

## FÖRDJUPNING – Kronans betydelse för inflationen

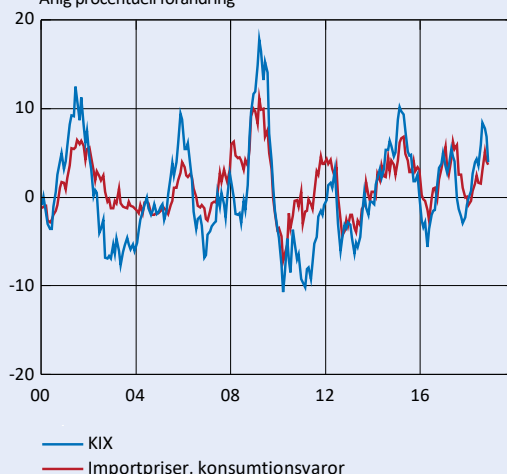
Förändringar i kronkursen kan påverka både inflationen och realekonomin. För en centralbank med inflationsmål, som Riksbanken, är effekterna på inflationen särskilt viktiga att följa. I denna fördjupning beskrivs hur förändringar i kronkursen påverkar inflationen i Sverige. Sambandet mellan växelkursen och inflationen är mer komplicerat än vad man kan få intryck av vid en första anblick. Under 2018 bedöms kronan ha varit på en svagare nivå än vad som är långsiktigt normalt. Riksbankens analys tyder på att detta har bidragit till att inflationen i Sverige hållit sig kring målet på 2 procent. Eftersom inflationsmålet är kombinerat med en rörlig växelkurs har Riksbanken inget mål för den svenska kronkursens utveckling. Men penningpolitiken kan bidra till att föra inflationen mot målet bland annat genom effekterna på växelkursen. Det är därför av stor betydelse för Riksbanken att följa och analysera utvecklingen av den svenska kronan.

### Kronkursen har ett tydligt samband med importpriser för svenska företag...

Det mest *direkta* sättet som förändringar i kronans kurs påverkar den svenska inflationen på är via priset på importerade produkter för svenska företag i *producentledet* eller "vid gränsen".

Priser förändras i allmänhet inte kontinuerligt utan är trögörliga. Hur starkt det omedelbara sambandet är mellan växelkursen och importpriser i svenska företag kan bland annat bero på om det importerande företaget har ett kontrakterat pris i utländsk valuta eller i kronor. Om priset är kontrakterat i utländsk valuta medför en förändring i kronkursen omedelbart en förändring i importpriset i kronor.<sup>13</sup> Mycket tyder på att export från stora länder och valutaområden i hög grad prissätts i exportörens valuta.<sup>14</sup> Att en stor del av Sveriges utrikeshandel sker med euroområdet och USA skulle därför kunna indikera att en betydande andel av importen till svenska företag är prissatt i utländsk valuta. Diagram 3:10 visar förändringen av kronans växelkurskurs tillsammans med förändringen i importpriserna på svenska konsumtionsvaror i producentledet.<sup>15</sup> Vi ser att det finns ett mycket starkt samband, även om det inte är hundra procentigt.

Diagram 3:10. Nominell växelkurs och importpriser i producentledet  
Årlig procentuell förändring



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

### ... men ett svagare samband med de samlade konsumentpriserna

Flera omständigheter gör att växelkursen har ett svagare samband med de samlade konsumentpriserna än med importpriserna "vid gränsen".

De företag som importerar produkter och säljer dem vidare till svenska konsumenter står inför ett val då inköpspriset på importen förändras: att förändra priset till konsumenterna för att kompensera för det förändrade inköps-

<sup>13</sup> Att priset på exportprodukter prissätts i det exporterande landets valuta brukar benämnas producer currency pricing, PCP. Att exportören istället sätter priset i det mottagande landets valuta brukar benämnas local currency pricing, LCP. För forskningsstudier av hur valet av prissättningsvaluta påverkar växelkursens effekt på importpriser, se exempelvis M. Flodén och F. Wilander, "State dependent pricing, invoicing currency, and exchange rate pass-through", *Journal of International Economics*, 70, s. 178–196, 2006 samt G. Gopinath, O. Itskhoki, och R. Rigobon, "Currency choice and exchange rate pass-through", *American Economic Review*, 100, s. 304–336, 2010.

