



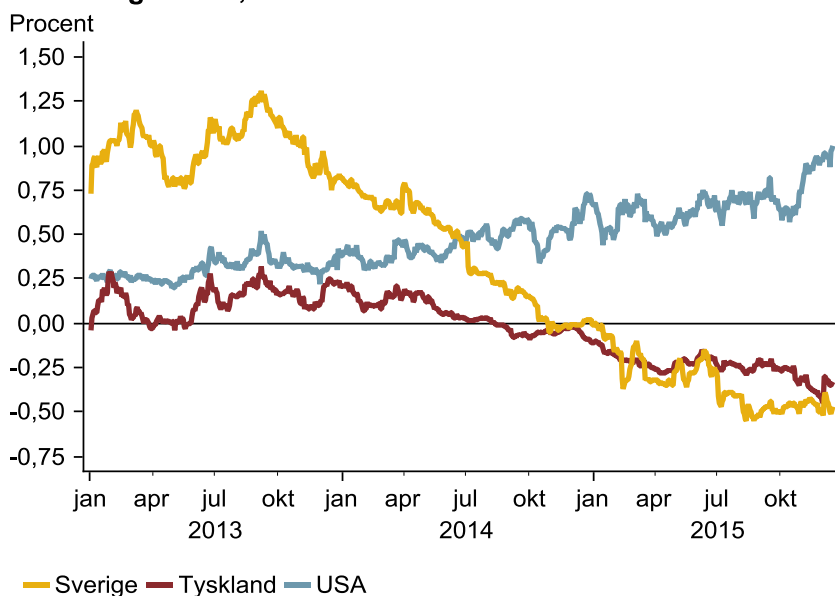
## RÄNTEBOTTEN NÅDD

Centralbanken i USA höjde räntan med 0,25 procentenheter. Det är första höjningen sedan juni 2006. Därmed har USA lämnat nollräntepolitiken bakom sig. Det blev små reaktioner på marknaden, eftersom banken kommunicerat sina intentioner väl i förväg, så ingen bör ha blivit förvånad. 2015 går därmed till historien som ett år då centralbankerna i världen gick åt olika håll. Blickar vi framåt fortsätter tudelningen mellan å ena sidan USA och å andra sidan EMU. Men både Fed och ECB kan bli hjälpta av varandra, vilket betyder att Fed kan gå försiktigt fram med räntehöjningar samtidigt som ECB inte behöver bli lika expansiva i sin penningpolitik. I Sverige lämnade Riksbanken reporäntan oförändrad på -0,35 procent och sannolikheten för att räntebotten även i Sverige är nådd har ökat.

Den amerikanska centralbanken höjde till slut styrräntan. Det var en väl förberedd räntehöjning. Under ett års tid, allt sedan banken upphörde med QE-programmet, d.v.s. slutade att köpa obligationer, har banken förberett marknaden på en första räntehöjning. I början av året var förväntningarna att en sådan skulle ha kommit redan under det första halvåret eller åtminstone i början av september, men sedan tillkom finansiell oro, fortsatt oljeprisnedgång och en ökad osäkerhet kring Kinas avmattning, vilket fick banken att skjuta på räntehöjningen tills nu. Men finansmarknaden har tagit höjd för stigande räntor. Det syns inte minst i den starka dollarn som drivits av skillnader i räntor. USA har lett både konjunktur- och räntecykeln.

I grafen nedan åskådliggörs marknadens reaktioner på skillnaderna i centralbankernas agerande under de senaste åren. I USA har tvåårsräntan successivt stigit medan det motsatta har gällt för Sverige och Tyskland. Både Riksbanken och ECB har under året fortsatt att sänka styrräntan och köpt obligationer, vilket har fått räntorna att gå ner.

