

Penge- og valutapolitikken i Kina

Arne Jon Isachsen

Kinas realøkonomiske bakteppe er å utvikle en økonomi der privat og offentlig konsum tar over for eksport og realinvesteringer som drivkrefter i økonomien. Hvordan kan penge- og valutapolitikken bidra til en slik utvikling? Kineserne har lagt opp til en gradvis og kontrollert styrking av sin valuta. I 2009 vedtok sentralmyndighetene i Beijing at Shanghai innen 2020 skal være et internasjonalt finanssenter som kan ta opp konkurransen med Hongkong, Singapore, London og New York. Hva innebærer det? Bedre tilgang på kapital for små og mellomstore bedrifter vil være viktig for Kinas videre vekst. For å forstå kinesisk penge- og valutapolitikk er det viktig å ha et blick for den maktpolitiske siden av saken.

I skjæringspunktet mellom økonomi og politikk finner vi penge- og valutapolitikken. Det gjelder i alle land. Penger er makt. Når jeg nå skal se nærmere på kinesisk penge- og valutapolitikk, er det viktig å ha et blick for den maktpolitiske siden av saken. Det krever en god forståelse av hvordan finansvesenet i Kina egentlig fungerer. «Egentlig», fordi mange av begrepene er de samme som hos oss, men innholdet i dem ofte et annet.⁶⁶

Etter noen innledende observasjoner ser jeg på valutapolitikken fram til

nå. På t
penge-
dringer
økonor
ringer s
bidra ti
Disk
Midten
av de v
rende ø
vil gjør
valutae:

Valut

Sentral
kvemm
to tema
for kon

Valut:

Det var
miske c
ideolog
av at et
enn du

Fran
kalt fol
til 2,8 y

66 Vida
Fler
med
for g

nå. På tilsvarende vis tar jeg for meg pengepolitikken. Deretter diskuterer jeg penge- og valutapolitikken i tiden framover. Kina står overfor store utfordringer på begge områdene. Det realøkonomiske bakteppet er å utvikle en økonomi der privat og offentlig konsum tar over for eksport og realinvesteringer som drivkrefter i økonomien. Hvordan kan penge- og valutapolitikken bidra til en slik utvikling?

Diskusjonen mellom USA og Kina om et passende valutapolitisk regime i Midtens rike er viet et eget avsnitt. Kapitlet avsluttes med en oppsummering av de viktigste punktene. Selv om Kina i mange år fortsetter med imponerende økonomisk vekst, vil det ta mange år før den kinesiske yuanaen for alvor vil gjøre den amerikanske dollaren rangen stridig som den ledende verdensvalutaen.

Valutapolitikken til nå

Sentralt i spørsmålet om hvordan en skal håndtere det økonomiske samkvemmet med andre land, står valutapolitikken. Valutapolitikken omhandler to temaer. Hva slags valutakursregime skal en velge? Og hvordan skal reglene for konvertering av et lands penger mot andre lands penger se ut?

Valutakursregime

Det var et lukket rike Deng Xiaoping tok over i 1978. Særlig på det økonomiske området hadde Mao avskåret Kina fra resten av verden. En del av Maos ideologi var selvforsyning. Dessuten var Kina et «lovløst» land i betydningen av at et lovverk var så godt som helt fraværende. Kina startet mer på scratch enn du har fantasi til å forestille deg.

Fram til 1981 kostet én amerikansk dollar 1,5 kinesisk yuan (CNY, også kalt folkets penger, renminbi, RMB). Deretter ble yuanaen stadig skrevet ned, til 2,8 yuan per dollar i 1984 og 3,2 i 1986. Så fulgte en devaluering på 15 pro-

66 Vidar Andersen, Jo Inge Bekkevold, Ådne Cappelen, Thomas Ekeli, André Kyvik, Svein Ove Flem Langeland, Arild Lund, Erik Storm, Haakon Vennemo og Geir Vestrum har kommet med nyttige merknader til et første utkast av dette kapitlet. Det takker jeg dem for. Ansvaret for gjenværende feil og mangler er mitt.

sent samtidig som eksportørene slapp å avstå alle valutainntekter til sentralbanken. Dollarene sentralbanken ikke skulle ha, ble solgt i et fritt marked. Dermed framkom et todelt valutamarked i Kina. Prisen på dollar målt i yuan var betydelig høyere i det frie markedet, som innebar økt lønnsomhet for kinesiske eksportbedrifter.

