

UTSIKTENE FOR VALUTAMARKEDENE I LYS AV UBALANSER I EIENDOMS- OG FINANSMARKEDER

Arne Jon Isachsen
Handelshøyskolen BI

Innlegg på Konjunkturseminaret 2005

1. Når har vi ubalanser i eiendoms- og finansmarkeder?

Når en beholdningsvariabel er på en utviklingsbane som ikke er bærekraftig, idet prisbanen som understøtter utviklingen, synes å nærme seg et skarpt knekkpunkt.

- **Aksjer, i 1929 og 1987**
- **Boliger, i starten av det 20. århundre og på slutten av 1980-tallet**
- **Valuta, ved oppløsningen av Bretton Woods, 1971-73 og i 1981, 1985 og 2001**

Husk: "at all points in time the given stocks of assets must be willingly held."

2. Hvem og hvordan avgjøre om man er på en bærekraftig bane eller et bærekraftig nivå? Ulike folk forteller ulike historier

Historien viser at de dyktigste økonomene ikke nødvendigvis har de beste historiene – i betydningen av at om man hadde trodd på deres historier, ville man

- **Blitt rik, som privat investor eller aktør**
- **Forhindret eller mildnet kriser som ubalanser endte opp med, om man var policy-maker**

Irving Fisher så ingen tendens til et overvurdert aksjemarked høsten 1929. Men aksjene på NYSE falt likevel – med til sammen over 80 prosent fra oktober 1929 til juni 1932.

3. Det første synet: Det er ingen ubalanser

La de som bor i Lillehammer være driftige mens de på Hamar er sparsomme. Hva er da problemet med at Hamar sender bølgevis av penger til Lillehammer hvert år?

Låntakerne i Lillehammer kan anskaffe seg mer realkapital, og holde et høyere nivå på konsumet i perioder der realinvesteringene er betydelige (kfr. Norge under utbyggingen av Nordsjøen. I 1977 tilsvarte underskuddet på driftsbalansen 14 prosent av BNP).

Om låneopptakene i hovedsak går til privat konsum, kan det blir problemer. En boligboble som sprekker, kan dra med seg bankene kfr. Norges erfaringer tidlig på 1990-tallet.

4. Det andre – og tradisjonelle – synet: IMF, Sebastian Edwards, Obstfeld og Rogoff, Michael Mussa: Bobler i USA – både internt og eksternt (I)

- Underskudd på driftsbalansen tilsvarende 5-6 prosent av BNP er ikke "sustainable"
- Underskudd i statsfinansene på rundt 3 prosent av BNP – heller ikke "sustainable"
- USAs nettogjeld til utlandet tilsvarer 25 prosent av BNP.

MEN: USAs inntekter av fordringer på utlandet, inklusive FDIs (dvs. aksjer), er større enn utgiftene, til tross for at USA er i klar netto kreditorposisjon

4. Det andre – og tradisjonelle – synet: IMF, Sebastian Edwards, Obstfeld og Rogoff, Michael Mussa: Bobler i USA – både internt og eksternt (II)

Før eller senere vil dollaren falle kraftig. Minner om følgende:

- **I 1981 kostet en dollar 1,70 tyske mark.**
- **I 1985 (februar) kostet den 3,40**
- **I 1987 var den tilbake til 1,70.**

Boligprisene slutter å stige og amerikanske konsumenter strammer inn livremmen

USAs import 15 prosent av BNP mens eksporten bare 10 prosent.
Vanskelig å unngå keynesianske mekanismer; nemlig at veksten i USA må ned – kanskje bli negativ – for at importen mer skal komme på linje med eksporten.

5. Det tredje synet: Richard Cooper – vedvarende underskudd for USA trenger ikke være noe problem

- Man må skille mellom nivå og endring i nivå. Klart at ikke USA kan fortsette med driftsbalanseunderskudd i størrelsesorden 6-7 prosent av BNP. Men 3-4 prosent går bra.
- Med nominelle BNP-vekst på 5-6 prosent, blir det rom for *vedvarende underskudd* på USAs driftsbalanse tilsvarende 3—3,6 prosent av BNP.
- Cooper mener at man kan ha stabil likevekt ved kontinuerlig underskudd i denne størrelsesorden. Merk at vi da bryter med forutsetningen om temporal nyttemaksimering. Problemer om den økonomiske veksten i USA skulle falle kraftig.

