

Central Bank Watch Sweden

Alexanderhugg

Nordea Research, 22 oktober 2014

Vi räknar med att Riksbanken sänker reporäntan med 20 punkter till 0,05 procent vid nästa veckas penningpolitiska möte. Inflationsprognosen och räntebanan lär revideras ned markant.

Riksbanken lär också vilja visa att man är beredd att vidta andra åtgärder (obligationsköp och valutakursintervenering) om så skulle krävas. Diskussion och analys kring sådana åtgärder kan komma att bli ett viktigt inslag i nästa veckas penningpolitiska rapport.

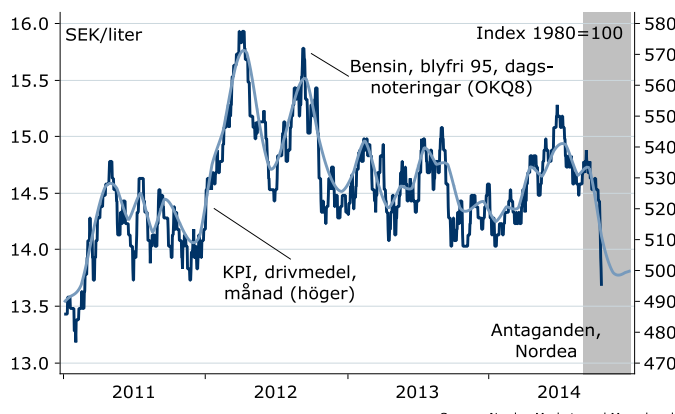
Tittar vi längre fram bedömer vi varken att reporäntan sänks under noll eller att okonventionella åtgärder sätts. Den svenska ekonomin fungerar bra med väl fungerande kreditkanaler och bostadsmarknaden blir allt hetare. Om okonventionella åtgärder ändå skulle bli aktuella framstår ett golv för kronans växelkurs mot euron som den mest troliga åtgärden.

Överraskande låg inflation, igen...

Inflationen fortsätter att gäcka Riksbanken. I september var KPIF-inflationen så låg som 0,3 procent, dvs. hela 0,4 procentenheter lägre än Riksbankens prognos. Riksbanken har varit tydlig med att toleransen för låga inflationsutfall är liten, vilket starkt talar för att Riksbanken sänker såväl räntan som räntebanan nästa vecka.

ECB:s räntesänkning och annonsering av ytterligare åtgärder, två dagar efter Riksbankens penningpolitiska möte i september, talar även det för en lättare penningpolitik från Riksbankens sida. Dessutom har flera orosmoln tornat upp sig över den internationella ekonomin, vilket understryks av nedgången på aktiemarknaderna. Det kraftigt fallande oljepriset lär också bidra till en nedjustering av Riksbankens inflationsprognos. Om drivmedelspriserna ligger kvar på dagens nivå bidrar det till att sänka KPI med så mycket som 0,25 procentenheter, vilket Riksbanken inte hade i sin prognos i september. Ett alexanderhugg på inflationsprognosen är således att vänta.

Lägre oljepris sänker KPI



Torbjörn Isaksson

+46 8 614 8859

torbjorn.isaksson@nordea.com

Twitter: @TorbjornIsaksson

Andreas Wallström

+46 8 534 910 88

andreas.wallstrom@nordea.com

Twitter: @andreaswjönsson

Alltför låg inflation...

... tillsammans med mjuk ECB och försämrade konjunkturutsikter...

... talar för lägre ränta och räntebana

Riksbanken sänker därför med största sannolikhet reporäntan nästa vecka. Vår bedömning är att reporäntan sänks med 20 punkter till 0,05 procent, dvs. till samma nivå som ECB:s refinansränta. Både en större och mindre räntesänkning är möjlig.

Dessutom räknar vi med en markant nedjustering av räntebanan. För det första lär räntebanan signalera en sannolikhet för ytterligare en räntesänkning på kort sikt. Det kan inte uteslutas att räntebanan till och med ligger något under noll i närtid.

Räntebanan blir ett allt viktigare verktyg då reporäntan närmar sig noll. I septemberrapporten var slutpunkten 2,25 procent, vilket är högt i förhållande till marknadens prissättning och andra centralbankers signalering. Vår bedömning är att slutpunkten hamnar på omkring 1,5 procent.

*Räkna med mer verbal
intervenering!*

Flera direktionsledamöter har under en tid betonat att man inte kommer att rösta för en räntehöjning förrän KPIF-inflationen har etablerat sig på en viss nivå. Det lär bli mer av den typen av verbal intervensering vid oktobermötet. Vi blir heller inte förvånade om det också framhålls att de är beredda att skjuta över inflationsmålet. Sådan retorik syftar till att höja inflationsförväntningarna och på så sätt sänka realräntan.

