Förtvivlans vinter – förhoppningarnas vår

MÅNDAG
6 FEBRUARI 2012

Vi lever i en unik och historisk tid. Den brittiske författaren Charles Dickens inledande strof[1] i boken *"Två städer"* är träffande för att med lite dramatik beskriva världens ekonomiska, finansiella och politiska tillstånd: *"Det var den bästa av tider, det var den värsta av tider, det var visdomens tidsålder, det var dumhetens tidsålder…det var förhoppningarnas vår, det var förtvivlans vinter…vi var alla på väg till himlen, vi var alla på väg i motsatt riktning"*.

Det finns tydliga ljusglimtar i det globala konjunkturmörkret allt medan gamla problem är olösta och en del nya växer fram. Det har inte saknats ämnen och frågor att diskutera vid det centralbankstoppmöte som gick av stapeln i helgen i Hongkong. Centralbankernas i vissa stycken experimentella penningpolitiska agerande är viktigt för att både få fart på den ekonomiska tillväxten och underlätta en fortsatt skuldsanering i ett läge med finanspolitisk bakbundenhet och för att få igång ett ännu inte optimalt fungerande finansiellt system. Men centralbankernas konventionella/okonventionella verktyg fungerar förstås dåligt på de långsiktiga tillväxt-, konkurrenskrafts- och solvensproblem som många länder brottas med.

USA:s centralbank "lovade" för ca två veckor sedan att hålla sin styrränta nära noll procent i ytterligare nästan tre år och ha beredskap för att kunna trycka ned de långa räntorna ytterligare. Det har gjort att hushållens räntekostnader, i relation till inkomsten, nu ligger på 15-årslägsta. De förbättringar som sker på arbetsmarknaden ökar förutsättningarna för att stabiliseringen av återhämtningen kan fortsätta och utgöra en motvikt till andra problem i USA:s ekonomi, och i resten av världen. USA-tillväxten ser dock ut att förbli nedpressad vilket gör att risken för inflation är mycket måttlig när resursutnyttjandet är lågt.

Europeiska centralbanken ECB:s allt populärare chef Mario Draghi samlar i veckan kollegorna i Frankfurt för att besluta om räntan på 1 procent ska sänkas ytterligare. Mötet sker i skuggan av en ännu (i skrivande stund) utebliven överenskommelse om Grekland. **Vi räknar med att ECB inte rör räntan.** Skälen är flera. Det viktigaste är att ECB:s kortsiktigt mest kraftfulla och meningsfulla verktyg är att ge ut ännu ett massivt treårslån (som är planerat till den 29 februari). Många förväntar sig att det förra lånet på enorma nästan 500 miljarder euro då blir rejält "förbisprunget". Dessa s k LTRO-lån hjälper Euro-zonens tillväxt genom att täcka hela eller delar av eurobankernas – och i viss mån vissa eurostaters – upplåningsbehov i det medelfristiga perspektivet. Rimligen finns skäl för ECB att avvakta utfallet av också det andra lånet och därefter utvärdera om det finns behov att justera styrräntan.

Ett annat skäl att gå försiktigt fram är att motorn i Europa, den tyska ekonomin, just nu sänder positiva tillväxtsignaler samtidigt som tysk penningmängd är på väg upp. Tysklands ekonomiska ställning ger Bundesbanks chef Jens Weidmann en extra stark röst vid ECB-bordet när räntebeslutet ska fattas. I takt med att ECB:s balansräkning sväller och trycket ökar på Tyskland att bidra med mer resurser/garantier samtidigt som frågetecknen är många om vissa av euroländernas politiska system mäktar med att genomföra sin konsolideringspolitik kan det vara bra att det finns något som håller emot. Det kan Tyskland komma att göra.

Många skulle nog ge Mario Draghis första 100 dagar som ECB-chef väl godkänt. Även internt inom ECB går det att skönja en positiv syn bland medarbetarna när det gäller ökad öppenhet och mindre politisering. När Jean-Claude Trichet steg åt sidan hävdade bedömare att ECB skulle få en policymässig tyngdpunktsförskjutning söderut, i riktning mot Medelhavet, med innebörden att penningpolitiken skulle bli ännu mer expansiv. Bedömarna fick rätt medan kritikerna fel. **Det blev en rivstart.** På 100 dagar har Draghi sänkt räntan två gånger och sjösatt treårslån med generösa räntevillkor för obegränsade eurovolymer. Samtidigt har kraven sänkts på de säkerheter som bankerna överlämnar till ECB i utbyte mot eurolån.

Det är på tok för tidigt att utvärdera ECB:s och Draghis politik. En del effekter på räntenivåer och hur lätt- eller trögflytande pengarna är i systemet kan mätas här och nu (med positivt resultat) medan effekterna på tillväxt och det finansiella systemet inte syns kanske förrän om ett eller två år. Den förda penningpolitiken och det sätt på vilket bankerna uppmuntras att köpa statspappersrisk innebär samtidigt en ökad koncentration av risker.

(Forts.)

[1] Citatet är förkortat och direktöversatt från den engelska texten.

Utmaningarna är stora. Unionen är i dagsläget inte heller ett optimalt valutaområde. Någon större underliggande ekonomisk konvergens ägde inte rum från 1999 fram till krisen 2007/08. Någon ekonomisk konvergens lär inte heller äga rum de närmaste åren. På goda grunder kan vi räkna med att det omvända kommer att ske, t ex väntas skillnaderna i BNP per capita mellan olika länder öka, mellan nord och syn, och därmed ökar också spänningarna i diskussionen kring utformningen av eurozonens optimala penning- och finanspolitik.

