



Valutainterventioner – man ska aldrig säga aldrig...

MÅNDAG
3 NOVEMBER 2014

Den historiska räntesänkningen förra veckan visade tydligt att Riksbanken nu definitivt lagt alla andra mål än inflationsmålet åt sidan. Oron för skulder och huspriser finns kvar men är nu en fråga som andra får hantera (läs politiker, Finansinspektion och banker). Nollräntan innebär också att penningpolitiken fått ett nytt fokus – okonventionella åtgärder.

Stefan Ingves betonade efter räntebeskedet att Riksbanken har möjlighet att göra ytterligare insatser om, som han uttryckte det, "världen skulle se helt annorlunda ut jämfört med vad vi förväntar oss".

Trots att okonventionella åtgärder alltså inte ligger i korten i närtid så är det ett faktum att de senaste åren bjudit på många tillfällen då Riksbanken blivit tvungen att omvärdera sin syn på läget. Vad det i praktiken då kommer att handla om är att använda balansräkningen för att öka mängden pengar i ekonomin. Även om Stefan Ingves inte explicit ville utesluta negativa räntor gav hans kommentarer en tydlig indikation om att nästa stora steg är att börja "trycka pengar".



BALANSRÄKNINGSEXPANSION NÄSTA STEG

Att "skapa pengar på det ena eller andra sättet" kan i huvudsak ske på tre sätt:

1. Låna ut mer pengar till bankerna
2. Köpa inhemska obligationer
3. Intervenera i valutamarknaden

Under finanskrisen då det rådde brist på likviditet användes den första metoden. Riksbanken och många andra centralbanker ökade dramatiskt sin utlåning till bankerna men det sättet är knappast aktuellt idag eftersom det inte råder någon brist på likviditet vare sig i Sverige eller i omvärlden.

Det andra sättet är att Riksbanken följer i samma fotspår som många andra centralbanker (Fed, BOJ, BOE och ECB) och börjar köpa obligationer (QE) för att pressa ned långa räntor. I så fall lär det främst bli fråga om svenska bostadsobligationer eftersom den marknaden är mycket större än statsobligationsmarknaden. Lägre räntor ger mer pengar kvar i plånboken för hushållen som då kan öka sin konsumtion och det gör det billigare för företag att investera. Båda bidrar till att den ekonomiska aktiviteten ökar vilket i teorin ska ge högre inflation på sikt. Det finns två problem med detta. Det ena är att effekten på inflationen är mycket osäker både vad gäller storlek och den tid det tar innan priserna börjar stiga. Det andra problemet är att lägre räntor gör det ännu billigare för hushållen att låna så att fastighetspriser och kredittillväxt stiger ännu mer (om inga andra motåtgärder vidtas).

VALUTAINTERVENTIONER MEST EFFEKTIVT

Valutainterventioner är det tredje sättet att expandera balansräkningen och utan tvivel också det mest effektiva när det gäller att få upp inflationen. Om Riksbanken köper utländsk valuta för sina "nytryckta kronor" får det nästan direkt effekt i form av en svagare krona. Alternativt kan man införa ett valutagolv för att guida marknaden mot den nivå man tycker är lämplig för växelkursen. En kronförsvagning slår till skillnad från både traditionella räntesänkningar och obligationsköp igenom i priserna med en mycket liten fördröjning. Högre importpriser leder direkt till högre KPIF-inflation och rimligen får man ett nästan lika snabbt genomslag på inflationsförväntningarna. Eftersom Riksbanken, så länge interventionerna syftar till att försvaga kronan, aldrig riskerar att få slut på pengar utan hela tiden kan trycka nya kronor för att köpa mer utländska tillgångar är utsikterna goda för att interventionerna ska ge önskad effekt även på längre sikt. Valutainterventioner har också fördelen att de inte driver ned svenska räntor och därmed spär de inte heller på utlåningstillväxten.

VALUTAINTERVENTIONER POLITISKT KÄNSLIGA

När ett land sänker sin styrränta (eller pressar ned sina obligationsräntor genom QE) så ökar efterfrågan vilket gynnar både den egna ekonomin och omvärlden (eftersom landets import också ökar). Denna typ av åtgärder gör alltså alla glada och är därför rätt okontroversiella i ett internationellt perspektiv. Att aktivt gå ut och försvaga sin egen valuta är däremot känsligt eftersom det flyttar efterfrågan från utlandet till den egna ekonomin (man kan exportera mer men importerar mindre). Att Riksbanken aktivt går ut och försvagar kronan så att Sverige "stjäl" tillväxt från omvärlden skulle nog inte ses med blida ögon i resten av Europa där alla länder idag vill ha svagare valuta. I Finland där ekonomin befinner på gränsen till recession och stora delar av exportindustrin konkurrerar direkt med svenska företag skulle valutainterventioner antagligen ses som en ekonomisk krigsförklaring. Eller om man vänder på resonemanget och funderar kring hur vi själva skulle reagera om ECB plötsligt meddelade att de skulle försöka försvaga euron genom att börja köpa en massa svenska kronor. Det skulle bli ett ramaskri hos svensk exportindustri.