Riksbankens verktygslåda när reporäntan är noll

*Vad gör Riksbanken efter
oktober?*

Den kraftiga nedjusteringen av inflationsprognosen lär göra att Riksbanken vill visa att man kan och är beredd att vidta ytterligare åtgärder om så skulle krävas. Diskussion om ytterligare åtgärder kommer sannolikt att vara ett viktigt inslag i nästa veckas penningpolitiska rapport. Exempelvis kan alternativa scenarier komma att handla om just detta, vilka kan få stor uppmärksamhet på marknaderna.

Riksbanken lär ha flera olika okonventionella verktyg i byrålådan. I Riksbankens tidsskrift Penning- och valutapolitik nummer 2/2009 skrev Riksbanken om "Penningpolitik när räntan är noll". De åtgärder som analyserades i artikeln kan delas in i tre kategorier:

1. Påverka individens förväntningar om framtida inflation och räntor.
2. Påverka andra räntor än styrräntan och underlätta kreditgivning.
3. Använda växelkursen för att stimulera ekonomin.

*Kan ej utesluta reporänta
under noll*

Den första punkten är i stora drag vad som förväntas ske nästa vecka, dvs. att sänka reporäntan och sänka räntebanan samt att även på andra sätt signalera låga räntor länge. Här finns det dock utrymme att gå längre. Exempelvis kan en framtida sänkning av reporäntan till strax under noll inte uteslutas. En sådan åtgärd förefaller tekniskt möjlig och hanterbar på de finansiella marknaderna.

Riksbanken redo för kvantitativa lättnader

Redo för QE...

Den andra punkten avser i huvudsak vad som brukar benämnas kvantitativa lättnader då en centralbank oftast via köp av statspapper, bostadsobligationer och företagsobligationer ökar sin balansräkning och därmed penningmängden i ekonomin. Denna typ av åtgärder ser vi som minst sannolik om extraordinära åtgärder skulle bli aktuella. Främsta orsaken är att Sveriges problem inte rör transmissionsmekanismen. Räntorna är mycket låga på alla typer av räntepapper och de kommer hushåll och företag till del.

...men ytterst osannolikt

Riksbanken ser som bekant också med stor oro på hushållens skulder och utvecklingen på bostadsmarknaden. Att Riksbanken i ett sådant läge skulle köpa bostadsobligationer och pressa ned boräntor förefaller därför ytterst osannolikt. Inte heller lär det finnas några starka skäl för Riksbanken att köpa statsobligationer då statsräntorna generellt är mycket låga och till och med extremt låga för vissa löptider. Den svenska marknaden för företagsobligationer är mycket liten, vilket utesluter interventioner från Riksbankens sida.

Det finns också vissa legala frågetecken om kvantitativa lättnader då Sverige råder under EU:s lagar. Uppenbarligen finns luckor i ramverket men det är för den skull osäkert om Riksbanken verkligen skulle vilja utmana regelverket.

Återupprättad värdepappersportfölj gör att Riksbanken kan agera snabbt vid behov

Riksbanken har dock förberett en kanal för kvantitativa lättnader. I maj 2012 återupprättades en värdepappersportfölj i svenska kronor som i huvudsak består av statsobligationer på mellan 2 och 10 års löptid. Den ska användas för att "...främja den finansiella stabiliteten eller bidra till att penningpolitiken får avsedd effekt". Portföljen förefaller i huvudsak syfta till att användas då marknaderna är utsatt för störningar men verkar också vara en förberedelse för tillgångsköp. I Riksbankens översyn av de penningpolitiska styrsystemen från i mars i år diskuteras portföljen. I översynen framhålls att under krisåren 2007-2010 "...har vi sett att de korta räntorna i en krissituation kan hamna nära noll. Om man i ett sådant läge vill stimulera ekonomin ytterligare är ett alternativ att direkt påverka de längre räntorna genom köp av obligationer på marknaden".

Växelkursintervenering närmast till hands

Golv på kronan mer sannolikt

Vi ser den tredje och sista kategorin, växelkursintervenering, som en mer trolig åtgärd än kvantitativa lättnader. Riksbankens huvudbry är isolerad till den låga inflationen och trovärdigheten för inflationsmålet. Växelkursen har betydelse för inflationen och en svag krona skulle också ge lindring åt den kämpande exportindustrin.

För varje dag som går ökar sannolikheten för att ECB sjsätter kvantitativa lättnader i större skala, vilket har potential att medföra en tydlig förstärkning av kronan mot euron även efter att Riksbanken har sänkt räntan till noll. Det skulle i sin tur ytterligare minska en redan för låg inflation.

För drygt 10 år sedan intervenerade Riksbanken på valutamarknaden med begränsad framgång. Då handlade det dock om att förhindra en försvagning, vilket är svårare då interventionen begränsas av storleken på valutarenserv. Nu skulle det snarare handla om att försvaga kronan, eller snarast att motverka en appreciering.

