

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Oktober 2005

FINANSIELLE UBALANSER

USA har store og voksende underskudd i sin handel med resten av verden. Mange land har sett seg tjent med denne utviklingen; gjennom stor eksport til Amerika har de vært i stand til både å holde egen produksjon godt oppe og til å bedre sin finansielle stilling ved oppbygning av store valutareserver. Når f. eks. Peoples Bank of China (PBC), den kinesiske sentralbanken, låner bort penger til USA, ved kjøp av amerikanske statsobligasjoner, er det i stor grad sparemidler til kinesiske husholdninger som sendes over Stillehavet.

For hver hundre dollar USA bruker, må landet låne seks. Det betyr en meget kjapp akkumuleringen av gjeld til andre land. Hvor lenge vil resten av verden finne det formålstjenelig å sende sine sparemidler til USA? Et fall i dollarkursen på 15 prosent vil, i bergninger gjort av IMF, bidra til at USAs nettogjeld til utlandet over tid vil stabilisere seg på rundt 70 prosent av BNP.

I 1965 konstaterte Jacques Rueff at dersom han hver gang han hentet en ny dress hos sin skredder, umiddelbart fikk låne pengene tilbake, ville han (Monsieur Rueff) hatt adskillig flere dresser hengende i skapet. På den tiden var Jacques Rueff president Charles De Gaulles nærmeste rådgiver i økonomi. Poenget med historien var dette: Om USA har underskudd i sin handel med utlandet, er det ikke rart at disse underskuddene varer ved, når andre land bruker sitt handelsoverskudd til å kjøpe amerikanske aksjer og obligasjoner – dvs. sender pengene tilbake til Amerika.

I en artikkel i tidsskriftet The Economist året etter fikk Jacques Rueff svar på tiltale. Tre velrennomerte økonomer snudde elegant på flisa. Om skredderen til Monsieur Rueff har sterkt ønske om å sy så mange dresser som mulig og samtidig gjerne vil bli mer formuende, er det naturlig at han gjør som han gjør. I vår sammenheng: Om resten av verden (utenom USA) har sterkt ønske om å øke sine valutareserver i dollar, må USA som motytelse ganske enkelt akseptere vedvarende underskudd på sin handelsbalanse.

Kinesiske husholdninger låner til amerikanske myndigheter

Situasjonen i dag har likhetstrekk med den for førti år siden. USA har store og voksende underskudd i sin handel med resten av verden. Mange land har sett seg tjent med denne utviklingen; gjennom stor eksport til Amerika har de vært i stand til både å holde egen produksjon godt oppe og til å bedre sin finansielle stilling ved oppbygning av store

valutaeserver. I perioden 1996—2000 fikk USA betydelig tilsig av penger fra resten av verden gjennom privates kjøp av amerikanske aksjer. I de senere år har sentralbanker i andre land stått for store lån til Amerika ved kjøp av amerikanske statspapirer.

Kina har underskudd på statsbudsjettet, slik USA og Japan har, og slik også de fleste land i Europa har. Når f. eks. Peoples Bank of China (PBC), den kinesiske sentralbanken, låner bort penger til USA, ved kjøp av amerikanske statsobligasjoner, hvor er det pengene egentlig kommer fra? De kinesiske myndighetene har ikke egne oppsparte midler å kjøpe amerikanske statsobligasjoner for – de må bruke lånte midler.

Runddansen er slik:

- Først kjøper PBC overskuddsdollarene som privat sektor har skaffet seg ved at eksporten er større enn importen, dvs. sentralbanken intervensjoner i valutamarkedet. Ved å selge yuan – likviditeten øker – og å kjøpe dollar, holdes yuankursen nede. Konkurransenevnen for kinesiske bedrifter holdes oppe.
- Dollarene som PBC dermed anskaffer seg, brukes til kjøp av amerikanske statsobligasjoner.
- Nye statsobligasjoner i yuan legges ut for salg, dvs. myndighetene låner fra privat sektor. Likviditeten som ble tilført ved kjøp av dollarene, blir dermed trukket inn igjen. I fagterminologien sier vi at sentralbanken steriliserer virkningen på innenlandsk likviditet av intervensjonen i valutamarkedet.

