

Fredag 14 juli 2023

Penningpolitiskt halvårsbokslut för Thedéen – revolution

Strindbergs "Hemsöborna" inleds med orden: "han kom som ett yrväder en aprilafton och hade ett höganäskrus i en svängrem om halsen." Det är en hyfsat träffande beskrivning av nye riksbankschefen Erik Thedéen när vi gör ett penningpolitiskt halvårsbokslut. "Fazit" så här långt är att KPIF-inflationen ligger 4,4 procentenheter över 2-procentsmålet och kronan har tappat 3 procent mot euron sedan årsskiftet. Men ingen vänder ett inflationsproblem på en femöring. Inte heller finns det en mirakelmedicin mot en svag krona.

Med Thedéen vid rodret ser vi konturerna av en riksbanksrevolution i en omvärldsmiljö som inte kan köra efter backspegeln för att forma en penningpolitik för framtiden. Policyutmaningarna är extraordinära för både Riksbank och andra centralbanker när stora inflationsproblem uppträder parallellt med växande utmaningar för finansiell stabilitet. Thedéens riksbanksrevolution tas överlag emot positivt – kronstrategin undantagen – men hans penningpolitiska testamente kan skrivas först om ett par år.



Robert Bergqvist

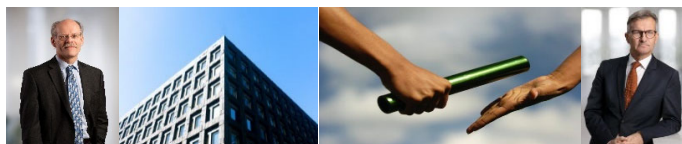
Senior Economist

Phone: 070-445 14 04

E-mail: robert.bergqvist@seb.se

Twitter: @BergqvistRobert

Intrycket är att Erik Thedéen gjort en rivstart som ny riksbankschef efter att Stefan Ingves lämnat jobbet vid årsskiftet. Thedéens ledstjärnor under det första dryga halvåret tycks ha varit transparens, öppenhet och tydlighet, ibland nästan på gränsen till lite för mycket. Det är ändå en ganska logisk kommunikationsstrategi för att snabbt ge svenskarna ett nytt viktigt riksbanksansikte.

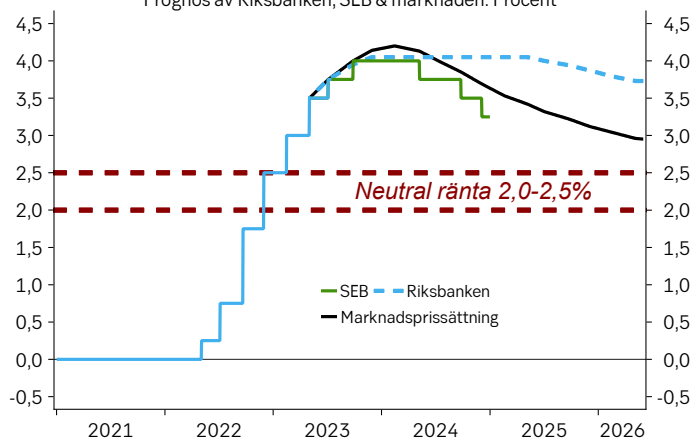


Våra förväntningar på Thedéen var att Sverige skulle få en kommunikativ räntehök med ett stort "öra mot marknadsrälsen" och som inte var en speciellt stor anhängare av en okonventionell penningpolitik, d v s omfattande tillgångsköp och negativa styrräntor. Förväntningarna har infriats. Utifrån beslut och uttalanden noterar vi Thedéens "kritik" och invändningar mot:

- ① oförsiktig användning av **okonventionell penningpolitik** som också inverkar negativt på finansmarknadernas funktionssätt;
- ② att ha **för snäva perspektiv** och inte beakta möjliga risker för finansiella obalanser vid utformningen av inflationsmålpolitiken;
- ③ att **isolera penningpolitiken** i förhållande till finanspolitiken;
- ④ att invägga allmänheten i falsk trygghet genom att binda sig hårt vid masten och göra **fleråriga styrränteprognoiser**;
- ⑤ **"elefantargumentet"**, d v s att manöverutrymmet i förhållande till ECB:s beslut är begränsat – Ingves upprepade vid flera tillfällen att vi/Riksbanken är "granne med elefanten" (d v s ECB);
- ⑥ att Riksbanken drivit införandet av en **e-krona** alltför hårt, ett beslut som i praktiken ligger i riksdagens bord (och kanske ECB).

Detta är ett spårbyte jämfört med Stefan Ingves syn på sakers tillstånd vilket kan liknas vid en "revolution". Likväl återspeglar Thedéens tankar i många stycken det som just nu är heta trender för de flesta centralbanker i en minst sagt omtumlande världen. Därför är det heller inte konstigt att den övriga direktionen tycks ansluta sig till den nye chefsens syn och slutsatser.