På tampen av 1989 fulgte enda en ny devaluering. Andelen av eksportinntekter som kunne selges i det frie markedet, ble stadig justert opp. I januar 1994 ble den offisielle valutakursen satt lik kursen i det frie markedet, som da var 8,7 yuan per dollar. Så fulgte en periode der yuansen styrket seg. Sommeren 1995 besluttet myndighetene seg for å låse kursen fast til 8,28. Her holdt kursen seg de neste ti årene.⁶⁷ Selv om prisen på dollar lå fast, svingte yuansen kraftig på handelsvektet basis.

Sommeren 2005 lot kineserne sin valuta skrive opp med et par prosent. Samtidig gikk landet over til styring av valutakursen mot en kurv av valutaer, slik Singapore i flere år hadde praktisert. Om flere land i Asia velger en slik politikk, og valutakurvene de styrer mot, ikke er så ulike, innebærer det rimelig stabile kurser de asiatiske valutaene imellom om politikken er vellykket.

Kineserne la opp til en gradvis og kontrollert styrking av sin valuta (Yin-Wong Cheung, Guonan Ma og Robert N. McCauley 2010). Høsten 2008, rett etter at OL i Beijing var over, brøt finanskrisen løs i USA. I de urolige tidene som fulgte, gikk Kina tilbake til binding mot dollar, nå til en kurs på 6,83 yuan per dollar. Denne politikken ble kraftig kritisert i USA, som mente at kineserne snek til seg en urettmessig god konkurransevne med en klart undervurdert valuta. I god tid før president Hu Jintaos statsbesøk i USA tidlig i 2011 la Kina igjen om kursen – det ble på nytt åpnet opp for en kontrollert og gradvis styrking av valutaen.

Mens amerikanerne fikk kjørt seg kraftig under finanskrisen, lyktes det kineserne å holde den økonomiske veksten oppe på godt over 8 prosent, selv gjennom det tunge året 2009. Dette skjedde til tross for at den kinesiske valutaen gjennom dette året styrket seg mot de fleste andre lands valutaer, idet

⁶⁷ I 2005 mente den anerkjente Kina-eksperten Nicholas Lardy at en lavere investeringsrate ikke var til å unngå. Reduserte realinvesteringer, mente han «will likely take as much as four to five percentage points off the growth rate» (Lardy 2005, side 47). Hva hendte? Investeringsraten fortsatte å stige, og den økonomiske veksten var rekordstor.

den ame
havn» o
melig ov
starten s

Konve

Med kc
veksle s
andre v
handels
lar lik 7

Først
balanse
verdipa
dipapir
bare fo
Om ma
skaffe s
bytte r
og/eller
1992, d
løfte or
kurs, li
ønsket

I de
en åpn
valuta :
marke
aktør:
derfor

For
talbeve
og son

den amerikanske dollaren, som yuansen var bundet til, ble sett på som «sikker havn» og styrket seg mot andre valutaer (appresierte). Dette var egentlig temmelig overraskende. For det var i USA krisen startet, og der var problemene i starten størst.

Konvertibilitet

Med konvertibilitet menes «vekslingsbarhet». Hvor lett og lovlig er det å veksle sitt lands penger mot andre lands penger? Ser vi på Norge etter den andre verdenskrigen, var ikke kronen fritt vekslingsbar for transaksjoner på handelsbalansen før i 1959. Fra 1949 til 1971 sto valutakursen fast på én dollar lik 7,14 kroner.

Først i 1990 ble kronen gjort konvertibel også for transaksjoner på kapitalbalansen. Det betyr at nordmenn står fritt til å kjøpe og selge utenlandske verdipapirer, og at utlendinger tilsvarende fritt kan kjøpe og selge norsk verdipapirer. Med konvertibilitet for kronen også på kapitalbalansen – og ikke bare for handelsbalansen – blir det ikke like enkelt å holde valutakursen fast. Om mange samtidig vil selge norske verdipapirer og norske kroner og i stedet skaffe seg andre lands verdipapirer, må Norges Bank kjøpe tilbake kroner i bytte mot valuta. Spørsmålet er da om banken har store nok valutaeserver, og/eller om den ser seg tjent med å kjempe for den faste kursen. I desember 1992, da stormen mot kroner var på sitt sterkeste, gikk Norges Bank fra sitt løfte om å holde valutakursen fast. Siden den gang har vi hatt flytende valutakurs, likevel slik at myndighetene på ulike måter har prøvd å påvirke den i ønsket retning.

