

Ekonomiska kommentarer

Perspektiv på kronan, inflationen och penningpolitiken

Carl-Johan Belfrage, Vesna Corbo och Stefan Ingves¹

Ingves är riksbankschef. Belfrage och Corbo är verksamma vid Riksbankens avdelning för penningpolitik.

Kronans växelkurs både reflekterar och påverkar den ekonomiska utvecklingen. Men det kan vara utmanande att reda ut vad som driver växelkursen och vad den innebär för inflationen och penningpolitiken. Riksbanken och andra bedömare har också återkommande överraskats av de senaste årens försvagning av kronan. Mot bakgrund av de senaste årens prognosfel har Riksbanken nu inlett en översyn av de metoder vi använder för att analysera hur växelkursen utvecklas.

I den här ekonomiska kommentaren utgår vi från Riksbankens prognoserfarenheter för att illustrera och diskutera svårigheterna med att förklara hur kronans växelkurs har utvecklats och bedöma hur den kan komma att utvecklas framöver. Vi ger också perspektiv på sambandet mellan växelkursen och inflationen, med särskilt fokus på hur de senaste årens kronförsvagningar har påverkat inflationen i Sverige. Slutligen diskuterar vi även sambanden mellan kronan och penningpolitiken mot bakgrund av det penningpolitiska ramverk med inflationsmål som vi för närvarande verkar i.

Kronans utveckling har på sistone stått i centrum för en livlig debatt. Det är naturligt eftersom växelkursen både reflekterar och påverkar den ekonomiska utvecklingen, i synnerhet i små öppna ekonomier som den svenska. Exempelvis kan en förstärkning av växelkursen tyda på att det finns förväntningar på att landets tillväxt ska bli högre än den i omvärlden. Men en starkare växelkurs ger i sig en lägre efterfrågan på de varor och tjänster som produceras i landet, lägre importpriser och i förlängningen lägre inflation. Vad som i slutändan händer med inflationen efter en rörelse i växelkursen beror därför i mångt och mycket på vad som har orsakat växelkursrörelsen. Men detta kan vara svårt att reda ut, i synnerhet medan rörelsen pågår.

Riksbankens prognoser har inte förutsett de senaste årens kronförsvagning och utvecklingen i kronan har inte heller varit lätt att förklara ens i efterhand. Därför pågår nu en större översyn av de metoder Riksbanken använder för att analysera och göra prognoser för växelkursutvecklingen.² I den här ekonomiska kommentaren använder vi Riksbankens egna prognoserfarenheter för att illustrera och diskutera svårigheterna att bedöma hur kronans växelkurs kommer att utvecklas och påverka inflationen i Sverige.

Rörlig kronkurs har varit förenlig med historiskt stabil inflation

Vi kommer att lägga fokus på utvecklingen i växelkursen och inflationen under de senaste fem till tio åren. Men som en bakgrund kan det vara intressant att se hur de senaste årens skeenden ter sig ur ett ännu längre historiskt perspektiv.

Sedan 1970 har kronans växelkurs försvagats trendmässigt, se diagram 1. Kronkursen avspeglar också tydligt de penningpolitiska regimer som Sverige har haft. Fram till november 1992 präglades kronkursens utveckling av olika fasta växelkursarrangemang. Periodvis gav det en stabil och förutsägbar växelkurs, men däremellan inträffade också abrupta nivåförändringar när devalveringar genomfördes för att kompensera för en högre kostnadsutveckling än i omvärlden.³ Inflationen varierade samtidigt mellan 2 och 14 procent. Sedan kronkursen blev rörlig i november 1992 och penningpolitiken snart därefter fick ett inflationsmål har inflationen varit betydligt mer stabil samtidigt som de kortsiktiga variationerna i kronkursen blivit större.

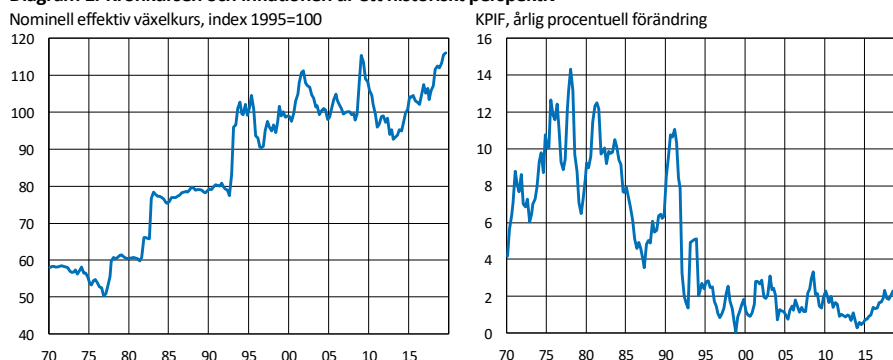
¹ Författarna vill tacka Charlotta Edler, Mattias Erlandsson, Jesper Hansson, Marie Hesselman, Jens Iversen, Björn Lagerwall, Åsa Olli Segendorf, Marianne Sterner och Ulf Söderström för värdefulla synpunkter. Den här ekonomiska kommentaren utmynnar ur diskussioner om växelkursutveckling som på senare tid förts såväl internt på Riksbanken som i internationella sammanhang. De åsikter som uttrycks i denna ekonomiska kommentar är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens officiella syn i dessa frågor.

