att utnyttjas fullt ut. Då tenderar företagens kostnader att öka långsammare och priserna kan hållas låga. Sambandet mellan inflation och resursutnyttjande talar för att inflationen kommer att bli låg de närmaste åren. Att resursutnyttjandet i vissa delar av Europa var lågt redan före krisen och att situationen nu

³⁰ Det här är ingen egentlig priseffekt, men viktjusteringarna påverkar inflationsnivån under innevarande år.

³¹ Konsumtionsmönstren har troligtvis inte påverkats lika mycket i Sverige som i andra länder. De konsumtionsförskjutningar som skett i år kommer troligtvis att påverka vikterna i KPI först 2022.

³² Se A. Cavallo (2020), "Inflation with covid consumption baskets", NBER Working Paper Series 27352, NBER.

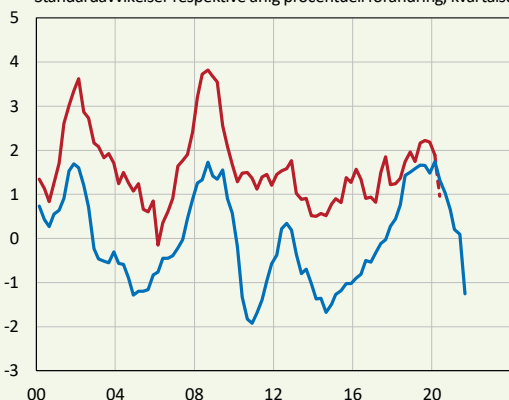
³³ Det slutliga pris som företagen sätter på en vara eller en tjänst brukar delas upp i marginalkostnader och prispåslag. Priset på arbetskraft, kapital och insatsvaror utgör företagets kostnader.

försämras kan spilla över på den svenska ekonomin och dämpa inflationstrycket ytterligare.³⁴

Om man viktar ihop sådana prisindex som tidigare har tenderat att samvariera med konjunkturen kan man få en bild av hur resursutnyttjandet påverkar inflationen just nu och en tid framöver (se diagram 3:39).³⁵ Enligt det sammanviktade indexet tycks konjunkturen ha haft en positiv effekt på inflationen från 2015 fram till och med 2019. Därefter har ökningstakten dämpats för de konjunktur känsliga priserna. Eftersom dessa priser tycks påverkas av resursutnyttjandet med en viss fördröjning kan man anta att ökningstakten kommer att dämpas ytterligare en tid framöver.

Diagram 3:39. Resursutnyttjandeindikatorn och konjunktur känsliga priser

Standardavvikelse respektive årlig procentuell förändring, kvartalsdata



— Resursutnyttjandeindikator (framskjuten 6 kvartal)
— Konjunktur känsliga priser

Anm. RU-indikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1. Den sista observationen för konjunktur känsliga priser (streckad) innehåller bara två månader (av tre för att få ett fullt kvartal) och ska tolkas med försiktighet. Den sammanlagda vikten för de produktgrupper som ingår i index uppgår till drygt 48 procent av den totala vikten i KPIF.

Källor: SCB, Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Fler konkurser och förändringar i globala värdekedjor kan leda till en högre inflation

Prissättningen påverkas också av konkurrenssituationen. Ju skarpare konkurrensen är i en bransch, desto större tryck på företagen att minska prispåslagen och pressa ned sina marginaler.³⁶ Att konkurrensläget är en viktig faktor bakom företagets prissättningsbeteende framgår tydligt bland annat i enkätdata från Konjunkturbarometern. Antalet konkurser har ökat under krisen. Det kan medföra att konkurrensen minskar, speciellt inom vissa sektorer som

hotell- och restaurangverksamhet. Det i sin tur skulle kunna bidra till högre priser.

