

Konkurrerende lettelser



Månedsbrev 04/2015

Før brukte man konkurrerende devalueringer for å bedre et lands konkurransevne. Nå brukes kvantitative lettelser litt på samme måten.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Da finanskrisen brøt innover land og folk høsten 2008, var rentevåpenet fint å ty til. Rentene ble satt ned over alt. Håpet var at lavere rente ville stimulere samlet etterspørsel slik at produksjonen ble holdt oppe til tross for de mange som gikk konkurs; foretak så vel som enkeltpersoner.

USA og Kina

Selv om finanskrisen hadde sitt utspring i USA, styrket den amerikanske dollaren seg i første fase av krisen. Det henger sammen med at dollar er verdensvalutaen som alle vil ha når utrygghet råder. Den amerikanske sentralbanken, Fed, viste både godt skjønn og god handlingsevne da den i denne trengte situasjonen ordnet med bilaterale avtaler med andre lands sentralbanker slik at tilgangen på allment akseptert betalingsmiddel – den amerikanske dollaren – ikke tørket inn.

I Kina fungerte det hele perfekt, så det ut for. Den økonomiske veksten i 2009 holdt seg oppe på nær ni prosent. Men i ettertid vet vi at dette i større grad skyldtes at de statseide bankene ble pålagt å låne ut i bøtter og spann til de lokale myndighetene samt til statseide foretak. Det var bare å ta frem fra skuffen prosjekter som manglet finansiering, og vips var pengene på plass. Realinvesteringene økte, og vekst og sysselsetting holdt seg opp. Ettersom mange av de investeringene som den gang fikk finansiering, ikke kan vise til den fornødne lønnsomheten, har finanskrisen kommet – noe forsinket – til Kina.

I USA syntes ikke sentralbanken det holdt med å sette den kortsiktige styringsrenten ned mot null. Folk og foretak som skal foreta langsiktige investeringer, er mer opptatt av de lange rentene. Hva må man betale for å låne penger i 5, 10, 20 og 30 år? Og kan Fed eventuelt gjøre noe for å få rentene her ned?

... mens renten er en pris, er volumet av statsobligasjoner i privat eie et kvantum

Kvantitative lettelser

Ja, mens renten er en pris, er volumet av statsobligasjoner i privat eie et kvantum. Hva om vi trekker inn store mengder med lange statsobligasjoner og andre fastrentepapirer? Da blir det større knapphet på slike papirer i markedet. Med større knapphet stiger prisen. Og høyere pris på obligasjoner betyr lavere effektiv rente. Yes – da er planen klar. Vi kjøper solide kvanta av lange papirer i markedet for på den måten å drive prisen på dem opp og renten ned. Lavere lange renter vil i neste omgang stimulere foretak til å legge ut nye lån til finansiering av nye prosjekter. Realinvesteringene tar seg opp. Den økonomiske veksten friskner til. Arbeidsløsheten synker.

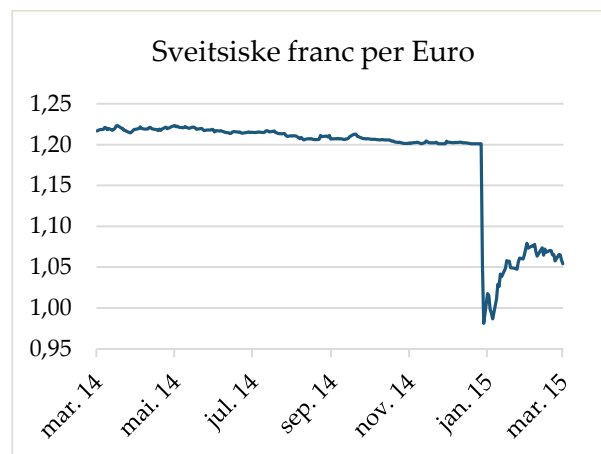
Som sagt så gjort. Med Fed-sjef Ben Bernanke ved roret satte USA i gang et program for oppkjøp av lange papirer. Ikke bare statlige, men etter hvert også private. "Quantitative

Easing" (QE) kalte man dette – eller kvantitative lettelser på norsk. I hvilken grad dette programmet har bidratt til den klare forbedring i USAs økonomi amerikanerne nå kan glede seg over, er ikke lett å tallfeste. Men at QE har dradd økonomien i riktig retning, kan det være liten tvil om. Storbritannia, som har sin egen valuta, hvilket betyr at sentralbanken er herre i eget hus, dro til med noe tilsvarende.

... gjennom kvantitative lettelser søker man (sentralbanken) også å få ned de lange rentene.