² Se diskussionen om ett omtag kring växelkursen i Sveriges riksbank (2019a).

³ Se vidare Sveriges riksbank (2018a).

Sett i ett längre perspektiv kan vi därför konstatera att en rörlig och periodvis tämligen volatil växelkurs har varit förenlig med en betydligt mer stabil inflation under de senaste dryga två decennierna än under tidigare penningpolitiska regimer.

Diagram 1. Kronkursen och inflationen ur ett historiskt perspektiv



Anm. Kvartalsdata. I det högra diagrammet visas KPIF från och med 1988 och det snarlika måttet KPI exklusive räntekostnader för perioden dessförinnan.

Källor: BIS, SCB och Riksbanken

Det är en utmaning att göra prognoser för kronan

Med rörlig växelkurs är det i allmänhet svårt att i realtid förklara och prognostisera förändringar i kronans växelkurs. Exempelvis har såväl Riksbanken som andra prognosmakare under de senaste fem-sex åren återkommande räknat med kronförstärkningar men i stället mötts av kronförsvagningar. I denna kommentar använder vi just Riksbankens erfarenheter för att illustrera utmaningarna med att göra prognoser för kronans utveckling och dess inverkan på inflationen.

I diagram 2 visas Riksbankens prognoser för kronan vid publiceringen av juli månads penningpolitiska rapport varje år sedan 2007. Prognoserna har inte varit särskilt träffsäkra, i synnerhet inte under de senaste fem-sex åren. När kronan hade försvagats mycket under den globala finansiella krisen 2008-2009, räknade Riksbanken med att försvagningen var tillfällig och snart skulle reverseras. Det visade sig vara en korrekt bedömning, även om förstärkningen skedde ännu snabbare än förväntat. När kronan åter försvagades runt 2014 fanns en förväntan om att även den försvagningen snart skulle reverseras. Detta trots att kronan så här i efterhand ser ut att ha varit ovanligt stark innan den försvagningen inleddes.

Om man vill kunna förklara vad dessa prognosfel beror på är det bra att känna till hur prognoserna för växelkursen tas fram. Riksbankens kronprognoser utgår ifrån att den reala växelkursen, det vill säga prisnivån i omvärlden relativt den i Sverige omräknat i gemensam valuta, tenderar att röra sig mot en jämviktsnivå.⁴ Mot den bakgrunden kan Riksbankens prognosfel sägas bero på en eller flera av följande tre faktorer:

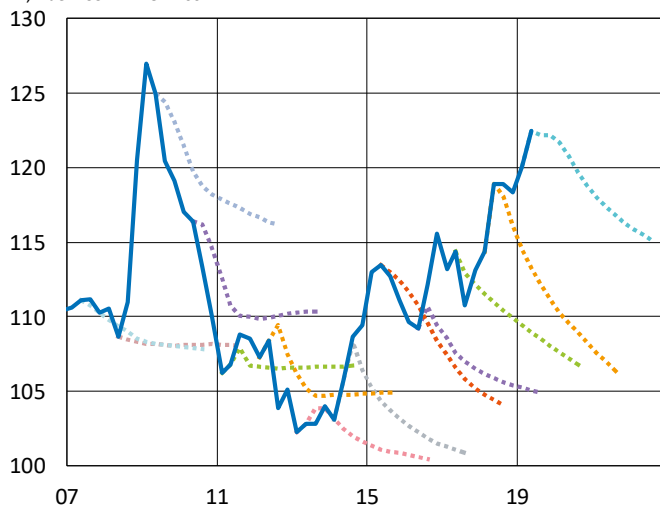
- felbedömningar av den reala jämviktsnivån,
- felbedömningar av hur kronan kommer att röra sig mot jämviktsnivån, eller
- oväntade händelser som påverkar hur kronkursen rör sig i förhållande till sin jämviktsnivå.

Vi diskuterar dessa var och en för sig nedan.

⁴ Real växelkurs definieras som nominell växelkurs multiplicerad med kvoten av prisindex i omvärlden och prisindex i hemlandet. Forskningslitteraturen talar för att en bra utgångspunkt för prognoser är att den reala växelkursen på några års sikt återgår till en jämviktsnivå, se till exempel Ca'Zorzi och Rubaszek (2018). Detta bekräftas också i Riksbankens egna prognosutvärderingar, se Askestad m.fl. (2019).

