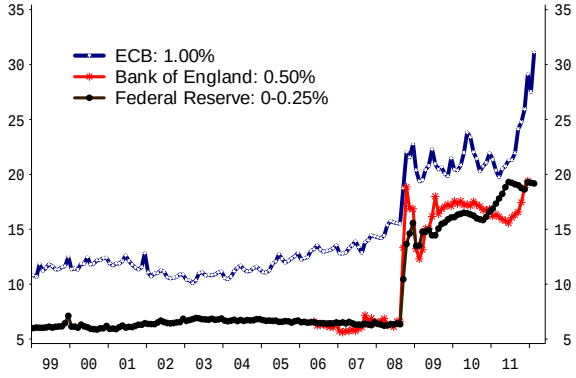
”Money makes the world go round...”

MÅNDAG
19 MARS 2012

Många har börjat känna en obehaglig **krypande oro** för svåröverblickbara och möjliga negativa effekter av **”sedelpressar”** som går för högtryck i t ex Europa, USA och Japan. Samtidigt krymper penningmängden i bl a Grekland. *Hur oroliga ska vi vara för utvecklingen?*

Centralbanker – balansräkning: Procent av BNP



Europeiska centralbanken ECB sjösatte nyligen ett nytt treårigt lån till bankerna. Inom loppet av två månader har därmed sammanlagt 1 000 miljarder euro lånats ut i utbyte mot säkerheter. Det kittlar onekligen i ekonomens mage när vi nu rör oss i för penningpolitiken okänd terräng.

På tio år har omslutningen av ECB:s balansräkning fyrdubblats; från 750 till över 3 000 miljarder euro. I princip saknas restriktioner för hur stor en centralbanks balansräkning kan bli. Men skulle den ha följt ECB:s fastlagda monetära mål så är den i dag **runt 160 procent för stor**.

Hur mycket pengar finns det i Eurozonen? Svaret är **9 750 miljarder euro** enligt gängse penningmängdsmått. 9 procent är fysiska sedlar & mynt. Av dessa ”pappers- & metallprodukter” finns 20-25 procent utanför euroområdet. Resterande penningmängd, 91 procent, är elektronisk, d v s utgörs av *i ordning och i datorer sparade elektroniska laddningar i givna sekvenser*. Med detta vetande är det tur att vi har tilltro till, och förtroende för, pengars värde och teknikens under och möjligheter.

Den officiella förklaringen till ECB:s ”balansräkningspolitik” är att det funnits ett behov att agera för att förbättra marknadens funktionssätt och därmed penningpolitikens verkningsgrad. Senhösten 2011 var eurosystemet snubblande nära en kreditkontraktion, en slags repris på hösten 2008. Krisen gick att avstyra genom obegränsade ECB-lån till mycket låg kostnad. Bankerna gynnades, men även stater som uppmuntrade sina banker att delta i treårslånet och därefter köpa landets statspapper.

En centralbank besitter olika tekniker om man vill förändra den egna balansräkningen och därmed ”spegelvänt” påverka den privata sektorns balansräkning. Och det man vill uppnå i den nu aktuella situationen är att **påverka både finansiella priser** (räntor, aktier, valutor) **och tillgången på utlåningsbara pengar** i banksystemet.

ECB:s balansräkning har vuxit med 130 procent sedan början av 2008. Under samma period har penningmängden (M3) – **pengarna som rör sig ute i samhället – vuxit med bara 12 procent.** Den långsamma tillväxten av pengar är, trots ECB, ett tecken på att pengarna har varit – och fortfarande är – trögflytande i systemet av olika skäl:

➲ **Utlåningsinstitut** är försiktiga i sin kreditgivning p g a ekonomisk osäkerhet, rädsla för att det finns svaga länkar i det europeiska banksystemet och förberedelser inför nya regler och höjda kapitalkrav.
➲ **Kreditefterfrågan** är låg p g a sämre ekonomiska utsikter samt tvekande utveckling på bostadsmarknaden.

Det som händer med ECB:s balansräkning är något **unikt och oprövat**. Därför är det inte konstigt att t ex Tyskland och Bundesbanks chef Jens Weidmann, ovanligt publikt, ventilerar oro för det som nu händer med ECB och eventuella följdverkningar samt behovet av planer för en exitstrategi. I det tyska budskapet ligger också att ”gränsen är nådd” för vad ECB vill göra. ECB har tagit sitt ansvar – härifrån och framåt ligger ansvaret hos de politiska systemen att lösa tillväxt- och konkurrenskraftsproblem.

Tillbaka till huvudfrågan: ***Hur oroliga ska vi vara för utvecklingen?*** Det finns fyra potentiella risker med centralbankernas agerande och deras expanderande balansräkningar:

❶ **Inflationseffekter?** En ökad mängd pengar i förhållande till antalet producerade varor kan ge varu- och tjän-

steinflation. Men så länge pengarna är ”trögflytande” och inflationsförväntningarna är stabila och centralbankerna trycker på stoppknappen vid lämpligt tillfälle är risken för monetär inflation liten. Det finns dock en risk för tillgångsprisinflation (se nästa punkt).