I denne sammenhengen er det viktig å bemerke to ting. For det første, når en åpner opp for frie kapitalbevegelser, eller for konvertibilitet av et lands valuta for transaksjoner på kapitalbalansen, må en enten la aktørene i kapitalmarkedene bestemme valutakursen, eller en må bruke renten for å få disse aktørene til å te seg som en vil. Ved å tillate frie kapitalbevegelser mister en derfor styringen enten på valutakursen eller på renten.

For det andre kan valutakursen godt være markedsbestemt selv om kapitalbevegelsene ikke er frie. For Norge i årene 1959–1990 kunne alle som ville, og som hadde lov, – det vil si som drev handel med utlandet – fritt kjøpe og

selge norske kroner mot andre lands valutaer. Norges Bank tilførte dollar om markedet trengte mer enn private tilbød til den faste kursen, eller tilførte kroner om etterspørselen her oversteg tilbudet. Markedet ble alltid klarert til den faste kursen.

Rent valutapolitisk likner dagens Kina på Norge i perioden 1959–1990. Den kinesiske valutaen er konvertibel for handel i varer og tjenester. Prisen på yuan er markedsbestemt. Imidlertid er yuan ikke konvertibel for handel i verdipapirer. Som i Norge fram til 1992 vil dagens Kina beholde styringen over både rente og valutakurs.

Kina sparer nok og trenger ikke å låne fra andre land. Men Kina er interessert i ny teknologi og bedre markedsadgang i andre land. Da kan det være hensiktsmessig å tillate utenlandske selskaper å etablere seg i Kina, det vil si å ønske utenlandske direkteinvesteringer velkommen. Kina har vært meget åpen på dette punktet. En betydelig andel av den kinesiske eksporten i dag kommer derfor fra utenlandskeide foretak i Kina. Knutsen skriver mer om dette i kapittel 6.

I 2009 vedtok sentralmyndighetene i Beijing at Shanghai innen 2020 skal være et internasjonalt finanssenter som kan ta opp konkurransen med Hongkong, Singapore, London og New York. Hva innebærer det? At utenlandske banker kan operere på lik linje med innenlandske, at markeder for de fleste finansielle produkter er vel etablerte og likvide, og at regelverket er oversiktlig og enhetlig. Hva med den kinesiske valutaen? Må den være fullt ut konvertibel for at Shanghai skal kunne framstå som et internasjonalt finanssenter? Ikke nødvendigvis. Tenk på Luxembourg som var finansielt sentrum for andre valutaer enn sin egen før euroen kom.

Pengepolitikken til nå

Valutapolitikken er en integrerende del av pengepolitikken som i tillegg består av rente- og kredittpolitikken, samt tiltak som skal sørge for stabilitet i penge- og finansvesenet. Det kinesiske penge- og finansvesen er, som alle andre lands, historisk betinget. Et særlig problem for en vestlig observatør er at mange kjente uttrykk og begreper i den kinesiske finansverden har et annet innhold i Kina enn hos oss. «Selv banklån», skriver Arthur Kroeber, en av de

fremst
glimre
for off
statsei
penge
borde
Elk
sende
nyuts
mark
bankl
Jeg
særlig
og sp
lige ø
Kinas

Næ
Unde
Kina
sentr
Disse
part
Com
I
elle f
sjef,
Den
ling
I
ker,
hun
av u
krec

fremste eksperter på kinesiske økonomi og ansvarlig for utgivelsen av det glimrende tidsskriftet *China Economic Quarterly*, «er ofte bare et skalkeskjul for offentlige utgifter» (Kroeber 2010: 62). Hva mener han? Ganske enkelt at statseide banker tidvis yter lån til statseide foretak der alle vet at sjansen for at pengene blir betalt tilbake, er temmelig liten. For den som legger pengene på bordet – staten – er det mer snakk om en utgift enn et lån.

Eller for å ta et annet eksempel. Mange er i fyr og flamme over et raskt voksende obligasjonsmarked i Kina. Men hva er det som skjer? Banker kjøper nyutstedte obligasjoner og holder dem til forfall. Aktiviteten i andrehåndsmarkedet er liten. I realiteten er det liten forskjell på obligasjonslån og vanlige banklån.

Jeg skal nå se nærmere på utviklingen av finansinstitusjonene i Kina, med særlig vekt på landets sentralbank. Deretter studeres noen historisk betingede og spesielle fenomener i den kinesiske finansverden. Velmenende råd fra vestlige økonomer mangler ofte relevans fordi de som gir dem, mangler innsikt i Kinas politiske økonomi.