Diagram 2. Urval av Riksbankens kronprognoser under åren 2007-2019

KIX, index 1992-11-18 = 100



Anm. Kvartalsdata. Streckade linjer visar Riksbankens prognoser i juli respektive år. Prognoserna för åren 2007-2011 avser den växelkurssammanvägning som då användes (TCW), efter omindexering till samma nivå som KIX. Växelkursutvecklingen skiljer sig endast marginellt mellan KIX och TCW under perioden som täcks av dessa prognoser.

Källa: Riksbanken

Kronans reala jämviktsnivå är svårbedömd

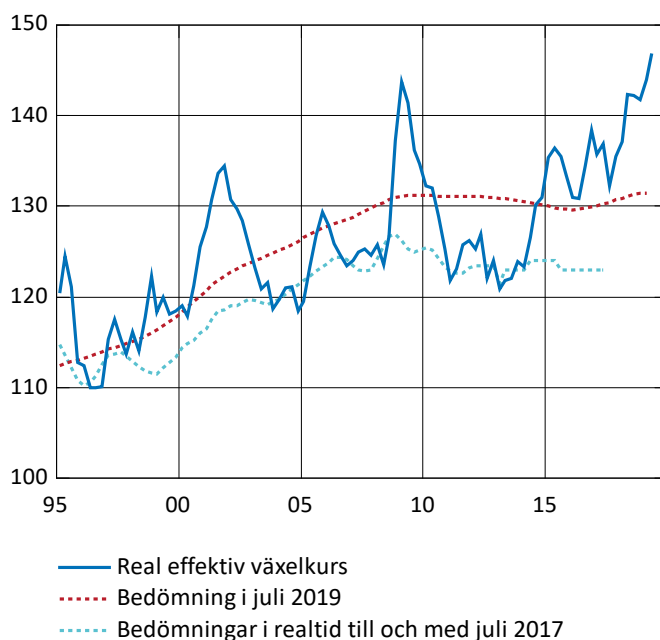
Den reala jämviktsväxelkursen kan inte observeras utan får uppskattas. Den uppskattningen utgår från ekonomisk teori och därmed vissa antaganden om vilka faktorer som bestämmer nivån på den reala jämviktsväxelkursen och på vilket sätt. Därtill används metoder som gör det möjligt att få fram skattningar av den reala jämviktsväxelkursen utifrån de antagna sambanden och tillgängliga data.⁵ Såväl teorin som tillgänglig statistik och skattningsmetoder är källor till osäkerhet när jämviktsväxelkursen uppskattas. Dessutom kan nya data ändra bilden av jämviktsväxelkursens nivåer bakåt i tiden.

Riksbankens historiska bedömningar av den reala jämviktsväxelkursen visas i diagram 3. Under ett antal år landade bedömningarna nära den nivå som den faktiska reala växelkursen befann sig på i slutet av 2013. När kronan försvagades efter 2013 så drog vi därför slutsatsen att kronan blivit svagare än sin jämviktsnivå och att den snart skulle komma att förstärkas. Och allteftersom kronan fortsatte att försvagas, pekade våra prognoser på allt större framtida kronförstärkningar. Med ytterligare några års data att tillgå, och med stöd av nya skattningsmetoder, bedöms kronan idag i stället ha varit förhållandevis stark kring 2013. Det är viktigt att påminna sig om att även den här bedömningen är mycket osäker. Men den ger skäl att tro att vi tidigare landat fel i bedömningen av den reala jämviktsväxelkursen och att detta varit en bidragande orsak till de senaste årens prognosfel.

⁵ Exempelvis är det vanligt att anta att kronans reala jämviktsväxelkurs tenderar att appreciera vid en starkare produktivtetsutveckling än i omvärlden och en gynnsam utveckling av världsmarknadspriserna på de varor och tjänster som Sverige exporterar och importerar. Se vidare Sveriges riksbank (2019c).

Diagram 3. Historiska bedömningar av den reala jämviktsväxelkursen

Real KIX, index 1992-11-18 = 100



Anm. Kvartalsdata.

Källa: Riksbanken

Svårt att bedöma hur kronan kommer att röra sig mot sin jämviktsnivå

När man landat i en bedömning av den reala växelkursens jämviktsnivå så behöver man också avgöra i vilken takt växelkursen ska närma sig jämviktsnivån. Vad som är rimligt att förvänta sig beror i sin tur på vad som bedöms ligga bakom den rådande avvikelsen. Om avvikelsen exempelvis i stor utsträckning förklaras av ränteskillnader som kan förväntas bestå en tid finns det anledning att vänta sig ett långsammare förlopp än om avvikelsen har uppstått till följd av tillfällig oro på de finansiella marknaderna. I praktiken är det dock svårt att i realtid avgöra varför kronan är över- eller undervärderad. Prognoserna baseras därför ofta på en bedömning av hur snabbt växelkursen brukar närma sig jämviktsnivån. Fram till i år har Riksbanken räknat med att det ska gå förhållandevis snabbt, vilket också har bidragit till att prognosfelen blivit stora.

