



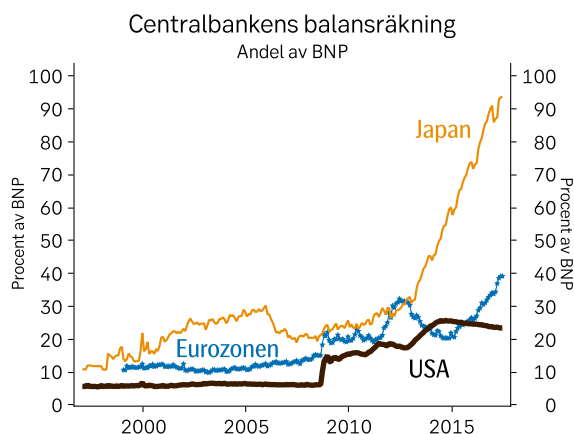
Fruktjuice till blåskålen men festen fortsätter

MÅNDAGEN
10 JULI 2017

Centralbanker försöker ta ut ny färdriktning för penningpolitiken. Vi ser därmed början på slutet för en extrempolitik, inte minst för Riksbanken. Finansmarknaden darrar inför ett nytt läge. Men effekterna är kraftigt överdrivna – världen badar i pengar och det fylls på med mer likviditet än da fram till slutet av 2018 trots Feds inbromsning. Att tala om penningpolitik i termer av åtstramning är naivt; vi ser istället en något mindre expansiv politik från extrema nivåer och en långsam anpassning till ett nytt normalläge.

Världen badar i pengar. Efter Lehmankollapsen 2008 har centralbankerna använt "sedelpressen" och skapat ett gigantiskt överskott¹ på pengar på **15 000 miljarder dollar**. Det motsvarar **20 procent av det globala börsvärdet**.

Det finns goda skäl att föra en **expansiv penningpolitik** men det blir allt svårare att argumentera för dess mer extrema form som minus- och nollräntor och stora värdepappersköp (= sedelpresspolitik). Det beror på att **riskbilden har förskjutits**: deflations- och recessionsrisken har minskat till ett minimum i flera ekonomier och globalt.



Penningpolitisk kursomläggning – ÄNTLIGEN!

På senare tid har bilden blivit allt tydligare för marknaden att flera centralbanker är på väg att lägga om den penningpolitiska kursen. Det är en bild som faktiskt började utkri-

¹ Vi har beräknat överskottet som skillnaden mellan den sammanlagda förändringen i globala centralbankers balansräkning genom bl a köp av värdepapper och de bankreserver som växande ekonomier behöver.

stalliseras redan under 2016 (se *Nordic Outlook*) men den har förstärkts 2017. Riksbanken, Norges Bank och ECB har valt att släppa sannolikheten för ny räntesänkning. Bank of England och Bank of Canada surrar om räntehöjningar.

Centralbanker, blåskålen & penningpolitik

Liknelsen mellan blåskål och expansiv penningpolitik går tillbaka till ett tal som Fedordförande **Martin** höll hösten 1955. Budskapet var att det är en centralbanks oftast otacksamma uppgift att lyfta bort blåskålen (stimulanspolitik) när festen pågår som bäst. Nuvarande Fedchefen för New York-distriktet, **Dudley**, utvecklade liknelsen i ett [tal](#) i mars 2017 där han beskrev dagens amerikanska penningpolitik som "vi har ännu inte tagit bort blåskålen – vi adderar bara lite mer fruktjuice".