6. Det fjerde synet: BIS (2005) – so far so good (I)

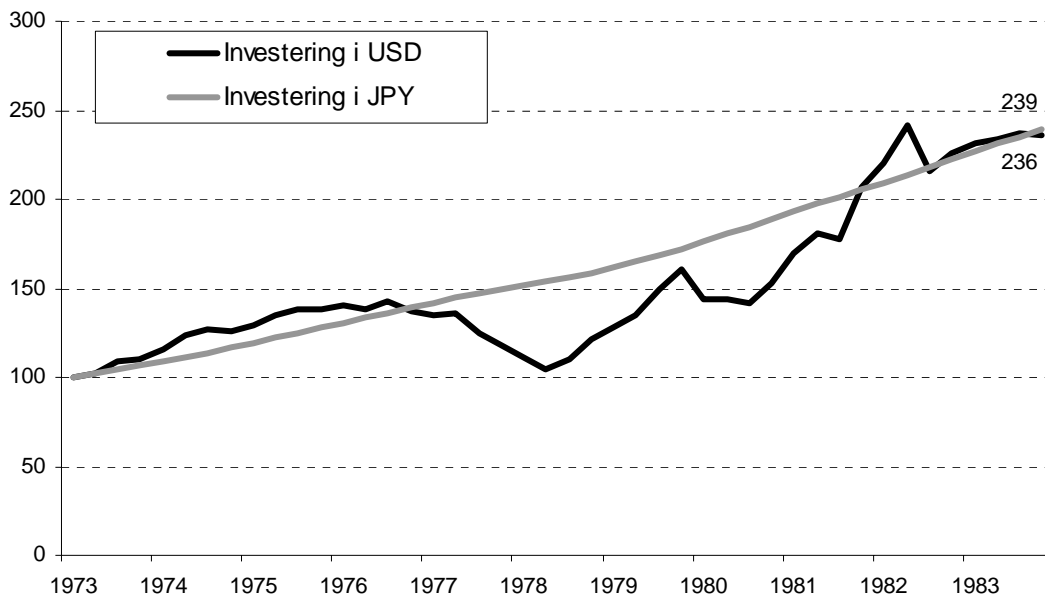
Verdensøkonomi har gått – og går – så det suser.

- "What policies might best help preserve the many satisfactory features of today's economic and financial world? Opinions may reasonably differ about either paradigm choices or trade-offs within chosen paradigms "(side 3, 75th Annual Report)
- "central banks need to be aware of the limitations of their knowledge **and to be wary about mistaking consensus for true understanding**" (side 75-76, min understrekning. Denne siste setningen er en sann perle)

6. Det fjerde synet: BIS (2005) – so far so good (II)

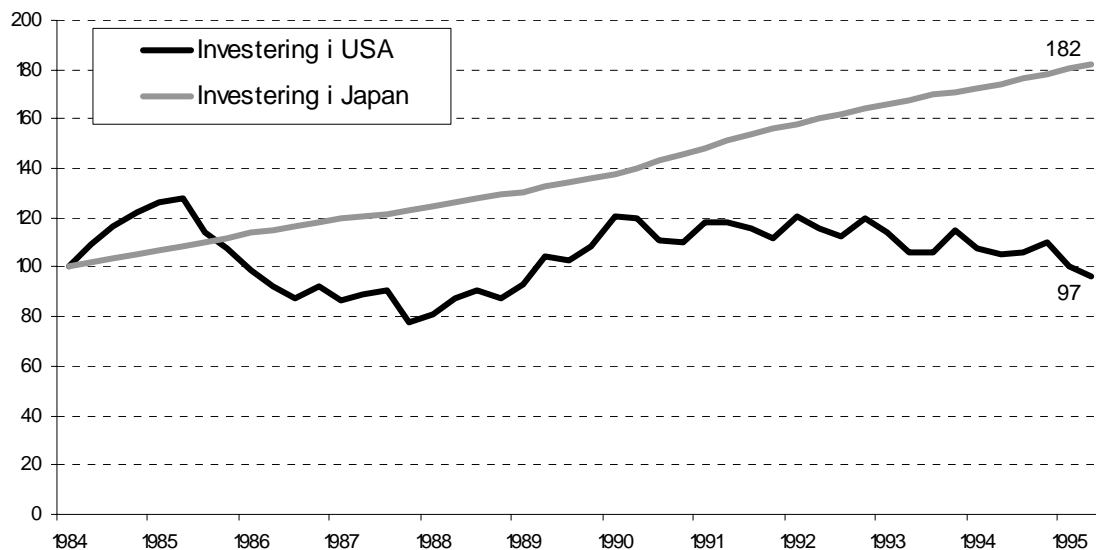
Tre forhold som forklarer valutakursutviklingen:

