

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Juni 2009

INFLASJON – LØSNING ELLER PROBLEM?

En solid dose inflasjon kan bidra til å rette opp balansen til foretak med mye gjeld på passivasiden og mye realkapital på aktivasiden. For USA, med stor utenlandsgjeld i dollar, er inflasjon særlig fristende. Den økningen i likviditet som har funnet sted i amerikansk økonomi den senere tiden, øker faren for inflasjon. Kanskje noen land vil være mer fristet til å kjøpe amerikanske statsobligasjoner om de er denominert i euro?

I 1978 kom boken *Inflasjon – et uløselig problem?* Som vignett ble et sitat fra Paul A. Samuelson, nobelprisvinner i økonomi, anvendt: ”Problemet med krypende inflasjon er det klart viktigste problemet den moderne, økonomiske vitenskap ennå ikke har løst”.

Det var den gang. Og ikke nå. De siste 15-20 årene har inflasjonen i så godt som alle land i verden holdt seg langt lavere enn hva man erfarte gjennom 1970- og 1980-årene. Overgang til inflasjonsstyring, slik vi fikk i Norge i 2001, etter at New Zealand startet med å gå opp løypa tidlig på 1990-tallet, har vært meget vellykket. I perioder har inflasjonen sågar vært for lav – en temmelig utenkelig tanke den gang jeg skrev boken nevnt over.

I Norge bekymret vi oss litt over at målet om at 2,5 prosent inflasjon ikke lot seg innfri. Men når vi forstod at en viktig årsak var stadig mer og stadig billigere import fra Kina, fortok denne bekymringen seg.

Høyere inflasjon kan gi lavere gjeldsgrad

Snarere enn å være et problem har flere kommet på tanken om ikke høyere inflasjon kan være et hensiktsmessig virkemiddel som bidrag i løsning av den krisen vi nå opplever. En solid dose inflasjon ville gjøre mye for å rette opp balansen til foretak med mye gjeld på

passivasiden og mye realkapital på aktivasiden. Realverdien av gjelden synker når det generelle prisnivået tar til å stige. Realverdien av fysiske aktiva som lagre, maskiner og bygninger trenger ikke endres. Hvilket betyr at egenkapitalen stiger.

Ved tiltakende inflasjon kan banker og andre långivere glede seg over større egenkapital og mindre risiko hos mange av de bedriftene de har lånt penger til. Villigheten til å øke utlånene stiger når kundene får bedre soliditet. Den tørken mange mener å merke i kredittmarkedet vil forta seg. Tiltakende prisstigning, kunne man således hevde, innebærer en hensiktsmessig omfordeling av formue. Gjeldsgraden i bedriftene synker, kreditten flyter lettere, og det blir mer fart i en slapp økonomi.

Ved inflasjon kan USA lette sin gjeld til utlandet

For USA fremstår inflasjon som særlig attraktivt. Hvorfor det? Fordi USAs store og økende utenlandsgjeld er denominert i landets egen valuta. Land som har akkumulert store fordringer i dollar, for eksempel som er eiere av betydelige mengder amerikanske statsobligasjoner, vil oppleve at kjøpekraften i Amerika av disse fordringene synker når inflasjonen i USA tiltar. Om andre land holder egen prisstigning i sjakk, vil dollarkursen trolig falle. Og dollar mister kjøpekraft verden rundt. Om dollarkursen svekker seg mer enn inflasjonsforskjellene tilsier, betyr det at konkurranseevnen til amerikanske bedrifter bedres. Det blir lettere for USA å øke eksporten og å betjene gjelden landet har til resten av verden.

De som sitter på amerikanske fastrentepapirer, vil være mindre glade for en slik utvikling. Som "eier" av verdens ledende valuta påhviler det USA et ansvar for at kvaliteten av denne valutaen holder seg over tid. Hvilket betyr et stabilt prisnivå i Amerika. Eller eventuelt en moderat og forutsigbar inflasjon. Dollarens rolle som ledende verdensvaluta vil bli underminert dersom sentralbanksjef Ben Bernanke med åpne øyne lar tiltakende inflasjon redusere realverdien av amerikanske fastrentepapirer.

