

Högt pris för penningpolitiken

Dagens Industri den 25 november 2015

Dagens okonventionella penningpolitik utgör ett gigantiskt experiment utan synbar ände. Och nu signalerar Europeiska Centralbanken, ECB, en fortsättning. Riksbanken krokas på i sina uttalanden. Ingredienserna i denna soppa är att trycka pengar, ha negativa styrräntor, och intervensera på valutamarknaden.

Alla väntar till synes förgäves på att amerikanska centralbanken, Fed, ska bli först ut att återgå till normal penningpolitik, men en del forskare menar att Fed har tappat kontrollen. Finns det inte någon borte gräns för hur långt experimentet kan drivas?

Experimentet har fört med sig stor nationell skuldsättning på många håll och det finns de som hävdar att det inte finns något annat politiskt alternativ att bli kvitt denna skuldsättning än genom att inflatera bort den. Därav fokus på att uppnå prisstabilitet i termer av faktisk inflation. Förhåller det sig så har man definitivt målat in sig i ett hörn.

Kan man med hjälp av stimulanser bara fortsätta unna sig allt som om inget hänt? Forskningen visar att de gigantiska belopp som injicerats i den amerikanska ekonomin endast har haft en mycket marginell – om än någon – effekt på den långa amerikanska räntan och på inflationen.

När centralbankerna fortsätter med stimulanser, med hänvisning till den låga inflationen, ligger implicit ett antagande om att denna inflationsnivå utgör ett större hot och samhällskostnad än en sprucken finansmarknadsbubbla som stimulanserna ger upphov till. Är verkligen den utdragna effekten av låg inflation kostsammare än en momentan implosion av finansmarknadsbubblan? Här behövs mer forskning men de senaste rönen indikerar att det snarast är det motsatta som gäller.

Får då stimulanserna (läs: sedelpressar) hjulen i världsekonomin att börja snurra? Inte direkt! Forskningen pekar på att medborgarna inser att om politiken är expansiv så kommer notan senare i form av exempelvis högre skatter. De föredrar därför att spara i stället för att konsumera. Men när räntorna på sparandet till följd av stimulanserna blir låga eller till och med negativa söker sig sparandet till mera riskfyllda placeringar med högre avkastning. Sparande sätts då i fastigheter eller aktier/obligationer.

När mer pengar ska köpa samma tillgångar stiger priset på tillgångarna och vi får tillgångsinflation. Många centralbanker har öppet visat sitt intresse för att stötta aktiemarknaden och hålla kurserna uppe med argumentet att när fler känner sig rikare genom tillgångsinflationen så kommer konsumtionen att öka.

Resonemanget missar dock kostnaderna till följd av de spänningar som skapas i samhället när tillgångsinflationen gör de rika rikare och de fattiga fattigare. Resonemanget leder inte heller till den konsumtionsökning som förväntats då forskningen visar att de rika har en lägre konsumtionsbenägenhet än de fattiga som konsumerar en mycket stor del av sin marginalinkomst. Kostnaderna för dessa båda problem är avsevärda.

Som ett resultat av stimulans med sedelpressar har priserna på finansmarknaderna frikopplats från fundamentala värdebestämmande faktorer. Centralbankerna är dessutom aktiva i samtliga marknadssegment på ett sätt som aldrig tidigare skådats. På obligationsmarknaden kan man rent av ifrågasätta om en marknadsprissättning verkligen föreligger då huvuddelen av obligationerna i många länder finns i centralbankens balansräkning.

Tvivel om marknadsprissättning gäller även aktiemarknaden. Där handlar det inte bara om att oväntade negativa nyheter alltid möts med stigande kurser i väntan på mera stimulanser utan att centralbankerna själva till och med handlar i enskilda aktier. De flesta centralbanker vill inte öppet redovisa sina innehav. Men det finns undantag. Den schweiziska, den japanska och den kinesiska centralbanken är alla öppet aktiva på aktiemarknaden.

Kostnaden är hög för frikopplingen av aktie- och obligationskurser från fundamentala värden och för en dysfunktionell marknad eftersom det bästa underlaget för ett beslut om morgondagens investeringar är dagens priser satta på en effektiv marknad. Felinvesteringar kommer därmed att bli vardagsmat framöver.

Alltför mycket av den framtida välfärden vilar i händerna på experimenterande penningpolitiska tjänstemän. Något slut på experimentet kan inte skönjas.

Små länder som Sverige, öppna för internationell handel och med egen valuta, kommer att tillhöra de stora förlorarna. Svenska politiker måste därför ta täten och kräva transparens i kostnadsutvecklingen för det pågående experimentet. Kostnadskontrollen är central för beslut om Sveriges egen ekonomiska framtid men också som underlag för politiska insatser för att undvika att den gällande världsekonomiska ordningen går över styr.

Lars Oxelheim, professor vid Institutet för Näringslivsforskning, Stockholm och Knut Wicksell Center för Finansiella Studier vid Ekonomihögskolan i Lund