

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

April 2011

ETTER FINANSKRISEN

De siste par årene har Kina inngått avtaler med en rekke land om bruk av kinesiske renminbi (RMB) i internasjonal handel. Hensikten er å minske avhengigheten av den amerikanske dollaren. Men så lenge Kina ikke vil tillate fri handel i verdipapirer, vil ikke RMB bli noe alternativ til USD som den ledende, globale valutaen.

På den internasjonale finanskrisen står det "Made in America". I ettertid må vi si at de pengepolitiske myndighetene i USA håndterte situasjonen godt. Når tilliten de private bankene imellom forsvant, og likviditeten internasjonalt tørket inn, etablerte Fed (den amerikanske sentralbanken) bytteavtaler med andre lands sentralbanker. Det sikret den nødvendige tilgangen på dollar for oppgjør i internasjonal handel, slik at varebytte mellom land ikke skulle stanse opp på grunn av manglende likviditet.

Kineserne vil gjerne fakturere mer i egen valuta

Men, tenkte vel kineserne, om handelen med andre land var i renminbi (RMB) snarere enn i dollar, ville den avhengigheten vi har av USA på dette punktet forsvinne. Mens over 90 prosent av importen til USA faktureres i dollar, og enda mer av eksporten, blir bare en brøkdel av Kinas handel fakturert i RMB. For å øke denne andelen har Kina de siste par årene inngått avtaler med en rekke land om bytteavtaler i valuta der hensikten er å legge til rette for å bruke RMB som fakturerings- og oppgjørsvaluta.

Men hva skal land som akkumulerer overskudd i RMB, gjøre med disse overskuddene? La dem ligge som valutaeserver i sentralbanken? Det forutsetter at kinesiske myndigheter åpner opp for at midlene kan investeres i rentebærende papirer i Kina. Om en gradvis appresiering av den kinesiske valutaen finner sted, vil slike reserver gi god avkastning. I tillegg kommer en

diversifiseringsgevinst. Men så lenge RMB ikke er fullt ut konvertibel, vil likviditeten av verdipapirer i denne valutaen være dårlig. Det gjør dem lite egnet som valutareserver i andre lands sentralbanker.

Endringer i det internasjonale monetære systemet

I mars 2009 lot den kinesiske sentralbanksjefen verden få del i hans tanker om behovet for reform av det internasjonale monetære systemet. Han går her inn for at Special Drawing Rights (SDR), som er en trekkrettighet som IMF med ujevne mellomrom tildeler medlemslandene, skal ta over noe av den amerikanske dollarens internasjonale rolle.

Verdien av SDR beregnes ut fra en kurv av fire valutaer; den amerikanske dollaren, euro, japanske yen og britiske pund. For tiden utgjør SDR om lag syv prosent av verdens samlede valutareserver. SDR brukes nesten ikke i private transaksjoner. Den mangler således likviditet. Når SDR skal brukes som oppgjør i transaksjoner mellom land, må den først omgjøres til en valuta. Eller som professor Charles Wyplosz sier: "SDRs can be seen as a store of value waiting to be converted into dollars to be used as a medium of exchange."

Den amerikanske dollaren har ikke inntatt sin rolle som ledende internasjonal valuta gjennom bevisste, internasjonale beslutninger. Like lite som man kan beslutte at esperanto skal overta for engelsk som det ledende språket internasjonalt, kan man bestemme at kinesiske renminbi, eller spesielle trekkrettigheter i IMF for den saks skyld, skal ta over for den amerikanske dollaren som den ledende internasjonale valutaen. Man kan gjerne ønske det. Men det er noe annet.

Om dollaren skal detroniseres som den fremste verdensvalutaen, må det skje gjennom fremveksten av bedre alternativer. Over tid vil nok euroen kunne ta større plass. Og etter hvert også den kinesiske RMB. Men vi må trolig flere tiår frem i tid før dollarens ledende posisjon for alvor er truet.

