

FÖRDJUPNING – Kronans genomslag på inflationen tycks ha varit ovanligt stort

Inflationen har varit hög i både omvärlden och Sverige de senaste åren. Men den är nu något högre i Sverige än i genomsnittet i euroområdet. Bland undergrupperna i KPIF syns skillnaden tydligast i att varupriserna har ökat snabbare i Sverige. Det finns många faktorer som påverkar varuprisernas utveckling, till exempel energipriser och insatsvaror, men en viktig förklaring till att varupriserna har ökat snabbare i Sverige än i många andra länder är sannolikt att kronan har försvagats. Det finns dessutom tecken på att förändringen i växelkursen har påverkat konsumentpriserna ovanligt snabbt det senaste året, vilket är i linje med studier som pekar på att kostnadsförändringar får större genomslag på priserna när inflationen är hög än när den är låg.

Växelkursens försvagning har bidragit till inflationsuppgången

Mycket tyder på att företagens prissättningsbeteende har förändrats under de senaste åren med hög inflation. Exempelvis har sambanden mellan producentpriser och konsumentpriser, mellan energipriser och konsumentpriser och mellan växelkurs och inflation inte följt historiska mönster. Utbudstörningar i efterdyningarna av pandemin och Rysslands invasion av Ukraina sammanföll med hög efterfrågan när samhället öppnade upp och hushållen hade ett högt sparande att använda för konsumtion. Obalans mellan utbud och efterfrågan gjorde att företagen kunde föra över höga kostnadsökningar i större utsträckning än vad vi har sett historiskt. En svagare krona är en av dessa faktorer. I denna fördjupning analyserar vi genomslaget av kronan på varupriser.

Växelkursen är en av många faktorer som påverkar inflationen eftersom den påverkar priset på det som importeras. Det är dock svårt att fastställa exakt hur stor effekt variationer i växelkursen har på inflationen, och genomslaget varierar dessutom över tid. Under de två senaste åren har kronan försvagats med runt 15 procent och Riksbanken bedömer att detta till viss del har bidragit till den höga inflationen i Sverige under denna period.⁵⁶

Vanligtvis brukar variationer i växelkursen ha måttliga effekter på inflationen. Riksbanken publicerade 2016 resultat från olika skattade modeller som sammantaget visade att en permanent försvagning av kronan med 10 procent brukar medföra en

⁵⁶ I oktober 2023 var kronan 16 procent svagare mot euron jämfört med oktober 2021. Motsvarande försvagning i KIX-termer var 13 procent.

ökning i inflationen med som mest cirka 0,5 procentenheter efter ungefär ett år.⁵⁷ I Riksbankens makroekonomiska modell MAJA är effekten av samma förändring i växelkursen 0,7, 0,3 respektive 0,2 procentenheter de första tre åren.⁵⁸ Dessa skattade genomslag, som beskriver genomsnittlig historisk effekt, är små med tanke på att mellan 25 och 30 procent av den privata konsumtionen består av import.⁵⁹

Om man utgår från dessa skattningar har de senaste årens kronförsvagning inte påverkat inflationen i någon större utsträckning. Skattningarna innebär att bidraget skulle ha varit som mest 0,3-0,4 procentenheter i början av 2023. Om man låter modellen MAJA förklara de senaste årens inflationsutveckling blir bidraget ungefär lika stort.⁶⁰ Detta är lite i förhållande till en total inflation som vissa månader uppgick till runt 10 procent (se diagram 1).

De svenska varupriserna ökar relativt snabbt

Inflationen är något högre i Sverige än i euroområdet och många andra europeiska länder (se diagram 27). Det är framför allt varupriserna, som utgör drygt 25 procent av KPIF, som har ökat snabbare i Sverige det senaste året (se diagram 46). Under det senaste året har ökningstakten avvikit från andra länder särskilt mycket i å ena sidan Sverige och Norge, som avviker uppåt, och å andra sidan Danmark, som avviker nedåt. Det som Sverige och Norge har gemensamt är att både den svenska och norska kronan har försvagats mot euron medan den danska kronan är knuten till euron. Detta indikerar att växelkursens utveckling kan ha bidragit till skillnaderna. Men att varupriserna ökar långsammare i Danmark än i euroområdet, trots samma växelkursutveckling, antyder samtidigt att andra faktorer kan vara väl så viktiga för varupriserna.