I den pågående översynen av de metoder Riksbanken använder för att analysera och prognostisera växelkursutvecklingen ingår arbete med att förbättra underlaget för bedömningen av den reala jämviktsväxelkursen, att hitta det mönster för anpassning mot jämviktsnivån som ger bäst prognoser och att i större utsträckning identifiera de faktorer som ligger bakom avvikelserna från jämviktsnivån.⁶ En del av det här arbetet har redan börjat sätta avtryck i Riksbankens växelkursprognoser. Exempelvis antas växelkursen numera förbli på eller nära sin aktuella nivå under det närmaste året, för att därefter långsamt börja sin anpassning mot jämviktsnivån, vilket reflekteras i den mest aktuella av de prognoser som visas i diagram 2.

Oväntade händelser som påverkar kronkursen

Även om bedömningarna av jämviktsnivån och anpassningen mot denna vore väl avvägda, kan prognosfelen ändå bli betydande. Anledningen är att det hela tiden inträffar sådant som gör att utvecklingen blir en annan än i prognoserna. Det kan röra sig om sådant som är nära relaterat till själva växelkursbestämningen, som att aktörer på de finansiella marknaderna

⁶ Ett exempel på det är Askestad m.fl. (2019). Ytterligare bidrag är under arbete och publiceras under de kommande månaderna.

ändrar sina bedömningar av risken med att ha tillgångar i kronor istället för i andra valutor. Men i allmänhet rör det sig förmodligen om skeenden som har med konjunkturen att göra och som samtidigt påverkar många andra variabler, såsom förändringar i förutsättningarna för internationell handel. De senaste årens prognosfel har sannolikt i stor utsträckning handlat om just sådana skeenden, som inneburit att växelkursen utvecklats på ett annat sätt och ofta även i motsatt riktning jämfört med prognosen. Vi diskuterar kronan i relation till andra variabler i kommande avsnitt.

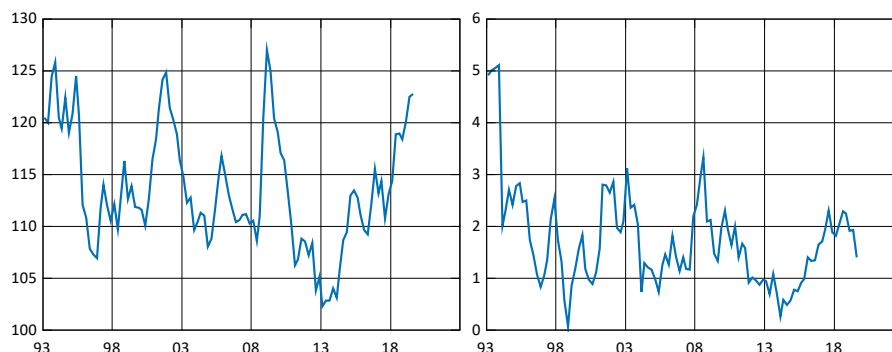
Kronan och inflationen – ett komplicerat förhållande

Det har alltså varit svårt att göra prognoser för kronkursen och det är alltså mycket svårt att förutspå i vilken mån kronan kommer att stärkas eller försvagas framöver. Att förstå och kunna göra rimliga prognoser för växelkursens utveckling är dock viktigt för Riksbanken eftersom kronkursen i viss utsträckning har betydelse för inflationen. Inflationen i Sverige och kronkursen har i mångt och mycket följts åt under de senaste decennierna, vilket syns i diagram 4. Inflationen började till exempel sjunka 2011 och var mycket låg vid tiden då kronan var som starkast runt 2013. Kronan började sedan försvagas i stort sett samtidigt som inflationen stadigt steg, från sin lägsta notering 2014 till tvåprocentmålet kring vilket den har legat sedan 2017.

Diagram 4. Kronkursen och inflationen under inflationsmålsregimen

KIX, index 1992-11-18 = 100

KPIF, årlig procentuell förändring



Anm. Kvartalsdata.

Källor: SCB och Riksbanken

De senaste årens kronförsvagning och stigande inflation har alltså sammanfallit. Men det är inte enkelt att utifrån denna observation dra slutsatser om växelkursens genomslag på inflationen, det vill säga i vilken utsträckning konsumentpriser rör sig när växelkursen förändras.⁷

Inflationen inte överraskande hög trots den oväntat svaga växelkursutvecklingen

Riksbankens prognosfel kan även här fungera som en illustration. Med tanke på att växelkursen sedan 2014 återkommande överraskat åt det svagare hållet, ligger det nära till hands att tro att inflationen samtidigt skulle ha blivit överraskande hög. Så har dock inte varit fallet utan inflationen har i stort sett fallit ut i linje med Riksbankens prognoser, se diagram 5. Detta skulle kunna bero på att växelkursens genomslag varit oväntat svagt under den här perioden. Det kan också vara så att prisutvecklingen utöver de prisförändringar som drivs av växelkursen varit svagare än väntat.

