

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

August 2005

KINESISK VALUTAKURV

Den 21. juli ble den kinesiske valutaen revaluert med 2,1 prosent. Prisen på én dollar sank fra 8,28 yuan til 8,11 yuan. En stabilisering av yuan mot en kurv av 8-10 andre valutaer vil føre til at økningen i Kinas valutaeserver i større grad vil komme i andre valutaer enn i dollar. Handelen med EU vil etter hvert skje i euro snarere enn i dollar. Det amerikanske rentenivået vil stige – også på lange plasseringer – og dollaren vil svekkes. Høyere rente kan dempe den innenlandske etterspørselen i USA. Svakere dollar kan øke andre lands etterspørsel etter amerikanske varer og tjenester. En friere valutapolitikk, kombinert med en friere rente, innebærer at kinesiske myndigheter nå tar markedet i bruk i sitt forsøk på å styre den samlede etterspørselen i denne vekstkraftige og dynamiske økonomien.

I november, under et forskningsopphold ved Brookings Institution i Washington D. C., hadde jeg interessante samtaler med eksperter på kinesisk økonomi og politikk. Kina, ble jeg fortalt, hadde for lengst besluttet å gå bort fra den faste bindingen av sin valuta mot dollar – fra 1995 hadde dollaren kostet 8,28 yuan. En mer fleksibel valutapolitikk basert på styrt flyting mot en kurv av valutaer, eventuelt i kombinasjon med en forsiktig oppskrivning av yuan, lå i kortene. Den 21. juli skjedde denne omlegningen.

Kina gjør som Norge....

I oktober i fjor hevet Kinas sentralbank (Peoples Bank of China) sin signalrente, samtidig som kinesiske banker fikk friere anledning til å prise inn risiko i sine utlån. Parallellen til Norge midt på 1980-tallet er åpenbar; i begge tilfeller er det snakk om en overgang fra en politisk bestemt rente til en markedsbestemt rente. En viktig hensikt er å sikre at de mest lønnsomme prosjektene får finansiering og blir realisert.

I juli stod valutapolitikken for tur. Kina revaluerte og gikk over fra fast valutakurs til styrt flyting ("managed float"). Oppskrivningen ble mindre enn de fleste hadde ventet. Når dollaren faller i pris fra 8,28 yuan til 8,11 yuan (eller renminbi, RMB, som er en annen betegnelse på den kinesiske valutaen), er det kun snakk om en styrking av yuan på 2,1 prosent.

Igjen har vi en klar parallell til Norge. Høsten 1992 mistet mange store investorer tilliten til kronen – eller trodde bestemt at *andre* var i ferd med å gjøre det. For å forsvare den faste kursen, måtte Norges Bank sette renten opp. I tillegg foretok vår sentralbank betydelige støttekjøp av kronen. Da Norges Bank ikke lenger fant det formålstjenlig verken å heve renten

ytterligere eller bruke mer av valutaeservene, var resultatet gitt – den faste kursen måtte gå. Vi gikk over til styrt flyting. Dette valutapolitiske regimet hadde vi inntil mars 2001, da Norges Bank fikk i oppgave å stabilisere inflasjonen.

.....men beholder kontroll på kapitalbevegelsene

I juli 1990 tok Norge vekk kontrollen med kapitalbevegelser. Dermed stod nordmenn fritt til å kjøpe og selge utenlandske verdipapirer, og utlendinger fritt til å kjøpe og selge norske ditto. Når et land først åpner opp for fri inn- og utstrømning av kapital, kan det bli vanskelig å holde valutakursen fast.

Kina har kontroll på kapitalbevegelsene. Denne kontrollen virker langt fra perfekt – estimater peker i retning av at Kina det siste året har mottatt tilsvarende 100 milliarder dollar i uønsket innstrømning av utenlandsk kapital. Men om reguleringer ikke hadde vært på plass, ville innstrømningen av utenlandsk valuta vært mye større.