<sup>14</sup> Exempelvis indikerar en studie att 97 procent av exporten från USA prissätts i dollar. Se G. Gopinath, O. Itskhoki, och R. Rigobon, "Currency choice and exchange rate pass-through", *American Economic Review*, 100, s. 304–336, 2010. En studie av svenska företag visar tvärtom att svensk export huvudsakligen prissätts i utländsk valuta, se R. Friberg och F. Wilander, "The currency denomination of exports – A questionnaire study", *Journal of International Economics*, 75, s. 54–69, 2008.

<sup>15</sup> Totalt lämnas cirka 60 procent av importprisuppgifterna till SCB i utländsk valuta. Dessa priser räknas då om till svenska kronor med aktuell växelkurs.

priset, att justera marginalerna och behålla priset till konsument oförändrat eller någon kombination av dessa alternativ. Som nämndes tidigare är priser i allmänhet trögröriga, och det gäller även priser mot svenska konsumenter.<sup>16</sup> Det hänger samman med olika kostnader förknippade med att ändra priser, som kan reflektera risken att förlora långsiktiga kundrelationer eller arbetet med att distribuera ny information om förändrade priser. Om förändringen i växelkursen kan antas vara *tillfällig* är företagen antagligen mindre benägna att föra vidare kostnadsförändringen till konsumenterna än om växelkursförändringen bedöms vara *varaktig*.

Hur benägna företagen är att föra vidare kostnadsförändringar för importerade varor till konsumentpriserna påverkas av en rad *inhemska faktorer*. Det svenska *konjunkturläget* är en sådan faktor. I en högkonjunktur då efterfrågan är stark är det generellt sett lättare att höja priserna till konsument. Även *konkurrensförhållanden* spelar roll. En ökad konkurrens på den svenska marknaden skulle kunna minska benägenheten att föra vidare kostnadsökningar till konsumentpriserna. Ett företag kan exempelvis uppleva att ett pris som överstiger konkurrenternas kan leda till förlorade marknadsandelar.<sup>17</sup> Ofta brukar man tala om företagets *prispåslag*, som visar priserna i förhållande till kostnaderna. Högre konkurrens tenderar att sänka prispåslagen, medan en stark konjunktur tenderar att öka dem. Ett ytterligare exempel på inhemska faktorer som kan påverka priser på importvaror mot konsumenter är kostnader för transporter i Sverige.

Så här långt har vi diskuterat effekterna på importerade varor mellan producent- och konsumentled. En uppenbar omständighet som försvagar sambandet mellan importpriser vid gränsen och de samlade konsumentpriserna är att importerade produkter bara utgör en del av den totala KPI-korgen. Även om det är vanskligt att urskilja importerade produkter från inhemskt producerade, kan man förenklat tänka på KPI-korgen i termer av varor och tjänster. *Varorna* utgörs till stor del av *importerade produkter* medan *tjänsterna* i större utsträckning avspeglar *inhemska förhållanden*.<sup>18</sup> I KPI-korgen utgör varor inklusive livsmedel respektive tjänster ungefär 45 procent vardera.<sup>19</sup>

### Växelkursen påverkar även inflationen via indirekta effekter

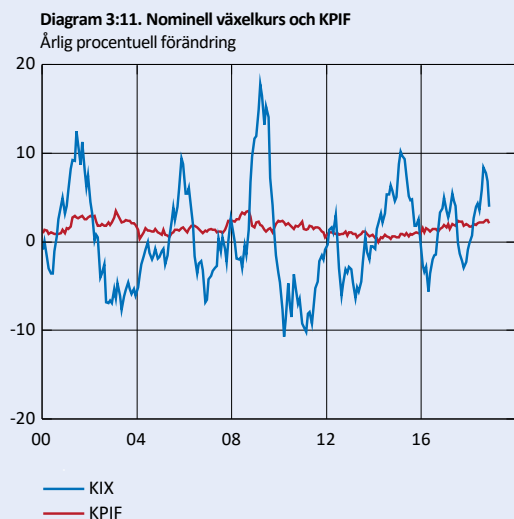
Förändringar av växelkursen påverkar inte bara inflationen via effekterna på importpriserna, utan kan också påverka

inflationen på mer *indirekta* sätt. Exempelvis kan en försvagning av växelkursen också öka efterfrågan på svensk export i utlandet och driva upp produktionen i Sverige. Detta kan i sin tur, via ett högre resursutnyttjande, leda till bland annat stigande löner och i förlängningen högre konsumentpriser i Sverige.<sup>20</sup>