Hva er sluttresultatet? Jo, at den kinesiske sentralbanken opptrer som mellomledd mellom opprinnelig långiver (privat sektor i Kina) og endelig låntaker (offentlig sektor i USA).

Alle hjerter gleder seg

I sin oppgave som mellommann ender PBC opp med å ta en valutakursrisiko; den låner opp i yuan og låner ut i dollar. Så lenge renten på kinesiske statspapirer er lavere enn på amerikanske, har PBC gleden av en positiv rentedifferanse. Men om bildet snur, vil sentralbanken tape på renteposisjonen. Om i tillegg yuan skulle styrke seg mot dollar, blir det i tillegg et valutakurstap for PBC. Sentralbanker – nesten like lite som andre – liker dårlig å bli sittende med store, udekkete valutaposisjoner. ”Nesten like lite”, fordi sentralbanker har et bredere siktemål for sin virksomhet enn størst mulig avkastning – nemlig å drive en penge- og valutapolitikk der forholdene legges best mulig til rette for en sunn og vekstkraftig økonomi.

Hvem tjener og hvem taper på disse transaksjonene? Siden alle transaksjonene er frivillige, må det vel være snakk om en vinn-vinn situasjon?

Ved at andre lands sentralbanker kjøper mengdevis av amerikanske statspapirer, kan renten holdes lav. Til tross for at styringsrenten i USA har gått fra 1 prosent til 3,5 prosent i løpet av de siste 16 månedene, har tiårs-renten holdt seg i ro rundt 4,5 prosent. Lave lange renter har bidratt til stigende boligpriser. På de siste ti årene har boligprisene i USA – som i Norge – doblet seg. Et kanskje vel oppfinnsomt kapitalmarked har gjort det mulig for amerikanske husholdninger å låne på verdistigningen på sine boliger. Det har gitt gode muligheter for høyt og voksende konsum.

Kina og andre fremvoksende økonomier som låner bort oppsparte midler, har, som skredderen til Jacques Rueff, opplevd voksende produksjon og stigende rikdom. Fra å ha underskudd på driftsbalansen på nærmere 90 milliarder dollar i 1996 hadde de fremvoksende økonomiene, sett under ett, et overskudd i 2003 på over 200 milliarder dollar, dvs. en forbedring på nærmere 300 milliarder dollar.¹ I samme periode forverret USAs underskudd på driftsbalansen seg med vel 400 milliarder dollar, til 530 milliarder dollar.

Dette er to sider av samme mynt. USAs villighet til store og løpende underskudd er et nødvendig motstykke til – eller forutsetning for – andre lands akkumulering av netto fordringer i fremmed valuta.

Hvorfor har land som Taiwan, Korea og Thailand vært så ivrige på å øke sine valutareserver? En viktig årsak er de negative erfaringene fra Asiakrisen som startet sommeren 1997. Mange asiatiske valutaer måtte da slippe sitt faste tak i dollaren, for så å falle som steiner. Banker som hadde korte innlån i dollar og lange utlån i egen valuta, gikk nedenom. Myndighetene kunne ikke gripe reddende inn – til det var valutareservene altfor små. En valutakrise ble til en bankkrise som i sin tur førte til en allmenn og omfattende økonomisk krise.

Med betydelig større reserver av amerikanske verdipapirer står man bedre rustet om noe tilsvarende skulle skje igjen.

..... men utviklingen kan ikke fortsette i samme tempo

Når amerikanerne, for hver hundre dollar de bruker, må låne seks, betyr det en meget kjapp akkumuleringen av gjeld til andre land. Hvor lenge vil resten av verden finne det formålstjenelig å sende sine sparemidler til USA? Dette er et spørsmål Det internasjonale pengefondet rimeligvis er opptatt av. I sin ferske World Economic Outlook fra forrige måned finnes det to alternative beregninger for hvordan tilpasningen kan tenkes å bli på lang sikt.