Mens Norge for snart 13 år siden opplevde en *utstrømning* av kapital, er Kinas situasjon i dag den motsatte; utenlandske penger *strømmer inn* i landet. For å holde valutakursen fast, må Peoples Bank of China kjøpe opp utenlandske valuta eller eventuelt senke renten. Ingen av delene er ønskelig. Når i tillegg Kongressen i USA har truet med en toll på import fra Kina på 27,5 prosent, med mindre yuanen skrives opp, er det lett å forstå at man nå fant det oppportunt å gjennomføre den omlegningen som allerede var besluttet. At omlegningen fant sted mens Kongressen er på ferie, var neppe tilfeldig. Kina vil nødvendig fremstå som et land som gir etter for politisk press utenfra.

Nærmere om Kinas valutakurv

Kurven som Kina nå tar sikte på å stabilisere yuan mot, er ikke kjent. Den 10. august uttalte imidlertid den kinesiske sentralbanksjefen Zhou Xiaochun at dollar, euro, yen og won (Sør-Koreas valuta) var ”naturlige” å ha med. I tillegg, sa han, vil det være rom for valutaer for land som har en årlig handel med Kina på 10 milliarder dollar eller mer, og nevnte eksplisitt Singapore, Storbritannia, Malaysia, Russland Australia, Thailand og Canada.

Sentralbanksjefen gjorde det klart at man nå ville introdusere nye produkter i valutamarkedet med sikte på avdekking av valutarisiko. Det betyr at kommersielle aktører trolig snart kan sikre sin valutaeksponering mot yuan gjennom handler i et bedre fungerende terminmarked. Myndighetene legger opp til at forsikringsselskap og andre ”ikke-bank” finansielle foretak kan delta i det kinesiske interbank-markedet for utenlandsk valuta. Disse forhold peker i retning av at den store premien på ”non-deliverable” yuan mot dollar vil synke. Prisen ett år frem i tid har i en periode ligget rundt 7,80 yuan mot dollar. Med et friere terminmarked vil prisen her gjenspeile renteforskjellene mellom de to valutaene.

Til nå har sentralbanken intervenert kraftig i valutamarkedet. De 0,3 prosent man har sagt at dollarkursen kan svinge rundt, har ikke vært utnyttet i særlig grad. Etter hvert som man vinner større erfaring med det nye regimet, og tar kurven i bruk, legges forholdene til rette for at dollar blir billigere i kinesisk regning. Finansmannen George Soros ser for seg en ytterligere appresiering mot dollar på mellom 1 og 2 prosent i september.

Med stabilisering mot kurv blir det også mer tilforlætelig at handel med EU prises i euro.

Kina vil selv ha fordel av en friere valutakurs

Den økonomiske veksten i Kina ligger nå rett i underkant av 10 prosent. Det er mye. Etter hvert som marked overtar for plan – statsforetak bygges ned relativt til privat virksomhet – blir det vanskelig å drive med styring på makroplan via direktiver fra Beijing. For bedre å kunne påvirke den samlede etterspørsel til 1,3 milliarder kinesere, må markedskonforme virkemidler tas i bruk. På det pengepolitiske området er det snakk om friere rente og en mer passende valutakurs.

En friere valutakurs gjør det mulig å drive en aktiv rentepolitikk. Om myndighetene ønsker å kjøle ned økonomien, kan de sette opp renten. Investeringsiveren vil dermed dempes. Videre vil en høyere rente trolig føre til en sterkere yuan. Med styrt flyt kan myndighetene – innen rammer – tillate dette. Andre lands bedrifter vil oppleve en bedring av sin konkurransekraft i forhold til kinesiske. Kinesisk etterspørsel vris mer i retning av utenlandske varer og tjenester. Det kan være på sin plass, gitt de rekordstore overskuddene Kina opplever i sin utenriksøkonomi.

