



Fed tassar fram i snårig terräng mot septemberhöjning

MÅNDAG
15 JUNI 2015

LITE I SKUGGAN AV GREKLANDSKRISEN SAMMANTRÄDER I VECKAN FEDS POLICYGRUPP FOMC

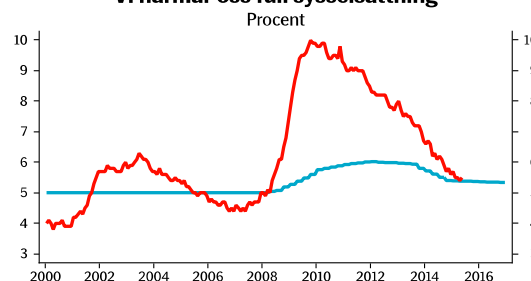
(Federal Open Monetary Committee). Även om några dramatiska steg knappast tas redan vid junimötet börjar temperaturen höjas i frågan om när den första räntehöjningen ska komma. Man kan tycka att Fed-ledamöterna haft gott om tid på sig att komma fram till vad man vill göra med räntan. Styrrentan (Fed funds rate) har legat på 0-0,25% i drygt 6 år och när arbetsmarknaden närmar sig ett normalläge verkar det naturligt att också så sakteliga normalisera styrrentenivån. Men under ytan finns det både små och stora frågor som skapar splittring och sätter myror i huvudet på beslutsfattarna.

EN KONKRET FRÅGA GÄLLER STYRKAN I DEN EKONOMISKA ÅTERHÄMTNINGEN. USA-ekonomin har upprepade gånger haft en tendens att tappa fart i början på året. I år var motvinden så kraftig att tillväxten blev negativ första kvartalet, dvs ekonomin krympte. Både vi och Fed har lyft fram temporära faktorer, t ex extremväder och hamnstrejker, som förklaringar till detta. Svagheten har dock dröjt sig kvar väl länge för att argumenten ska kännas övertygande. Att lägre oljepriser lett till kraftigt minskade investeringar i energisektorn, vilket fått spridningseffekter till andra delar av ekonomin, är en annan förklaring till avmattningen. Kanske också tidigare dollarförstärkning hämmat exporten mer än väntat. Men ändå är det mycket ovanligt att amerikansk ekonomi varaktigt stagnerar utan att Fed trampat på bromsen. På den positiva sidan kan man konstatera att arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras. Den allra senaste tiden har statistikflödet generellt börjat ljusna. En förklaring kan vara att de positiva effekterna av de lägre energipriserna behöver lite tid på sig att slå igenom. Vi står därför fast vid synen att återhämtningen fortsatt är på spåret.

INFLATIONS- OCH LÖNEUTVECKLINGEN ÄR EN ANNAN HUVUDVÄRK FÖR FED. Arbetslösheten ligger nu inte långt från sin jämviktsnivå, men trots detta fortsätter löneökningarna att vara återhållsamma. Det är tydligt att Fedledningen är ambivalent inför denna situation. Man har poängterat att det egentligen inte gör något om arbetsmarknaden tenderar att bli överhettad under en tid. En period med stram arbetsmarknad kan skapa nya chanser för personer som varit utan jobb en längre tid att komma tillbaka. Å andra sidan har t ex Fedchefen Janet Yellen pekat på att strukturella faktorer

som Fed inte kan påverka bidrar till att hålla tillbaka lönerna. Det senare argumentet är ett sätt att öka frihetsgraderna genom att signalera att räntehöjningar kan genomföras även i frånvaro av tydliga tecken på högre löneökningar.