### Statsobligationer, 2 år

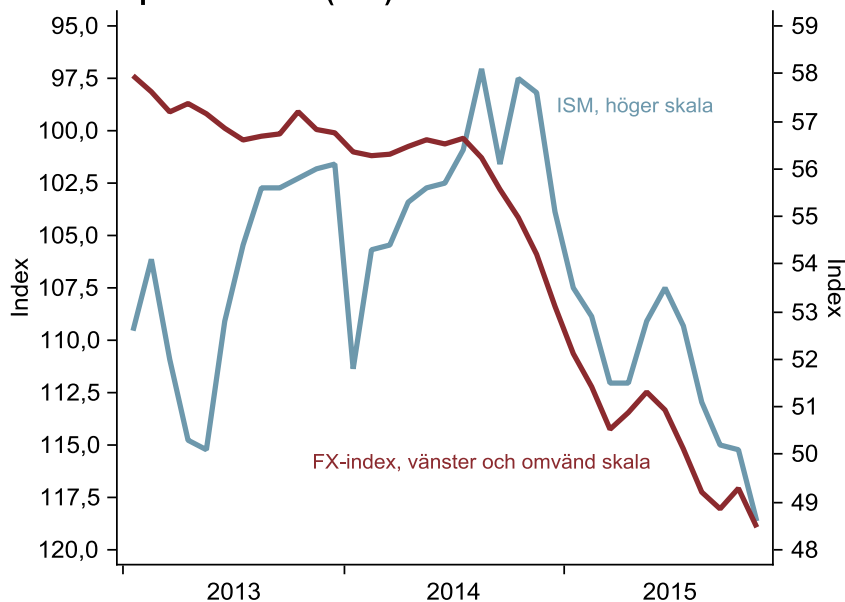


## STARK DOLLAR HÅLLER TILLBAKA RÄNTEUPPGÅNG

Centralbanken i USA har inlett räntehöjningsfasen men vi ska inte räkna med att uppgången blir lika brant som i tidigare räntehöjningsfaser. Det har nämligen banken även själva varit tydliga med i sin kommunikation. Men samtidigt ser ledamöterna i Federal Reserve framför sig en räntehöjning à 0,25 procentenheter per kvartal under nästa år. Det skulle innebära en ränta på ungefär 1,5 procent om ett år. Det är betydligt högre än vad marknaden räknar med. Allt annat lika borde en sådan prognos få räntorna att stiga men samtidigt är banken som sagt noga med att i sin retorik betona att räntehöjningarna kommer att ske i små, försiktiga steg. Och ser vi till den sammanfattande bilden av de olika ledamöternas prognoser ligger styrräntan i slutet av 2016 i intervallet 0,9 till 1,4 procent om man rensar för de tre lägsta och de tre högsta värdena (totalt är det 17 ledamöter). Det är en nedjustering av prognosen från 1,1 till 2,1 procent i föregående prognos i september. Det är sannolikt också skälet till varför räntemarknadsreaktionerna på Feds beslut uteblev. Snarare kan beskedet ses som positivt då ekonomin är robust samtidigt som ränteuppgången väntas vara dämpad.

Dollarförstärkningen som skett på grund av USA:s relativa styrka, pressar samtidigt den konkurrensutsatta ekonomin. Den medför på så sätt en åtstramning. Samtidigt har köpkraften hos amerikanska hushåll och företag stärkts i takt med dollarförstärkningen, vilket i sig inte är negativt, men det dämpar inflationen då importerade varor och tjänster har blivit billigare. Detta är något som sannolikt kommer att bestå även när vi blickar framåt. Det är även en viktig anledning till varför Fed kan gå försiktigt fram med räntehöjningar. En stark dollar gör delvis Feds jobb. Att ytterligare vilja stärka dollarn genom kraftfulla räntehöjningar är sannolikt inte i Feds intresse. Därför kommer dollarn vara en minst lika viktig indikator för Fed under 2016 som oljepriser, inflationsförväntningar och arbetsmarknadsdata. I diagrammet nedan visas inköpschefsindex för tillverkningsindustrin och ett handelsvägt dollarindex, där en högre siffra betyder en starkare dollar och vice versa.

USA: Inköpschefsindex (ISM) och dollarn



Källa: SEK/Macrobond

Många tillväxtländer drabbas också hårt av en stark dollar då de ofta har skulder i dollar. De kläms från två håll, dels stiger räntekostnaderna när både den nominella räntan stiger och dollarn stärks, samtidigt ökar skuldens värde den lokala valutan när dollarn stärks. Sannolikt är det inte i Feds intresse att riskera skuldnedskrivningar eller på annat sätt orsaka finansiella kriser.

Och för att inte dollarn ska stärkas kraftfullt är det svårt att höja räntan för mycket när andra centralbanker gör tvärtom. Mot bakgrund av den betydligt svagare ekonomin i euroområdet är det önskvärt med en svagare euro, varför också den expansiva räntepolitiken kommer att fortsätta. I en sådan miljö kommer dollarn, även vid oförändrad penningpolitik, att stärkas. Andra centralbanker, så som ECB, gör lite av Feds jobb kan man förenklat säga. På samma sätt gör Fed lite av ECB:s jobb. USA-ekonomin har gått relativt starkare än EMU med stigande räntor i USA som följd, vilket i sin tur har lett till en starkare dollar vis à vis euron (och andra valutor). Det i sin tur betyder att även ECB kan gå försiktigare fram med mer av expansiva åtgärder.

Slutsatsen är att 2016 blir ett år när centralbanker sneglar på varandra och där valutakurser står i stort fokus.

## RIKSBANKEN GÖR KLOKT I ATT AVVAKTA

Den svenska tillväxten är stark. BNP-tillväxten det tredje kvartalet var 3,9 procent och arbetslösheten har fortsatt att gå ner och ligger idag på 6,8 procent säsongjusterat. Och fler och fler indikatorer tyder på att både inflations- och räntebotten nu är nådd. Riksbanken lämnade reporäntan oförändrad på -0,35 procent, vilket var väntat. Banken fortsätter dock att hålla dörren öppen för fler räntesänkningar. Det är den fortsatt låga inflationen och risken för en starkare krona som gör Riksbanken försiktig i sina uttalanden. Men med en tillväxt på närmare 4 procent och med en stadigt förbättrad arbetsmarknad är det svårt att argumentera för en fortsatt expansiv penningpolitik. Inflationen är visserligen låg men botten är nådd. Risken är förstås att inflationen återigen faller tillbaka när väl baseffekter av tidigare energiprisnedgångar klingar av, framför allt om kronan stärks. Men det finns också faktorer som kan tala för motsatsen, framför allt mot bakgrund av den starka arbetsmarknaden och brist på arbetskraft för kvalificerade arbeten.

*Med önskan om en God Jul och ett Gott slut.*



---

### Marie Giertz

*Chefekonom*  
SEK, AB Svensk Exportkredit  
*marie.giertz@sek.se*  
+46 8 613 83 32

---

