

De har enorm magt og har aldrig været vigtigere. Vi er nødt til at tale om centralbankerne

De styrer store dele af de vestlige demokratiers økonomiske politik, de har reelt betalt for alle coronahjælpepakkerne, og så øger de uligheden. Alligevel taler vi meget lidt om verdens centralbanker. I en ny sommerserie undersøger Information deres mægtige magt over vores økonomi, politik og liv

Af Christian Bennike

»Inden for vores mandat,« sagde han først, den nydelige norditalienske herre med milanoslipseknuden på fejlfri universitetsengelsk.

»Inden for vores mandat er ECB klar til at gøre, hvad end det kræver for at bevare euroen.«

Whatever it takes, som man siger på engelsk.

Så kom den lille kunstpause, hvor han ikke slog blikket ned, men i to lange sekunder stirrede beslutsomt og teatralsk ud på flokken af konferencedeltagere i lokalet, men i virkeligheden så lige hen over dem, ind i tv-kameraerne ved endevæggen og ud på verdensøkonomien. For han talte ikke til salen, han talte til verdens investorer, bankfolk og regeringschefer.

Det var en varm julidag i London i 2012 på højdepunktet af eurokrisen, som allerede havde tvunget hundredtusinder af unge portugisere, irlendere og spaniere til at emigrere fra deres hjemland, erstattet folkevalgte politikere med forhadte teknokrater og nu truede med at få hele det europæiske bank-system og dermed kontinentets økonomiske orden til at bryde sammen.

»Og tro mig,« sluttede han, den italienske chef for Den Europæiske Centralbank, Mario Draghi. »Det kommer til at være nok.« Ingen anden episode er mere ikonisk,

når man taler om de moderne centralbankers rolle i den globale økonomi. »At høre Draghi sige *whatever it takes* var,« som den britiske forfatter Ben Judah har formuleret det, »som Hegel, der så Napoléon ved Jena.«

Det var den pengepolitiske verdensånd til hest. Og hans ord blev det, sprogforskere kalder en talehandling: en symbolsk gestus med virkelige konsekvenser. Et utvetydigt signal til alle om, at det var nye tider i Europa og i Den Europæiske Centralbank, ECB, som Draghi havde overtaget styringen af fra franske Jean-Claude Trichet ni måneder tidligere. ECB var klar til at trykke penge og købe statsobligationer, så længe det var nødvendigt – hvad end det krævede. Det ændrede alt.

Og det var netop i øjeblikket foran kameraerne i London, at det hele endelig vendte. At renterne på de italienske og spanske statslån endelig faldt, så Europas eksistentielle krise, som bogstavelig talt havde fået Angela Merkel til at bryde grædende sammen foran Obama og Sarkozy på G20-mødet i Cannes ni måneder forinden, endelig var slut.

»Med de ord reddede Draghi uden tvivl EU fra at bryde sammen,« siger Cornel Ban, der er lektor på Copenhagen Business School (CBS), hvor han blandt andet forsker i ECB's politiske rolle.

Den slags magt har en moderne centralbank. Med tre ord – *whatever it takes* – kan centralbankchefen afslutte en krise og forandre de økonomiske rammer for europæisk politik.

Centralbankerne skal ikke opkræve skatter eller hæve pensionsalderen for at bruge penge, de skaber dem bogstavelig talt ud af ingenting. Det giver enorm magt til en gruppe teknokrater, som ikke er demokratisk valgt, og hvis beslutninger ikke kan appelleres.

Vi så det den dag i London i 2012, og vi så det fire år tidligere, da en gruppe centralbankfolk i New York i al hemmelighed udviklede et nyt globalt pengesystem, så de kunne lave billioner af dollar på deres computere og udlåne dem til Europas banker, de såkaldte *swap lines*. Det reddede det globale finanssystem fra kollaps.

Og vi så det igen i marts 2020, hvor USA's centralbank i en uge i træk lavede og brugte en million dollar i sekundet på at opkøbe alt fra statsobligationer til underlige gældsbeviser i skiferolieselskaberne i Texas for derved igen at redde det finansielle system.

