

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Januar 2005

VALUTAPOLITISKE UTFORDRINGER

I oktober 2000 kostet en euro 0,825 dollar. I januar 2005 var prisen 1,36 dollar. Den kinesiske valutaen derimot har helt siden 1994 hatt fast kurs mot dollar. Om de asiatiske valutaene styrker seg mot dollaren, vil presset for en ytterligere styrking av euroen dempes. Imidlertid kan USAs problem med stor ubalanse i handel med andre land bare løses av amerikanerne selv; produksjonen av varer og tjenester må øke relativt til bruken. Det fordrer en strammere finanspolitikk og økt privat sparing. For Europa ligger utfordringen i å få slutt på den sløsing en arbeidsløshet på rundt 10 % i mange land innebærer. En politikk med mer markedsbaserte lønninger vil tvinge seg frem.

Euroen har en ublid start....

I januar 1999 tok euroen over for tyske mark, franske franc, nederlandske gylden, og åtte andre EU-valutaer. Mange trodde at andre lands sentralbanker ville etterspørre denne nye valutaen, dvs. selge unna en del dollarfordringer og i stedet samle opp fordringer eller verdipapirer i euro. I så fall ville prisen på euro målt i dollar stige. Det motsatte skjedde. Etter et snaut halvår hadde prisen på euro sunket fra 1,18 dollar til 1,05 dollar. På dette tidspunktet la investeringsbanken Goldman Sachs frem sin prognose på eurokursen; om ett år ville prisen på euro ha steget til 1,22 dollar. Ett år senere kostet euroen 0,93 dollar. Utviklingen hadde altså gått motsatt vei av hva Goldman Sachs – og mange med dem – hadde forventet. Og eurofallet fortsatt. Bunnen ble nådd i oktober 2000, med en pris på 0,825 dollar per euro.¹

Situasjonen var ugrei. Den svake eurokursen gav europeiske bedrifter en for god konkurransevne i forhold til amerikanske. Dessuten førte en svak euro til høyere pris i Europa på importerte varer og tjenester. Målsetningen om en inflasjon på under to prosent ble vanskelig å innfri. Den europeiske sentralbank fant det betimelig å intervensjonere i markedet, dvs. kjøpe euro og selge dollar. Disse intervensjonene var vellykket. Et gulv for prisen på euro i dollar ble etablert.

...men styrker seg etter hvert bra

Etter hvert tok euroen til å styrke seg. Senhøstes 2004 var prisen på euro kommet godt over 1,30 dollar. Dermed hadde euroen steget i verdi med mer enn 50 prosent på fire år. En

¹ En pris på 0,825 dollar per euro er det samme som en pris på $(1 : 0,825) = 1,212$ euro per dollar. Vi kaller 0,83 for eurokursen og 1,212 for dollarkursen.

gryende oppgang i Eurolandenes økonomi står nå i fare for å stanse opp pga. en for sterk valuta, med tilhørende svekkelse av konkurranseevnen.

I forhold til asiatiske valutaer som japanske yen og kinesiske yuan har dollaren svekket seg langt mindre. Helt siden 1994 har Kina holdt prisen på dollar fast til 8,28 yuan. Japan på sin side har tidvis intervenert kraftig for å unngå verdistigning (eller appresiering) av egen valuta. I første kvartal 2004 kjøpte Bank of Japan 130 milliarder dollar, og tilførte markedet en tilsvarende mengde med yen. Økt rikelighet på yen relativt til dollar bidrar til å holde verdien på yen nede, dvs. man unngår en økning i yenkursen.

Når dollaren svekker seg mot euro, følger kinesisk yuan med som nissen på lasset. Og når Japan selger egen valuta mot dollar, styrker yenen seg mindre enn den ellers ville gjort. USAs behov for en bedring i konkurranseevnen via valutakursen blir aktivt motarbeidet av Kina og Japan. Den bedringen i konkurranseevne som USA trenger, må i større grad tas ut overfor andre valutaer, i første rekke euroen. Det er en utvikling man i EU-landene setter liten pris på.

Underliggende årsaker til en for sterk euro.....

I 2002 var om lag 65 prosent av verdens valutareserver i dollar. Sentralbankene i Japan, Kina, Hong Kong, Taiwan, og andre land i Sør-Øst-Asia sitter på to tredjeparter av de internasjonale valutareservene. Målt i én valuta er de samlede reservene på rundt tre trillioner dollar. Hvorfor velger de å vekke dollaren så tungt? Fordi USA er det største marked for deres eksport. Og fordi de alle har fokus på dollarkursen for sine respektive valutaer.

