



Ekonomisk kommentar

Växelkursens genomslag på kon- sumentpriserna i Sverige: fallet med bilaterala växelkurser

Stefania Mammos och Dmytro Stoyko

Nr 12 2024, 28 juni

Växelkursens genomslag på konsumentpriserna i Sverige: fallet med bilaterala växelkurser¹

I denna ekonomiska kommentar fokuserar vi på vilket genomslag det har på konsumentpriserna i Sverige när bilaterala växelkurser för den svenska kronan förändras. Kommentaren innehåller beräkningar som visar att kronans variation mot den amerikanska dollarn har ett lägre genomslag på konsumentpriserna jämfört med vad kronans variation mot euron har. Vi analyserar möjliga ekonomiska skäl till detta resultat och kommenterar några av de statistiska begränsningarna i vår undersökning.

Författarna: Stefania Mammos och Dmytro Stoyko verksamma på avdelningen för penningpolitik (APP).²

Inledning

Sambandet mellan förändringar i växelkurser och priser kallas för växelkursens genomslag. Genomslaget kan påverka inflationen och den reala ekonomin och därmed penningpolitiken. Valutorna i små öppna ekonomier som den svenska brukar vara särskilt volatila, vilket ytterligare kan förstärka genomslagets betydelse för penningpolitiken.

Riksbanken har inte något mål för växelkursen. Men eftersom förändringar i den svenska kronan kan påverka inflationsutsikterna är de ofta ett omdiskuterat ämne. Det är vanligt att referera till en handelsvägd korg av valutor (KIX) när man diskuterar kronans rörelser.³ Även om varianter av KIX-index också används regelbundet kan det finnas skäl att även fokusera på bilaterala växelkurser. Detta kan till exempel vara fallet när rörelser i KIX-index drivs av rörelser mot endast en specifik valuta. Det kan finnas ytterligare skäl som har att göra med hur en ekonomi är uppbyggd, t.ex. hur stor andel av importen som faktureras i en viss valuta.

I denna ekonomiska kommentar kompletterar vi de befintliga bevisen för växelkursens genomslag på konsumentpriserna i Sverige genom att skatta genomslaget mot två bilaterala växelkurser. Mer specifikt undersöker vi om det får lika stort genomslag

¹ Ekonomiska kommentarer är korta analyser om relevanta frågor för Riksbanken. De kan författas av både enskilda direktionsledamöter och medarbetare på Riksbanken. Medarbetarnas kommentarer godkänns av avdelningschef, medan direktionsledamöterna själva ansvarar för innehållet i sina kommentarer. De åsikter som uttrycks i ekonomiska kommentarer är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

² Vi vill tacka Björn Lagerwall, Hanna Armelius, Vesna Corbo, Jens Iversen, Oskar Tysklind och Tanja Lind för värdefulla synpunkter.

³ KIX är ett viktat genomsnitt mot 31 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden.

på konsumentpriserna om den svenska kronan försvagas mot dollarn som om den försvagas mot euron.

Våra resultat kan sammanfattas enligt följande. För det första är kronans variation mot dollarn enligt våra punktskattningar förknippad med ett lägre genomslag jämfört med variationen mot euron. Detta är väntat eftersom vikten på dollarn i KIX-index är mycket mindre än vikten på euron. Däremot är genomslaget mot dollarn lägre än vad som antyds i vikten i KIX-index. En möjlig ekonomisk förklaring av det här är att den svenska kronan tenderar att försvagas mot dollarn i lägen med förhöjd ekonomisk osäkerhet och svag inhemsk och/eller global aggregerad efterfrågan. Medan försvagningen i sig pressar upp de svenska konsumentpriserna så pressar den sammanhängande minskade efterfrågan ned konsumentpriserna, vilket ger ett genomslag nära noll.

För det andra kännetecknas våra punktskattningar av en icke försumbar grad av statistisk osäkerhet, eftersom statistiska tester inte kan förkasta hypotesen att genomslagskoefficienterna är identiska för euron och dollarn.

Olika ekonomisk utveckling kan påverka de bilaterala växelkurserna

Den senaste tidens ekonomiska utveckling har börjat divergera i de ekonomiska blocken. I USA har produktionsindikatorerna och det ekonomiska förtroendet varit högre än i euroområdet och Sverige. I både USA och euroområdet har inflationen fortsatt att sjunka, om än i långsammare takt i USA. Denna skillnad har påverkat penningpolitiken. Exempelvis har den amerikanska centralbanken Federal Reserve nyligen lämnat räntan oförändrad, medan ECB sänkte räntan med 25 punkter.