Noget lignende er sket i alle store centralbanker: I 2020 opkøbte ECB, den amerikanske centralbank (The Fed) og Bank of England tilsammen godt 90 procent af samtlige udstedte statsobligationer. Så det er de facto centralbankerne, der har betalt for coronahjælpepakker fra USA til Frankrig og Storbritannien.

Den moderne centralbank har fået en ny og mægtig rolle i den politiske økonomi. Det understreges ved, at tidligere centralbankchefer bliver ledende politikere: Draghi er nu premierminister i Italien, og den tidligere amerikanske centralbankchef, Janet Yellen, er USA's første kvindelige finansminister. Og det understreges ved, at tidligere politikere bliver centralbankchefer: Jerome Powell i USA og Christine Lagarde i ECB.

Både ECB og The Fed besluttede for få uger siden at fortsætte deres historiske pengepolitik med enorme opkøbsprogrammer og renter omkring nul. Alligevel er der ikke mange uden for Bloomberg-segmentet, som for alvor diskuterer centralbankernes rolle og

beslutninger. Måske skyldes det, at deres magt er diffus og svært at få hold på. Bare tænk på Draghis ord, som den tidligere formand for Det Europæiske Råd Herman van Rompuy har bemærket:

»Hvis du lytter godt efter. Først kommer det teknokratiske: Han siger 'inden for vores mandat'. Så kommer det politiske: '*Whatever it takes*'. Og til sidst kommer den karismatiske autoritet: 'Og tro mig, det kommer til at være nok'.«

Den moderne centralbank er altså et underligt blandingsprodukt: en teknokratisk institution befolket af regelrette embedsfolk. En politisk aktør. Og en spiller på et marked, der sender signaler til investorer og politikere.

Engang var det anderledes.

Dræb inflationsuhvret

Da den amerikanske centralbank lørdag den 6. oktober 1979 indkaldte til et stort opsat pressemøde i deres lokaler i New York, måtte tv-stationen CBS melde fra. Pave John Paul II var på besøg i landet samme dag, og de havde ikke kameraer nok til at dække begge ting. Men centralbankens talsmand overbeviste dem: »I vil huske det her, længe efter at paven er væk igen,« lovede han.

Og fik ret.

Den nytiltrådte chef for centralbanken, en to meter høj, skaldet mand fra New Jersey, som altid mødte op i halvbillige jakkesæt med en rygende supermarkedscigar i munden, lænede sig frem i en af de tunge læderstole i det røgfyldte lokale og erklærede med myndig stemme, at han nu ville gøre noget historisk. Noget som på få år skulle forandre verden: »Vi vil dræbe inflationsuhvret.«

Manden hed Paul Volcker, og han personificerer stadig den mest almindelige fortælling om centralbankernes virke: at bekæmpe inflationen, sikre finansiell stabilitet og holde politikerne i kraven, så de ikke bare



bruger og bruger og derved overopheder økonomierne. Centralbankerne skal – som en anden tidligere chef for The Fed William McChesney Martin har formuleret det – »fjerne punchbowlen inde festen kommer for godt i gang«. Inden det hele ender med Weimarrepublikken og Zimbabwe.

Da Volcker tiltrådte i 1979, var inflationen over ti procent i USA. Den havde fået for meget kul i 1960'erne og i 1970'erne, mente mange. Fagforeningerne var blevet for magtfulde, lønningerne var steget for meget, der blev ikke investeret nok, og det skabte inflation (fordi folk brugte den højere løn på flere og dyrere vare, og så steg priserne – altså definitionen på inflation).

Volcker tog hårdt fat. For at dræbe uhyret hævede han renten til svimlende 20 procent i juni 1981. Det var uhørt højt. Penge blev så dyre, at økonomien gik i stå: recession og arbejdsløshed på ti procent i USA, og det især ramte det, vi nu kalder Rustbæltet.