Én ting kan dog svekke dollarens rolle – vedvarende og høy amerikansk inflasjon. Om slik inflasjon går sammen med relativt lave amerikanske renter, vil sentralbanker som sitter med dollarreserver, som People's Bank of China (PBOC), tape kjøpekraft over tid. For USA derimot kan inflasjon være et hensiktsmessig virkemiddel for å få ned realverdien av sin statsgjeld på. Ettersom andre land eier mye av denne gjelden, blir dette en "billig" måte for amerikanerne å håndtere sitt statsfinansielle problem på.

Opplegget til Ben Bernanke, sjefen i Fed, om å tilføre markedet økt dollarlikviditet ved å kjøpe tilbake amerikanske statsobligasjoner for 600 milliarder dollar gjennom de første åtte månedene i 2011, legger forholdene til rette for tiltakende amerikansk prisstigning.

Et to-delt valutamarked

Kontroll på kapitalbevegelsene en helt sentral del av kinesisk penge- og valutapolitikk. Hva kan det da komme av at flere banker i Hong Kong har begynt å ta imot innskudd i RMB? Hensikten med disse innskuddene er at Kina i økende grad vil tillate å la RMB bli anvendt som oppgjørsv valuta for eksport og import. RMB-konti i Hong Kong, og etter hvert også andre steder, kan da være tjenelig.

Vanskeligere er det å forstå hvorfor McDonald's i 2010 la ut et obligasjonslån i RMB i Hong Kong som ble mer enn fulltegnet. Disse pengene er ment investert i Kina. Men de kan ikke fritt føres over til McDonald's konto i en kinesisk bank på fastlandet. Om de det kunne, ville rentepolitikken som PBOC fører, blitt underminert av private aktører. Eller den faste valutakursen ville komme under press. Men styring av både rente og valutakurs vil ikke de kinesiske myndighetene gi fra seg. RMB på konto i bank i Hong Kong vil forbli separert fra RMB på konto i bank i Kina.

Et todelt marked for RMB, med ulike renter og ulike valutakurser, kan være i ferd med å vokse frem. Trolig vil ikke de kinesiske myndighetene at markedet for RMB utenfor Kinas grenser skal bli for stort. Det tar seg dårlig ut med for stor prisforskjell på dollar målt i renminbi i ulike markeder. Men et visst omfang må internasjonaliseringen av RMB ha om den i økende grad skal anvendes som betalingsmiddel i for andre lands handel med Kina.

En gradvis appresiering av RMB?

I løpet av det første tiåret i det nye århundre har privat konsum som andel av BNP falt dramatisk i Kina; fra 45 prosent av BNP til 35 prosent av BNP. Det er etterspørselen fra realinvesteringer og eksport som har gjort det mulig for Kina å ha så sterk vekst i sin produksjon. I perioden 2002-2007 vokste eksporten med i gjennomsnitt 29 prosent per år og realinvesteringene med i gjennomsnitt 24 prosent.

Eksport er noe vi driver med for å kunne importere. Realinvesteringer er noe vi driver med for å kunne produsere mer senere. Eksport og realinvesteringer er således midler for å nå et mål – økende materiell velstand i form av økende forbruk.

Den realøkonomiske utfordringen i Kina består i å vri produksjonens sammensetning over til konsum. Ved å la RMB appresiere, vil kjøpekraften til husholdningene stige, og konkurranseevnen til kinesiske foretak svekkes. Foretakene i Kina vil da i større grad fokusere på den innenlandske etterspørselen, og i særlig grad på innenlandsk forbruk, hvilket er en ønsket utvikling. I tillegg vil en appresierende renminbi legge en demper på inflasjonen.

For å lykkes med en slik strategi er det viktig at kinesere føler ro for at staten i større grad vil dekke utgifter til helse, pensjon og skole. For om staten satser mer her, vil den enkelte kineser kunne koste på seg å spare noe mindre, og å bruke, dvs. forbruke, noe mer. Større innsats fra det offentlige hva gjelder helse, skole og pensjon fordrer økte skatteinntekter, noe de kinesiske myndighetene er opptatt av og eksperimenterer med.

Et alternativ til en gradvis appresiering av valutaen, er raskere lønnsøkninger i Kina i årene som kommer. En kombinasjon kan være på sin plass; en styrt og forsiktig appresiering i kombinasjon med lønnsøkninger utover veksten i produktiviteten.

14. april 2011

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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