„... enkelt att försvara en valuta som håller på att förstärkas”

Lägre inflation eller betydligt starkare SEK krävs för extraordinära åtgärder

I Penning- och valutapolitik skriver Riksbanken att ”Till skillnad från att försvara en valuta som förväntas försvagas är det enkelt att försvara en valuta som håller på att förstärkas. För att göra detta, så köper centralbanken utländsk valuta. Eftersom centralbanken har obegränsad tillgång till den egna valutan, så kan centralbanken köpa utländsk valuta så länge trovärdighetsproblemen kvarstår”.

Sannolikt skulle euron vara i fokus vid en valutaintervenering. Vilken kurs som skulle fixeras är svårt att sia om. I första hand är troligen målet att undvika en förstärkning, varför en nivå nära dagsläget troligen skulle ligga nära till hands. Likaså är det svårt att säga hur länge interventionen skulle fortgå. Sannolikt skulle det handla om år snarare än månader.

En valutaintervenering är också vad som skett i Schweiz. Efter att francen tillfälligt stärkts till 1,05 mot euron satte centralbanken ett golv på 1,20. Sedan dess har francen handlat i spannet 1,20 och 1,25 mot euron.

Okonventionella åtgärder inget huvudscenario

Vi vill betona att vi bedömer att Riksbanken inte kommer att sjösätta okonventionella åtgärder i form av kvantitativa lättnader eller valutaintervenering. För att de ska bli aktuella måste inflationen under en längre period ligga kvar nära nollstrecket eller kronan stärkas markant.

Även om september-utfallet var en stor överraskning menar vi att den bästa bedömningen ändå är att inflationen stiger framöver, trots fallande oljepriser. Huvudorsaken är den kronförsvagning som skett under det senaste året.

Till skillnad från många andra länder med en styrränta nära noll lider den svenska ekonomin vare sig av svåra strukturella eller konjunkturella problem. Som nämndes tidigare fungerar också transmissionsmekanismerna väl. När det gäller konjunkturen är förvisso exporten dämpad medan den inhemska efterfrågan och arbetsmarknaden däremot utvecklats starkt.

Utfallen sedan septemberrapporten har stärkt bilden av en god inhemsk ekonomi. Noterbart är att BNP för andra kvartalet har justerats upp, och då framför allt hushållens konsumtion och investeringarna, och att sysselsättningen har utvecklats bättre än väntat.

Noterbart är att hushållens kredittillväxt har växlat upp och att bostadspri- serna stigit ytterligare på senare tid. Det återstår att se vilka effekter Bank- förenings nya riktlinjer om amorteringar får. Vi bedömer att det kan ha en viss dämpande effekt men att de knappast bryter uppgången av vare sig bo- stadspriser eller kredittillväxt. (Läs gärna ”[Mot oändligheten och vidare](#)”)

Räntesänkning och mycket mjuka signaler

Sammanfattningsvis talar allt för att Riksbanken sänker reporäntan vid nästa veckas penningpolitiska möte. Dessutom väntas ett alexanderhugg av såväl inflationsprognosen som av räntebanan. Därutöver kommer sannolikt verbal intervenering att ske för att trycka ned ränteförväntningarna och lyfta inflat- ionsförväntningarna.

Tittar vi längre fram bedömer vi varken att reporäntan sänks under noll eller att okonventionella åtgärder sjösätts. Den svenska ekonomin fungerar bra med väl fungerande kreditkanaler och där bostadsmarknaden dessutom blir allt hetare. Inflationsprognoserna har blivit vanskligare att göra men vi be- dömer att inflationen bör stiga något under det närmaste halvåret. Om okon- ventionella åtgärder ändå skulle bli aktuella framstår ett golv för kronans växelkurs mot euron som den mest troliga åtgärden.

Denna rapport grundar sig på information som är tillgänglig för allmänheten, och som vi anser vara tillförlitlig. Innehållet tillhandahålls i denna form utan någon uttrycklig eller underförstådd garanti från Nordea Bank AB (publ), från företag inom Nordeakoncernen eller från anställda i banken eller koncernen. Banken, koncernen och deras anställda avsäger sig härmed även allt ansvar för direkt eller indirekt förlust, skada eller kostnader som uppstår som ett resultat av använd av informationen i denna rapport, oavsett om den som tillhandahåller tjänsten, eller dess representant, är medveten om någon felaktighet eller bristfällighet i tjänsten eller ej. Informationen i denna rapport utgör under inga omständigheter något som helst köp- eller säljerbjudande, någon begäran eller rekommendation. Denna begränsning är tillämplig i alla jurisdiktioner, inklusive sådana där ett dylikt erbjudande, eller dylik begäran eller rekommendation skulle vara olaglig, utan att tillämplig registrering skett eller att vissa villkor, tillämpliga i sådan jurisdiktion, uppfylls.

Nordea Bank AB (publ) äger upphovsrätten till denna rapport samt alla rättigheter i alla länder. Det är förbjudet att återge, publicera, överföra eller distribuera innehållet eller del av innehållet i denna rapport utan skriftligt medgivande från Nordea Bank AB (publ).