Ett fenomen som knyter an till diskussionen om bland annat konkurrensen är så kallade globala värdekedjor. Det är internationella nätverk av företag som kan inkludera utvecklare, producenter, underleverantörer, investerare och återförsäljare. Under 1990-talet när världshandeln expanderade snabbt ökade också svenska företags deltagande i globala värdekedjor. Dessa uppåtgående trender, som enligt forskningen bedöms ha hållit tillbaka inflationen under de senaste decennierna, fick ett tydligt brott i samband med finanskrisen. Efter det har världshandeln inte utvecklats lika snabbt längre och företag i Sverige och i omvärlden har inte utökat sitt samarbete i samma utsträckning som tidigare. Det är ännu för tidigt att säga hur coronapandemin kommer att påverka trenderna, men det är sannolikt att flera företag kommer att se över sina produktionsprocesser framöver.³⁷ Krisen har avslöjat hur sårbara sådana här kedjor kan vara. Om antalet företagsnätverk minskar eller leverantörskedjorna kortas ned kan det påverka produktiviteten och konkurrensen, och bidra till att kostnader och konsumentpriser stiger.

I tabell 3:4 nedan redovisas de undergrupper i konsumentenprisindex som främst kan komma att påverkas av förändringar i de globala värdekedjorna. Deras vikt i KPI är drygt 20 procent. Under den senaste tioårsperioden har priserna på dessa varor tillsammans bidragit med i genomsnitt $-0,2$ procentenheter per år till KPIF-inflationen.

Tabell 3:4. Varor i KPIF som kan påverkas av förändringar i globala värdekedjor³⁸

Vikter på olika varugrupper i KPIF

	Vikt
Kläder, skor, tyger, garner och sybehör	4,5
Reparationsvaror: Egnahem	0,5
Möbler, mattor och belysning	2,0
Hushållstextilier och inredningsartiklar	1,1
Hushållsapparater och husgerådsartiklar	2,1
Inköp av fordon, reservdelar till bilar m,m,	5,2
Radio, TV, video, kamera, film m,m,	2,7
Sportartiklar och friluftsportartiklar	0,7
Leksaker, spel och hobbyartiklar	0,7
Diverse fritidsvaror exklusive reparation	1,2
Totalt	20,6

Anm. Vikt avser procent i KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

³⁴ Se exempelvis R. A. Auer, C. Borio och A. Filardo (2017), "The Globalisation of Inflation: The Growing Importance of Global Value Chains", CESifo Working Paper Series 6387, CESifo Group Munich.

³⁵ Denna sammanviktning är inspirerad av tidigare studier på data för USA, se T. Mahedy och A. Shapiro (2017), "What's down with inflation?", FRBSF Economic Letter (November 27), 2017–35 och M. Luzzetti, B. Ryan och J. Weidner (2019), "Revisiting cyclical and acyclical inflation: How much can the Fed impact core?", Deutsche Bank Research, US Economic Perspectives.

³⁶ I en särskild enkät som Konjunkturinstitutet genomförde på uppdrag av Riksbanken 2014 uppgav en majoritet av företagen att konkurrensen hade ökat och att detta också hade medfört att prispåslagen blivit låga.

³⁷ Se E. Frohm (2020), "Dämpad utrikeshandel sedan 2009: diskussion om möjliga konsekvenser för Sverige", Staff memo, Sveriges riksbank.

³⁸ Det här är endast en bedömning och antalet produktgrupper som påverkas kan vara fler eller färre. Uppdelningen har inspirerats av en analys från Deutsche bank om hur förändrade globala värdekedjor kan påverka KPI i USA.

Andra utbudsfaktorer och ändrade konsumtionsmönster kan också påverka inflationen på sikt

Vidare kan man fråga sig om nya konsumtionsmönster delvis kan permanentas. Kommer den internationella flygtrafiken upp i samma nivåer som före krisen och hur kommer priserna i den sektorn att utvecklas på lite längre sikt? Nya arbetsmönster kan också ha påverkat vårt behov av arbetsrelaterade resor och digitala varor och tjänster.

Internethandeln, som redan hade ökat tydligt före krisen, har antagligen fått ytterligare en skjuts och trenden kan börja luta ännu brantare uppåt.³⁹ Det borde ha en dämpande effekt på inflationen, åtminstone under en tid.