For amerikanske husholdninger og bedrifter sett under ett (privat sektor) var sparingen i 2004 omtrent like stor som realinvesteringene. Det betyr at privat sektor i Amerika ikke hadde ekstra sparemidler til utlån til andre sektorer. I 2004 var de statlige inntektene i USA nesten 500 milliarder dollar lavere enn statens utgifter. Siden den opplåning som staten følgelig må foreta, ikke kan skje hjemme – privat sektor har ingen ledige midler å tilby – må pengene komme fra utlandet. Måten et land låner i utlandet på er ved underskudd i handelen, ved at importen overstiger eksporten. For 2004 hadde USA et importoverskudd i samme størrelsesorden som underskuddet på statsbudsjettet. På den bakgrunn kan vi si at manglende skatteinntangen i USA ble finansiert ved sparing i andre land. Det skjer ved at andre land kjøper nye, amerikanske statsobligasjoner som er denominert i dollar.

En betydelig utenlandsk etterspørsel etter amerikanske statspapirer, til tross for lav rente, har gjort det lettere for myndighetene i USA å drive med underskuddsbudsjettering. Lav amerikansk rente gir stor innenlandsk etterspørsel i Amerika. For Kina, Japan og andre land legges forholdene til rette for økt eksport til USA. Ulempen merkes ikke før på litt sikt. Overskuddene på handelsbalansen til disse landene, som saltes ned i dollarpapirer, mister kjøpekraft i Europa når eurokursen stiger.

Spørsmålet er nå om landene i Sør-Øst-Asia vil velge å diversifisere over i andre valutaer, i første rekke euro. En svekket dollar vil i så fall bli enda svakere – og en styrket euro enda sterkere. En slik utvikling vil skape uro i handelssamkvemmet mellom Europa og USA.

..... hva kan gjøres med det?

Her er tre aktører og tre utfordringer.

USA må gripe tak i egen finanspolitikk. Tidligere skattelettelser bør reverseres. Samtidig må forholdene legges bedre til rette for økt sparing i husholdninger og bedrifter. Fra EU sin side blir det uttrykt stor misnøye med USAs manglende villighet til å ta de nødvendige finanspolitiske grep, dvs. heve skattene for derved å minske sitt lånebehov i utlandet. Med mindre behov for opplåning ute, blir det også mindre behov for en ytterligere svekkelse av dollaren. Ettersom en svakere dollar betyr en sterkere euro, med tilhørende problemer for industri og annen konkurranseutsatt virksomhet i Europa, er ikke dette noe urimelig krav fra EUs side.

Til dette svarer USA at problemet er på EUs banehalvdel. *Euroland* må få fart på økonomien. En arbeidsløshet på rundt ti prosent i store EU-land innebærer en enorm sløsing med ressursene. Strukturpolitiske tiltak er nødvendig. USAs underskudd i handelen med EU ville rette seg kraftig opp om EUs arbeidsledighet ble redusert. Da ville nemlig etterspørselen i Europa ta seg opp, og noe av den økte etterspørselen ville rette seg mot amerikanske varer og tjenester. Dette resonnementet fra USAs side har også åpenbart meget for seg.

Til sist, land som *Kina og Japan* må legge om sin valutapolitikk. Bindingen til dollar må opphøre. På grunn av store underskudd i utenriksøkonomien trenger USA en bedring av konkurranseevnen. Denne bedringen må komme også vis-à-vis Kina og Japan, og ikke bare i forhold til Europa. For Kinas vedkommende betyr det at man løser opp på den faste kursen på 8,28 yuan per dollar. Og Japan må stanse sine valutaintervensjoner og i stedet akseptere at egen valuta styrker seg mot dollar. Bare på den måten kan presset for en ytterligere – og meget uønsket – styrking av euro mot dollar avta.

Europa og USA går sammen i denne kritikken av Kina og Japan. Fra vestlig hold vil en appresiering av asiatiske valutaer generelt bli hilst velkommen. I grunnen er det et rimelig krav at land i Asia legger bort sin "beggart-ty-neighbor" valutapolitikk og i stedet bidrar i den tilpasningsprosessen som det nå er behov for i internasjonal økonomi.

Hvor realistisk er det med et samarbeid langs disse linjene? Med George W. Bush i Det hvite hus i fire nye år er det lite som tyder på strammere finanspolitikk gjennom høyere skatter.

Med Jacques Chirac som president blir det vanskelig å få til de nødvendige omstillinger i fransk økonomi. I Tyskland derimot har kansler Gerhard Schröder omsider grepet fatt i utfordringene med sitt Agenda 2010 program. Hensikten er et mer fleksibelt arbeidsmarked og mer markedsbestemte lønninger. Lisboa 2010, som er et fellesprogram for EU-landene med siktemål å gjøre EU til den mest konkurransekraftige regionen i verden, er det imidlertid mange som smiler av. EU har ganske enkelt ikke virkemidler sentralt å sette inn.