I den første beregningen skjer tingene på kontrollert og rolig vis. Over tid synker dollaren med 15 prosent mot andre valutaer; rentene stiger; husholdningene øker sin sparing, og bedriftene demper sine investeringer. Underskuddene på driftsbalansen krymper fra 6 til 3,5 prosent av BNP, og netto utenlandsgjeld stabiliserer seg på om lag 70 prosent av BNP (opp fra dagens nivå på rundt 25 prosent). Den realøkonomiske veksten går noe ned.

Hovedtyngden av tilpasningen på den andre siden – dvs. blant de landene som må dempe sine handelsoverskudd når USA reduserer sine underskudd – skjer i de fremvoksende økonomiene i Asia: Veksten dabber noe av og valutaene styrker seg merkbart mot dollaren. For vår del av verden blir det også en viss appresiering av euroen – hva som skjer med kronkursen er ikke nærmere spesifisert.

I et mindre hyggelig scenario – ”disorderly adjustment” som det heter – mister resten av verden sin appetitt på ytterligere akkumulering av amerikanske verdipapirer. Dette har sammenheng med – og blir styrket av – en raskt fallende dollarkurs. Svakere dollar gir dyrere import og tiltakende inflasjon i USA. Fed må sette styringsrenten kraftig opp. I første omgang

¹ Disse tallene er hentet fra et foredrag av Ben Bernanke i april i år. Han er nå sjef for presidentens økonomiske råd, men kan bli sjef i Fed til neste år, når Alan Greenspan går av. Link til foredraget: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>

faller produksjonen i USA. Etter et par års tid gjør den markerte svekkelsen av dollar sitt til at aktivitetsnivået tar seg opp igjen.

Hva Amerika bør – og ikke bør – gjøre

Hvilke tiltak kan myndighetene sette i verk for å lette situasjonen? Utfordringen for USA er å få land og folk til å spare mer. Forestillingen om at en dollar spart på myndighetenes hånd gir en dollar mindre i underskudd på driftsbalansen med utlandet, er imidlertid for enkel. Bergninger tyder på at effekten bare er 20 cent. Det skyldes at når myndighetene reduserer sine utgifter, går renten ned. Da vil privat sektor bruke mer og spare mindre.

USA låner i egen valuta. Egentlig er det litt skummelt, sett med långivers øyne. Om USA virkelig vil bli kvitt mye av den realøkonomiske byrden som ligger i å måtte betjene denne gjelden, kan de jo kjøpe den tilbake med nytrykte sedler. I så fall vil pengemengden stige kraftig og inflasjonen skyte bratt i været. Eiere av amerikanske verdipapirer vil sitte igjen med lange nesar.

USA har gått særlig hardt ut mot Kina.² Kinesisk eksport til USA er seks ganger så stor som vareflommen motsatt vei. To senatorer har fremmet forslag om at dersom ikke Kina revaluerer sin valuta kraftig, skal USA pålegge all import fra Kina en toll på 27,5 prosent. Om så skulle skje og importen fra Kina dermed ble merkbart redusert, ville andre land overta som leverandører der kineserne faller ut. USAs handelsbalanse ville ikke bli merkbart styrket.

Imidlertid skaper sabelrasling fra USA i form av trusler om toll usikkerhet i Kina. Det kan gi incentiv til økt sparing. Etterspørselen i Kina synker. Importen går ned. Og amerikanske bedrifters markedsmuligheter i Midtens Rike svekkes.

Trusler om toll kan således komme til å virke mot sin hensikt. Skredderen til Monsieur Rueff blir enda mer knipen med å bruke av sine oppsparte midler.

21. oktober 2005

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

² For en meget god diskusjon her, se "Currency Manipulation and Enforcing the Rules of the International Monetary System" av Morris Goldstein, Institute for International Economics, September 2005.