

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Mai 2009

### DOLLAR ELLER YUAN?

---

**Dollarenes dominerende rolle i det internasjonale finanssystem er Kina stadig mer skeptisk til. En tiltakende prisstigning i USA vil føre til synkende kjøpekraft på de amerikanske verdipapirene Kina eier. Men så lenge Midtens Rike vil ha styring på valutakursen og en selvstendig rentepolitikk, kan ikke den kinesiske yuan bli en internasjonal valuta av betydning.**

---

Nylig etablerte Peoples Bank of China (PBOC) kredittlinjer med sentralbanken i Sør-Korea, Indonesia, Malaysia, Argentina og Hviterussland. Hensikten er å sikre at handelen som disse landene har med Kina, kan gjøres opp ikke bare i amerikanske dollar men også i kinesiske yuan. Et lite skritt for menneskeheten, et stort skritt for Kina? Vil Midtens Rike snart utfordre USA som eier av verdensvaluta nummer én?

#### **Stabilitet er viktigst**

De kinesiske lederne er opptatt av én ting fremfor noe annet – ro og stabilitet. Gradvise endringer, med sikte på å bevare kontrollen, hvilket fanges opp i uttrykket ”feeling the stones while crossing the river”, er Kinas stil. Dette gjelder også i den økonomiske politikken hvor man legger vekt på ikke bare å lære av egne feil, men også av andres. En klassiske tabbe i internasjonal økonomisk politikk de senere år har vært for rask liberalisering av penge- og finansvesenet i mange land, og for fri anledning til å flytte penger ut og inn av land. Bråe kast og kjappe endringer er ikke Kinas vei. Av den grunn vil ikke den kinesiske valutaen bli en global valuta av særlig betydning i overskuelig fremtid. En global valuta fordrer nemlig at verdipapirer i denne valutaen gjøres fritt tilgjengelig for folk og institusjoner i andre land. Det er ikke Kina interessert i. Hvorfor ikke? Fordi frie kapitalbevegelser og en styrt valutakurs ikke går i hop. Så lenge Midtens Rike vil ha styring på valutakursen og en selvstendig rentepolitikk, kan ikke den kinesiske yuan bli en internasjonal valuta av betydning.

## Kineserne er misfornøyde med det internasjonale monetære systemet

Åpning for bruken av kinesiske yuan snarere enn dollar i handelen med noen land er et lite skritt i retning av en internasjonalisering av yuan. Kredittlinjer på til sammen 650 milliarder yuan, eller 95 milliarder dollar, tilsvarer *overskuddet* i løpet av et kvartal som Kina har på driftsbalansen med utlandet – en dråpe i havet. Viktigere enn den økonomiske effekten er den politiske. Kina gir et signal om at man ikke er fornøyd med dagens ordening – et internasjonalt valutasystem som for alle praktiske formål hviler fullt og helt på den amerikanske dollaren.

To slike signaler er tidligere gitt. Under World Forum konferansen i Davos i vinter uttalte den kinesiske statsministeren Wen Jiabao at det kanskje var på tide at læreren lyttet litt til eleven. I sitt arbeid med få på plass et moderne bank- og finansvesen har store, statlige kinesiske banker tatt inn prestisjetunge utenlandske finanshus som ”strategiske partnere”. Kanskje den kinesiske modellen med enklere spareprodukter og lettere gjennomskuelig låneprodukter har mer for seg enn de avanserte produktene lærermesterne kommer med? En naiv tro på markedenes selvregulerende evner og intens jakt på kortsiktig profitt førte til et bank- og finansvesen med altfor lite egenkapital, med altfor mange produkter, som altfor få forstod seg på. Dagens internasjonale finanskriser skyldes i stor grad virkemåten til det amerikanske finansvesenet, mener Wen.

Et annet signal stod sjefen for PBOC for, Zhou Xiaochuan, da han for noen uker siden sendte ut et notat med forslag om å gi SDR en større rolle internasjonalt. SDR, eller spesielle trekkrettigheter, er en form for penger utstedt av Det internasjonale pengefondet (IMF). Siden penger ikke lenger har noen binding til gull eller andre varer, er tilliten man har til pengene basert på at utstederen av dem viser måtehold. Om han ikke det gjør, og pengemengden stiger for raskt, blir det vanskelig å unngå inflasjon. Det betyr at pengeverdien synker. Den som har ervervet nominelle fordringer, taper kjøpekraft med mindre renten er høy nok til å kompensere for prisstigningen og å gi avkastning utover denne.

Nettopp denne frykten for amerikansk inflasjon var det Zhou Xiaochuan trakk frem i sitt notat. Den amerikanske sentralbankens nye politikk går ut på å kjøpe tilbake langsiktige statsobligasjoner med friske penger. ”Quantitative easing” kalles det. Denne politikken skaper betydelig engstelse i Kina. Vil de store dollarfordringene Kina sitter på miste kjøpekraft fordi amerikansk inflasjon kan være en hensiktsmessig måte for USA å dempe skadevirkningene av den finanskrisen USA selv har frembrakt?

Kina er altså både irritert og engstelig over amerikansk penge- og valutapolitikk. Mindre irritert blir ikke kineserne av amerikanernes stadige mas om at Kina må la sin valuta styrke seg mot dollaren. Som om en endring i denne bilaterale valutakursen kan redde amerikanerne fra konsekvensene av fravær av egen sparing? Det kan den ikke. En sterkere yuan ville rett nok ta ned USAs underskudd i handelen med Kina. Men i hovedsak vil dette underskuddet flyttes til andre land i Sør-Øst Asia og Latin-Amerika. Om andre valutaer i Asia styrker seg mot dollar i samme grad som yuan gjør det, vil virkningen for amerikansk økonomi være noe sterkere.