Nærmere om institusjonene

Under tiden med planøkonomi fungerte People's Bank of China (PBOC) – Kinas sentralbank – langt på vei som en annen bank. I 1984 ble PBOC en ren sentralbank. Vanlig bankvirksomhet ble overført til fire store statsbanker. Disse fire statlige bankene er fremdeles helt dominerende i Kina. Om lag halvparten av sparingen i Kina finner veien til dem. En av dem, Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), er verdens største målt i markedsverdi.

I 1994 ble det etablert tre nye statsbanker med oppgave å låne ut til spesielle formål. Den ene av dem, China Development Bank, fikk Chen Yuan som sjef, sønn av den mektige Chen Yun, en av de «åtte gamle», som sammen med Deng styrte Kina etter Mao. At barn av tidligere toppolitikere får ledende stillinger, er ikke uvanlig i Kina.

I tillegg til disse statsbankene finner vi om lag et dusin kinesiske aksjebanker, hvorav Bank of Communication nok er den mest kjente. Videre er det vel hundre forretningsbanker med tilhørighet i byene samt et par hundre filialer av utenlandske banker, blant annet DnB NOR. På landet er det om lag 35 000 kredittsamvirker (Hope og Hu 2006).

Tradisjonen med å la statsbanker låne ut til statseide selskap, som så på pengene mer som overføringer enn som lån, førte til store tap i de statseide bankene. Midt på 1990-tallet bestemte den kraftfulle statsministeren Zhu Rongji at det var på tide med en gjennomgripende effektivisering av de statseide foretakene. Like etter satte Asia-krisen inn. Den førte til at så godt som alle nabolandene til Kina skrev ned verdien av sin valuta mot dollar. Dermed ble den kinesiske konkurransevnen kraftig svekket.

Men i stedet for å følge rådene fra Det internasjonale pengefondet (IMF) og Verdensbanken, den siste anført av senere vinner av Nobels minnepris i økonomi Joseph Stiglitz, og skrive ned yuanen, holdt Zhu fast kurs. Et gammelt kinesisk ord, nemlig å gjøre en ulempe om til en fordel, lå trolig bak. For ved å la bedriftene i Kina få større problemer i konkurransen med andre lands foretak gjennom en sterkere valuta, ble det også avdekket hvilke statseide foretak som hadde evne og vilje til omstillinger. De fikk leve. Mange andre døde. Og hele 45 millioner arbeidstakere i statseide foretak mistet jobben i løpet av få år.

For de statseide bankene ble det rundt århundreskiftet behov for en omfattende rekapitalisering. Som del av denne rekapitaliseringen fikk hver av de fire store statsbankene sitt eget finansielle foretak hvis oppgave var å hente ut dårlige lån i «sin» statsbank og i stedet legge inn nyutstedte statsobligasjoner. Det innebar en opprensning på balansen til de statseide bankene. At de dårlige lånene bare i liten grad har latt seg inndrive i ettertid, innebærer at de endelige kostnadene ved de store tapene i statlig bankvirksomhet i Kina bæres av landets skattebetalere.

Først i 2003 fikk Kina sin bankinspeksjon, China Banking Regulatory Commission (CBRC). Da hadde de fire store statsbankene allerede vært gjennom en periode med omfattende refinansiering. CBRC har en meget viktig oppgave; se til at bankene ikke på nytt havner i et slikt uføre.

Som del av sitt arbeid for å få til mer profesjonell bankvirksomhet i Kina ble tre av de fire store statsbankene gjort om til aksjeselskaper, utenlandske strategiske eiere invitert inn, og bankene tatt på børs. I 2005 kjøpte eksempelvis Bank of America 9,9 prosent av China Construction Bank for tre milliarder dollar. Tanken var at den amerikanske storbanken skulle lære sin kinesiske partner hva moderne bankdrift består av. Men da finanskrisen brøt løs i

USA høsten
den amerik
arder dolla

Nærmer

Selv om PE
virksomhet
pengeutste
med sin eg
1990-årene

Med fast
valuta slik
hvert som
handel me
yuan. I en s
holdene leg

For å un
dipapirer, d
bankene tra
lar med ege

At sentra
sket sterk p
nene som b
ning av an
regnskapen
skapsmessig
hvordan kje
PBOC eier,
inflasjonen

68 Kinesiske
retak, gjor
investering
til en billig

USA høsten 2008, valgte Bank of America å selge denne posten. I 2010 kunne den amerikanske forretningsbanken sope inn en profitt før skatt på 7,3 milliarder dollar på denne investeringen.⁶⁸

Nærmere om People's Bank of China (PBOC)

Selv om PBOC allerede i 1984 ble kvitt oppgaven å drive tradisjonell bankvirksomhet, var det ikke før i 1998 at Kinas sentralbank hadde fått styring på pengeutstedelsen i landet. Før den tiden drev sentralbankfilialer landet rundt med sin egen pengeutstedelse, basert på lokale behov. Først fra slutten av 1990-årene kan vi snakke om en moderne sentralbank i Kina.

