

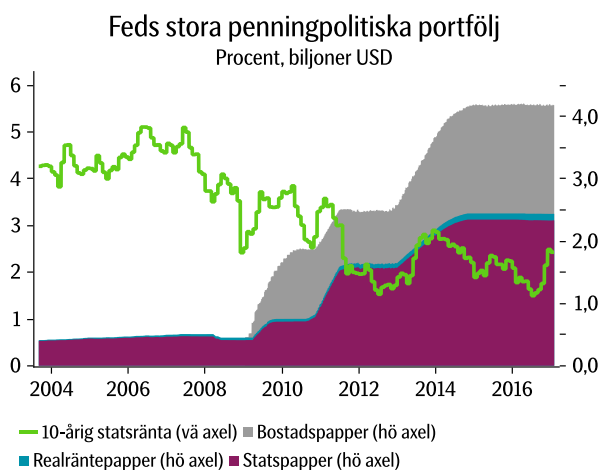


Svårnavigerat för amerikansk penningpolitik

SÖNDAGEN
12 FEBRUARI 2017

Inför Fedordförande Yellens penningpolitiska rapport 15 februari. Komplex policymiljö för Fed; flera faktorer talar för långsam normaliseringsprocess. Nya testballonger från Fed om bantad portfölj bäddar för konkreta steg 2018.

Federal Reserve (Fed) har med två höjningar påbörjat en komplex penningpolitisk **normaliseringsprocess** efter den "Stora recessionen" 2008-2009. Men med en ränta på **0,50-0,75 procent** och penningpolitisk värdepappersportfölj (System Open Market Account, **SOMA**) på **4,2 biljoner dollar** – hela 10 gånger större än den var 2008 – är situationen på många sätt unik. Därtill innebär USA:s presidentbyte nya utmaningar.



Feds penningpolitiska utmaningar och huvudvärker kan sammanfattas i **sju huvudpunkter**:

1. Bedöma nivåer och förändringar i USA:s **resursläge**;
2. Trump-administrationens **nya** (ekonomiska) **politik**;
3. **Neutrala realräntans** nivåer och förändringar;
4. **SOMA-portföljens** påverkan på räntebeslut och dollar;
5. Feds påverkan på **finansiella förhållanden** (ränta/USD);
6. **Internationella spridningseffekter**;
7. **Feds oberoende** och framtida manöverutrymme.

1. Fed drar tuffa slutsatser om resursläget

Feds analys av läget, främst gällande arbetsmarknaden, visar att USA redan är nära **fullt resursutnyttjande** med jämviktsarbetslösheten på 4,8 procent. Fed bedömer att om antalet nya jobb (non-farm payrolls) överstiger 100 000 per månad (snittet 2016 blev 180 000) väntas arbetslösheten falla. Sedan mer än två år tillbaka är också lönetillväxten (i dag på 3 procent) i en uppåtriktad trend. Därför uttrycker Fed **ökande**

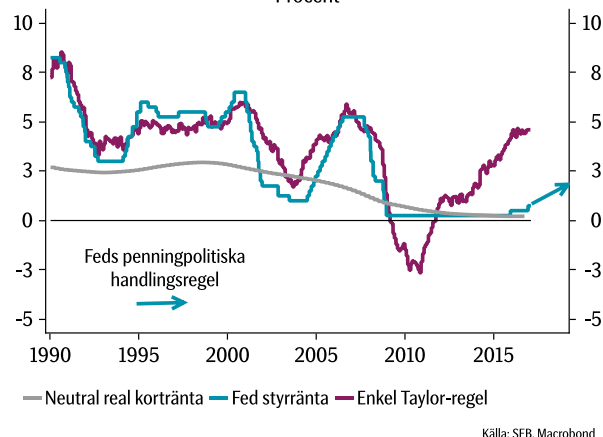
tillfredsställelse att kunna nå inflationsmålet 2 procent med avtagande negativa effekter från tidigare oljeprisfall och dollarförstärkning. Då detta är utgångsläget enligt Fed får utformningen av finanspolitiken stor betydelse för hur penningpolitiken utvecklas de närmaste åren. **Om inte Trumps politik förmår öka USA:s utbudssida/produktivitet kan Fed tvingas påskynda pågående normaliseringsprocess.**

2. Politik med oklara ekonomiska effekter

Trump's ekonomiska politik och effekterna på efterfrågan och produktionsutbud är svåra att bedöma. Frågetecknen är stora om politikens **innehåll, genomförande och utväxling**. Feds utgångspunkt är rimligen att USA i dag inte behöver en konjunktursvåg finanspolitik men att risken finns att den blir procyklisk. I slutet av februari – sannolikt den 25:e – väntas Trump-administrationen presentera ett ramverk kring politiken och under senare delen av april en hel budget.