## Kinas valutapolitikk

Først i januar 1995 begynte Kina å få orden på sin valutapolitikk. Systemet med ulike valutakurs for ulike typer transaksjoner ble erstattet med felles kurs for alt som hadde med handel i varer og tjenester å gjøre. Og slik handel ble liberalisert fullt ut. Handel i verdipapirer, dvs. fri flyt av penger over landegrensen, forble strengt regulert.

Fra oktober 1997 og frem til juli 2005 lå prisen på én dollar fast på 8,28 yuan. Under Asia-krisen (1997-1999) der Kinas naboland i tur og orden skrev ned sine valutaer mot dollaren, holdt Kina kursen fast. Innenlandske investeringer tok over som motor i økonomien. En kraftig ekspansjon av infrastruktur fant sted. Veier og jernbaner ble bygget, nye flyplasser etablert og produksjons- og handelsområder utviklet. I denne perioden ble en storstilt privatisering av boligmarkedet i Kina også gjennomført. Den enkelte leietaker fikk tilbud om å overta den statseide boligen for en pris på tyve prosent eller mindre av markedsverdien. I løpet av kort tid eide syv av ti sin egen bolig i byene. En slik formidabel omfordeling av formue fra staten til private virket befordrende på husholdningenes etterspørsel etter mat og klær, biler og TV-er, restaurantbesøk og reiser.

Til tross for svekket konkurranseevne gjennom fastholdelsen av prisen på dollar målt i yuan på 8,28 lyktes det Kina å opprettholde den økonomiske veksten i denne vanskelige tiden – innenlandsk etterspørsel tok over for vekst i utenlandsk.

Noen år senere snudde bildet. På bakgrunn av store investeringer i egen produksjonskapasitet tok eksporten seg opp igjen en stund etter Asia-krisen. Symptomatisk er stålindustrien. På få år gikk Kina fra å være en betydelig importør av stål til å bli en betydelig eksportør. De første syv årene i dette århundre økte kinesisk eksport av varer og tjenester med i gjennomsnitt 25 prosent per år. Noen forståelsegjæere så for seg at all industri her i verden ville måtte bli lokalisert til Kina i løpet av 25-30 år. Men forlengelse av trender er sjelden en god måte å gjette om fremtiden på.

På bakgrunn av store og økende overskudd i handelen med utlandet skrev kineserne i juli 2005 opp verdien av yuan med et par prosent; prisen på dollar ble satt ned fra 8,28 yuan til 8,11 yuan (og da blir jo yuan mer verd). En gradvis og kontrollert appresiering av den kinesiske valutaen fulgte de neste tre årene. Da prisen på dollar var kommet ned i 6,84 yuan, fant kineserne igjen tiden moden for en stabilisering. Det hadde sammenheng med den internasjonale finanskrisen som også kineserne merker konsekvensene av. En ytterligere forverring av egen konkurranseevne via en ytterligere styrking av sin valuta, ville Kina ikke være med på.

Det var knyttet stor spenning til hvordan USAs nye president Barack Obama ville møte kineserne på det valutapolitiske området. I valgkampen hadde han gått langt i retning av å anklage Kina for en ugrei handelspolitikk. Under høring i Kongressen med sikte på å bli ny finansminister antydte Tim Geithner at Kina kanskje skulle bli gitt merkelappen "currency manipulator". I så fall ville USA stå fritt til å iverksette mottiltak mot kinesisk import. Slik ble det ikke. President Obama viste bedre skjønn enn som så.

## For mange egg i én kurv

Konsekvensen av store overskudd på handelsbalansen er akkumulering av store reserver av utenlandsk valuta. Kinas sentralbank har nå verdipapirer med en verdi på til sammen over to tusen milliarder dollar. Til sammenligning har Norges Bank ved Statens Pensjonsfond – Utland en beholdning av utenlandske verdipapirer på vel to tusen milliarder kroner. Med 300 kinesere pr. nordmann og 6,67 kroner pr. dollar, betyr det at den norske stat har en utenlandsformue pr. innbygger som er 45 ganger større enn hva den kinesiske staten har.

Mens Norge har spredd sine valutafordringer over mange land og mange ulike typer finansielle instrumenter, har den kinesiske i stor grad valgt å akkumulere fordringer i amerikanske dollar og da hovedsakelig i statsobligasjoner. Hvorfor ikke den kinesiske porteføljen er bedre diversifisert har jeg alltid lurt på.

## Følelsen av å bli ydmyket kan skape politisk uro

Kineserne er sårbare overfor den politikken med ”quantitative easing” som den amerikanske sentralbanken nå driver med. Makter man ikke – eller vil man ikke – reversere denne politikken når etterspørselen i USA atter tar seg opp igjen, kanskje på tampen av året, vil resultatet bli tiltakende inflasjon. Sett med amerikanske øyne betyr det at gjeldsbyrden til utlandet blir lettere å bære. Med kinesiske øyne, nok en fantestrek fra Vesten som virker ydmykende på Midtens Rike.

Om den jevne kineser skulle se det slik – lurt av Vesten – kan det skape uro internt i Kina. I første omgang nasjonalisme rettet mot andre land og dets ledere. I neste omgang godt mulig rettet mot egne ledere. En slik utvikling vil Kinas maktelite for all del unngå. Blant annet på den bakgrunn må vi se Kinas behov for sterkere markering av sin rolle på den globale finansarenaen. Med kritikk av USA og av dollarens dominerende rolle. Slik at den jevne kineser ikke skal ha noen grunn til å kjenne seg ydmyket – landets ledere står opp mot dem som ikke vil Kina vel.

Men at yuan skulle ta over for dollar som ledende verdensvaluta, ligger flere tiår frem i tid – om det overhodet skjer.

18. mai 2009

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>