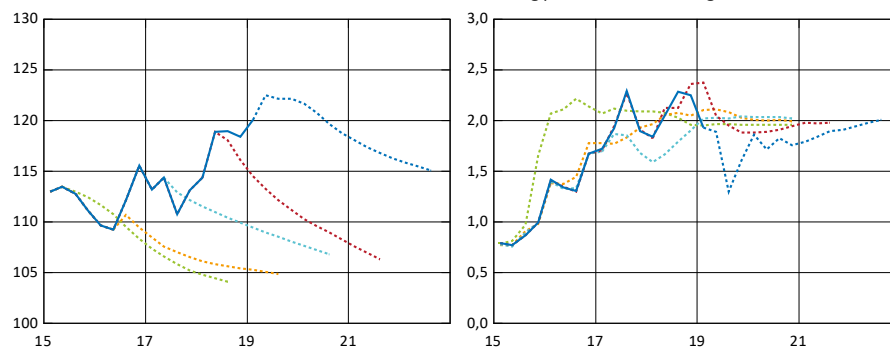
⁷ I denna kommentar fokuserar vi i första hand på genomslaget till konsumentpriser. Se Sveriges riksbank (2018b) för en mer övergripande genomgång av kronans genomslag till inflationen.

En närmare titt på de senaste årens prisutveckling inom olika varugrupper kan ge ledtrådar om växelkursens genomslag. Priserna på många varor med ett stort importinnehåll har stigit snabbare än normalt, vilket varit förväntat givet kronförsvagningen. Samtidigt har dock priserna på till exempel kläder, skor och utrikes resor, som normalt tenderar att samvariera med växelkursen, ökat ovanligt långsamt givet kronutvecklingen.⁸ Sammantaget tyder prisutvecklingen inom de olika varugrupperna på att priserna rört sig med växelkursen, men mindre än vad som tidigare varit normalt.

Diagram 5. Inflationen i linje med Riksbankens prognoser

KIX, index 1992-11-18 = 100

KPIF, årlig procentuell förändring



Anm. Kvartalsdata. Streckade linjer visar Riksbankens prognoser i juli respektive år.

Källor: SCB och Riksbanken

Den andra bidragande orsaken till att inflationen legat nära prognos samtidigt som växelkursen blivit betydligt svagare än väntat är att andra variabler som är viktiga för inflationstrycket utvecklats svagare än Riksbanken förutspått. Inflationen i omvärlden, och inte minst i euroområdet, har till exempel blivit lägre än vad Riksbanken och andra bedömare räknat med. Sambandet mellan inflationen i Sverige och i omvärlden är komplicerat och beror, liksom andra ekonomiska samband, på drivkraften bakom rörelserna. Men det är rimligt att anta att låg inflation i omvärlden i någon utsträckning påverkar svensk inflation negativt genom att inflationen i importpriser blir lägre. En annan överraskning har varit hur svagt lönerna har utvecklats mot bakgrund av de senaste årens höga resursutnyttjande. En stark arbetsmarknad går vanligtvis hand i hand med höga löneökningar men under den senaste femårsperioden har sambandet inte varit lika tydligt. Dessa faktorer har alltså bidragit till att inflationstrycket blivit lägre än väntat. Samtidigt har penningpolitiken anpassats till utvecklingen i inflationstrycket och reporäntan har därmed blivit lägre än i våra prognoser under hela perioden. Och detta har också drivit en del av utvecklingen i inflation och växelkurs.

Sambandet mellan växelkurs och inflation beror på utvecklingen i ekonomin i övrigt

Resonemanget ovan illustrerar att sambandet mellan växelkurs och inflation inte kan förstås oberoende av utvecklingen i ekonomin i övrigt. Vi behöver därför analyser av allmän jämvikt, som beaktar att allt hänger samman och identifierar de bakomliggande drivkrafter som samtidigt påverkar såväl växelkursen som andra makroekonomiska variabler. Tidigare sådana analyser på Riksbanken visar att inflationsutvecklingen efter en förändring i kronkursen kan variera kraftigt.⁹ En försvagning av kronan behöver inte alltid sammanfalla med stigande inflation. Vad som händer beror på vad som ligger bakom – en lägre efterfrågan kan till exempel ge både en svagare krona och en lägre inflation. Därmed är det också möjligt att ha

⁸ Se Sveriges riksbank (2019d).