Att ekonomierna har utvecklats ojämnt har väckt frågan om i vilken utsträckning den ekonomiska utvecklingen kan översättas till relativa priser på valutor. Ett möjligt scenario är att dollarn förstärks brett över tid, och att detta drivs av en fortsatt god ekonomisk utveckling och en stramare penningpolitik. Det förefaller därför värt att analysera hur stor betydelse det har på de svenska konsumentpriserna att dollarn förstärks.

Dollarn och euron är globala reservvalutor

Euron och dollarn är båda reservvalutor, där den senare har en starkare ställning. En av egenskaperna hos reservvalutor är att de används i stor utsträckning i gränsöverskridande transaktioner runt om i världen. I praktiken leder detta till att de används i en oproportionerligt stor del av den globala handeln med varor, t.ex. råvaror som prissätts i dollar.

Vikterna av euron och dollarn i KIX-index är cirka 46 respektive 8 procent. Således pekar vikterna på att euron har större betydelse för den svenska ekonomin. Faktum är att en enkel beräkning tyder på att genomslaget av kronans rörelser mot euron borde vara ungefär 6 gånger så stor som rörelserna mot dollarn. Dollarns vikt kan dock vara

större än vad KIX antyder, inte minst eftersom ungefär hälften av den svenska importen från länder utanför EU prissätts i dollar.

Det kan ha en särskilt viktig påverkan på inflationen hur den valuta som importen prissätts i utvecklas gentemot den inhemska valutan. Detta enligt nya empiriska belägg (Boz m.fl., 2022). Man skulle därför kunna tänka sig att dollarns betydelse för hur de svenska konsumentpriserna utvecklas är underskattad när det gäller vikterna i KIX-indexet.

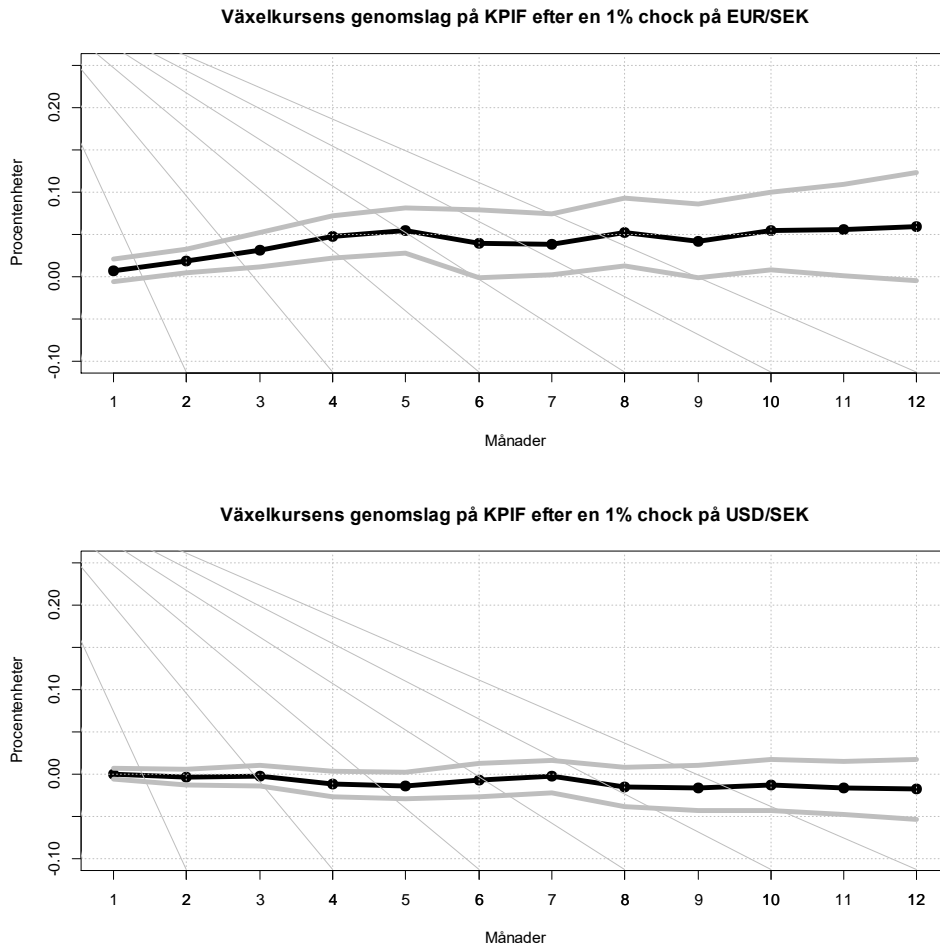
Bilaterala växelkursers genomslag i Sverige

Vi har genomfört en empirisk övning för att skatta genomslaget av förändringar i kronans värde mot dollarn. Övningen är inspirerad av Almgren och Stoyko (2024), och vi hänvisar till deras artikel för ytterligare diskussion om metodiken.⁴

I diagram 1 nedan visas de kumulativa förändringarna i KPIF-index med 90-procentiga konfidensintervall för båda de bilaterala växelkurserna. Tidshorisonten är 12 månader. Enligt diagrammet kan vi utläsa att när den svenska kronan varaktigt försvagas med 1 procent mot dollarn, så förknippas det med ett genomslag på konsumentpriserna som inte är statistiskt skild från noll efter 12 månader. En motsvarande försvagning mot euron är förknippad med ett positivt genomslag som är signifikant under nästan hela skattningshorisonten.