Fast valutakurs for Sveits

Sveits gikk nærmest i motsatt retning. Med eurokrise og uro på alle kanter, var det mange som søkte tilflukt i den sveitsiske francen (CHF) – det vil si plasserte pengene sine her. Hvilket forutsetter at pengene først må veksles fra euro eller kroner eller dollar eller yuan eller hva det nå er, over i CHF. Med stor etterspørsel etter sveitserfranc, steg prisen på dem. Prisen på euro (EUR) målt i CHF gikk raskt fra om lag 1,40 sommeren 2010 til om lag 1,20 sommeren året etter. Hvilket innebærer en klar forverring i konkurransevnen for sveitsiske foretak (som bare får 120 CHF for 100 EUR, mot 140 CHF ett år tidligere). Når så sveitserfrancen fortsatte å styrke seg ned mot 1,10 mot euro, mente den sveitsiske sentralbanken at nå var nok nok.



Man gikk til det overraskende skrittet å erklære at én euro i fremtiden aldri skulle koste mindre enn 1,20 CHF. Ettersom den sveitsiske sentralbanken (SNB) kan trykke opp ubegrensede mengder med sveitserfranc og bruke dem til å kjøpe opp annen valuta, roet markedet seg ned.

Fra september 2011 og frem til januar 2015 ble CHF liggende å duppe pent i overkant av 1,20 mot EUR. Men helt rolig var ikke markedet. SNB måtte stadig intervensere, det vil si kjøpe opp utenlandsk valuta og betale med egen. Hvilket førte til at den sveitsiske sentralbanken endte opp med en stadig større beholdning av valutareserver, og en stadig større beholdning av utestående CHF. Det at mengden av sveitserfranc i markedet stadig steg, uroet ledelsen i sentralbanken. Man mistet i noen grad styringen på egen pengeomengde. Videre ville det innebære store tap rent bokføringsmessig om man måtte kaste kortene, dvs. gå fra løftet om at prisen på én euro ikke skulle overstige 1,20 CHF per EUR, og det førte til en sterkere franc og en svakere euro. Alle de euroene SNB hadde på sin aktivaside ville synke i verdi mot alle de francene SNB hadde på sin passivaside.

Med frie kapitalbevegelser er det ikke lenger mulig for et land å bestemme egen valutakurs. Sveits prøvde.

Da det tidlig i januar i år ble klart at Den europeiske sentralbanken (ECB) som styrer euroen, også omsider hadde fått grønt lys for kvantitative lettelsler, kastet den sveitsiske sentralbanken kortene. Hvorfor det? Fordi når ECB ville flomme markedet med nye euro – og nettopp det ville jo skje når ECB startet et stortilt program for oppkjøp av statsobligasjoner og eventuelt andre fastrentepapirer – ville mange av de euroene folk da fikk mellom hendene, trolig bli vekslet om til franc og plassert i sveitsiske verdipapirer. Presset for en appresiering av francen ville øke ytterligere. Bedre da å være føre var – slippe taket før ECB går i gang med sine kvantitative lettelsler. Hvilket SNB gjorde den 15. januar i år. På et blunk falt prisen på euro målt i franc fra 1,20 til 1,00. For så å roe seg til 1,05 – 1,10. Hvilket innebærer en kraftig appresiering.

Konkurrerende lettelsler

Mens man i tidligere tider – med faste, men justerbare valutakurser – har hatt konkurrerende devalueringer, der siktemålet har vært å bedre konkurranseevnen til egne foretak, har vi nå fått noe som kanskje kan betegnes som konkurrerende kvantitative lettelsler. Mens det første innebærer at man endrer prisen direkte, dvs. valutakursen, innebærer det andre at man endrer kvanta, nemlig penge-

mengden, i håp om at mer penger skal svekke valutaen. Poenget er det samme – en bedring i konkurranseevnen.

For QE er det en tilleggseffekt. Sentralbanken er ikke fornøyd med bare å endre den kortsiktige styringsrenten; gjennom kvantitative lettelsler søker man også å få ned de lange rentene.

Frie kapitalbevegelse og markedet tar over

Hvorfor kan man ikke devaluere som før, dvs. skrive ned verdien på sin valuta? Svaret er enkelt. Med frie kapitalbevegelser er det ikke lenger mulig for et land å bestemme egen valutakurs. Sveits prøvde. Men som vi nettopp har sett, måtte gi etter for markedskreftene.

En tilbakevending til Bretton Woods systemet der det enkelte land kan bestemme renten langt på vei selv, og der kapitaleiere ikke fritt kan flytte pengene sine mellom land og valutaer, er neppe realistisk. Hadde verden vært slik i dag er jeg sikker på en ting. At Norges Bank, av hensyn til boblen mange mener nå er under utvikling i boligmarkedet, ville satt renten kraftig opp. Men i dagens situasjon å gjøre det, er å invitere til en langt sterkere valutakurs enn hva norske foretak er tjent med.

10. april 2015

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