Afrika, Sydamerika og Østeuropa blev kastet ud i økonomiske kriser, og nogle mener ligefrem, at det var Paul Volcker, der besejrede kommunismen, fordi den sovjetiske økonomi kom i krise. Det kostede muligvis også Jimmy Carters genvalg, fordi

præsidentvalgkampen mellem Carter og Reagan i 1980 foregik, da renten var højest. Det var her, at uligheden i USA begyndte at stige. Der kom demonstrationer, Volcker fik dødstrusler og livvagter, men han holdt fast – og til sidst forsvandt inflationen.

»Den høje inflation forsvandt, da man udliciterede opgaven til uafhængige centralbanker,« siger Mikael Milhøj, der er chefanalytiker i Danske Bank. »Deres mission lykkedes.«

Før slutningen af 1970'erne var centralbankerne netop *ikke* uafhængige. De var eksplicit underlagt regeringerne, så finansministre i Frankrig eller USA kunne sidde bag deres tunge træskriveborde og ringe over til centralbankcheferne: 'Sænk renten! Valutaen skal devalueres!' Og så gjorde de det. Pengepolitikken var en forlængelse af finanspolitikken.

Det ændrede sig for alvor med Paul Volcker. En ny æra var i gang. Og selv efter al den nød og kaos, som Volckers rentestigning skabte, blev han og resten af verdens centralbankfolk i de næste årtier betragtet som »økonomiske halvguder«, som Erik Fossing Nielsen, der er cheføkonom i den italienske storbank UniCredit, udtrykker det.

Centralbankernes magt tog i høj grad fart med den evigt oigarrygende Paul Volcker, der var chef for den amerikanske centralbank fra 1979 til 1987. College: Katrine Bælum

”

'Whatever it takes'

Mario Draghi

Som chef for

Den Europæiske Centralbank i 2012

De havde tæmmet det uhyre, som i et halvt århundrede havde plaget Vesten. Og selv om nogle økonomer har påpeget, at det ikke kun var centralbankernes fortjeneste – det skyldes også en globalisering af økonomien, som generelt pressede lønningerne ned – blev Volckers tilgang den nye præmis for Vestens centralbanker: 67 af verdens centralbanker havde i 2018 et mål om at styre inflationen, viser en opgørelse af Paul Fisher fra Warwick Business School.

Alt har forandret sig

På den ene side minder historierne om Draghi og Volcker om hinanden: Begge mænd ændrede med deres handlinger og ord den politiske og økonomiske historie, og begge viser, hvor magtfulde centralbankerne er. Alligevel er de to fortællinger helt forskellige.

»Alt er forandret siden 1970'erne,« som Cornel Ban fra CBS siger. »Vi er gået fra lukkede økonomier til at have en global økonomi, og det forandrer det hele.«

I 1980'erne gik bankerne fra at være penge-kasser, der lånte ud til bedstefar og bedstemor, til at være globale investeringshuse.

► Fortsættes på side 8

► Fortsat fra side 7

Begrænsningerne for kapitalbevægelser blev fjernet, reguleringen blev rullet tilbage, og pludselig kunne man sidde i et glastårn i London og handle *futures* på indonesisk palmeolie og schweizerfranc og lejligheder i Florida. Bankerne lånte penge til og af hinanden på låneaftaler ned til ét døgn og lavede hele tiden nye produkter og nye markeder: derivater, forsikring, valutamarkeder, renteswaps, *repo markets*, *whole sale funding*, equity ... Den finansielle industri, som engang var støttefunktioner for 'den rigtige økonomi' udgør en større og større andel af BNP, økonomien er blevet 'finansialiseret', som det hedder.

Og når sådan et system går ned, er der kun én institution, som kan gøre noget ved det: centralbankerne. Og mere præcist, den amerikanske centralbank, fordi det meste af verdens finanssystem bruger dollar. The Fed er dermed blevet hele verdens bank, hele verdens *lender of last resort*, og dermed har centralbankerne fået endnu mere magt.