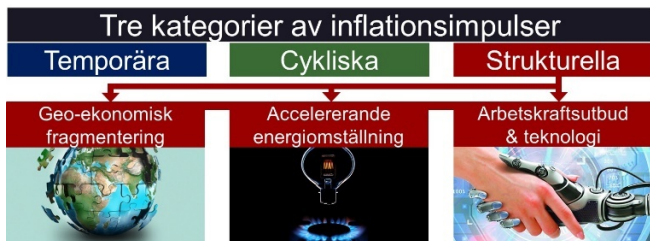
Riksbankens fleråriga styrränteprognoiser
Prognos av Riksbanken, SEB & marknaden. Procent



Dagens utmanande globala och svenska penningpolitiska miljö karaktäriseras av både hög inflation och hög skuldsättning i såväl privat som offentlig sektor. Högre räntor vars syfte är att sänka aktiviteten i ekonomin och därmed inflationen utgör även ett hot mot den finansiella stabiliteten och begränsar delvis penningpolitikens manöverutrymme. Och penningpolitiken har de senaste 15-20 åren, i en disinflationistisk miljö, kunnat bortse från regeringars finanspolitik. Krispolitiken under pandemin och energikrisen visar dock att så inte längre är fallet vilket ökar behovet av samsyn mellan politiker och centralbanker inte minst i synen på inflationen. Slutsatsen är att Riksbanken och andra centralbanker befinner sig i miljöer där gamla sanningar inte gäller och ekonomiska modeller och samband inte fungerar tillfredsställande.

Världen bevittnar ett dramatiskt systemkrisläge med klimatet, pandemi(er) och en helt ny global säkerhetsordning. Världen verkar delas upp i konkurrerande block med inåt- och alliansorienterad handels-, industri- och säkerhetspolitik. Därtill pågår strukturella förändringar i form av demografisk motvind, teknologirevolution (inklusive AI) och allvarliga frågetecken kring demokratiers

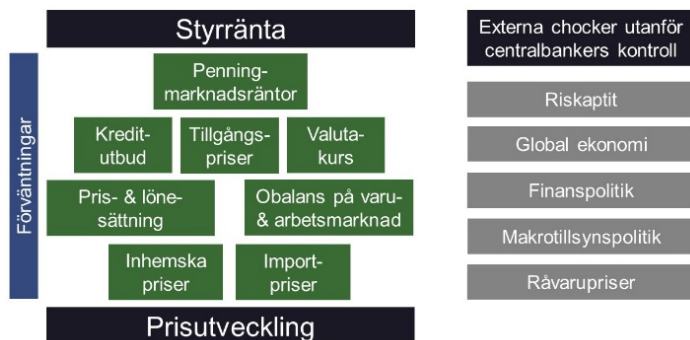
framtid. Politiska interventioner lär bli fler och förutsägbarheten sämre. Detta kommer att få konsekvenser för tillväxten, produktionen och inflationen och det finansiella systemet och därmed få direkt påverkan på centralbankernas politik.



Inflationsimpulserna är av olika karaktär och ändras över tiden: *temporära*, *cykliska* och *strukturella*. Det avgör bl a om det är penning- eller finanspolitik – eller båda – som är bästa lösningen på inflationsproblemet. Historien visar att centralbanker bör, om inflationsförväntningarna är väl förankrade kring målet, bortse från temporära prischocker. Sett i backspegeln verkar detta ha varit ett stort misstag p g a att global ekonomi hamnade i kraftig efterfråge- och utbudsobalans efter att en "giftig cocktail" blandats av överdrivet stor stödpolitik och ett flertal produktionsstörningar. Nu är centralbankernas strategi – även Riksbankens – att åstadkomma en "lagom" djup/lång lågkonjunktur som inte långsiktigt skadar ekonomins förutsättningar att återhämta sig snabbt.

Slutmålet för centralbankerna, att återupprätta prisstabilitet, kan också visa sig vara utmanande. Bank for International Settlements liknar inflationen vid vatten; egenskaper och beteenden förändras – fruset, flytande och gas – när temperaturen förändras. Inflationsegenskaper och beteende skulle således ändras, inte minst i höginflationsmiljön vi befinner oss i just nu. Hög inflation under längre tid gör att inflationen blir en mer framträdande faktor i hushålls och företags beslutsfattande, och övergår mellan regimer – från låg till hög inflation – blir självförstärkande. När inflationspsykologin sätter in är det svårt att komma undan.

Att förstå penningpolitikens transmissionsmekanism – när, var och hur politiken påverkar tillväxt och inflation – har nog aldrig varit viktigare. Frågor som ställs är t ex om de senaste chockerna och systemkriserna, den okonventionella penningpolitiken sedan globala finanskrisen 2008-2009 och pandemins extrema ekonomiska stödpolitik ändrat transmissionsmekanismen i det korta- och långa perspektivet.

