

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

November 2010

URO I VALUTAMARKEDENE

Noen valutakurser er for faste. Andre svinger for mye. Det internasjonale monetære systemet er i ulage. Er tiden er moden for en tilbakevending til et globalt fastkursregime slik vi hadde det etter den andre verdenskrigen og frem til 1971? Det forutsetter gjeninnføring av kontroll med kapitalbevegelsene, noe IMF i disse dager anbefaler for flere land. Eller kan vi nøye oss med en større grad av enighet de store landene imellom om hva som er riktige valutakurser? Men hvordan få det til?

Valutakursen er prisen på ett lands penger målt i et annet lands penger. Når valutakursen faller, styrker konkurransevnen seg. Det liker de eksport- og importkonkurrerende bedriftene. Da kan de lettere selge sine varer og tjenester. Både fortjeneste og sysselsetting stiger.

Med overskudd på handelsbalansen vil et land akkumulere fordringer på andre land, gjerne ved at valutareservene i sentralbanken stiger. Overskuddet på handelsbalansen kan også brukes til realinvesteringer i utlandet, dvs. til etablering av bedrifter eller kjøp av fast eiendom.

Ideelt sett burde valutakursene endre seg pent og pyntelig slik at handelen mellom land holder seg sånn noenlunde i balanse. Hvis det er slik at mange land gjerne vil eie litt av et annet land, f. eks. av USA, og amerikanerne synes det er greit, kan USA år ut og år inn ha en eksport som ikke fullt ut betaler for importen. Differansen betales da ved at amerikanerne tar opp lån i utlandet (selger obligasjoner i dollar) eller ved at de selger egne aktiva til utlendinger.

I et land med en vekstkraftig økonomi er det ikke nødvendig at underskudd på handelsbalansen i dag, må motsvares av overskudd i morgen. Om BNP vokser i samme takt som gjelden til utlandet, vil gjeld som andel av BNP holde seg konstant.

Men nå har ubalansene blitt for store. Og valutakursene gjør ikke jobben med å få balansen i handelen mellom land på plass. Noen valutakurser er for faste. Andre svinger for mye. Det internasjonale monetære systemet er i ulage.

Felles valuta – det ultimate fastkurssystemet

Mellom de 16 landene som nå har euro som pengeenhet, er det ikke mulig å endre valutakursen. Ganske enkelt fordi det ikke er noen. Hva skal til for at et slikt system skal være robust og holde seg over tid?

Teorien om ”optimale valutaområder” stod sentralt i debatten før innføring av euroen. Om land eller regioner skal ha felles mynt, bør de ha en likeartet økonomisk struktur. For med lik struktur kan man påregne å ha noenlunde sammenfallende konjunkturer. Da vil den felles renten som følger av felles mynt, kunne passe dem alle.

Viktigere enn lik struktur i økonomien er lik preferanse for inflasjon. Det spiller mindre rolle hvilket nivå for inflasjon man legger til grunn. Det sentrale er samme inflasjon. I euroland er denne raten satt til to prosent. Men når Hellas ligger godt over og Tyskland godt under, er det duket for problemer. Hellas mister konkurransekraft, mens Tyskland vinner konkurransekraft. Når Hellas omsider innser at konkurransekraften må bedres, innebærer fravær av en valuta å skrive ned, at man må kutte i nominelle lønninger.

Mange grekere ønsker seg nok drakmen tilbake – en egen valuta som ved å svekke seg kunne gitt greske bedrifter bedre konkurranseevne. Det underliggende problemet, nemlig greske politikeres bruk av penger langt utover det offentliges inntekter fra skatter og avgifter, lar seg imidlertid ikke løse ved manipulering av valutakursen.

Dollaren er vår valuta – men ditt problem

I 1971 uttalte daværende finansminister i USA, John Connolly, at ”the dollar is our currency but your problem”. Bakteppet var at Amerika i flere år hadde hatt høyere inflasjon enn Tyskland og Japan. En svekkelse av dollaren syntes uunngåelig. Dermed ville USA vinne tilbake tapt konkurransekraft samtidig som dollarfordringer som andre land satt på, ville miste kjøpekraft.

Nettopp dette var det som skjedde. Ikke lenge etter gikk fastkurssystemet som man hadde hatt etter den andre verdenskrigens slutt, i oppløsning. Og dollaren falt målt mot blant annet tyske mark og japanske yen.