Vi närmar oss full sysselsättning



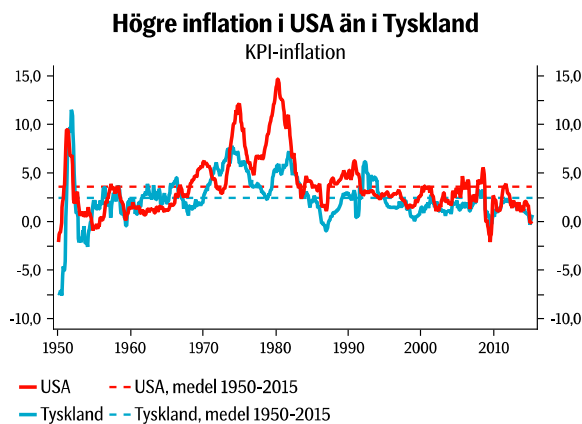
— Arbetslöshet — NAIRU

Källa Congressional Budget Office, SEB

Förutom låga löneökningar bidrar lägre oljepriser till att pressa ned KPI-inflationen till mycket låga nivåer. Den effekten är dock temporär och spridningar i form av prissänkningar på andra områden blir troligen små. Kärn-KPI, där energi- och livsmedelspriser exkluderas, har stigit den senaste tiden. Men situationen kompliceras av att Feds favoritmått, deflatorn för privat konsumtion exkl. energi och livsmedel, visar vikande tendens.

EKONOMISKA BESLUTFATTARE I USA HAR TRADITIONELLT HAFT EN VISS DRAGNING TILL EN EXPANSIV POLITIK. Den djupa depressionen i USA på 1930-talet är det riktiga skräckexemplet man vill undvika, medan hyperinflationen på 1920-talet spelar motsvarande roll i Tyskland. Denna historiska skillnad har bidragit till att amerikansk och kontinentaleuropeisk penningpolitik ibland fått lite olika karaktär. Ser man på hela perioden från 1950, då den tyska ekonomin började fungera någorlunda normalt efter andra världskriget, har inflationen i USA i genomsnitt varit 3,6% jämfört med 2,4% i Tyskland. Detta var en viktig förklaring till att dollarn länge trendmässigt försvagades mot den tyska valutan (D-marken/euron). Skillnaden i inflation var som störst decenniet efter Bretton Woodssystemets kollaps i början på 1970-talet då Tyskland i högre grad än andra länder var inriktat på att återställa en stabil inflation. Flera ledande ekonomer i USA och inom Fed har också en bakgrund inom forskning om hur man undviker att hamna i långvariga stagnationsproblem. De japanska misstag

under 1990-talet har t ex analyserats noggrant och kunskapen är vida spridd. Även de svenska räntehöjningarna 2010-2011 har lyfts fram som ett instruktivt felgrepp av bl a Fedchefen Janet Yellen; anmärkningsvärt men inte så hedrande att ett litet land figurerar i ett sådant sammanhang.



EN HUVUDFRÅGA ÄR HUR DEN AMERIKANSKA OCH GLOBALA EKONOMIN KOMMER ATT REAGERA PÅ FEDHÖJNINGAR.

Under mer än 30 år har vi haft en generellt fallande räntetrend där penningpolitiken i varje lågkonjunktur blivit alltmer aggressiv, vilket bl a lett till att tillväxten drivits av ökad skuldsättning. Detta gäller i särskilt hög grad den amerikanska ekonomin som är mycket beroende av konsumtionen som motor. Sedan en mycket lång tid har medelklassens reala inkomstutveckling varit svag och då har lägre räntor och stigande tillgångspriser spelat en viktig roll för att stimulera efterfrågan. Frågan är nu om man förmår hitta en ny tillväxtmodell som inte bygger på ständiga penningpolitiska stimulanser eller om det visar sig att räntekänsligheten är så stor att Fed drabbas av bakslag. Man kan konstatera att löneökningar är av dubbel betydelse för Feds beslut. Högre löneökningar skulle vara ett kvitto på att traditionella samband på arbetsmarknaden ännu gäller och därmed underlätta beslut om att höja räntorna. Därtill skulle också ökad köpkraft för bredare inkomstgrupper betyda större framtidstro och därmed skapa bättre förutsättningar att klara kommande höjningar.

EFFEKTERNA AV RÄNTEHÖJNINGAR PÅ OMVÄRLDEN UTGÖR OCKSÅ VIKTIGA PUSSELBITAR.