⁹ Se Corbo och Di Casola (2018). Liknande studier har gjorts på data för exempelvis Storbritannien och euroområdet av Forbes m.fl. (2018) respektive Comunale och Kunovac (2017).

betydande prognosfel i växelkursen men inte i inflationen, eller tvärtom. Sett över en längre period är det uppskattade genomslaget från växelkursrörelser till den aggregerade inflationen i genomsnitt lågt i Sverige.

Men även i en allmän jämviktsmodell kan det vara svårt att fånga allt av betydelse för sambandet mellan växelkurs och inflation. Detta gäller inte minst då det sker strukturella förändringar i ekonomin. Sverige har en omfattande handel med omvärlden och svenska företags produktionsstrukturer är globalt integrerade. Det gör att växelkursrörelser även kan få betydande konsekvenser för kostnaderna för insatsvaror. Förändringar i globala produktions- och handelsmönster kan därför ha betydelse för vilka effekter på inflationen som en rörelse i växelkursen får. Även förändringar i vilka valutor som används i fakturering av export och import blir viktiga för växelkursgenomslaget. Andra strukturella förändringar, som exempelvis digitalisering, påverkar också de mönster enligt vilka företag sätter sina priser.¹⁰

I tider av strukturell omvandling är det en utmaning att förstå och i ekonomiska modeller fånga hur företagens prissättning fungerar. Samtidigt är just detta en nyckelfaktor när det kommer till att förutse sambandet mellan växelkurs och inflation. Dataanalyser och ekonomiska modeller erbjuder viktiga insikter. Men utöver dessa utgör även Riksbankens företagsundersökning en viktig källa till relevant information om hur företagen sätter priser.

Samtal med företag ger viktiga insikter kring växelkursens påverkan på priser

Riksbanken genomför löpande samtal med svenska företag för att få djupare insikter i hur företagets konkurrenssituation, efterfrågan och prissättning ser ut. Inom ramen för dessa undersökningar har företagen bland annat tillfrågats om hur växelkursförändringar påverkar deras prissättning. Företagens svar har de senaste åren gjort gällande att konkurrensläget har förhindrat dem att höja priserna trots att kostnaderna för importerade insatsvaror har ökat när kronan försvagats.¹¹ Med andra ord har de senaste årens försvagning av växelkursen haft i stort sett normalt genomslag i producentledet, medan de priser som konsumenterna möter inte anpassats i samma utsträckning som vanligt.

Att det har sett ut så under de senaste åren utesluter dock inte att växelkursrörelser kan påverka konsumentpriser avsevärt. Svar från företagen pekar på en tendens att låta växelkursförändringar slå igenom i prissättningen i den mån de är stora och bedöms vara bestående. Att prissättningen främst påverkas av stora växelkursförändringar är ett budskap som också återfinns i forskningslitteraturen. Det finns studier som visar att växelkursens genomslag tenderar att vara icke-linjärt i meningen att genomslaget till inflationen är större vid stora än vid små växelkursrörelser.¹² Inflationen rör sig alltså inte bara mer i absoluta termer, utan svarar på växelkursrörelsen med större kraft även i relativa termer. Små växelkursrörelser får därmed små och kortvariga eller inga effekter på priser, medan större och mer bestående rörelser kan ge betydande avtryck i prissättningen.

Perspektiv på kronan och penningpolitiken

Sedan Sverige övergav den fasta växelkursregimen i slutet av 1992, utgör prisstabilitet i form av ett inflationsmål på två procent det överordnade målet för penningpolitiken i Sverige. Växelkursen kan därmed inte vara och är inte heller något mål för penningpolitiken. I en värld med fria kapitalrörelser och med ett inflationsmål är det ofrånkomligt att växelkursen rör sig

¹⁰ Se Georgiadis och Gräb (2019) och för diskussioner av hur globala värdekedjor påverkar växelkursrörelsernas genomslag till priser. Se Campa och Goldberg (2005) och Casas m.fl. (2017) för diskussioner av vikten av faktureringsvalutor för genomslaget. Möjliga effekter av digitaliseringen på prissättning och inflation diskuteras i Sveriges riksbank (2015) och Sveriges riksbank (2018c).

¹¹ Se Sveriges riksbank (2019b).

¹² Se till exempel Ben Cheikh (2012) och Bussière (2013).

och bestäms på marknaden. Men, som vi diskuterat ovan är växelkursen viktig för ekonomin i allmänhet och inflationen i synnerhet.

