



Tvångsförsvaga eller inte – det är riksfrågan

TISDAG
2 JUNI 2015

Riksbankens inflationsmål på 2 procent är inte lätt att uppnå i en omvärld som präglas av olika typer av disinflationskrafter. Sveriges **öppenhet mot omvärlden** gör läget ovanligt svårt för just Riksbanken att, i jämförelse med andra centralbanker, klara uppgiften. Riksbanken navigerar på okända vatten, bland minusräntor och statspappersköp, för att försöka nå målet. Är det dags för Riksbanken att greppa ett sista halmstrå och börja **tvångsförsvaga kronan för att få inflationen att närma sig målet 2 procent? Erfarenhet, logik och det rådande läget säger: Nej.**

Valutafrågan är en tvåstegsraket. För det första måste Riksbanken och – inte minst – omvärlden tro på idén att **valutainterventioner kan ge en svagare krona.** Ett par tips till Riksbanken på hur dessa kan genomföras återfinns i slutet av denna Tanke. För det andra måste en svagare krona kunna omvandlas till **högre inflation främst kortmen helst även långsiktigt.** Utfallet är starkt kopplat till huruvida ekonomins olika aktörer drar slutsatsen att kronans nya och svagare nivå blir varaktig. **Båda delarna är långt ifrån givna. Det visar resonemanget nedan.**

Riksbanken agerar i dag efter "spelregler och med pjäser" som man på egen hand utformat. I detta ligger att Riksbanken själv kan genomföra förändringar för bättre situationsanpassning och måluppfyllelse. Men Riksbanken bör få ett **erkännande för sina kraftfulla försök** under vårvintern att skapa svagare krona och höja löneförväntningar för att öka förutsättningarna att nå högre inflation. Frågan är också befogad: vad hade hänt med t ex kronan om Riksbanken inte hade agerat när omvärlden (läs: Europeiska centralbanken) startade sin monetära turbomaskin i början av mars? Svaret är sannolikt en klart starkare krona.

Riksbankens verktygslåda – börjar uttömmas...

1. Reporäntan (i dag -0.25%);
2. Tillgångsköp (i dag 80-90 mdr kronor);
3. Sänkt prognos för framtida höjningar (har gjorts flera gånger);
4. Lån till företag (vänteläge);
5. Valutainterventioner (vänteläge);
6. Upprepade verbala "hot" om ytterligare stimulanser och mellanmötesagerande, gärna med hög överraskningsfaktor (pågående).

Se även **Veckans tanke**, 26 maj 2015: "**Riksbankens olika nycklar ut ur stimulansburen**".

Valutainterventioner innebär, utifrån rådande förutsättningar, att Riksbanken skulle sälja kronor och köpa utländsk valuta i marknaden. Det är **ett minst sagt tveeggat och**

oförutsägbart vapen. Svenska erfarenheter (t ex 2001) och internationella studier ifrågasätter valutainterventioners effekter och effektivitet; de är osäkra och svårbedömda och det är svårt att finna stöd för deras varaktighet. Riksbanken har under åren lagt fram flera analyser och utredningar som också pekar just i denna riktning.

Riksbankens "livlinor" ger knappast någon hjälp till att ta detta valutabeslut. Att t ex ringa en "centralbanksvän" är lönlöst eftersom vi rör oss i oprövad och okänd penningpolitisk terräng. Att fråga "publiken", d v s omvärld och finansmarknad, ger nog inga objektiva svar. Återstår 50-50-alternativet. Riksbanken måste kanske helt enkelt chansa men **risken för ett misslyckande med kronförsäljningar måste anses vara rejält hög** (se nedan).

Kronan mot euron och dollarn

December 2014 – i dag



Rent principiellt är det rätt att Riksbanken **överbäger** valutainterventioner. Det är mer befogad i dag än det var 2001. I ett läge när räntan inte kan sänkas ytterligare (nollrestriktionen) – något som Riksbanken i och för sig säger ännu inte är fallet – är kronförsäljningar ett nödmedel. Men det **betyder inte att valutainterventioner bör genomföras.**

Att försvaga den egna valutan innebär att **något annat lands valuta stärks.** Om Sverige varit ensam i problemet med låg inflation och fallande inflationsförväntningar – och med tillväxt- och arbetslöshetsproblem – hade världen haft förståelse för Riksbankens agerande. I dag delar dock flera centralbanker Riksbankens problem att få upp inflationen. Samtidigt är tillväxten hygglig och sysselsättningen stiger. Att då på egen hand försöka "exportera" inflationsproblem till andra länder lär inte sätta vår utlandsberoende ekonomi/politik i en speciellt vacker dager.

Förutsättningarna för Riksbanken att lyckas med sina valutainterventioner, dvs att kronan försvagas, beror på ett par kritiska faktorer. En sådan är om kronan i utgångsläget **avviker från den valutnivå som kan anses vara den fundamentalt motiverade**. Riksbankens kronförsäljningar skulle då bidra till att korrigera prissättningen och få bort ett eventuellt flockbeteende i marknaden. De skulle få in kronköpare i marknaden och försvagningen skulle bli självgående. Beräkningar visar dock att jämviktskursen för kronan mot euron kan ligga nära 8,50, dvs rejält under dagens nivå på runt 9,40 kronor. **Riksbanken skulle därmed tvingas att jobba i logikens motvind**. Det kan i sin tur kräva stora interventionsbelopp för att uppnå effekter.