Just effekten på svensk export av en förändrad kronkurs kan dock ha försvagats av en ökad förekomst av så kallade *globala värdekedjor*. Ett exempel är ett svenskt exportföretag som använder importerade insatsvaror från andra länder. Om kronan exempelvis försvagas skulle det inte bara bidra till att göra företagets export billigare i utlandet utan även till att göra importen av insatsvarorna dyrare.<sup>21</sup>

### Svårt att observera sambandet mellan växelkursen och inflationen

Eftersom den samlade inflationen i Sverige påverkas av många faktorer utöver växelkursen är det svårt att observera sambandet mellan växelkursen och inflationen i data (se diagram 3:11).



Anm. KIX (Kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

En ytterligare anledning till svårigheterna att observera sambandet har att göra med *orsakerna* till att växelkursen förändras.<sup>22</sup> Att kronan försvagas kan exempelvis avspegla att investerare söker sig till andra valutor på grund av *försämrade konjunktur- och inflationsutsikter i Sverige*. Då skulle vi kunna observera att kronan blir svagare samtidigt som inflationen sjunker. Det beror på att de höjda

<sup>16</sup> Se M. Apel, R. Friberg och K. Hallsten, "Prissättningsbeteendet i svenska företag", *Penning- och valutapolitik* 2004: 4, Sveriges riksbank.

<sup>17</sup> Se M. Jonsson, "Ökad konkurrens och inflation", *Penning- och valutapolitik* 2007:2, Sveriges riksbank.

<sup>18</sup> Också tjänstepriser påverkas i viss utsträckning av växelkursen. En anledning är att exempelvis importerade insatsvaror, som påverkas av växelkursförändringar, används i tjänsteproduktionen.

<sup>19</sup> Resterande poster utgörs av energi och kapitalkostnader för boende.

<sup>20</sup> Se fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen", i *Penningpolitisk rapport*, december 2016, Sveriges riksbank.

<sup>21</sup> Se E. Frohm, "Hur påverkar globala värdekedjor kronkursens effekter på exporten?", *Ekonomiska kommentarer* nr. 9, 2018, Sveriges riksbank.

<sup>22</sup> Se fördjupningen "Växelkursen och inflationen" i *Penningpolitisk rapport*, april 2018, Sveriges riksbank samt V. Corbo och P. Di Casola, "Conditional exchange rate pass-through: evidence from Sweden", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 352, 2018.

importkostnaderna "vid gränsen" motverkas av flera inhemska faktorer som avspeglar att konjunkturen försämrats och gör att det är mindre sannolikt att företag för vidare kostnadsökningar för importerade produkter mot konsument.

Men om växelkursen försvagas på grund av *faktorer i omvärlden* kan sannolikheten vara större att en försvagning av växelkursen hänger samman med att inflationen stiger i Sverige, eftersom försvagningen av kronan inte motverkas av inhemska faktorer.

En mer expansiv penningpolitik i Sverige bidrar till en svagare kronkurs, eftersom det blir mindre attraktivt att placera i svenska räntebärande tillgångar jämfört med motsvarande tillgångar i omvärlden. Men den bidrar också till en starkare konjunktur genom att bland annat stimulera hushållens konsumtion. Den starkare inhemska konjunkturen underlättar i sin tur för företagen att föra vidare kostnadsökningar från höjda importpriser och bidrar dessutom till stigande löner och att tjänstepriserna ökar snabbare. Vi borde alltså förvänta oss att en kronförsvagning som är ett resultat av en mer expansiv penningpolitik hänger samman med stigande inflation, eftersom effekterna på inflationen av försvagningen av kronan förstärks av inhemska faktorer. Men en mer expansiv penningpolitik kan i sin tur vara en reaktion på försämrade konjunktur- och inflationsutsikter i Sverige, vilket illustrerar svårigheterna med att dra slutsatser bara av observerade data.

Det framgår av diagram 3:10 och 3:11 att kronkursen sett över en längre period *omväxlande försvagats och förstärkts* och därmed *temporärt bidragit till både högre och lägre inflation*.

### Svag krona under 2018...

Under 2018 har kronan varit på en svag nivå jämfört med åren dessförinnan (se diagram 3:12).