KAN SVERIGE FÖLJA SCHWEIZ OCH TJECKIEN?

Trots att det är känsligt så finns det centralbanker som har intervenerat. Riksbanken nämner Schweiz (2011) och Tjeckien (2013) som exempel. Jämför man läget i Sverige idag med hur det såg ut dessa länder när de genomförde sina interventioner finns både likheter och skillnader. Det som fick Schweiz att intervensera var den kraftiga apprecieringen av schweizerfrancen i spåren av eurokrisen som riskerade att slå ut stora delar av exportindustrin. Tjeckien införde däremot sitt valutagolv trots att valutan redan hade försvagats lite mot euron. Motivet var att en ännu svagare valuta behövdes för att få upp inflationen. I den meningen liknar Sveriges situation mer Tjeckiens än Schweiz. Kronan har inte stärkts och den är inte övervärderad som var fallet för Schweiz men vår inflation ligger långt under målet. På samma sätt som den låga inflationen kan motivera en onormalt låg reporänta borde den kunna motivera en onormalt svag krona.



Samtidigt är tillväxten inte svag i Sverige och framåtblickande konjunkturindikatorer ligger över trend. Det är alltså inte helt uppenbart att Sverige i dagsläget skulle kunna motivera valutainterventioner.

	Schweiz (Aug 2011)	Tjeckien (Nov 2013)	Sverige (idag)
Valuta (å/å)	EUR/CHF -28%	EUR/CZK +3%	EUR/SEK +6%
BNP (å/å)	1.4	1.8	2.6
Inflation vs mål	-1.4	-1.9	-1.7
PMI vs trend	lite över	lite under	klart över

MAN SKA ALDRIG SÄGA ALDRIG...

För att någon form av okonventionella åtgärder ska komma ifråga krävs sannolikt både fortsatt för låg inflation och att svensk tillväxt börjar utvecklas betydligt sämre. Givet att det sker, vad skulle då tala för att Riksbanken skulle kunna välja ett valutagolv istället för traditionell QE? Per Jansson menade på ett möte med analytiker efter räntebeskedet att ett valutagolv för kronan skulle kräva konsultationer med regeringen.

Regeringens främsta expert när det gäller penningpolitik är f d riksbanksledamoten Karolina Ekholm, numera statssekreterare hos Magdalena Andersson. Vi vet att Ekholm under sin riksbankstid var positiv till att använda kronan för att påverka inflationen. Det är heller inte alltför långsökt att tro även Stefan Löfven med sin gedigna industribakgrund skulle kunna se fördelarna med en svag valuta.

Vad skulle då Sverige kunna använda för argument gentemot resten av EU för att motivera att vi ska få försvaga vår valuta? I flera av de länder som genomfört traditionell QE (t ex USA) har det funnits ett klart uttalat syfte att lägre räntor skulle bidra till att få fart på en kraschad fastighetsmarknad. Ett starkt argument för att sådan QE skulle vara direkt olämplig i Sverige är att vi redan har en klart förhöjd risk för en bostadsbubbla med skenande fastighetspriser och alltför hög kredittillväxt. Riksbanken borde därför få använda valutakanalen för att få upp inflationen istället. Frågan är om det argumentet biter på våra handelspartners i EU? Risken är väl att de säger något i stil med "Vill ni få upp er inflation får ni köpa obligationer på samma sätt som vi andra och är ni oroliga för en bostadsbubbla så börja med att ta bort era ränteavdrag!"

Oavsett hur jordmånen för valutainterventioner utvecklar sig så lär de närmaste månaderna i alla fall bli "vänta och se" för Riksbanken. Hur länge? I Tjeckien tog det precis ett år från att centralbanken sänkt räntan till noll tills att valutagolvet infördes. En annan fråga är var ett svenskt golv i så fall skulle hamna? Tjeckien sitt golv knappt 5 procent högre och för Sverige skulle det idag motsvara ett golv upp mot 9,70 mot euron.

[Johan Javeus](#) +46 70 325 51 45, @JohanJaveus