Kina holder kursen fast

USA ønsker at noe tilsvarende skal skje nå. Men denne gangen er det ikke Tyskland og Japan som er motparten. Men Kina. Gjennom de siste ti-tolv årene har en økende andel av kinesisk produksjon gått til eksport. USA kjøper stadig mer kinesiske varer og tjenester. Når den kinesiske importen ikke har vokst i samme grad, betyr det store og økende overskudd på

handelsbalansen. Hvilket har nedfelt seg i valutareserver som snart overstiger tre tusen milliarder dollar. Og etter hvert også i kinesiske realinvesteringer i andre land, jf. Kinas økende engasjement i Afrika.

Men i motsetning til Europa og Japan tidlig på 1970-tallet, tviholder Kina på en fast styring av valutakursen. Hvordan får kineserne det til? Jo, de tillater ikke frie kapitalbevegelser. Utlendinger står ikke fritt til å komme med dollar eller euro for å veksle dem om i renminbi (RMB), for i neste omgang å sette pengene inn i kinesiske banker eller kjøpe kinesiske verdipapirer. Dermed begrenses trykket på RMB. Og det blir en smal sak for sentralbanken å holde valutakursen fast.

Fra sommeren 2005 og tre år fremover tillot de kinesiske myndighetene en viss styrking av RMB. Men etter at de olympiske leker i Beijing var over, var det også slutt på en appresierende renminbi. Lovnader det siste halve året om å la RMB styrke seg videre, har bare i liten grad blitt fulgt opp i handling. Og amerikanerne er både sinte og oppgitte.

Hva kan USA gjøre?

I denne situasjonen truer Kongressen i USA med å la Kina få merkelappen "currency manipulator" for på den bakgrunn å kunne iverksette handelspolitiske tiltak mot landet. Det gjør kineserne sinte. De hevder at amerikanernes problem er av strukturell karakter. Sparingen har vært for lav. Det har skapt behov for å låne i utlandet. Hvis motstykke er at eksporten ikke betaler for all importen.

Ved å true med toll og avgifter på kinesisk import, håper USA at Kina gir etter og lar sin valuta styrke seg. Om prisen på én dollar synker fra 6,70 renminbi til 6,00 renminbi i løpet av et års tid, ville kinesiske penger få økt kjøpekraft overfor amerikanske varer og tjenester. Importen fra USA ville ta seg opp.

USA kan også bruke egen pengepolitikk i konflikten med Kina. Det at gjelden USA har til andre land er i amerikanske dollar, gir amerikanerne en kjærkommen frihetsgrad. Ved å trykke mer penger og bruke de nye pengene til å kjøpe tilbake tidligere utstedte statsobligasjoner – såkalt Quantitative Easing (QE) – tilføres markedet mer likviditet, og renten holdes nede. På sikt kan den økte likviditeten skape høyere inflasjon i USA. Kjøpekraften av kinesernes fordringer på USA synker.

Hva kan Kina gjøre?

Kineserne ser denne faren. Derfor har de den senere tid diversifisert sine valutareserver over i andre valutaer, som japanske yen, koreanske won og europeiske euro. Det fører til uønsket styrking av disse valutaene.

For Japans vedkommende har situasjonen blitt møtt med intervensjoner i valutamarkedet. Den japanske sentralbanken har kjøpt utenlandsk valuta og tilført mer yen. Kvantitative lettelser (QE) på japansk, kan man si.

Hva er løsningen?

Er tiden moden for en tilbakevending til et globalt fastkursregime slik vi hadde det etter den andre verdenskrigen og frem til 1971? Det forutsetter gjeninnføring av kontroll med kapitalbevegelsene, noe IMF i disse dager anbefaler for flere land. I tillegg må man enes om pariteter for valutakursene, samt regler for endringer av disse.

Eller man kan prøve å nå frem til enighet om hva som er passende pris på dollar målt i renminbi, og på dollar målt i euro. Ved den såkalte Plaza-avtalen i september 1985, lyktes man med noe tilsvarende. Den gangen var det en svekkelse av den amerikanske dollaren mot japanske yen og tyske mark det stod om.

Det internasjonale monetære systemet vil fungere bedre dess flere land som har lav inflasjon, men ikke for lav, og orden i de statlige finansene.

1. november 2010

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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