En starkare USA-dollar skulle generellt sett bidra till en bättre balans i världsekonomin genom att stärka konkurrenskraften i ekonomier som bäst behöver det, t ex eurozonen och Japan. Vår bedömning har sedan en tid också varit att USA-ekonomin har goda förutsättningar att bära bördan av en starkare valuta. Även Kina, som genom sin nära koppling till dollarn får se sin valuta apprecieras, borde ha en betydande motståndskraft. Generellt är dock bilden blandad när det gäller hur emerging marketsekonomin (EM) kommer att klara Fedhöjningar. De flesta länder har nu större motståndskraft än tidigare genom såväl bättre intern- som externbalans (låg statskuld och överskott i bytesbalansen). Men outvecklade kapitalmarknader gör

att man är fortsatt beroende av kapital från utvecklade ekonomier. Den dollardenominerade finansieringen utanför USA har t ex nästan fördubblats sedan finanskrisen. Amerikanska räntehöjningar kommer att skapa valutautflöden och deprecieringstryck som sätter press på centralbanker i EM-ekonomierna att svara med räntehöjningar. Detta är sannolikt det viktigaste skälet till att IMF nyligen valde att rekommendera Fed att senarelägga höjningar till 2016. En intressant parallell som ekonomisk-historiker lyft fram den senaste tiden är relationen mellan USA och Europa under 1800-talet. Trots den exceptionella tillväxten i USA var landets kapitalmarknad underutvecklad, vilket gjorde att man var beroende av kapital från Västeuropa och främst Storbritannien. Detta bidrog till att politikskiften från den brittiska centralbanken ofta fick större betydelse i USA än på hemmaplan. Även om parallellerna kan verka långsökta visar det att även mycket stora ekonomier i vissa utvecklingsfaser är beroende av omvärlden.

SÅ DÄR STÅR FED MELLAN HÖTAPPARNA.

Å ena sidan talar en stark arbetsmarknad och risker för negativa bieffekter t ex i form av finansiella bubblor om nollräntan ligger kvar för länge för räntehöjningar. Å andra sidan finns de som hävdar att det är onödigt att chansa om det ändå inte finns något pris- och lönetryck i ekonomin. Såväl den egna "ekonomisk-politiska kulturen" som internationella organisationers rekommendationer talar egentligen för att det skulle vara lite bekvämare för Fed att avvakta. När man lägger ihop pusslet verkar ändå en majoritet i Fed vara inställda på att påbörja höjningar under andra halvåret. Om ekonomin utvecklas såsom vi tror talar mycket för att en höjning kommer i september.

DET ÄR ÄNDÅ INTE TROLIGT ATT MAN KOMMER ATT KRATTA SPECIELLT OMSORGSFULLT I MANEGEN REDAN PÅ KOMMANDE JUNIMÖTE.

Med tanke på osäkerheten i kortsiktiga data är man nog mer benägna att behålla alla frihetsgrader. Det finns heller inga tydliga motiv för Fed att i nuläget försöka ändra dagens marknadsprissättning. Under en ganska lång tid har marknadsaktörerna misstrott Feds ambitioner när det gäller räntehöjningar. Den senaste tidens långräntepågång har fört med sig lite aggressivare prissättning med förväntningar om styrräntenivå på 1,25% i slutet av 2016 (vår egen prognos är 1,75%). Marknaden är inte heller övertygad om att en höjning genomförs så tidigt som i september även om rörelsen går i denna riktning. Lyckligtvis ser det ut som Fed har ganska stort manöverutrymme och kan testa sig fram med ömsinta höjningar och se hur börser samt ränte- och valutamarknader reagerar. Och en normalisering av penningpolitiken som går hand i hand med starkare USA-ekonomi borde inte vara något att vara rädd för. Via en lite starkare dollar skulle det minska trycket på stimulanser från europeiska centralbanker vilket inte minst Riksbanken skulle uppskatta.

Håkan Frisén hakan.frisen@seb.se, 070-763 8067