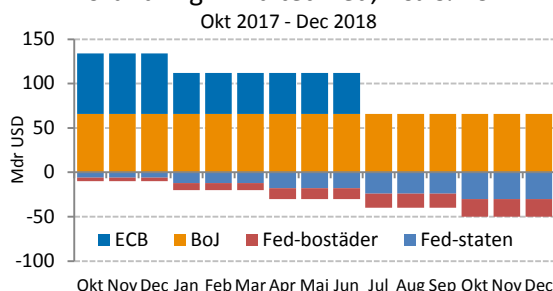
Kursomläggningen är **inte** – som många vill tro – **centralt orkestrerad**. Förklaringen är helt enkelt att riskbilden förskjutits för många ekonomier och världsekonomin samtidigt: i flera stora ekonomier råder i dag full sysselsättning. Tre centralbanker håller dock fortfarande igång sina sedelpressar. Dessa är förutom **Riksbanken** även **ECB** och **Bank of Japan**. Riksbanken stänger av sin sedelpress i december medan ECB och Bank of Japan fortsätter in i 2018.

Nervösa tillgångsmarknader darrar inför framtiden

Att centralbanker tillför mindre pengar (ECB) eller tömmer systemet på överskott (Fed) har fått börser att darra och långa räntor att stiga. Det finns dock **tre goda skäl att försöka ha en mer nykter syn på det som händer**:

① Om Fed minskar sitt obligationsinnehav med **10 miljarder dollar per månad** okt-nov enligt Feds modell motsvarar det 0,7 procent av total portfölj på 4 200 miljarder dollar och 0,2 procent av de senaste årens globala sedelpress. Under samma period tillskjuter Bank of Japan och ECB likviditet till världen motsvarande drygt 400 miljarder dollar. **Netto ökar således likviditeten globalt med hela 370 miljarder dollar** under sista kvartalet i år trots att Fed påbörjar sin bantning av balansräkningen i oktober.

Förändring likviditet: Fed, BoJ & ECB

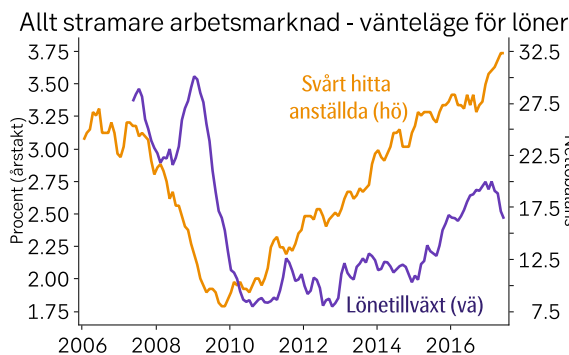


② Det marknaden istället bör ha fokus på är dels hur penningpolitiken **förändrar finansiella förhållanden**, d v s sammanvägd effekt på räntor, valutakurs, börser och kreditspreadar, dels hur **realekonomin reagerar** och stärks. Trots Feds fyra räntehöjningar och signaler om att Fed under hösten ska minska sin penningpolitiska portfölj är **facit så här långt tvärtemot Feds policyavsikter**: svagare dollar, högre börskurser, låga långräntor och nedpressade kreditspreadar. Det ger i praktiken Fed kraft att fortsätta normaliseringspolitiken och därmed skapa utrymme för att t ex kunna sänka räntor vid nästa lågkonjunktur.

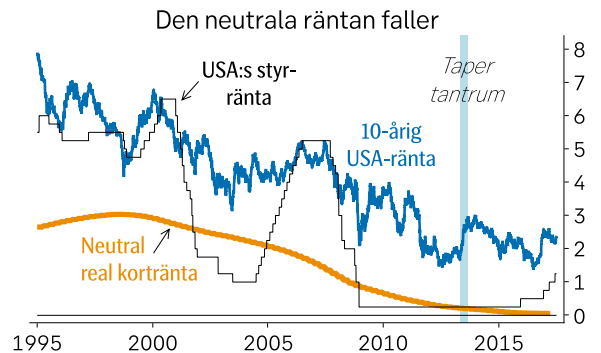
③ Även om det är **mycket lång tid kvar** innan en faktisk **nettokrympning** av globala centralbankers balansräkning äger rum behöver inte mängden pengar i systemet minska. Om centralbanker minskar mängden sk bankreserver så minskar även den sk monetära basen. Men banksystemet kan kompensera detta genom att öka in- och utlåning via multiplikatoreffekt. Det reducerar likviditetsminskningen.