Inflation og beskæftigelse

Og så er der en anden ting, som er mere langhåret. Præmissen for Paul Volcker og de andre centralbankfolk i 1980'erne og 1990'erne var, at der altid er et modsætningsforhold mellem ledighed og inflation. Økonomer kalder det 'phillipskurven': Når inflationen er høj, er ledigheden lav. Og omvendt. Så hvis der kommer for mange i arbejde (ja, for mange), skal centralbankerne hæve renten. De skal fjerne punchbowl. Så bliver det dyrere at låne og investere, så går økonomien lidt i stå, flere mister deres job, lønningerne falder, og inflationen holder sig i ro.

Ideen med de uafhængige centralbanker var at gøre den mekanisme automatisk. Politikere kan jo ikke gå til vælgermøder og fortælle, at der skal færre i job. De vil bare bruge og bruge, indtil det ender med Weimarrepublikken, sagde man. Nej, der var brug for uafhængige, kloge, ansvarlige halvguder i jakke og slips, som kunne gøre det rigtige uanset demonstrationer og dødstrusler.

Men gælder det stadigvæk? I årtier har den politiske ortodoksi jo tværtimod været at skære ned og stramme op, ikke at låne og bruge. Så lige nu er der debat om phillipskurven. For er vi stadig sikre på, at der kommer inflation, når Joe Bidens enorme hjælpepakker og store infrastrukturprojekter sætter folk i arbejde? Eller er sammenhængen blevet svagere i en globaliseret økonomi?

»I USA opererer The Fed lige nu ud fra antagelsen om, at der ikke længere er en klar forbindelse mellem beskæftigelse og inflation,« siger Cornel Ban. »Joe Bidens ekspansive finanspolitik bygger på en antagelse om, at inflation ikke kommer fra beskæftigelse og stimulus, men fra de globale værdikæder. Vi må se, om The Fed får ret.«

I USA har The Fed modsat ECB et såkaldt 'dobbelmandat': Den amerikanske centralbank skal både holde priserne stabile og sikre beskæftigelse. Det har centralbankchef Jerome Powell nu videreført. Han taler nu om fuld beskæftigelse i »hele samfundet«, altså også blandt specifikke grupper som sorte og latinoer. Og før de mål er nået, vil han ikke hæve renten og næppe holde op med at trykke penge og bruge dem til at opkøbe stats- og virksomhedsgæld. Og i stedet for et inflationsmål



på to procent taler Powell nu om et »genemsnit« på to procent.

Selv om inflationen lige nu stiger i USA, er det altså ifølge The Fed ikke noget problem – den har jo været for lav i flere år. Det er blevet kritiseret: »Det svarer til at køre bil, mens man ser i bakspejlet,« som Financial Times' Martin Wolf har bemærket. Men det viser i hvert fald, at The Fed ikke ligefrem er bange for det gamle uhyre.

Mere uafhængige end før?

Vi står med andre ord i en underlig uafklaret situation.

Selv om centralbankerne nu trykker penge og indirekte låner dem til staterne, er den nye æra, som Draghi indvarslede i 2012, ikke en tilbagevenden til tiden før Paul Volcker. Centralbankerne er stadig uafhængige. Måske endda mere end før (se bare, hvor lidt det hjalp, at Trump i fire år forsøgte at presse centralbanken til at sænke renten – han blev ignoreret).

»Der er ingen politikere, der har tvunget centralbankerne til at lave store opkøbsprogrammer og sætte renten helt ned,« som Søren Hove Ravn, der er lektor i makroøkonomi ved Københavns Universitet, siger.

Det sjove er bare, at centralbankerne nu bruger deres uafhængighed til noget, som til forveksling ligner det, centralbankerne gjorde dengang, de *ikke* var uafhængige: De trykker penge og hjælper staterne med at styre deres udgifter til at låne. Det er skizofrent. Og det er nok også derfor, det er svært helt at forstå og diskutere, hvad centralbankerne laver.

En del af forklaringen er nok, at centralbankerne ikke har noget valg. For al den investering og spekulation, hele det sammenvævede globale netværk af *big finance* med alle deres lån og gæld og underlige marke-

der, er blevet totalt afhængig af statsgæld.

»Det makrofinansielle system, vi lever i, er afhængigt af stabile obligationsmarkeder,« siger Daniela Gabor, der er professor i økonomi på universitetet i Bristol.