⁵⁷ Se fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen" i *Penningpolitisk rapport*, december 2016, Sveriges riksbank. Notera att skattningarna gäller effekter på inflationen. Det är rimligt att förvänta sig att prisnivån på längre sikt stiger mer, men det är en utdragen anpassning.

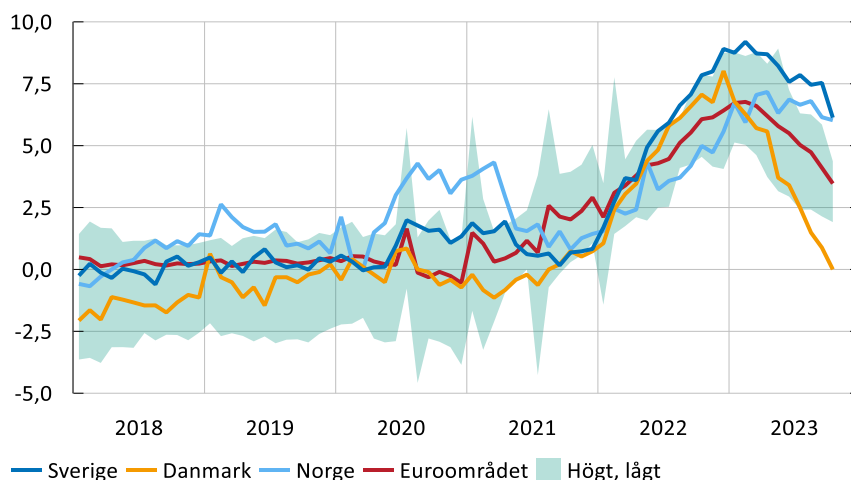
⁵⁸ Detta gäller när växelkursförändringen drivs av en förändring i riskpremien på svenska tillgångar. För en diskussion om vad som orsakat kronförsvagningen se fördjupningen "Kronan kommer att stärkas på sikt" i *Penningpolitisk rapport*, september 2023, Sveriges riksbank.

⁵⁹ Se tabell A2 i J. Hansson och J. Johansson, "Alternativa inflationsmått för penningpolitisk analys", *Penning- och valutapolitik*, 2007:3, Sveriges riksbank för uppskattningar av importinnehåll. Se även diskussion i M. Lindskog och H. Lovéus (2023), "Importpriser, arbetskostnader och vinster – vilken roll har de spelat i inflationsdynamiken?", *Staff memo*, september, Sveriges riksbank.

⁶⁰ Detta avser bidraget från förändringar i växelkursen som har orsakats av riskpremiestörningar i MAJA.

Diagram 46. Varupriser (exkl. livsmedel)

Årlig procentuell förändring



Anm. Intervallet visar de högsta och lägsta ökningstakterna i Spanien, Italien, Tyskland, Frankrike, Nederländerna, Belgien, Irland, Luxemburg, Portugal, Österrike och Finland.

Källa: Eurostat.

Kronans försvagning kan ha bidragit ovanligt mycket till inflationen under senare tid

Frågan om hur stort genomslag växelkursen fått på inflationen och om detta har förändrats har varit mycket i fokus den senaste tiden. Att det historiskt normala växelkursgenomslaget är mindre än importinnehållet i konsumtionen hänger samman med att många företag tenderar att jämna ut sina prisförändringar och låta vinstmarginalerna absorbera en del av svängningarna i växelkursen på kort sikt. Hur priserna rör sig beror på vad som orsakar förändringen i växelkursen och i vilken ekonomisk miljö den sker, och effekten på inflationen kan bli både större och mindre än vad som i genomsnitt varit fallet.⁶¹ Det finns studier som indikerar att genomslaget från kostnadsförändringar, såsom förändringar i växelkursen, är större när till exempel inflationen och efterfrågan är hög.⁶² Förutom växelkursförändringar är alltså genomslaget större även från förändringar i energipriser och andra insatsvarupriser i en sådan miljö.