Valutamarknaden måste därtill tro på, och börja bygga upp nya positioner för, en svagare krona. Dessvärre – för Riksbanken – talar statistik, våra beräkningar och anekdotisk information för att t ex svenska och utländska finansiella institutioner och industriföretag **redan är positionerade för att kronan ska vara svag eller försvagas**. Utrymmet för att följa efter Riksbanken och sälja kronor är således begränsat. Det föreligger snarare en risk för det omvända. **Valutamarknaden är i vänteläge för att köpa kronor**. Rekyllrisken till starkare kronnivåer är därmed stor.

Riksbanken behöver nog redan nu ändra sin kommunikationsstrategi kring kronan. Att först tro på svagare krona för att i nästa andetag säga – och prognosticera – att kronans stärkningar framöver reducerar effektivt genomslaget på inflationen och ekonomin. Importföretag som genom svagare krona möter högre kostnader avstår från prishöjningar om kostnadsökningen är tillfällig. Inte heller exportföretag nyanställer eller investerar vid tillfällig kroneffekt.

Ett rimligt skäl för Riksbanken att agera i valutamarknaden är om Sverige skulle erfara stora **strukturella kapitalinflöden**, dvs positionsförändringar som uppkommer t ex av regelförändringar, nödvändiga portföljusteringar etc. Att Danmark och Schweiz genomfört omfattande valutainterventioner har i första hand varit kopplade till frågetecken runt danska valutapeggen (= stora valutasäkringsflöden) och euroosäkerhet/ryssproblem som gjort schweiziska tillgångar attraktiva. Några sådana kapitalflöden syns inte i kronmarknaden just nu. Vi ser heller inte att denna typ av flöden skulle uppkomma i närtid trots Grekland.

Kortsiktiga växelkursvariationer spelar liten roll för den medel- och långfristiga inflationsutvecklingen.

Därför behöver Riksbankens motiv för valutainterventioner **inte vara att kronan ska försvagas**. Det handlar sannolikt då mer om att Riksbanken vill:

1. **Förstärka budskapet** av en kraftigt och varaktigt expansiv penningpolitik för att få upp inflationen;
2. **Höja löneförväntningarna** inför avtalsrörelsen och underlätta lönesättningen genom att skapa **valutavinsten för exportföretagen**;

3. Bygga upp **motståndskraft** mot risken för en starkare krona p g a omvärldens expansiva penningpolitik och kapitalflöden p g a riktigt fördjupad greklands kris.

Riksbanken har i praktiken obegränsade möjligheter att sälja kronor och köpa utländsk valuta. Det finns i dag heller ingen synbar riksbanksoro över att valutainterventioner skulle kunna göra inflationsmålpolitiken otydlig. Riskerna var större 2001 då inflationsmålet varit operationellt i bara sex år. Det kan även ha funnits motiv 2001 att stabilisera kronan då euroområdet 2003 kunde ha lett till ett inträde i eurosamarbetet. Ett krav inför inträdet var att kronan måste uppvisa stabilitet under en längre period.

Sammanfattningsvis visar analyser och forskning att **valutainterventioner är ett verktyg som är befattat med högst osäkert utfall**. Det faktum att kronan i utgångsläget redan är kraftigt undervärderad samt att marknaden är positionerad för en svagare krona gör inte Riksbankens uppgift enklare. Det finns **två skäl för Riksbanken att agera och sälja kronor**: 1. om Sverige ställs inför stora **kapitalinflöden** och/eller 2. **riksbankssignaleringen** om en varaktigt expansiv penningpolitik behöver förstärkas. I dagsläget faller båda dessa argument. Sverige har kapitalinflöden men de är kopplade till överskott i de löpande affärerna med omvärlden. Och Riksbanken behöver nog inte förstärka signaleringen ytterligare. **Budskapet har gått fram**. Det är högst tveksamt om effekterna av penningpolitiken på löne- och inflationsförväntningar skulle bli större genom valutainterventioner.

Hur bör interventioner genomföras för att få kroneffekt?

1. I valet mellan att förannonsera ett totalbelopp för hur stora valutainterventionerna ska vara och att överraska avseende både belopp och tidpunkt så torde det senare få bäst genomslag. Att ange en specifik växelkursnivå (dvs inget totalbelopp utan fokus ska ligga på kronans värde mot antingen euron, dollarn eller ett valutaindex) tar oss alltför nära byte av penningpolitisk regim.
2. Interventionerna görs lämpligen på olika nivåer för kronan. Även om Riksbanken valt att fokusera på nivåer för EUR/SEK så lär kritik komma från ECB om interventioner görs enbart i euro. Det ökar pressen på Riksbanken att använda flera olika valutor.
3. Ju fler valutamotparter som Riksbanken använder sig av när interventionerna genomförs ju svårare är det för marknaden att uppskatta totalbeloppet; erfarenheten från hösten 1992 visar att marknaden har en tendens att överskatta beloppens storlek vilket för Riksbankens del knappast är någon nackdel.

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