Bankerne bruger statsobligationer som sikkerhed, når de handler. Statsgæld er for *big finance*, hvad mursten og byggegrund er for realkreditlån. Nationalstaterne er med andre ord blevet en slags »sikkerhedsfabriker« for det finansielle system, som den nu afdøde italienske makroøkonom Alberto Giovanni har udtrykt det.

Så hvis centralbankerne vil sikre stabile priser og et stabilt finansielt system, er de *nødt* til at kontrollere markedet for statsobligationer. Og det ender stort set med at være det samme som at trykke penge og sende dem til regeringen. Sådan var det bestemt ikke i Volckers tid. Og heller ikke i tiden før.

Det globale finansielle system

Alligevel lader de fleste, som om det hele stadig bare handler om stabile priser. Centralbankerne siger selv noget i retning af: 'Ja, vi opkøber alle de her statsobligationer, og det gør vi for at sikre prisstabilitet, det er jo vores politiske mandat.'

Det er ikke forkert, men det er heller ikke hele historien. For i processen påvirker centralbankerne jo hele det økonomiske system. De definerer det politiske handlingsrum. De holder liv i virksomheder, som ellers var gået under, de puster priserne op på aktier og boliger. Det ville være mere præcist at sige, at centralbankerne bruger deres gode gamle mandat til at begrunde noget helt nyt.

Som den britiske økonomihistoriker Adam Tooze sidste år konkluderede i et essay i magasinet Foreign Affairs: »COVID-chokket har gjort det klart uden skyggen

af tvivl, at den oprindelige model for uafhængige centralbanker har ændret sig (...) ECB og alle dets ligesindede fører en politik, der rækker ud over prisstabilitet, som det konventionelt opfattes«.

For det handler ikke længere kun om inflation. Det handler om hele det globale finansielle system. Om eurolandenes renter. Om den enorme gæld efter COVID-krisen, om USA's genopretning efter pandemien, om Japans særlige økonomiske orden, som kun fungerer, fordi centralbanken spiller med og køber statens gæld. Og om den grønne omstilling, som ECB snart kommer med en strategi for.

Det er måske ikke så underligt, det er det naturlige endepunkt for det skifte, som Draghi indvarslede den sommerdag i London.

I dag virker det jo helt skørt at tænke på, at Draghis forgænger, Jean-Claude Trichet, da han gik af som ECB-chef, sad smilende med et glas i hånden i Frankfurt og erklærede, at hans tid på posten (2003-2011) havde været en stor succes, fordi inflationen havde balanceret konstant lige under to procent, som den skal ifølge ECB's mandat.

Det var åbenbart lige meget, at millioner af europæere i samme periode var blevet arbejdsløse, og at euroen og EU var ved at bryde sammen. Den tid er forbi. Heldigvis, for som Cornel Ban siger: »Hvis centralbankfolkene fra 1990'erne havde været i spidsen i marts, var verden endt i en katastrofal finanskrise.«

Med undtagelse af nogle højtråbende konservative i Tyskland er ingen lige nu interesserede i at skruetiden tilbage til Trichet- eller Volcker-æraen. Og ingen centralbanker tøvede i marts sidste år, da pandemien var ved at få hele det finansielle system til at gå under.

»Fem år før *whatever it takes*-øjeblikket, havde ingen troet, at ECB kunne gøre det, de gjorde under Draghi,« siger Frederik Engholm, der er chefstrateg i Nykredit. »Nu gør alle det samme.«

Verden er forandret. Centralbanker har fået en ny og mægtig rolle i den globale økonomi. *Whatever it takes*.

udland@information.dk

SERIE



Hvorfor er centralbankerne så mægtige?

✘ De kan lave penge ud af ingenting og har reelt betalt for alle coronahjælpepakkerne. Verdens centralbanker har fået en ny og mægtig rolle i den globale økonomi. Alligevel taler vi meget lidt om dem. I en ny sommerserie undersøger Information centralbankernes mægtige magt over vores økonomi, politik og liv