- Underskuddet i USA og ”perceived dollar overhang”
- Exchange rate policies in Asia
- Rentedifferanser



Figur 1: Akkumulert verdi av 100 JPY, målt i JPY, plassert i USD og JPY henholdsvis, på 3måneders basis, 1973/3-1984/1

6. Det fjerde synet: BIS (2005) – so far so good (III)



Figur 2:

Avkastning ved plassering i JPY og USD, målt i JPY. Kvartalsvise observasjoner, 1984/2-1995/2

- Vil dollarens rolle som internasjonal valuta bli markant mindre?
- "The main challenges ahead remain macroeconomic in nature"

7. Det femte synet: Ben Bernanke: USA som “Spender of last resort” (I)

Ben Bernanke følger opp tradisjonen fra Depres, Kindleberger og Salant (The Economist 1969): USA tilpasser seg passivt andre lands ønsker og behov.

Mellom 1996 og 2003 økte driftsbalanseunderskuddet til USA med 410 milliarder dollar. Hvor finner vi det regnskapsmessige motstykket?

- **22 milliarder i andre rike land**
- **293 milliarder i emerging markets og utviklingsland (som Kina, de asiatiske tigrene, Argentina, Mexico og Brasil)**

7. Det femte synet: Ben Bernanke: USA som “Spender of last resort” (II)

U-land er så hissige på å samle opp reserver av utenlandsk valuta, kfr. serier av finanskriser (Mexico i 1994, mange land i Asia i 1997-1998, Russland i 1998, Brasil i 1999 og Argentina i 2002). Store realøkonomiske kostnader.

- **1996-2000: Private investorer kjøper USA-papirer**
- **Deretter, andre lands sentralbanker tar over**
- Behov for rike land å spare – kfr. eldrebølgen som kommer.
- Markante reduksjonen i *home bias* generelt betyr en ny kilde til etterspørsel etter amerikanske verdipapirer.

7. Det femte synet: Ben Bernanke: USA som “Spender of last resort” (III)

- **For 100 personer mellom 20 og 64 år**
 - er det i dag 21 personer på 65 år eller mer i USA
 - er det 34 personer i 2030 i USA
 - er det 46 personer i 2030 i Europa
 - er det 57 personer i 2030 i Japan

En reduksjon i underskuddet på statsfinansene med en dollar gir en bedring på driftsbalansen på bare 20 cent.

U-land vil etter hvert bli mindre interessert i å akkumulere valutareserver. Men husk Mrs. Machlup's wardrobe problem.

8. Det sjette synet: DFG om gjenoppliving av Bretton Woods systemet

Michal P. Dooley, David Folkerts-Landau og Peter Garber (DFG) har skrevet noen notater i NBER Working paper series.

Sentralbanker i Asia er lite opptatt av risk/return vurderinger av akkumulerte verdipapirer. Er mer opptatt av vekst i løpende produksjon. Kina trenger å skape 8—10 millioner nye arbeidsplasser hvert år de neste 20 årene. Om motstykke til dette er akkumulering av amerikanske statspapirer, får det så være.

Mr. Hu har høy diskonteringsfaktor. Viktig at det går bra på kort- og mellomlang sikt.

9. Det syvende synet: Pragmatisk maktpolitikk med langsiktig perspektiv (I)

De Gaulle ble engstelig for USAs vilje og evne til å betale tilbake lånene på slutten av 1960-tallet. Da han forlangte gull for dollar, bidrog han til at Bretton-Woodssystemet sprakk.

USA har nå inflasjon på bare 2—3 prosent.