Kronan har försvagats med omkring 15 procent mot euron sedan slutet av 2021 (se diagram 47). Det är inte första gången kronan försvagas i motsvarande utsträckning mot euron på kort tid. En liknande försvagning skedde till exempel mellan 2016 och 2019. Sedan början av 2022 har varupriserna i Sverige ökat omkring 5 procent mer än i euroområdet, men när kronan försvagades 2016 till 2019 steg svenska varupriser i ungefär samma takt som de i euroområdet (se diagram 47). Detta skulle kunna vara

⁶¹ Se V. Corbo och P. Di Casola (2020), "Drivers of consumer prices and exchange rates in small open economies", *Working Paper* No 387, Sveriges riksbank.

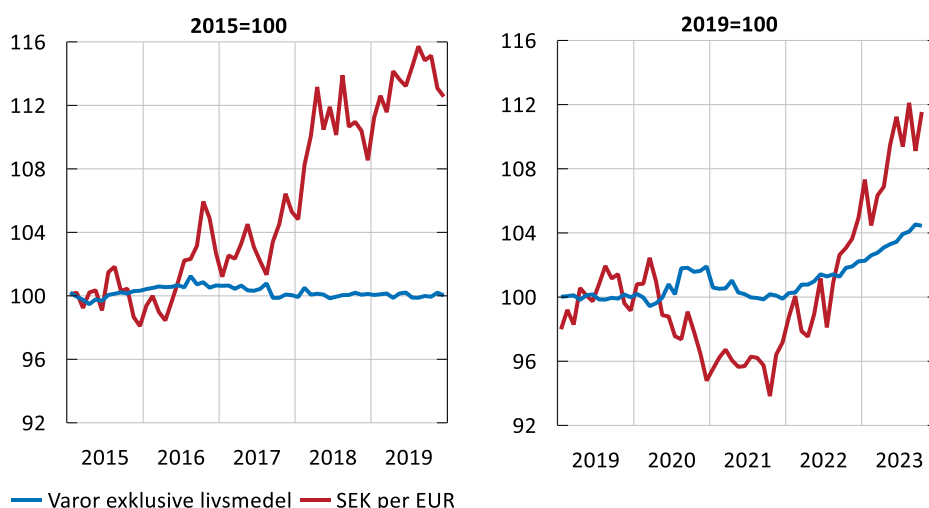
⁶² Se till exempel faktarutan "Växelkursens genomslag när inflationen är hög" i *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank och C. Borio, M. Lombardi, J. Yetman och E. Zakrajšek (2023), "The two-regime view of inflation", *BIS papers* No 133, Bank for International Settlements.

ett tecken på att företagen har vältrat över en större del av sina kostnader från växelkursförändringar till sina priser under det senaste året än vad man gjorde under perioden fram till 2019.

Importens andel i varupriserna är ungefär 50 procent, vilket är högre än i övriga delar av den privata konsumtionen (till exempel tjänster). Om företagen fullt ut vältrar över kostnadsökningarna som följer av en försvagning av kronan mot euron med 15 procent skulle därmed varupriserna öka 7,5 procent mer i Sverige än i euroområdet. Normalt tar dock en sådan anpassning lång tid. Att varupriser i Sverige nu har ökat omkring 5 procent mer än i euroområdet antyder därför att företagen snabbare än vanligt fört över merparten av sina kostnadsökningar från kronförsvagningen till konsumentpriserna. Notera att detta är en förenklad beräkning. I praktiken finns det många andra kostnader som kan utvecklas olika mellan länder, samtidigt som sammansättningen av hushållens konsumtion också skiljer sig. Men beräkningen kan ändå ge viss indikation på vilken effekt växelkursens utveckling har haft på varupriser.