Men hva er det Bernanke har drevet med i det siste? "Quantitative easing" er det nye slagordet. Han har gått ut i markedet og kjøpt tilbake tidligere utstedte statsobligasjoner for milliarder av nytrykte dollar. Hvilket betyr at privat sektor gir fra seg rentebærende papirer i bytte for ikke-rentebærende sentralbankpenger. Når Fed – den amerikanske sentralbanken – kjøper lange statsobligasjoner og andre lange papirer i bøtter og spann, drives prisen på dem opp. Hvilket er ensbetydende med at renten drives ned. Og lavere lange renter er nettopp hva myndighetene ønsker. Det kan sette fart på realinvesteringene i Amerika, og således få hjulene i økonomien til å snurre fortere rundt.

Å ta sentralbankens egen balanse i bruk ved å kjøpe massivt med papirer i markedet og betale med nytrykte penger, er et innovativt grep. Det store spørsmålet mange stiller seg nå er om Fed vil trekke likviditeten inn igjen når realøkonomien i USA etter hvert kommer på fote. Eller vil man vente for lenge med å legge pengepolitikken om i restriktiv retning? I så fall kan situasjonen der for mange penger jager etter for få varer og tjenester lett oppstå, hvilket er en sikker oppskrift på inflasjon.

Behov for mer sparing i USA

Om de globale ubalansene som ligger bak den finanskrisen vi nå er midt oppe i, skal rettes opp, må amerikanerne legge om pengebruken. Mindre penger til konsum. Mer penger til investeringer. Hvilket ganske enkelt betyr at sparingen i USA må opp. Manglende sparing er kjerneproblemet. For lite ressurser til utbygging av produksjonsapparatet hvori inngår en bedre infrastruktur og også en bedre grunnskole for mange amerikanske barn – investering i menneskelig kapital, som det heter – er hva Barack Obama og hans team nå tar tak i. I tillegg går de løs på problemet med manglende helseforsikring for mange amerikanere.¹

Et årlig underskudd på driftsbalansen med utlandet på 300-400 milliarder dollar kan USA gjerne ha år ut og år inn. For om utdanningen styrkes og realinvesteringene øker, vil økonomien vokse. Utenlandsgjelden som andel av den samlede verdiskapningen vil stabiliseres og etter hvert synke. Og betjeningen av denne gjelden vil være uproblematisk.

Faktisk er det slik at så lenge resten av verden trenger mer internasjonal likviditet, dvs. dollar, er det fint at USA har underskudd i sitt økonomiske samkvem med andre land. Men dette underskuddet må ikke være for stort. Og bak det hele må det stå en sunn og sterk amerikansk økonomi.

Vil Kina forlange at Amerika låner i euro?

Om USA derimot ikke makter å øke sparing og investering i tilstrekkelig grad slik at gjelden til utlandet stadig blir tyngre å bære, kan en overraskende og kraftig stigning i prisnivået i Amerika være en hensiktsmessig måte for USA å ta ned realverdien av denne gjelden på. General Charles de Gaulle kalte i sin tid USAs anledning til å utstede gjeld i egen valuta for "et privilegium som gikk utover rimelighetens grenser". Om dette privilegiet misbrukes ved overdreven inflasjon, vil Amerika gradvis miste det. I så fall må USA kanskje finne seg i å utstede egen gjeld i andres valuta.

Egentlig ville jeg ikke bli så forbauset om noen av långiverne til Amerika, for eksempel Kina, vil foreslå noe slikt. "Om dere legger ut nye statsobligasjoner denominert i euro", kunne kineserne si til amerikanerne, "er vi mer interessert i å kjøpe dem."

Enn så lenge vil jeg tro at Ben Bernanke har kontrollen. Så snart pilene begynner å peke oppover igjen, vil den "monetariseringen" av statsgjeld som nå finner sted, bli reversert. Men sikre kan vi ikke være. Og en stø hånd på rattet kreves, pluss kanskje litt flaks, om USA skal lykkes med denne sin temmelige innovative pengepolitikk.

17. juni 2009

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

¹ Tenk på innkurven til president Obama. Den tenker jeg på nesten hver dag. I tillegg til de enorme økonomiske oppgavene han må løse, kommer alle de politiske. For meg virker det som om han har godt tak på det meste. Hvordan går det an?