Kopplingen från kronan till penningpolitiken går via inflationen

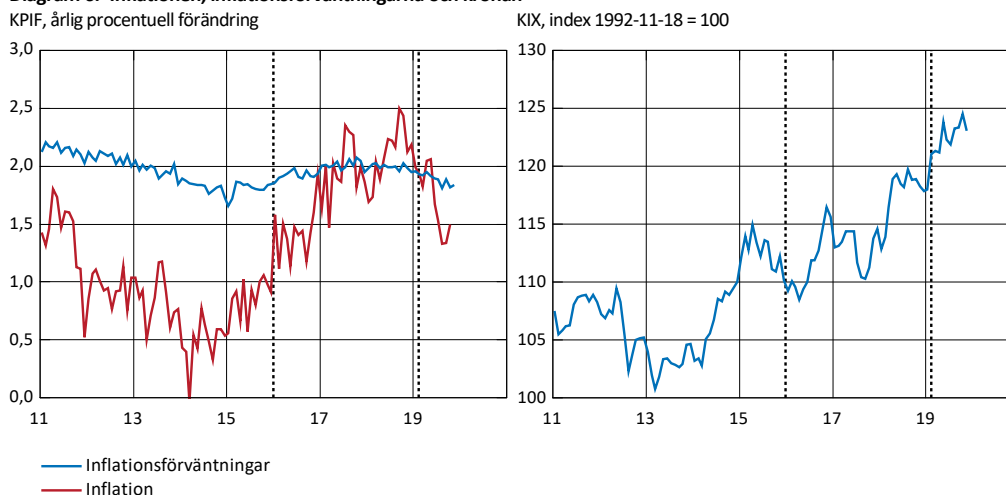
Normalt sett beaktas växelkursen av penningpolitiken på ett indirekt sätt, genom dess effekter på inflationen. En del av växelkursrörelserna har sitt ursprung i sådant som förändringar i riskbedömningarna bland aktörer på de finansiella marknaderna och då kan penningpolitiken behöva reagera på de effekter på inflationen som dessa medför. Men växelkursen påverkas också normalt av hur penningpolitiken utvecklas i Sverige jämfört med i andra länder. Höjningar av reporäntan leder normalt till att kronan stärks och sänkningar till att den försvagas, med efterföljande effekter på inflationen. Denna så kallade växelkurskanal är en del av hur penningpolitiken verkar.

När genomslaget till inflationen är normalt behövs inget särskilt fokus på växelkursens utveckling. Men i och med att genomslaget varierar i styrka och över tid kan det ibland vara motiverat att fästa särskild vikt vid växelkursens effekter på inflationen. Vid stora och plötsliga växelkursrörelser kan påverkan bli mer påtaglig än normalt. Växelkursens påverkan kan också tillfälligt vara av större betydelse för penningpolitiken om inflationen eller inflationsförväntningarna avviker mer påtagligt från målet. I ett sådant läge kan ytterligare avvikelser riskera att underminera inflationsmålets roll som nominellt ankare.

Ökad hänsyn till växelkursens effekter på inflationen under åren 2016-2018

Att en större växelkursförändring skulle kunna få ett stort genomslag på inflationen var något som Riksbanken tog hänsyn till under perioden 2016-2018 med en förhöjd beredskap att intervensera på valutamarknaden.¹³ I början av 2016, efter en rad räntesänkningar ned till negativa nivåer och större obligationsköp i syfte att pressa ned räntor på längre löptider, hade inflationen börjat återhämta sig något från historiskt låga nivåer. Men de långsiktiga inflationsförväntningarna var fortfarande låga och uppvisade en nedåtgående trend, se diagram 6. Bedömningen var att en stor och alltför snabb förstärkning av kronan i det läget skulle kunna bryta den uppåtgående trend som börjat skönjas i inflationen.

Diagram 6. Inflationen, inflationsförväntningarna och kronan



Anm. Månadsdata. Inflationsförväntningarna avser penningmarknadsaktörers enkätsvar gällande KPI-inflationen om 5 år. De vertikala streckade linjerna markerar perioden då Riksbanken hade en förhöjd beredskap för valutainterventioner.

Källor: Kantar Sifo Prospera, SCB och Riksbanken

¹³ Vid ett extrainsatt penningpolitiskt möte den 4 januari 2016 fattade Riksbankens direktion det beslut som krävdes för att vid behov omedelbart kunna intervensera på valutamarknaden, som en kompletterande penningpolitisk åtgärd för att säkerställa uppgången i inflationen. I Riksbankens kommunikation har mindre fokus gradvis lagts på växelkursen från andra halvåret 2018. Mandatet upphörde att gälla i februari 2019.

Kronan förstärktes dock inte påtagligt under den här perioden och Riksbanken intervenerade därför aldrig på valutamarknaden. Istället försvagades kronan. En möjlig förklaring till detta kan vara den osäkerhet som under en tid har präglat den globala handelspolitiska och ekonomiska utvecklingen. Men försvagningen kan också delvis ha berott på att penningpolitiken gradvis blivit mer expansiv. Den underliggande inflationen utvecklades under denna period svagare än väntat och Riksbanken skiftade vid ett flertal tillfällen ner prognoserna för reporäntan.