Og i Asia, hvordan tenker man der? Allerede i 2003 vedtok myndighetene i Kina overgang til en mer fleksibel valutakurspolitikk. Hva som ligger i dette begrepet, er litt uklart. Kinesiske myndigheter mener trolig at man vil tillate svingningsmarginer på pluss/minus noen prosent (kanskje fem?) rundt den faste kursen, dvs. en form for "managed float". Noen revaluering,

ved å fastsette ny sentralkurs mot dollar, er det neppe snakk om.² Ei heller å gjøre den kinesiske valutaen konvertibel for transaksjoner på kapitalbalansen. Før man tillater utlendinger å investere fritt i Kina og kinesere å plassere sine midler fritt i utlandet, trenger man trening i å håndtere et system der valutakursen svinger innen fastlagte rammer.

Dersom Kina skulle tillate sin valuta å styrke seg mot dollaren, er det trolig at andre land i Asia vil følge med. Om koreansk won skal ha stabil kurs mot kinesisk yuan, og Kinas valuta appresierer mot dollar, må den koreanske valutaen også styrke seg mot dollar. En slik utvikling vil EU se positivt på; presset for en ytterligere appresiering av euro mot dollar blir mindre. Således har EU og USA sammenfallende interesser i en oppmykning i asiatisk valutapolitikk.

Hva om evnen og viljen til politiske tiltak ikke er der?

Hvordan vil de internasjonale kapitalmarkedene reagere om den amerikanske stat forsetter å bruke langt mer enn skatteinntektene tilsier; om arbeidsløsheten i EU nekter å falle; og om landene i Asia tviholder på sine valutakurser mot dollaren? Som Herbert Stein, formann i den amerikanske presidentens økonomiske råd fra 1972 til 1974, en gang sa: ”Hvis noe ikke kan fortsette for alltid, vil det stoppe.”

USA kan ikke fortsette med *økende* underskudd på sin handelsbalanse. Noe må gi etter. Et mulig scenario er at dollaren stuper. Fra februar 1985 og to år fremover ble dollarens internasjonale verdi halvert, fra en kurs på 3,44 mot tyske mark til 1,70. Om det samme skal gjenta seg nå, vil det bety at dollaren skal ned fra 1,21 euro per dollar (oktober 2000) til 0,59 euro per dollar (dvs. 1,69 dollar per euro). Med forventninger om slik svekkelse av dollaren, blir det fristende for land i Asia å endre sammensetningen av sine valutaeserver nå; ut av dollar og inn i euro. Og inn i yen, sveitserfranc, pund og kroner (svenske, norske og islandske). Et slikt tenkesett vil sette fart på dollarnedgangen. USA vil neppe ha noe i mot en slik utvikling.

Svekket dollar og mindre appetitt i utlandet for å kjøpe amerikanske statspapirer, vil tvinge frem en renteøkning på slike papirer. I USA vil høyere rente bety redusert etterspørsel i privat sektor; husholdninger og bedrifter vil øke sin sparing. I offentlig sektor vil man bli mer opptatt av å begrense budsjettunderskuddene; høyere renter gjør det dyrere å ta opp nye statslån. Samlet innenlandsk etterspørsel går ned. En ikke ubetydelig avmatning i amerikansk økonomi kan lett bli resultatet.³ Om imidlertid eksporten tar seg kraftig opp i kjølvannet av en svakere dollar, vil det bidra til å holde amerikansk aktivitetsnivå og sysselsetting oppe.

Hvorvidt amerikansk eksport vil erfare en markant oppgang, er avhengig av at etterspørselen i andre deler av verden øker. Vil Kina, som i dag har en veksttakt på rundt ni prosent, kunne øke sin etterspørsel ytterligere? Vil EU som har en BNP-vekst på under to prosent, makte å generere økt sysselsetting, vekst i privat forbruk og økte private investeringer? Og hva med Japan? Vil veksten, som omsider ser ut til å ha kommet i gang der, fortsette?

² En revaluering på 10 % ville bety at prisen på dollar ble redusert fra 8,28 yuan til 7,45 yuan. Hva som *kan* være aktuelt er å låse den kinesiske valutaen til en kurv av andre valutaer, f. eks. en tredjepart av hver av de tre store valutaene; dollar, euro og yen.

³ Se “The Unsustainable US Current Account Position Revisited”, NBER working paper 10869, October, 2004, av M. Obstfeld & K. Rogoff, på <http://www.nber.org/papers/w10869>.