Riksbankens bedömning är att kronan under 2018 även har varit svagare än sin långsiktiga nivå.<sup>23</sup> Detta förklaras av att tillfälliga faktorer har försvagat kronan under en period. Att kronan försvagades i inledningen av 2018 berodde huvudsakligen på en kombination av förväntningar om en mer expansiv penningpolitik i Sverige och en ökad oro på de internationella finansiella marknaderna.<sup>24</sup>

Diagram 3:12. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX  
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Under resten av året var kronkursen kvar på ungefär samma nivå även om den varierade en del. Liksom i inledningen av året var de två huvudsakliga faktorer som påverkade kronan: graden av oro på de internationella finansiella marknaderna och förväntningarna kring den svenska penningpolitiken.

### ... vilket har bidragit till högre inflation i Sverige

Som vi såg tidigare är det svårt att dra slutsatser kring växelkursens effekt på inflationen genom att endast observera data. Man måste därför på något sätt försöka isolera växelkursens effekter på inflationen från de andra faktorerna som har betydelse. Detta kan göras med hjälp av en analys i Riksbankens makroekonomiska modell, Ramses. Sådana modellskattningar indikerar att den svaga kronan har bidragit till att inflationen legat kring 2 procent under 2018.<sup>25</sup>

Men en sådan analys visar också att låga prispåslag kan ha bidragit till att inflationen 2018 inte blev ännu högre. Detta kan avspegla en lägre benägenhet än normalt att föra kostnadsökningar från exempelvis importerade produkter vidare mot konsumenterna. Men denna dämpande effekt på inflationen är betydligt mindre än under 2014–2015, vilket kan vara en avspeglning av den förbättrade konjunkturen sedan dess. Att konjunkturutvecklingen haft betydelse för företagens möjligheter att föra vidare kostnadsökningar till konsumentpriserna stämmer också väl överens med Riksbankens tidigare analyser.<sup>26</sup>

<sup>23</sup> Denna bedömning grundar sig på den reala växelkursen, som visar den nominella växelkursen justerad för skillnaden i prisnivåer mellan Sverige och omvärlden. Det finns stöd för att reala växelkurser över tiden har en tendens att röra sig mot en jämviktsnivå. Om dagens nivå på den reala växelkursen är svagare än jämviktsnivån förväntas kronan stärkas, och tvärtom. Se "Kronans utveckling på sikt", fördjupning i Penningpolitisk rapport, oktober 2018.

<sup>24</sup> Se fördjupningen "Växelkursen och inflationen" i Penningpolitisk rapport, april 2018.

<sup>25</sup> Se "Utvärdering av Riksbankens prognoser", Riksbanksstudier mars 2019, Sveriges riksbank.

<sup>26</sup> Se exempelvis fördjupningen "Kostnadsutvecklingen och inflationen" i Redogörelse för penningpolitiken 2013, Sveriges riksbank, M. Apel, E. Frohm, J. Hokkanen, C. Nyman och S. Palmqvist, "Resultat från en enkät om företagens prissättning", *Ekonomiska kommentarer* nr. 4, 2014, Sveriges riksbank samt fördjupningen "Förklaringar till den stigande inflationen" i Redogörelse för penningpolitiken 2017, Sveriges riksbank.

**Riksbanken har inget mål för växelkursen, men den är en viktig beståndsdel i inflationsbedömningen**

Sedan 1993 har Sverige rörlig växelkurs i kombination med ett inflationsmål.<sup>27</sup> Riksbanken har alltså inget mål för den svenska kronkursen, vare sig beträffande nivån eller utvecklingen. Som vi har sett är utvecklingen av kronan betydelsefull för utvecklingen av inflationen. Det är därför viktigt att göra en bedömning av den framtida kronkursen i samband med att prognoserna för inflationen tas fram. Riksbanken behöver också ha en uppfattning om vilken penningpolitik som krävs för att föra inflationen mot målet i en lämplig takt. Penningpolitiken kan bidra till att föra inflationen mot målet bland annat genom effekterna på växelkursen. Det är därför av stor betydelse för Riksbanken att följa och analysera utvecklingen av den svenska kronan.

---

<sup>27</sup>Den fasta växelkursen övergavs den 19 november 1992. Inflationsmålet infördes den 15 januari 1993, med avsikt att gälla från och med 1995.