Komplex policymiljö förvirrar centralbanker

Ett ökande antal arbetsmarknader runt om i världen antyder **nära eller full sysselsättning**. Ändå visar lönetrycket få tecken på acceleration. Även utsikterna för råvaru- och energipriser visar få tecken på prisuppgångar men det är positivt utifrån ett inflationsperspektiv att ett ökande antal företag ser större möjligheter att kunna höja priser.



spar- och investeringsmönster pressar ned det neutrala priset på pengar/räntan. Det modifierar och reducerar i sin tur penningpolitikens faktiska expansivitet (se diagram nedan) och fungerar som släpankare i normaliseringsstegen.



Glöm inte: En värld i starkt beroendeförhållande

Penningpolitiken i flera länder har de senaste åren varit ett **stort experiment på väg mot noll- och minusräntor** och svällande balansräkningar. Och politiken **förblir ett experiment även på väg ut** ur den okonventionella politiken. Enligt Internationella valutafonden IMF finns anledning till konjunkturoptimism; den pågående globala återhämtningen är nu ca ett år gammal. Vårt att ha i minnet är dock att det är **först då penningpolitiken nått ett mer normalt läge och konjunkturen fortfarande är självgående** som vi kan sätta en definitiv punkt för den globala recessionen efter 2008 och dess svåra efterverkningar.

Nyansera Milton Friedmans tankar

Centralbanker gillar att vara monetarister. De har anammat den kände ekonomen Milton Friedmans tes "att inflation alltid och överallt är ett monetärt fenomen". Det förklarar delvis varför sedelpressarna har gått glödheta de senaste åren. Men allt fler ekonomer, och centralbanksföreträdare, tycks nu vara beredda att om inte avfärda så åtminstone nyansera tanken på att penningexpansion ger inflation.

Trots alla utmaningar som redovisats ovan förblir huvudscenariot att **världens centralbanker fortsätter i höst med att bromsa och reversera sin extrempolitik**. Som vid alla vändpunkter finns risk för ökad osäkerhet och volatilitet. Men det gäller att hålla huvudet kallt och se skogen för alla träden: global penningpolitik förblir kraftigt expansiv under lång tid framöver. Med andra ord: festen fortsätter och bålskålen står framme fylld med 15 000 miljarder dollar men nu tillförs små skvättar fruktjuice. Det ska förhoppningsvis minska risken för baksmälla. **Det går inte att anklaga penningpolitiken för sämre tillväxt eller fallande börskurser framöver. Om detta inträffar får vi i så fall hitta andra förklaringar till utvecklingen.**

Policyutmaningar	Kommentar
① Alltför trubbiga, mekaniska penningpolitiska handlingsregler	T ex Taylorregler och Phillipskurvor ser inte längre ut att fungera som riktmärken för politiken
② Asymmetrisk risk; svårt att backa om normaliseringen går alltför fort	Det penningpolitiska manöverutrymmet är kraftigt begränsat vid eventuella policymissstag
③ Centralbankers politiska oberoende ses över	I flera länder pågår en diskussion om centralbankers mandat och den förda politiken sedan 2008
④ Relationer och samspel med andra ekonomisk-politiska områden	Osäkerhet om finanspolitik och makrotillsynspolitik skapar även osäkerhet om penningpolitiken
⑤ Feds penningpolitik är i epicentrum för världen och finansmarknaden	Färdriktningen för USA:s politik spelar stor roll för andra centralbankers manöverutrymme

Transformerande teknologier – t ex digitalisering och automatisering – samt globalisering befäster låginflationsmiljön ("lowflation") och förändrade förutsättningar för

Robert Bergqvist

070-445 1404

Twitter: @BergqvistRobert