San Francisco Fed uppskattar att skattesänkningarna kan lyfta USA:s BNP med totalt ca 0,4 procent de närmaste åren. Därtill uppstår efterfrågeeffekter från infrastrukturinvesteringar, dock med viss eftersläpning. Dämpande för tillväxten är väntade stora nedskärningar i offentlig sektor samt negativa effekter från begränsad immigration och handelsstörningar. Om det finns förutsättningar för att höja potentiell tillväxt skapas också utrymme för ökat penningpolitiskt manöverutrymme. Slutsatsen i dag är att Fed sannolikt **behöver höja sin beredskap för att lyfta styrräntan mer än vad man räknade med i höstas.**

Tunga "gravitationskrafter" håller ned styrräntan



3. Långsam uppgång för neutral ränta

Flera faktorer (se resonemang i tidigare utgåvor av *Nordic Outlook*) talar för att den **neutrala reala räntan förblir fortsatt mycket låg**. Det globala priset på pengar pressas ned av

ett allmänt högre sparande och tillbakahållen investeringsbenägenhet genom bl a demografiska krafter, hög global skuldsättning, transformerande teknologier och politisk osäkerhet. Även om Fed hävdar att den **neutrala nominella styrräntan ligger på 3 procent väntas den kort- och medelfristigt ligga klart under denna nivå**. Det begränsar möjligheten att alltför snabbt höja Fedräntan från dagens 0,50-0,75 procent.

Slutsats om nivå och förändringar i neutrala räntan får effekter på **tolkningen av penningpolitiska handlingsregler** (inkl den s k Taylor-regeln). Mycket talar för att dessa regler överdriver behovet av monetär åtstramning då både ingående parametrar och nya omständigheter är svårtolkade.

4. SOMA-portföljen avvecklas långsamt

Uppbyggnaden av SOMA-portföljen med 3 500 miljarder dollar från 2008 till 2014 blev både **substitut och komplement** till den konventionella penningpolitiken. USA hade 2010 ett negativt produktionsgap på 4-5 procent av BNP som med traditionella enkla penningpolitiska handlingsregler visade ett **behov av en ränta på minst -3 procent**. På nollrestriktionen blev värdepappersköpen substitut för sänkningar. Men syftet med SOMA var även att förstärka budskapet om låga räntor länge, öka monetära basen, förbättra marknadens funktionssätt, underlätta en kreditexpansion och inte minst lyfta tillgångspriser. Flertalet av dessa motiv har mindre relevans nu och motiverar viss minskning av SOMA-portföljen.

Normaliseringsprincip & avvecklingsplan

Feds beslutade strategi anger att FOMC ska minska storleken på den penningpolitiska portföljen **"efter att höjningar inlets av styrräntan"**. Minskningen ska ske främst genom att Fed **avstår från att återinvestera förfallande värdepapper**. Strategin anger således att det inte är aktuellt att aktivt sälja värdepapper i marknaden. Knappt 60 procent av SOMA-portföljen utgörs av statspapper.

Fed har börjat släppa testballonger om möjlig minskning av SOMA-portföljen. **Vår slutsats är att det sker tidigast 2018 genom att en mindre andel av förfallande statspapper inte återinvesteras**. Nuvarande och tidigare Fedordförande antyder dock att det är för tidigt att ta beslutet. **Motiven är:**
 ■ Portföljens **automatiska löptidsförkortning** innebär en för 2017 långräntepress uppåt på, allt annat lika, 15 punkter som enligt Fed är ekvivalent med två höjningar à 25 punkter. Därmed blir åtstramningen för kraftig om även styrräntan, enligt Feds huvudscenario, ska höjas tre gånger under 2017.
 ■ SOMA är i ett tioårigt perspektiv **inte överdrivet stor** mot bakgrund av ekonomins utveckling – Fed kan således **växa i portföljkostymen** utan att göra något.