ECB-lånen, swaplinorna mellan världens stora centralbanker (att sinsemellan byta, vid behov, obegränsade volymer likviditet i de stora världsvalutorna) samt att göra en del av världens valutareserver tillgängliga för Internationella valutafonden IMF (för dess krisutlåning) innebär att **viktiga steg har tagits att bygga de "brandväggar" som efterlysts** för att minska risken för negativa spridningseffekter mellan de ekonomiska och finansiella systemen, och mellan länder.

Detta är den omvärldsmiljö som bl a de två nya riksbanksledamöterna **Kerstin af Jochnick och Per Jansson** ska väga mot den svenska utvecklingen när de gör premiär om drygt en vecka i ämnet "räntebeslut". Rollen som chef för Riksbankens Penningpolitiska avdelning kan ses som direktionens **sjunde, dock ej röstande, medlem**. Riksbankens egna analyser av tidigare räntebeslut visar att direktionens medlemmar tar intryck av interna beslutsunderlag. Kanske får Per Jansson en extra tyngd då han fram till i december innehade just denna sjunde roll. I december sänkte Riksbanken räntan med 0,25 procentenheter till 1,75 procent. Känslan kring sänkningen är att t ex riksbankschefen Ingves "backade" in i beslutet. Även Per Jansson kan ställa sig tvekande till att gå vidare med att sänka räntan, vilket gör utfallet av nästa veckas beslut ganska osäkert.

I Riksbankens penningpolitiska beslutsekvation ingår följande parametrar:

☐ Motiv till att sänka räntan till 1,50 procent

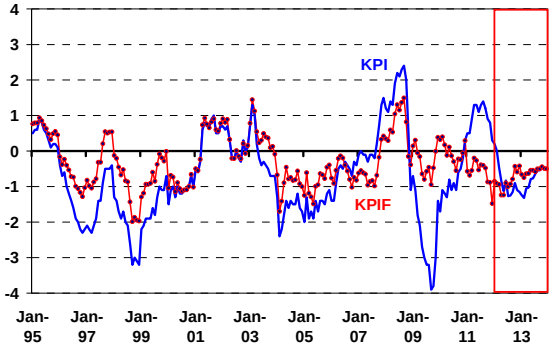
- Riksbanken reviderar ned svensk BNP-tillväxt för 2012 samtidigt som fjärde kvartalet 2011 väntas visa recession; mindre ansträngt resursläge betyder lägre inflationstryck.
- Inflationen är låg och i en fallande trend.
- Avkylningen pågår för hus/kreditmarknad.
- Den penningpolitiska transmissionsmekanismen fungerar sämre när interbankmarknaden pressar upp räntan – fler sänkningar behövs då för att få kraft i politiken.
- Kronförstärkningen sedan december motsvarar grovt räknat – om den är uthållig och det beräknas den vara – 0,25 procentenheters räntehöjning.
- Eurokrisen är långt ifrån löst.

☐ Motiv till att ligga still på 1,75 procent

- Refinansieringsriskerna har minskat i Europa.
- USA-konjunkturen överraskar åt det positiva hållet.
- Riksbanken har inte lovat (förannonserat) sänkning.
- En ränta på 1,75 procent är låg och knappast tillväxtbromsande i förhållande till den av Riksbanken sedda normala styrräntenivån på 4-4,25 procent.
- Inflationsförväntningarna har backat något, ligger stabilt men snäppet något för högt – det kan finnas skäl att avvakta den fortsatta avtalsrörelsen och löneutfallet.
- Situationen på arbetsmarknaden är relativt stabil.

Det riskspektrum som Riksbanken har att väga in i räntebeslutet talar för en sänkning. Västvärldens ekonomier jobbar med stora mängder lediga resurser, vilket väntas pressa ned det globala inflationstrycket. Inflation har i många stycken blivit ett alltmer globalt fenomen i takt med t ex den kraftfulla globalisering som har ägt rum det senaste decenniet. Sedan inflationsmålspolitiken blev operationell i Sverige 1995 har såväl KPI- som KPIF-inflationen underskridit målet 2 procent drygt 70 procent av tiden. Att sänka räntan ett steg till är förenat mot små risker för en stigande inflation ett till två år framåt i tiden.

Sverige. Inflation (KPI/KPIF). Jan 1995 – Dec 2013. Avvikelse från inflationsmålet 2%. Procentenheter



Tillväxtriskerna är också fortfarande skruvade åt det negativa hållet. USA:s ekonomi kan visserligen överraska positivt men i den andra vågskålen ligger att eurokrisen och situationen i Mellanöstern snabbt kan ge sämre ekonomiska utsikter via kreditkontraktion, fallande börskurser och högre oljepris. Sveriges minoritetsregering kan överraska genom att lägga en mer expansiv budget, men det är knappast något som nämnvärt skulle förändra förutsättningarna för räntepolitiken.

Inte heller är det troligt att en räntesänkning från Riksbanken skulle lägga grunden till nya finansiella bubblor. Det sker en avkylning av hus- och kreditmarknaden och den kan sannolikt fortsätta ett tag till. Risken måste därför ses som liten att lågräntepolitiken skapar framåtriktade inflationskrafter och/eller ökad finansiell instabilitet. **En ytterligare riksbankssänkning kan ses som en extra försäkring för en stabil ekonomisk och finansiell miljö.**

"Det var den bästa av tider, det var den värsta av tider..."

Robert Bergqvist, robert.bergqvist@seb.se, 070-445 1404