Diagram 47. Relativ utveckling i varupriserna mellan Sverige och euroområdet och kronans växelkurs mot euron

Index över relativa prisnivåer respektive index



Anm. De blå linjerna visar relativt index för varupriserna exklusive livsmedel i HIKP mellan Sverige och euroområdet. I det vänstra diagrammet är basåret 2015 och i det högra 2019. De röda linjerna visar index för växelkursen SEK/Euro, med basår 2015 i det vänstra diagrammet och 2019 i det högra.

Källor: Eurostat och Riksbanken.

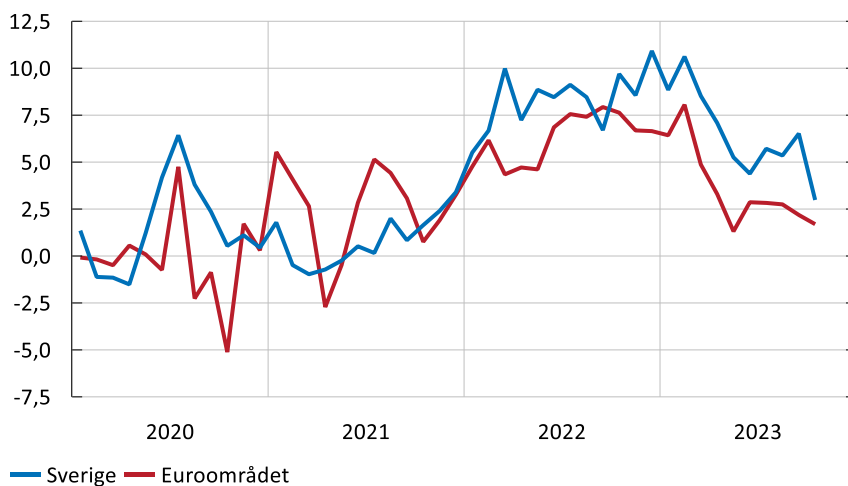
Växelkursgenomslaget bedöms bli mer normalt framöver

De närmaste åren bedöms efterfrågan i svensk ekonomi bli lägre än normalt och inflationen kring 2 procent. Att efterfrågan är svagare och inflationen lägre än de senaste åren talar för att växelkursens genomslag på inflationen återgår till det som varit normalt historiskt. Analysen indikerar också att vi redan har sett merparten av genomslaget från försvagningen av kronan och alltså inte behöver förvänta oss mer effekter av den försvagning som skett de senaste åren. Mer högfrekvent data över

varuprisutvecklingen ger visst stöd för detta. I diagram 48 ser vi exempelvis att tremånadersförändringen i varupriserna i Sverige närmast sig den i euroområdet.

Diagram 48. Varupriser

Tremånadersförändring, uppräknad årstakt i procent, säsongrensade data



Källa: Eurostat.

Denna slutsats är även förenlig med en analys gjord med Riksbankens modell MAJA. Om man i modellen antar att växelkursgenomslaget på senare tid har varit större än normalt ger modellen resultatet att bidraget från växelkursförsvagningen avtar snabbare framöver.⁶³ Prognosen för inflationen blir då lägre än om genomslaget hade varit normalt det senaste året.⁶⁴ Bedömningen av växelkursens effekter på inflationen framöver är dock mycket osäker och i prognosen för inflationen har Riksbanken räknat med ett genomslag i linje med det historiskt normala.

⁶³ Växelkursgenomslaget ökas genom att anta att importföretagen ser över sina priser oftare, vilket innebär att deras priser blir mer känsliga för förändringar i kostnaderna för insatsvaror. Förändringar i priserna på de varor de importerar som drivs av växelkursförändringar får då en snabbare och större effekt på konsumentpriserna.

⁶⁴ Om genomslaget har varit större så blir den svaga växelkursen en viktigare förklaring till inflationsuppgången i MAJA. Men modellen behöver då samtidigt lägga mindre vikt vid andra förklaringar till den höga inflationen. Och dessa förklaringar har bidragit till en högre persistens i inflationen jämfört med växelkursen. Därför innebär antagandet om ett större genomslag att inflationsprognosen blir lägre.