Penningpolitiken kan alltså ha bidragit till att kronan försvagades under perioden då Riksbanken hade en förhöjd beredskap för valutainterventioner. Men det senaste årets kronförsvagning är svårare att förklara med penningpolitiken. Det har inte funnits anledning att förvänta sig att Riksbanken åter skulle höja beredskapen att intervensera på valutamarknaden eftersom såväl inflationen som de långsiktiga inflationsförväntningarna sedan en tid legat nära inflationsmålet. Dessutom har reporäntan under det senaste året höjts något i förhållande till motsvarande räntor i omvärlden, vilket normalt talar för en starkare krona. Det är möjligt att utvecklingen i omvärlden spelat en roll också i den fortsatta kronförsvagningen. Men det är än så länge svårt att med exakthet säga varför kronan är svag i dagsläget.

Arbetet med att förbättra prognoserna för kronan fortsätter

Det är mycket svårt att göra växelkursprognoser och under vissa perioder är det en utmaning att ens i efterhand förklara vad som orsakat en förändring i växelkursen. Med detta sagt finns det anledning att fortsätta sträva efter en bättre förståelse av vad som driver kronkursen, hur den kan prognostiseras och hur den interagerar med inflationen.

Riksbanken och andra bedömare har under de senaste åren upprepade gånger överraskats av kronans utveckling. Varför kronan är svag i dagsläget är ännu svårt att säga med säkerhet. På Riksbanken pågår ett arbete med att få en bättre bild av detta, liksom att utveckla bedömningen av den reala växelkursens jämviktsnivå och hur anpassningen av kronkursen till den jämviktsnivån normalt ska se ut. Det arbetet har också redan satt avtryck i Riksbankens aktuella prognoser. Tiden får nu utvisa hur träffsäkra dessa kommer att vara, vad de ofrånkomliga prognosfelen kommer att bero på och vilka förbättringar av analysunderlag och bedömningar som det återstående arbetet leder fram till.

Kronans betydelse för penningpolitiken går via inflationen eftersom penningpolitiken i Sverige har ett inflationsmål. Växelkursen kan därmed inte vara och är inte heller något mål för penningpolitiken. Men växelkursen är viktig för ekonomin i allmänhet och inflationen i synnerhet. Riksbanken fortsätter därför att löpande analysera och noga bevaka växelkursens utveckling och dess effekter på svensk ekonomi.

Referenser

Askestad, E., A. M. Ceh, P. Di Casola och A. Ristiniemi (2019), "Att göra prognoser för kronan", Ekonomiska kommentarer nr 12, Sveriges riksbank.

Ben Cheikh, N. (2012), "Non-linearities in exchange rate pass-through: Evidence from smooth transition models", *Economics Bulletin* 32, sid. 2530-2545.

Bussière, M. (2013), "Exchange Rate Pass-Through to Trade Prices: The Role of Nonlinearities and Asymmetries", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 75, sid. 731-758.

Campa, J. och L. Goldberg (2005), "Exchange Rate Pass-Through into Import Prices", *The Review of Economics and Statistics* 87, sid. 679-690.

Casas, C., F. J. Díez, G. Gopinath och P.-O. Gourinchas (2017), "Dominant Currency Paradigm: A New Model for Small Open Economies", Working paper 264, International Monetary Fund.

Ca'Zorzi, M., och M. Rubaszek (2018), "Exchange rate forecasting on a napkin", Working paper 2151, European Central Bank.

Comunale, M. och D. Kunovac (2017), "Exchange rate pass-through in the euro area", Working paper 2003, European Central bank.

Corbo, V. och P. Di Casola (2018), "Conditional exchange rate pass-through: evidence from Sweden", Working paper 352, Sveriges riksbank.

Forbes, K., I. Hjortsoe och T. Nenova (2018), "The shocks matter: Improving our estimates of exchange rate pass-through", *Journal of International Economics* 114, sid. 255-275.

Georgiadis och Gräßl (2019), "Global value chain participation and exchange rate pass-through to export and import prices", Economic Bulletin 5/2019, European Central Bank.

International Monetary Fund (2019), Regional Economic Outlook Europe: Facing Spillovers from Trade and Manufacturing November 19.

Sveriges riksbank (2015), "Digitaliseringen och inflationen", fördjupning i Penningpolitisk rapport, februari.

Sveriges riksbank (2018a), "1976 – Devalveringsvågen inleds", tillgänglig på <https://www.riksbank.se/sv/om-riksbanken/historia/1900-1999/devalveringsvagen-inleds/>

Sveriges riksbank (2018b), "Kronans betydelse för inflationen", fördjupning i Redogörelse för penningpolitiken.

Sveriges riksbank (2018c), Riksbankens företagsundersökning, maj.

Sveriges riksbank (2019a), penningpolitiskt protokoll, april.

Sveriges riksbank (2019b), Riksbankens företagsundersökning, maj.

Sveriges riksbank (2019c), "Kronans trendmässiga utveckling", fördjupning i Penningpolitisk rapport, juli.

Sveriges riksbank (2019d), Penningpolitisk rapport, oktober.