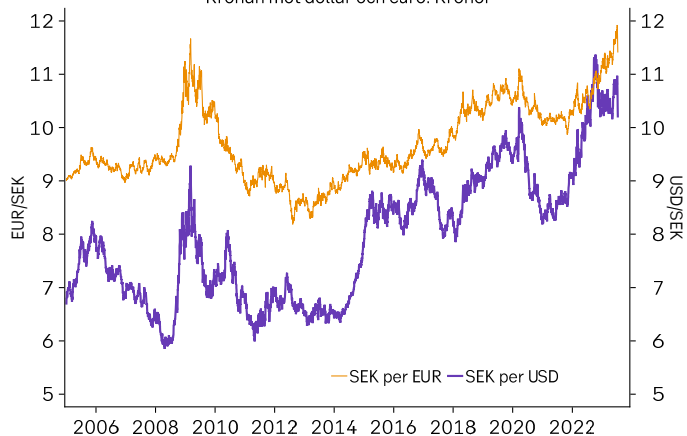


Svenska kronan har visat sig vara källa till stor huvudvärk och Thedéens försök att förstärka kronan har i praktiken misslyckats. Riksbankens kronfokus ökar risken för en "inmålåd-i-hörnet-politik". Argumenten för att aktivt sälja statspapper (idag 3,5 miljarder som utökas till 5 miljarder fr o m september) har av Riksbanken setts som en möjlighet att dels öka attraktionskraften för svenska tillgångar och som sammantaget kan bidra till en starkare krona, dels bidra till en penningpolitisk åtstramning.

Beslutet att överväga att valutasäkra drygt 100 miljarder av valutareserven på 410 (d v s köpa kronor mot utländsk valuta) och att annonsera detta i samband med räntebeskedet 29 juni –

gav inga effekter på kronan. Riksbanken menar att syftet inte är att åtgärden ska stärka kronan. Delvis har Riksbanken rätt. Men Riksbanken kommer att behöva begära kapitaltillskott från staten nästa år p g a den stora förlusten på 81 miljarder kronor för 2022 till följd av stigande räntor. En tydlig kronförstärkning skulle innebära nya förluster och behov av nya kapitaltillskott på tiotals miljarder. Det kan skapa politisk irritation i riksdagen.

Kronan har trendmässigt tappat i värde - rekyl senaste veckan
Kronan mot dollar och euro. Kronor



Riksbankens kronhantering från 2015 och framåt – då bl a Ingves hade eget mandat att med kort varsel genomföra valutainterventioner för att försvaga kronan och förhindra fallande inflation – fick mycket kritik. Riksbanken upprepade detta interventionshot vilket fick bl a undertecknad att kritisera banken i riksdagens finansutskott senvåren 2019 i samband med utvärderingen av penningpolitiken 2016-2018. Utländska portföljförvaltare – inklusive andra centralbanker – sålde svenska räntepapper. Det försvagade kronan. Detta är en bland flera förklaringar till att kronan långsiktigt har tappat i värde. För övrigt är – som vi ser det – förklaringarna till kronans svaghet flera (se nedan) vilka varken regering eller Riksbank kan göra något åt.

Kronans svaghet drivs av flera faktorer som påverkat utvecklingen – från tid till annan – de senaste tio åren och som varken Riksbank eller regering kan göra något åt. Kronans rekyl i mitten av juli, p g a lägre USA-inflation och svagare dollar, bekräftar detta. Thedéens ambitioner att försöka stärka kronan är förstäneliga men riskerar att bakbinda penningpolitiken. Vi noterar att följande negativa drivkrafter är mer uthållig karaktär vilka Riksbanken har svårt att påverka:

- ① **Dollarns 10-åriga förstärkningstrend** mot ett flertal valutor;
- ② Trendföljande utländska **modellfonder** som utlöser säljsignaler när kronan tappar i värde – ju längre trend desto starkare signal;
- ③ Riksbankens **okonventionella penningpolitik** från 2015 inklusive förre riksbankschefens valutamandat att kunna sälja kronor i marknaden (och ständigt upprepa hot om valutainterventioner);
- ④ **Extra riskpremier** p g a rådande utmaningar i fastighetssektorn och förhöjd geopolitisk oro som hämmar mindre cykliska valutor som kronan och gynnar defensiva valutor som dollar och yen;
- ⑤ Strukturellt nettoutflöde via **pensionsbolag** p g a brist på investeringsmöjligheter i svensk t ex digital/fysisk infrastruktur (något som svensk pensionsindustri gett publikt uttryck för.
- ⑥ Svenska **multinationella företag** som väljer att återinvestera intjänat kapital i utländska verksamheter, bl a på grund av förändringar i globala värdekedjor (fragmentering).

Thedéen verkar tona ned sitt kronfokus vilket är bra även om kronan självklart spelar roll för inflationens utveckling. Kanske har vi sett botten för kronan. Med lite tur kan Erik Thedéen lägga kronfrågan på sitt rätta ställe – d v s på hyllan.