Det finns **inga tekniska eller marknadsmässiga hinder** för att fortsätta rulla SOMA-portföljen framåt. Kritik kan dock finnas mot att centralbanker, och Fed, medverkar till sedelpressfinansiering av offentlig skuld. Men att genomföra åtstramning via SOMA-förfall kan också vara en fördel för att undvika dollarförstärkning (som kan bli större med räntehöjningar). Vi räknar med att SOMA-debatten fortsätter under 2017 och att **Fed under 2018 låter en mindre del gå till förfall**.

5. Långräntepress uppåt från utbudskrafter

Mycket talar för att snabbt genomförda skattesänkningar utan motsvarande finansiering leder till sämre offentliga finanser i närtid trots att republikanerna normalt sett är notoriska budgethökar. Det finns skäl att **inte överdriva risken** att ökat utbud av amerikanska statsobligationer ska ge stora räntelyft:

■ **Fed** äger statspapper för ca 200 miljarder dollar som förfaller 2017. De väntas bli återinvesterade. Blott en mindre del av förfallet 2018 (426 miljarder) väntas påverka marknaden.

■ **Kina** kan sälja bl a amerikanska statspapper på fortsatta kapitalutflöden. Dessa försäljningar uppskattas till maximalt **200 miljarder dollar** för 2017.

■ **Trumps politik** kan också innebära stora besparingar.

■ Det borde finnas en **efterfrågan på statspapper från globala placerare**, t ex i Japan och Europa, på a Bank of Japans och ECB:s penningpolitik och fortsatt jakt på ränteavkastning.

■ **Amerikanska företags ackumulerade vinster** i utlandet, vilka uppskattas till 2 500 miljarder dollar, kan eventuellt behöva återinvesteras i amerikanska räntetillgångar om de med Trumps morot och piska återvänder till USA.

6. Omvärlden påverkar via tillväxt & dollar

Enligt USA-kongressens mandat ska Fed verka för **"full sysselsättning, stabila priser och rimliga långräntenivåer i USA"**. De senaste åren antyder Feds agerande en tyngdpunktsförskjutning där **omvärlden kommit att spela en viktigare roll vid utformningen av penningpolitiken**.

För USA är utrikeshandeln blott 15 procent av ekonomin. Det innebär att USA i många stycken är en sluten ekonomi. Det finansiella beroendet är större. Tillväxtekonomierna, som i dag utgör ca 60 procent av världsekonomin, påverkas både direkt och indirekt av USA:s politik via olika kanaler: **finansiellt** via hög skuldsättning i dollar, **global handel, råvarupriser, säkerhetspolitiska förändringar**. Frågan är hur stor vikt Fed också framöver lägger vid sådana effekter som kan bli konsekvensen av USA-politiken. **Signaler från Trump kan leda till att Fed blir mindre lyhörd för negativa effekter på omvärlden**.

7. Ökat politiskt tryck på Fed

Trump har uttryckt tydlig kritik mot Feds okonventionella penningpolitik, att han kan tänka sig en mer **modellstyrd politik** à la Taylorregeln och att Fedordförandens mandat kan avslutas när det löper ut om ett år. Finansminister Mnuchin har intagit en mjukare hållning. Att centralbanker möter kritik är inte konstigt. En del menar att effekterna av politiken är magra när det gäller bl a tillväxt, jobb och inflation. Därtill har politiken medverkat till högre tillgångspriser och ökad ekonomisk ojämlikhet.

Fed har tre vakanser i sin högsta sjuannastyrelse. Vi tror inte att vice ordförande Fischer vill förlänga sitt mandat när det går ut i juni 2018. Trump har således goda förutsättningar att få in sitt folk utan att skapa Fedturbulens. Vita husets oförutsägbarhet gör att sannolikheten är hög för att Trump försöker påverka även Fed och penningpolitiken. Om så blir fallet återstår att se men risken ökar för **högre räntor/starkare dollar**.

Robert Bergqvist, 070-445 1404

robert.bergqvist@seb.se, Twitter: @BergqvistRobert