Utöver fler konkurser och förändringar i globala värdekedjor finns också andra utbudsfaktorer som kan leda till högre inflation. Om man inte får bukt med pandemin och det kommer nya vågor av ökad smittspridning kan stängda gränser minska världshandeln genom att produkter inte kan produceras och transporteras lika lätt. Flera konsumentpriser kan också påverkas om pandemin leder till krav på en bättre beredskap med en högre självhushållningsgrad och mer protektionism.

Det kan inte uteslutas att pandemin, även på längre sikt, kommer att dämpa arbetskraftens rörlighet mellan länder. Dessutom kan det finnas krav på strukturella förändringar och compensation inom vissa hårt drabbade sektorer, som sjuk- och äldreomsorg. Strukturomvandlingar kan även leda till brist på kvalificerad arbetskraft och försämrad matchning. Det här är faktorer som kan påverka kostnadsutveckling och priser.

Kan den ökade likviditeten och högre skulder påverka inflationen?

Kraftfulla penningpolitiska åtgärder har satts in runt om i världen under den senaste tiden och centralbankernas balansräkningar har vuxit snabbt efter stora tillgångsköp och omfattande utlåning. Det har funnits en diskussion om att all denna likviditet skulle kunna leda till en högre inflation. Ett syfte med insatserna har varit att underlätta kreditgivning till företagen. De här penningpolitiska åtgärderna ska alltså ses som tillskott av smörjmedel i det finansiella systemet och inte som en mer traditionell ökning av penningmängden, där fler sedlar och mynt används till att köpa konsumentnära varor och tjänster.⁴⁰

Det finns också en diskussion om att snabbt ökande offentliga skulder kan leda till högre inflation. Resonemangen kan se olika ut i debatten men de flesta utgår från ett brett forskningsfält som behandlar interaktionen mellan finans- och penningpolitik. Den sista länken i orsakskedjan visar ofta på risken att inflationen tillåts ta fart

för att på så sätt reducera en ytterligare ökning av skuldbördan. Det finns flera exempel på sådana här förlopp i historien och scenariot kan vara mer sannolikt nu, efter en lång period med låg global inflation.⁴¹

Inflationsutsikterna är osäkra

Mätproblemen talar för att inflationsnivån kan förändras snabbt under de kommande månaderna. Utfallen bör tolkas med stor försiktighet och internationella inflationsjämförelser kommer att bli extra svåra att göra. Fortsatta svängningar i växelkursen kan också bidra till en ökad volatilitet i inflationen.

Riksbankens bedömning är att inflationen blir mycket låg i år. Dämpade energipriser, mer direkta effekter av pandemin och oväntat stora viktjusteringar bidrar till utvecklingen. Ett omslag till en högre inflationstakt väntas komma vid årsskiftet när dessa tillfälliga effekter klingar av.

Men krisen får också mer långtgående effekter på inflationen. Vissa av dem talar för att inflationen ska stiga, medan andra pekar i motsatt riktning. Dessa mekanismer har diskuterats i den internationella debatten de senaste månaderna.

Riksbankens sammanfattande bedömning är att den svaga efterfrågan och det låga resursutnyttjandet i Sverige och i omvärlden talar för ett dämpat inflationstryck under åren 2021–2023. Men det finns också ett antal faktorer som bedöms leda till en högre prisökningstakt under den senare delen av prognosperioden.

³⁹ Se S. Tenreyro (2020), "Monetary policy during pandemics: inflation before, during and after Covid-19", Tal, Bank of England.

⁴⁰ Se M. Wolf (2020), "Why inflation might follow the pandemic", Financial Times, 19/5 och C. Goodhart (2020), "Inflation after the pandemic: Theory and practice", VOX CEPR Policy Portal, 13/6.

⁴¹ Se O. Blanchard (2020), "Is there deflation or inflation in our future?", VOX CEPR Policy Portal, 24/5, J. Plender (2020) "Fears of Japanification spreading are misplaced", Financial Times, 22/5 och L. Pastor (2020), "Will COVID-19 be followed by inflation? An inter-generational transfer perspective", VOX CEPR Policy Portal, 12/6.