

Hva pengepolitikk ikke kan levere



Månedsbrev 09 2012

Aksjonærene bør gjøre felles sak med politikerne og se til at belønningssystemet for toppledere i USA endres. Det primære her er ikke er misunnelse – at de tjener for godt – men de makroøkonomiske konsekvensene. Samlet etterspørsel i økonomien blir for liten på kort sikt. Og produksjonskapasiteten i amerikansk økonomi utbygges for sakte på lang sikt.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

I oktober 1979, som nybakt sjef for Fed – den amerikanske sentralbanken – erklærte Paul Volcker inflasjon som fiende nummer én. For å temme prisstigningen satte han renten kraftig opp. Høyere rente gav lavere vekst i pengemengden. Politikken til Fed var således i tråd med hva ledende økonomer på den tiden anbefalte.

Selv om inflasjonen etter hvert kom ned, trodde ikke markedet på varig lavere prisstigning, og de nominelle rentene forble høye. Sommeren 1984 kunne man handle amerikanske statsobligasjoner med ti års gjenværende løpetid til en effektiv rente på 14 prosent. Når inflasjonen de etterfølgende ti årene lå under fire prosent, innebar det en realrente på over ti prosent. Høye realrenter gav lav etterspørsel og stor arbeidsledighet.

Som på 1980-tallet er arbeidsløsheten i USA i dag også altfor høy. Men i motsetning til situasjonen tre tiår tilbake i tid er inflasjonen lav, og styringsrenten til Fed enda lavere. Til tross for rekordstore overskudd og lave realrenter er bedriftene forsiktige med sine investeringer. En grunn til denne tilbakeholdenheten er den usikkerheten som preger amerikansk økonomi. Med store underskudd i offentlige budsjetter er det vanskelig å tenke seg at man unngår fremtidige skatteøkninger. Det vil dempe samlet etterspørsel og tære på reservene. Bedre da å holde på pengene enn å kaste seg ut i store prosjekter.

Belønningssystem som gir lave realinvesteringer

En annen grunn til moderate realinvesteringer ligger i belønningssystemet. Ettersom toppledere i mange amerikanske selskap har en stor del av inntekter knyttet til utviklingen av aksjekursen på selskapet, er det om å gjøre at kursen går så godt som råd er. I foretak der store realinvesteringer finner sted, må mye tid

og krefter anvendes før investeringene gir den ønskede avkastningen. Bygninger skal reises, maskiner og utstyr anskaffes, og medarbeidere læres opp. På kort sikt kan økte realinvesteringer føre til fallende lønnsomhet – selv om hensikten og resultatet på lang sikt er det motsatte. Lavere lønnsomhet gir lavere aksjekurs, og verdien av aksjeopsjoner som toppledelsen nyter godt av, gir mindre klingende mynt i egen kasse. Bedre da å avstå fra store realinvesteringer og i stedet bruke penger til tilbakekjøp av egne aksjer. Det gir høyere aksjekurs, og dermed også økte inntekter for selskapets ledelse.

Det resonnementet som her er anført, har jeg fra Andrew Smithers, en selvstendig tenkende analytiker. Smithers poeng forsterkes av at toppledere i amerikanske bedrifter sitter kortere i jobbene nå enn før. Hvorfor investere på lang sikt når man bare belønnes for utviklingen på kort sikt?

Aksjonærenes interesser blir ikke godt ivaretatt av det systemet for belønning som har utviklet seg de siste par tiårene. Alt pratet om at incentivene for ledelsen skal sammenfalle med hva aksjonærene er tjent med, er nettopp det – prat.

I tillegg, hevder Smithers, har utviklingen i amerikansk økonomi de senere år, med stadig økende inntektsforskjeller, dempet veksten i privat konsum. Når de rike tar en stadig større andel av kaka, blir samlet forbruk mindre enn om inntektene hadde vært jevnere fordelt.

Belønningssystemet for topplederne i amerikanske foretak har makroøkonomiske

"Men å tro at flittigere bruk av seddelpressen i seg selv skaper økonomisk vekst, er urimelig."

konsekvenser. Realinvesteringene dempes, og veksten i forbruket holdes nede. Arbeidsløsheten biter seg fast på et altfor høyt nivå.