❷ **Snedvridna finansiella priser?** Centralbankernas kraftfulla agerande ger portföljförändringar hos den privata sektorn och förväntas skapa positiva effekter på räntepapper, valutor och aktier. Tillgångsprisinflation är inte inflation i vanlig bemärkelse men lägger indirekt grunden till starkare efterfrågan och högre varu- och tjänsteinflation.

❸ **Beroendeeffekter?** Alltför lättillgänglig centralbankslikviditet gör banksystemet osunt oberoende av interbankmarknaden, vilket kan leda till en sämre fungerande marknad. En uthållig period i denna miljö kan leda till att banksystemets affärsmodeller utvecklas i felaktig/destabiliserande riktning samtidigt som den fördröjer nödvändiga anpassningar av den privata sektorns balansräkningar och kan starta ny runda av skuldökning/risktagande.

❹ **Trovärdighet?** Ett alltför kraftfullt agerande kan tolkas som sedelpressfinansiering av statsskulder och reser frågor kring centralbankernas oberoende. En alltför stor fordran utan goda säkerheter som skydd mot förluster kan därtill också skapa osäkerhet. Risken ökar förstås för att trycket minskar mot de politiska systemen att leverera nödvändiga beslut om centralbankerna ”löser uppgiften”.

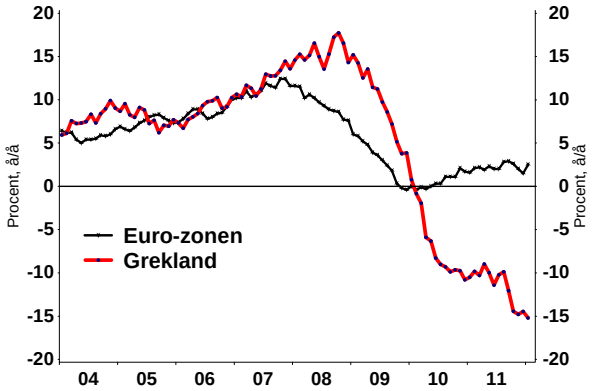
Vår övergripande slutsats är att vi inte ska vara överdrivet oroliga för att utvecklingen går åt fel håll men det behövs skärpt uppmärksamhet från olika håll och kanter: banker, myndigheter, hushåll, företag. Det är också viktigt att nu inte invaggas i tron att det vi nu ser är ett normaltillstånd; det är fortfarande en obalanserad krismiljö som behöver fortsatt stort stöd av krispolitik. Visst kan den unika politiken ligga kvar under tillräckligt lång tid för att nästan betraktas som permanent men det är likväl inget normaltillstånd.

Den eventuella inflationseffekten från den monetära stimulansen är starkt **beroende av hur finanspolitiken i olika länder hanteras framöver.** Även om det finns – och behövs – ökat utrymme för flexibel finanspolitisk saneringspolitik för att bl a hantera den höga arbetslösheten i många länder är det en balansgång. Om trovärdig saneringspolitik uteblir hamnar fokus på centralbankernas balansräkning och risken ökar för stigande inflationsförväntningar.

Till sist: Vi vill så gärna sätta en stor svart punkt för krisen i Grekland och euron. Men nu ska de politiska systemen – och inte bara i Grekland – visa att man mäktar med uppgiften att besluta och genomföra uthålligt den stålbadspolitik som inte har något alternativ.

Ett växande antal ekonomer hävdar att Grekland, trots uppgörelser, är på väg mot exit-euro. I dag finns knappt 2 procent av alla euro (fysiska och elektroniska) i Grekland. Av grekiska centralbanken utgivna ”grekiska euro”, d v s euro med någon form av grekisk igenkänningssymbol, uppgår till 20 miljarder euro. Men den grekiska elektroniska penningmängden krymper nu med 15 procent i årstakt. Samtidigt ökar den tyska penningmängden med 6 procent (genomsnittet för EMU+2,5 procent).

Penningmängdstillväxt (M3): EMU och Grekland



Talet om att Grekland inom ett år skulle lämna euron riskerar att skapa en ”run” mot landet; *varför hålla eurotillgångar i Grekland som riskerar att tappa 20-30 procent i värde om något händer (drachman återvänder)?* Ett sådant scenario innebär att kapitalkontroller och regleringar i så fall måste införas relativt snart. Men det riskerar samtidigt att öka oron för att samma sak kan komma att inträffa även i Portugal och Spanien.

Tack vare ECB:s lån finns nu nödvändiga brandväggar på plats som kan förhindra spridningsrisker inom och mellan finansiella och ekonomiska system. **Riskerna med ECB:s och andra centralbankers balansräkningspolitik är små men kräver stor uppmärksamhet.** Den enorma skuldrekonstruktion som nu har genomförts för Grekland innebär att en stor del av ”ryggsäcken” nu har lyfts av landet. Därmed förbättras skuldekvationen men utmaningarna är fortsatt stora. **Att den grekiska penningmängden fortsätter att krympa är ett allvarligt trovärdighetsproblem och inte uthålligt i längden.**

Robert Bergqvist, robert.bergqvist@seb.se, 070-445 1404