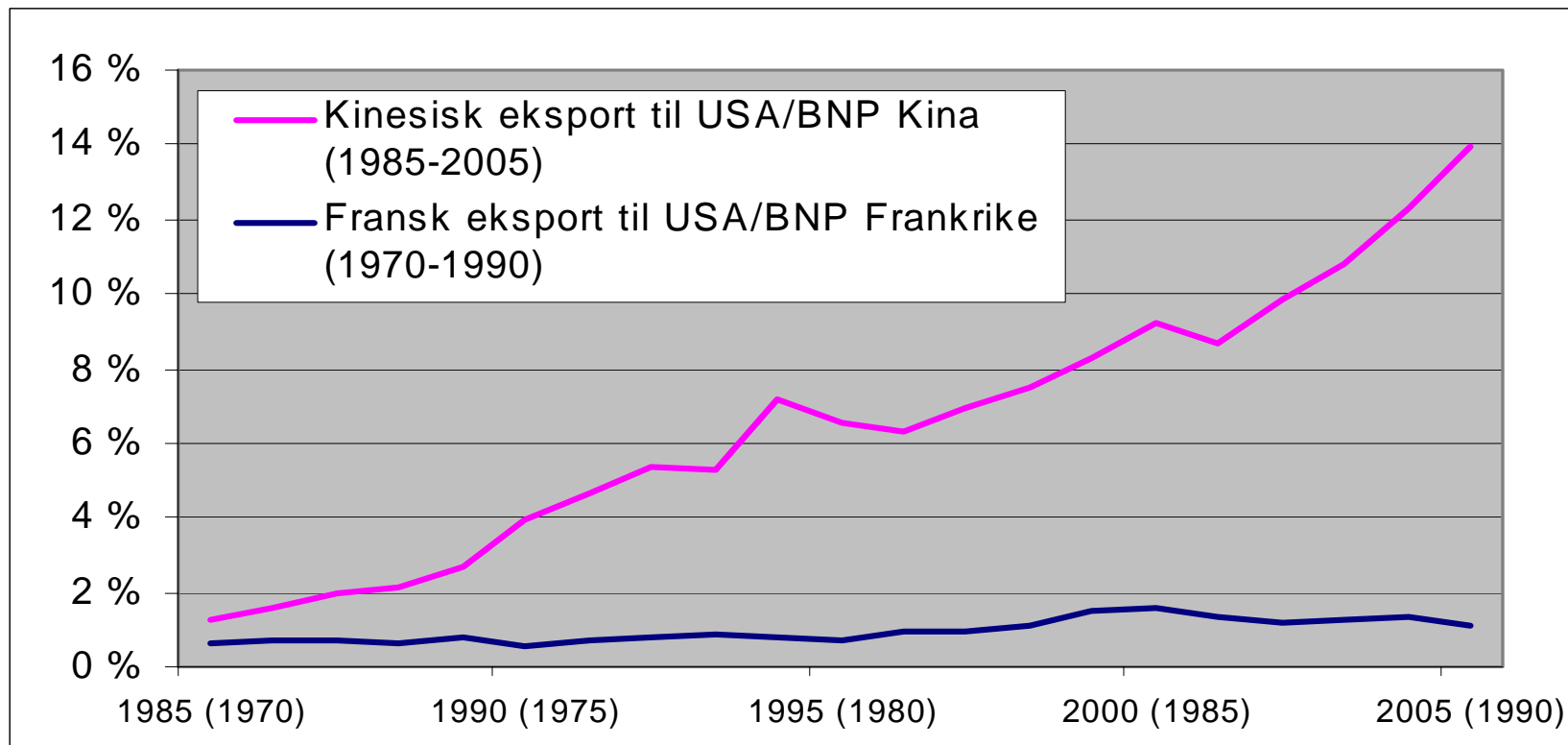
Vil Kina forlange "gull for dollar"? Nei. Men kineserne vil ønske å kjøpe opp amerikanske bedrifter. CNOOC gav seg i sitt bud på Unocal.

9. Det syvende synet: Pragmatisk maktpolitikk med langsiktig perspektiv (II)

La Kina selge unna for et par hundre milliarder dollar i amerikanske statspapirer. Dollaren faller brått og kraftig. Dollarrenten stiger. Hvorfor Kina **ikke** vil gjøre dette:

- Ødelegger for egen eksport på to måter. For Kina er eksporten til USA ganske annerledes viktig enn den var for Frankrike på De Gaulles tid
- Svekker verdien av gjenværende dollarfordringer
- Ødelegger forholdet til USA i bredere politisk mening

9. Det syvende synet: Pragmatisk maktpolitikk med langsiktig perspektiv (III)



Figur 3: Eksport til USA fra Frankrike (1970-1990) og Kina (1985-2005) som andel av de respektive landenes BNP

9. Det syvende synet: Pragmatisk maktpolitikk med langsiktig perspektiv (IV)

Kina er opptatt av "peaceful ascendance strategy". På fredelig vis etter hvert skaffe seg rom blant de mektige og toneangivende. Ikke som sist – den gangen Japan og Tyskland presset seg på. Og USA og England ikke gav rom. Resultatet ble to verdenskriger.

Troverdigheten av en slik strategi krever tilbakeholdenhet – og ikke aggressivitet – i den økonomiske politikken.