Aksjonærene bør gjøre felles sak med politikerne og se til at belønningssystemet for toppledere endres. Bemerker her at det primære ikke er misunnelse – at de tjener for godt – men de makroøkonomiske konsekvensene. Samlet etterspørsel i økonomien blir for liten på kort sikt. Og produksjonskapasiteten i amerikansk økonomi utbygges for sakte på lang sikt.

En kreativ pengepolitikk

En endring i avlønning av amerikanske toppledere kan ikke gjennomføres over natten. Med liten handlefrihet i finanspolitikken, og med en styringsrente nær null, hva kan da myndighetene i USA gjøre for å få fart på økonomien?

Kreativiteten i amerikansk pengepolitikk ser ut til ingen ende å ha. Det siste tiltaket i rekken går ut på at den amerikanske sentralbanken skal kjøpe obligasjoner basert på boliglån for 40 milliarder dollar i måneden. Og det så lenge som trengs inntil det to-delte mandatet til Fed er innfridd; lavere arbeidsløshet under bibehold av lav inflasjon. Quantitative Easing for tredje gang, eller QE3, som det heter, adskiller seg fra de to foregående ved at man ikke har satt noe tak på hvor mye likviditet som skal tilføres markedet.

Ved QE3 endrer Fed sammensetningen av aktiva som privat sektor eier. Obligasjonsbeholdningen i privat sektor reduseres, mens beholdningen av penger øker. Den bedre likviditeten håper man vil gi lavere rente. Og særlig på boliglån siden det er slike lån Fed nå tar over.

Under behandlingen i FOMC – det besluttede organet i Fed – stemte 11 av de 12 med stemmerett for tiltaket. Komiteen har ytterligere syv medlemmer uten stemmerett. Flere av dem var imot tiltaket, blant annet Richard Fisher, sjefen for Fed i Dallas, en av de 12 regionbankene som Fed består av. I et seriøst men samtidig muntert foredrag noen dager senere begrunner han sin beslutning. Med så god likviditet i økonomi-en, i hvilken grad vil ytterligere tilførsler av penger endre atferden? Fisher viser til en undersøkelse der ni av ti små og mellomstore bedrifter ikke er interessert i å låne mer, eller ikke ville ha noe problem med å låne mer, om de det ønsket. Noe tilsvarende gjelder for store foretak. Av 887 finansdirektører svarte 91 prosent at de ikke ville endre sine investeringsplaner om renten falt med ett prosentpoeng, og 84 prosent det samme om renten falt med to prosentpoeng.

“Nobody really knows what will work to get the economy back on course”, sier Fed-sjefen i Dallas. I stedet for ytterligere pengepolitiske eksperimenter, legger Richard Fisher ansvaret over på politikerne. Mens man i Fed på dannet og ryddig vis diskuterer mulige tiltak og til sist stemmer over forslagene, opptrer medlemmene av den amerikanske kongressen seg som fulle sjømenn. Kanskje var det å gå litt langt? Fed-sjefen i Dallas vil ikke fornærme noen, så fulle sjømenn må ha ham unnskyldt.

Penger er et slør

Ved QE3 i USA setter Ben Bernanke, sjefen for Fed, ytterligere fart i seddelpressen. Gjennom Feds oppkjøp av obligasjoner basert på utlån til boligeiere, skal milliarder av nye dollar tilflytte markedet. Men å tro at flittigere bruk av seddelpressen i seg selv skaper økonomisk vekst, er urimelig. Bortsett fra økt sysselsetting blant dem som betjener denne pressen. Men ettersom sedler er erstattet av

elektroniske penger, forsvinner selv denne virkningen på realøkonomien.

Penger forenkler transaksjonene i samfunnet og gjør økonomien som helhet mer effektiv. Men penger i seg selv skaper ikke verdier. Om én kilo bananer kan byttes i to kilo epler, er det en realøkonomisk realitet. Om prisen er 10 kr kiloen for epler og 20 kr kiloen for bananer, eller 100 kr kiloen for epler og 200 kr kiloen for bananer er saken uvedkommende.

Verdien av epler målt i bananer er uavhengig av den pengemessige siden av saken.

Med dagens kreative sentralbanker er det viktig å være klar over dette: At penger er et slør; slik at vi ikke lures til å tro at pengepolitikk kan levere noe den ikke kan levere – nemlig vedvarende økonomisk vekst.

30. september 2012

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