... og globale ubalanser kan bli lettere å håndtere

Dagens globale bilde er det ikke lett å bli klok på. Hvordan kan det ha seg at verdens rikeste land – USA – har en sparerate på 14 prosent, mens et så fattig land som Kina sparer hele 44 prosent av sitt bruttonasjonalprodukt? Fordi USA snart må gjøre noe – amerikanerne kan ikke fortsette å øke sin gjeld i den takt de nå gjør – blir det viktig at andre land øker sitt konsum når USA demper veksten i sitt.

Men hva skal til for at den jevne kineser tar på seg spanderbuksene og øker sitt forbruk? På et mer grunnleggende plan er det behov for optimisme og en sterkere tro på fremtiden – dvs. rimelig sikkerhet for at man beholder jobben, at utgifter til helse og alderdom blir dekket, samt at barna (eller barnet) får god utdannelse. Økt tillit til fremtiden vil trolig dempe sparebehovet og føre til et oppsving i kinesisk forbruk. En slik tillit kan man imidlertid ikke skape med økonomiske incentiver alene.

Det er en sammenheng her

Verdien av Kinas valutareserver er på godt over 700 milliarder dollar. Anslag tyder på at mellom to tredjedeler og tre fjerdedeler holdes i dollarpapirer. Når Kina nå vil stabilisere sin valuta mot en kurv av valutaer snarere enn mot dollar alene, må man forvente at valutareservene i større grad vil gjenspeile denne kurven. Det trenger ikke å bety at Peoples Bank of China vil selge ut amerikanske statsobligasjoner i bytte for europeiske og japanske. Men det vil trolig innebære at *økningen* i kinesiske valutareserver i stor grad vil skje i andre lands verdipapirer. Når etterspørselen etter amerikanske verdipapirer således faller, vil renten bli presset opp. Høyere rente gir lavere forbruk. USA kommer inn på den smale sti – dvs. det blir en bedre balanse mellom amerikansk verdiskapning og amerikansk forbruk.

Vi må her skyte inn at Alan Greenspan, sjefen for USAs sentralbank, lenge har stusset over at stadig høyere korte renter ikke har gitt noen økning i de lange rentene. En viktig grunn er iveren andre lands sentralbanker har etter å kjøpe lange amerikanske statspapirer. Når nå Kinas sentralbank mister noe av lysten på dette, og kanskje får med seg andre land i Asia, må USA sette opp sine lange renter om de skal få solgt sine statspapirer og således finansiere det statlige budsjettunderskuddet.

Økte finansieringsproblemer for den amerikanske stat kan føre til et fall i dollarkursen. Svakere dollar og høyere rente vil virke dempende på innenlandsk forbruk, samtidig som etterspørselen etter amerikanske varer og tjenester i resten av verden tar seg opp. Om sparingen i USA stiger og eksporten øker, vil det være sunne bidrag for å rette opp globale ubalanser.

.... men de strukturelle utfordringene har vi neppe god nok forståelse av

Kinas erfaringer i våre dager har klare paralleller til norske et par tiår tilbake. Det kan gi oss nordmenn bedre innsikt og forståelse i kinesiske økonomi. Men parallellen til Norge holder bare et stykke på vei.

I arbeider av professor Richard Freeman ved Harvard University pekes det på at med Kina på full fart inn i verdensøkonomien, blir det en voldsom økning i tilbudet av arbeidskraft globalt. Det gir et press nedover på lønningene, hvilket lar seg avlese gjennom rekordstore overskudd og stadig høyere børskurser. Lave lønninger bidrar også til å holde inflasjonen i sjakk. Når pengepolitikken sikter mot en høyere inflasjon, må renten settes ned og ny likviditet tilføres. Om denne likviditeten i hovedsak finner veien til aksjer og fast eiendom, stiger prisene her. Pengepolitikken kan da gi opphav til finansielle bobler, som når de sprekker, vil kunne ha lite lystelige konsekvenser.

16. august 2005

Hjemmeside: <http://home.bi.no/fag87025/>