

Pengepolitikken virker ikke – gør finanspolitikken?

Aktiemarkederne er fortsat usikre og volatile, pengemarkedsrenterne høje, risikovilligheden lav og den generelle stemning er fortsat præget af frygt og usikkerhed. Læg hertil, at den vestlige verden og Japan er i, eller snart kommer, i recession.

Pengepolitikken, med likviditetstilførsler og rentenedsættelser, har været brugt flittigt, og der har været en lind strøm af redningspakker og statslig indgriben, som indtil videre ikke synes at have haft den store effekt på den økonomiske aktivitet.

Nu presses politikerne til at bruge finanspolitikken som et redskab til igen at få gang i hjulene.

De senest offentliggjorte tal tyder på en fortsat lav vækst i verdensøkonomien. IMF vurderer nu væksten i verdensøkonomien til under 2 % i 2009, og det er væsentligt lavere end for et år siden.

Det traditionelle makroøkonomiske svar herpå er at gøre penge rigelige og billige. Dels for at fremme investeringslysten blandt virksomhederne, ved at flere projekter vil være rentable ved en lavere rente, dels ved at tilskynde forbrugerne til øget forbrug via låntagning til en billigere rente. Der er således heller ikke tvivl om, at vi vil opleve fortsatte rentesænkninger fra ECB og FED, selvom sidstnævnte ikke har meget råderum tilbage. Det vil også blive modtaget positivt af markedet i en kort periode, men vil derudover ikke have den store kortsigtede effekt. Tænk blot på FED's aggressive rentesænkninger og likviditetstilførsler det seneste år.

Pengepolitikken virker impotent for tiden. Årsagen hertil? – alle hamstrer kontanter!

Finanssektoren ønsker at reetablere sin kapitalbase efter de seneste, og for nogle forventede, fremtidige nedskrivninger på dårlige investeringer og misligholdte udlån. På langt sigt er det selvsagt ingen dårlig ide at styrke sit kapitalgrundlag, men på kort sigt, og hvis det sker for hurtigt, kan det betyde en uhenigtsmæssig stramning af kreditmulighederne.

Det er imidlertid en naturlig proces, der må gå sin gang i en kapitalistisk økonomi. I en boble tilflyder der alt for mange penge til tilsyneladende, men ikke bæredygtige, innovative og nye projekter, og der lægges ikke nok finansielt pres på projekter og selskaber, der ikke vil kunne realiseres/overleve under normale omstændigheder (i en ikke boble økonomi). Derfor var der i 1999 alt for mange værdiløse selskaber indenfor telekommunikation og IT, og derfor var der i 2006 alt for mange overvurderede projekter, boliger og selskaber indenfor ejendomsbranchen.

I oprydningssfasen må også en række finansielle operatører lade livet og kapaciteten begrænses, hvilket vil medføre, at kun projekter og virksomheder med et stærkt og sundt forretningskoncept kan forvente at kunne fremskaffe kapital. Samtidig vil det også være disse selskaber, der vil vinde markedsandel. Samlet set er det en sund proces, der styrker de velfunderede og kompetente og straffer de overaggressive og inkompetente.

Lad os håbe oprydningen bliver hurtig og effektiv, og at hukommelsen hos alle involverede vil række længere end de 7 år, der gik fra 1999 til 2006!

Også virksomheder udenfor finanssektoren hamstrer, i et vist omfang, kontanter. For få år siden var virksomheder, der lå med store kontante beholdninger udsat for angreb fra investorer, der ønskede pengene sat på arbejde eller udbetalt som udbytte alternativt brugt til aktietilbagekøb. I dag stopper man tilbagekøbsprogrammer, forsøger at skaffe likviditet ved at frasælge ikke-kerneaktiviteter, forsøger at optimere sit cash flow eksempelvis via outsourcing, styre arbejdskapitalen, lagre m.v., strammere end hidtil og udsætte planlagte investeringer. Et udtryk som "burn rate" hørte tidligere kun til i Biotek sektoren, og var et udtryk for, hvor lang tid likviditeten rakte. Nu bruges udtrykket også af ganske normale selskaber - senest af den amerikanske bilindustri.

I dag betragtes det, for et selskab, som endog særdeles positivt at have en god likviditet. På længere sigt siger det dog sig selv, at overskydende likviditet er bedst anbragt i reale investeringer.

Eik Bank Danmark A/S
Oslo Plads 2
2100 København Ø
Tlf.: (+45) 33 73 31 50
Fax: (+45) 33 73 11 70
E-mail:
kim.sandberg@eikbank.dk

Redaktion:
J. Daugaard Christensen

Kontakt:

Private Banking

Kim Sandberg
Tlf.: 33 73 31 61

Bjørne Skousen
Tlf.: 33 73 31 55

Thomas Carlsen
Tlf.: 33 73 31 92

Claus Bodenhoff
Tlf.: 21 68 20 68

Marianne Kurland
Tlf.: 33 73 31 37

Aktier

Lars K. Thomsen
Tlf.: 33 73 31 63

Per Høgh
Tlf.: 33 73 31 39

Christine Hellesten
Tlf.: 33 73 31 64

Jesper Thomsen
Tlf.: 33 73 31 66

Obligationer

Kenneth Peters
Tlf.: 33 73 31 65

Michael Aamann
Tlf.: 33 73 31 62

Indlån/Funding

Klaus Sørensen
Tlf.: 33 73 31 52

Også private hamstrer kontanter. Hvor de tidligere betragninger har almen gyldighed, tænker vi her på især den amerikanske forbruger. Hvor den amerikanske forbruger tidligere har forbrugt hele sin indkomst og mere til, er opsparing/gældsnedbringelse nu blevet "in". Det betyder, at den såkaldte multiplikatoreffekt er sat delvist ud af kraft. Multiplikatoreffekten går ud på, at når forbrugeren modtaget 100\$, køber han en vare, en ydelse eller en service for pengene, og den, han køber varen/ydelsen/service af, køber også en vare, en ydelse eller en service for de samme 100\$ og så videre. 100\$ mere i omløb medfører således en samlet efterspørgsel og dermed aktivitet i samfundet, der langt overstiger de oprindelige 100\$. Jo større en del af de 100\$ der tilbageholdes i hvert led som opsparing, jo mindre en del forbruges, og dermed mindskes den samlede aktivitet markant. Især hvis den del der opspares ikke automatisk kanaliseres videre til forbrug og investering hos andre aktører. Det gør den ikke, hvis både virksomheder og finanssektoren, jævnfør tidligere betragninger, hamstrer kontanter.

Nu er opsparing, historisk set, en god ting. Man sparer op til imødegåelse af uforudsete hændelser m.m. Det er jo en af de gammelkendte ubalancer i amerikansk økonomi, at opsparingen er og har været for lav. Men det er klart, at alternativet til opsparing er forbrug. Så en øget opsparingskvote medfører en mindre forbrugskvote.

Ligeså godt det er for økonomien, at opsparingskvoten på langt sigt øges, ligeså destruktivt er det, hvis den øges kraftigt og komprimeret på kort tid. Så sker der nemlig en hurtig, markant og i det nuværende økonomiske miljø skadelig opbremsning i privatforbruget!

Der er næppe tvivl om, at der er stillet rigelig likviditet til rådighed for samfundsøkonomien det seneste år. Problemet er, hvorvidt den anvendes efter hensigten - nemlig til investering og forbrug.

Vores vurdering tilsiger, at det gør den ikke. Når regeringer og centralbanker m.fl. taler om at genskabe tilliden, mener de i virkeligheden at skabe nye købere. Købere til fast ejendom, købere til aktier, købere til realkreditobligationer/virksomhedsobligationer i stedet for statsobligationer/kontanter og købere til de varer og ydelser, der fremstilles i samfundet – sådanne købere er i stort omfang ikke tilstede i dag. Især ikke til finansielle aktiver.

Samtidig bærer den førte politik i sig selv kimen til den næste boble – nemlig rigelig likviditet og lave renter. Det er således en hårfin balancegang mellem vækst og en potentiel overophedning, de politiske aktører står overfor. Den dag risikovilligheden igen vender tilbage, må der nødvendigvis ske en stramning af den gældende pengepolitik.

Hvis pengepolitikken ikke kan løse de aktuelle problemer, kan finanspolitikken så gøre det?

Hvis verdensøkonomien var afhængig af udviklingen i den danske økonomi kunne det lade sig gøre. Vi har lav arbejdsløshed, overskud på statens budget og overskud på handelsbalancen. En finanspolitisk lempelse ville ikke nødvendigvis være uansvarlig, hvilket ikke er det samme som at sige, at vi synes, den er anbefalelsesværdig!

Internationalt forholder det sig imidlertid anderledes. USA har underskud på de offentlige finanser, underskud på handelsbalancen, udsigt til faldende skatteindtægter og stigende sociale ydelser, store potentielle omkostninger til finansiering af de gennemførte redningspakker. m.v.

Det samme gælder en række europæiske økonomier. Vi ser således et begrænset potentiale i finanspolitikken, selvom vi givet kan imødegå en række permanente og midlertidige finanspolitiske lempelser i den vestlige verden. Endelig kan finanspolitiske lempelser i lige så stort omfang anvendes til øget opsparing som til øget forbrug. I det aktuelle klima er førstnævnte nok det mest sandsynlige.

Endelig har midlertidige foranstaltninger en tendens til at blive permanente, hvilket ikke nødvendigvis er ønskværdigt på længere sigt. Hvis vi i Danmark ønskede et øget forbrug/mere optimisme, kunne momsens midlertidigt nedsættes til 20 %. Det vil givet være en populær politisk beslutning at træffe. Til gengæld ville forhøjelsen om et år være ligeså upopulær for politikerne – især fordi den er tættere på næste valg!

Vi tror således, at vi må igennem en periode med lavvækst og et vist mismod/mangel på optimisme, men også at denne periode hurtigt kan vendes til det bedre.

Vi har tidligere vurderet, at perioden, målt på faktuelle økonomiske nøgletal, måske vil vare til ind i begyndelsen af 2010.

Men vi mener stadig, at både aktiemarkedet og obligationsmarkedet aktuelt har indiskonteret alle de for nærværende realistiske negative scenarier.