⁴ Vår specifikation är ekvivalent med ekvation (1) i Almgren och Stoyko (2024, s. 7). I den här ekonomiska kommentaren är dock varje variabel som anges i KIX-2-indexet oviktad och ingår i ekvationen separat. Dessutom har man sett att den svenska kronan ofta tenderar att försvagas mot både euron och dollarn samtidigt. Vi tar hänsyn till detta stiliserade faktum genom att kontrollera för euron när vi studerar effekterna av att den svenska kronan försvagas mot dollarn och vice versa.

Diagram 1. Bilateral växelkursers genomslag på konsumentpriser i Sverige



Anm. De svarta linjerna visar det skattade genomslaget på KPIF-index efter att den svenska kronan varaktigt försvagats med 1 procent mot euron och dollarn. De gråa linjerna representerar konfidensintervallen på 90 procent. Skattningarna baseras på månadsdata från 2000m2 till 2023m10.

Källor: Data från Macrobond och egna beräkningar.

I diagram 1 ser man att genomslagen skiljer sig åt, och att genomslaget mot dollarn är nära noll. Detta resultat är i linje med strukturen i KIX-index, där dollarn har en betydligt mindre vikt. Däremot förklarar strukturen i KIX-index inte varför genomslaget är noll, eller till och med under noll. En förklaring till det senare resultatet skulle kunna vara följande. Dollarn fungerar som global reservvaluta, medan den svenska kronan är en volatil valuta i en liten öppen ekonomi. Sammantaget kan dessa faktorer leda till att den svenska kronan tenderar att försvagas mot dollarn i tider av ökad osäkerhet. Detta samtidigt som den globala och/eller inhemska efterfrågan är svag. Även om kostnaderna kan öka för importföretagen när den svenska kronan försvagas, så kan importföretagen välja att inte föra över de ökade kostnaderna eftersom efterfrågan är låg. Nettoeffekten av denna process kan i sin tur resultera i ett genomslag nära noll.⁵

⁵ Corbo och Di Casola (2022) visar att genomslaget på konsumentpriserna till och med kan vara negativt till följd av globala eller lokala negativa efterfrågestörningar.

Trots skillnaden mellan de två punktskattningarna i diagram 1, leder statistiska tester med 90 procents konfidensnivå till slutsatsen att det inte är möjligt att förkasta hypotesen om identiska genomslag för de två växelkurserna vid någon tidpunkt under skattningshorisonten.⁶

Slutsats

Denna ekonomiska kommentar innehåller skattningar av det bilaterala genomslaget på konsumentpriserna i Sverige. Vi finner att när den svenska kronan försvagas mot den amerikanska dollarn får det ett lägre genomslag än när den svenska kronan försvagas mot euron. En möjlig förklaring är att försvagningar av den svenska kronan mot dollarn tenderar att sammanfalla med perioder av ekonomisk osäkerhet och svaga tillstånd för den aggregerade efterfrågan, till skillnad från när den svenska kronan försvagas mot euron. Sammantaget innebär våra resultat en icke försumbar grad av statistisk osäkerhet, vilket innebär att vi inte kan förkasta att genomslagen är identiska. För att få fram tydligare resultat krävs det fortsatt arbete, t.ex. med hjälp av identifierade exogena växelkursstörningar.

⁶ En lägre konfidensnivå leder till ett partiellt förkastande av hypotesen om identiskt genomslag på konsumentpriserna i de två bilaterala växelkurserna.

Referenser

Almgren, Märta och Dmytro Stoyko (2024), "Is there state-dependence in the exchange rate pass-through to inflation in Sweden?", Staff memo, Sveriges riksbank.

Boz, Emine, Camila Casas, Georgios Georgiadis, Gita Gopinath, Helena Le Mezo, Arnaud Mehl och Tra Nguyen, (2022), "Patterns of invoicing currency in global trade: New evidence", *Journal of International Economics* 136: 103604.

Corbo, Vesna och Paola Di Casola (2022), "Drivers of consumer prices and exchange rates in small open economies", *Journal of International Money and Finance* 122: 102553.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK