

Arne Jon Isachsen

HØSTBREV

November 2010

QE2 – HVA ER DET, OG HVA ER VITSEN?

Amerikansk pengepolitikk akkurat nå er både original og dristig. Om det går bra, vil renter og valutakurs falle. Og den økonomiske veksten i USA tar seg opp. Om det går dårlig, vil inflasjonen skyte fart, og andre land blir sure.

Seks hundre milliarder ferske dollar skal Ben Bernanke, sjefen for den amerikanske sentralbanken, tilføre markedet i løpet av et godt halvår. Hvordan gjøres det, rent praktisk? Hva tar Ben sikte på å oppnå? Og hvorfor er mange andre land så skeptiske til denne politikken?

QE1

I september 2008 brøt finanskrisen løs. Investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs. Når de amerikanske myndighetene tillot denne storbanken å gå overende, kunne ingen føle seg trygge. Bankene turde ikke lenger å låne hverandre penger, ikke en gang fra den ene dagen til den neste. Federal Reserve (eller Fed) som er navnet på USAs sentralbank, måtte inn i bildet. I stedet for å låne penger av hverandre, fikk bankene lån i sentralbanken. Det var et uortodokst tiltak, men et helt nødvendig tiltak. Å la solide banker gå nedenom fordi de mangler kontanter, er meningsløst.

For å lette situasjonen i bankene, og for å få fart på økonomien, sørget Fed for å få korte renter ned, både kraftig og kjapt. Rent praktisk skjer det ved at Fed kjøper tilbake tidligere utstedte statspapirer med kort løpetid. Når etterspørselen etter slike papirer stiger, går prisen på dem opp. Det er ensbetydende med at renten går ned. Med ro for tilstrekkelige likviditet i systemet, tok markedet for lån mellom bankene seg opp igjen.

I tillegg bedret den amerikanske sentralbanken balansen til finansinstitusjoner ved selv å kjøpe opp private verdipapirer i markedet. Disse papirene ble betalt med nye penger fra sentralbanken. Quantitative Easing 1 (QE1) kaller man denne politikken nå, eller kvantitative lettelser, gjennom tilførsel av mer penger. En viktig hensikt med QE1 var å gi banker anledning til å kvitte seg med papirer av dårlig kvalitet. Gjerne slike papirer som hadde sitt opphav i lån til amerikanske huseiere, som ikke maktet å betjene dem.

Også i Norge ble det lettere for bankene å låne i sentralbanken. Det såkalte "gullkortet" innebar at norske banker og kredittforetak kunne byttelåne obligasjoner med fortrinnsrett mot statspapirer. For i neste omgang å bruke disse statspapirene som sikkerhet for lengre lån i Norges Bank. Denne ordningen bidro også til å skape økt likviditet i interbankmarkedet.

Utover høsten 2009 og inn i 2010 ble vurderingene Fed og andre gjorde av amerikansk økonomi stadig mer optimistiske. Den økonomiske veksten tok seg opp, sparingen i privat sektor økte, og eksporten økte. Det største problemet amerikansk økonomi stod overfor var ubalanser i offentlige budsjetter og en raskt voksende statsgjeld. Men med økt sparing og mange ledige hender å sette i arbeid, ville solid økonomisk vekst på lang sikt gjøre det mulig å håndtere de statsfinansielle problemene.

På vårparten snudde bildet. Arbeidsløsheten sluttet å falle. Eksporten sluttet å øke. Og prisene i boligmarkedet tok igjen til å synke. Med store underskudd i statsfinansene var det ikke stemning for en ytterligere økning i statens pengebruk. Hva med pengepolitikken? Kunne den brukes for å få fart på økonomien?

USAs sentralbank har fokus på den såkalte federal funds renten, som er renten bankene låner av hverandre til over natten. Måltallet for denne renten er nå kommet ned til mellom null og en kvart prosent. Og finansinstitusjonenes balanse er bedret ved at Fed har tatt over en del mer tvilsomme papirer. I en slik situasjon vil ytterligere kvantitative lettelser, dvs. tilførsel av mer penger, kunne tjene noen hensikt? Tradisjonell teori sier nei. Med korte renter nær null har sentralbanken gjort sitt.

QE2

Men Bernanke kjøper ikke denne historien. Det finnes flere renter enn de korte. Om den amerikanske sentralbanken trykker opp 75 milliarder dollar hver måned de neste åtte månedene og bruker dem til å kjøpe tilbake tidligere utstedte langsiktige statsobligasjoner, vil prisen på dem stige. Rentene her faller. Rentefall på lange, statlige papirer vil smitte over på private papirer. Lavere renter her vil virke stimulerende på bedriftenes realinvesteringer.

Konsekvensene av QE2, om politikken er vellykket, er et oppsving i realinvesteringene. Men ikke bare det. Med lavere lange renter, vil prisfallet i boligmarkedet lettere stanse opp. Det er helt vesentlig for at amerikansk økonomi skal komme til hektene igjen. Vedvarende fall i boligformuen bidrar til å holde konsumet nede. Dessuten fører vedvarende fall i boligprisene til at store finansinstitusjoner, i første rekke de statlige Freddie Mac og Fannie Mae, fortsetter å tape penger. Regningen her sendes videre til fremtidige skattebetalere.

Den store tilførselen av likviditet som Fed nå legger opp til, øker sannsynligheten for tiltakende prisstigning. Dette er nettopp litt av poenget. Bernanke & Co. er engstelige for å gå i samme fellen som Japan tidlig på 1990-tallet; en stagnerende økonomi der man i perioder

opplever deflasjon, dvs. nedgang i det generelle prisnivået. Med et fallende prisnivå vil folk gjerne utsette sine innkjøp. Etterspørselen synker i en tid der det motsatte er ønskelig.

For Ben Bernanke er det viktig at QE2 ikke bare bidrar til tiltakende inflasjon, men også skaper forventninger til en viss prisstigning. Hvorfor det? Jo, fordi med forventninger om økende prisstigningstakt, blir realrenten lavere, for gitt nominell rente. Forventninger om høyere prisnivå i fremtiden vil stimulere til realinvesteringer i dag, og til kjøp av varer og tjenester mer generelt.

Ludvig er skeptisk

”Men høyere inflasjon, er ikke det fali’ det?”, innvender Ludvig som jobber hos sykkelreparatør Reodor Felgen, og sammen med ham vant det minneverdige bilracet Flåklypa Grand Prix. Jo, svarer Ben Bernanke, men om likviditeten blir for god og inflasjonen ligger an til å stige for raskt, kan operasjonene vi nå gjør, enkelt reverseres. I så fall vil USAs sentralbank *selge rentebærende papirer* i bønner og spann til privat sektor. Det vil presse prisen ned. Og renten opp. Inflasjonen, mener USAs sentralbanksjef, skulle det således være mulig å holde innen passende rammer, les mellom én og fire prosent.

Men, sier Ludvig, hvis investorer blir bekymret for fremtidig inflasjon, vil ikke det føre til høyere inflasjonspremie? I så fall vil ikke de lange rentene gå ned. Og de gunstige effektene av QE2 uteblir. Det frykter Ludvig som sover lenge om morgenen og ikke liker forandringer.

Hvorfor er de andre så sure?

De fleste land i verden vil gjerne øke sine valutareserver. Økte valutareserver krever overskudd på handelsbalansen. Ettersom valutareserver i hovedsak består av fordringer i amerikanske dollar, må USA må ha underskudd på sin handelsbalanse om resten av verden skal ha overskudd. Tenk litt over det. USAs underskudd i handelen med andre land blir i denne sammenheng en passiv konsekvens av andre lands ønsker om økte valutareserver.

Men nok er nok. De samlede valutareservene i verden er store nok nå. USA trenger ikke lenger ha underskudd på sin handelsbalanse for dermed å tilføre resten av verden fordringer i dollar. Men hva med de fordringene som allerede er der ute? Hva med amerikanske statsobligasjoner i utenlandske sentralbankers eie? Har QE2 noen konsekvenser for verdien av dem? Yes.

Når Fed setter i gang og kjøper tilbake lange, amerikanske statspapirer, vil prisen på dem stige. Det blir fristende å selge. Særlig om man tror at inflasjonen i USA på sikt er på vei opp. Men hva skal Norges Bank i Norge, eller Peoples Bank of China (PBOC) i Kina, eller Riksbanken i Sverige gjøre med dollarene de får ved slikt salg? Kanskje kunne det være greit å diversifisere porteføljen over i andre valutaer?

Om sentralbanker og andre formueseiere som konsekvens av QE2 kjøper japanske, sørkoreanske, sveitsiske og andre lands verdipapirer, vil valutaene i disse landene lett komme til å styrke seg. Industrien i disse landene får problemer med konkurranseevnen. Og USA får kjeft for sin QE2.

Rettes her baker for smed?

En fundamental ubalanse i den globale økonomien i dag står Kina og Tyskland for. De har begge udannede store overskudd på sine handelsbalanser. En viktig grunn for dette er valutakurser som er altfor faste.

Felles mynt er det ultimate fastkursssystem. Tyskerne kan prise seg lykkelige over euro. Om det ikke var for euroen, ville verdien av den tyske marken skutt i været for lenge siden. Tyske bedrifters konkurranseevne ville ha vært langt dårligere. Innenlandsk etterspørsel måtte ha vært betydelig større om produksjonen skulle ha holdt seg på det nivået den har holdt seg.

Kina fører en fastkurspolitikk mot dollar. Det kan kineserne gjøre fordi de har kontroll på sine kapitalbevegelser. Å skulle la kapital flyte fritt omkring over landegrensene for tidvis å kjøre en valutakurs langt unna det fundamentale forhold tilsier er rimelig, tjener ingen god hensikt. Men å tviholde på en kunstig god konkurranseevne ved ikke å la ens egen valuta styrke seg over tid når overskuddene i handelen med andre land bare øker på, er like lite hensiktsmessig, sett i et større perspektiv.

Kinesernes unnlåtelsessynd er å holde igjen på innenlandsk lønnsvekst og å være for knipne når det gjelder det offentliges finansiering av helse, utdanning og pensjon. En viktig grunn til denne forsiktigheten har med makt å gjøre. Myndighetene i Kina klarer ikke å få de 110.000 statseide foretakene i landet til å betale utbytte til eierne, dvs. til staten.

QE2 vil resten av verden ha små problemer med om Kina løsner på båndet til dollaren og lar den kinesiske yuan stige i verdi. Hvordan den strukturelle ubalansen i Tyskland skal håndteres, er vanskeligere å se. Tyskerne mangler den frihetsgraden som en egen valuta gir.

18. november 2010

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>