Med fast eller styrt valutakurs påhviler det sentralbanken å kjøpe og selge valuta slik at kursen holdes på ønsket nivå, som redegjort for tidligere. Etter hvert som Kina inn på 2000-tallet kunne oppvise stadig større overskudd i sin handel med utlandet, måtte PBOC stadig kjøpe opp dollar og tilføre mer yuan. I en slik situasjon kan pengemengden lett vokse mer enn ønskelig. Forholdene legges til rette for en uønsket høy inflasjon.

For å unngå en slik utvikling begynte PBOC i 2003 å utstede sine egne verdipapirer, det vil si kortsiktige obligasjoner. Ved å selge disse obligasjonene til bankene trakk en inn likviditet. I realiteten innebar dette at PBOC kjøpte dollar med egenutstedte verdipapir.

At sentralbanken hindrer at overskudd på handelsbalansen slår ut i uønsket sterk pengemengdevekst, kalles «sterilisering». Om renten på obligasjonene som banken utsteder, er lavere enn renten banken tjener på sin beholdning av amerikanske statsobligasjoner, vil det gi en positiv rentemargin i regnskapene til PBOC. Det vesentlige spørsmålet er imidlertid ikke det regnskapsmessige resultatet i Kinas sentralbank. Det vesentlige spørsmålet er hvordan kjøpekraften til den stadig økende mengden av dollarfordringer som PBOC eier, utvikler seg. Dersom renten på disse fordringene er større enn inflasjonen i USA, vil kjøpekraften øke over tid.

⁶⁸ Kinesiske foretak som engasjerte seg tilsvarende ved kjøp av aksjer i utenlandske finansforetak, gjorde det dårlig. Eksempelvis tapte Kina godt med penger på sine plasseringer i investeringsbanken Merrill Lynch, som under finanskrisen ble overtatt av Bank of America til en billig penge.

Pengepolitikk på kinesisk

Kinesisk pengepolitikk fram til våre dager er ikke så ulik norsk pengepolitikk fram til 1990-tallet. Et vell av institusjoner, mange med statlig eierskap, mange med formål å betjene en spesiell næring eller spesielle typer investorer, en sammenblanding av statlig og privat kapital, rasjonering og fravær av markedsklarering, styring gjennom anbefalinger og ved oppsett av kredittbudsjetter, negative realrenter for mange i lange perioder, for å nevne noe. Som en sentralbankmann sa det: «China's banking and financial system is unique, every single tool applied in every system in the world today, both market and planned, is being used today in China's system» (Brahm 2002: 175).

I dette systemet er det vanskelig for små- og mellomstore bedrifter å skaffe seg lån. De er stor grad henvist til gråmarkeder, slik vi kjenner det fra Norge i kredittrasjoneringens tid. Noen steder med renter på opp til 5 prosent per måned.

PBOC har stadig prøvd å bli flinkere til å bruke tradisjonelle virkemidler for en sentralbank. Ved at PBOC selv utsteder egne verdipapirer, som er temmelig likvide i interbankmarkedet, kan sentralbanken drive markedsoperasjoner og slik påvirke likviditeten i systemet. I tillegg brukes renten aktivt. Etter en løssluppen penge- og kredittpolitikk for å møte nedgangstiden etter finanskrisen har PBOC det siste året strammet til gjennom flere renteøkninger.

Et annet virkemiddel er å bruke reservekrav. Når reservekravene settes opp, slik de ble gjort seks ganger gjennom 2010, betyr det at bankene kan låne ut mindre av sine innskudd. I Norge ble reservekrav benyttet på lignende vis fram til midten av 1980-tallet.

Et tredje virkemiddel er kredittbudsjetter for banknæringen. Det gir incentiv til kreativitet i bankene, som prøver å kanalisere lån ut av balansen. En holder seg innenfor budsjettet samtidig som kundene får mer kreditt enn budsjettet tilsier.

Penge- og valutapolitikk i tiden framover

Jeg skal her se nærmere på forhold som har med internasjonalisering av den kinesiske valutaen å gjøre. Deretter diskuterer jeg kredittpolitiske forhold i Kina. Til slutt reises spørsmålet om Kina vil gå over til en pengepolitikk basert på inflasjonsstyring.

Internasjonalisering av RMB

Høsten 2008 sto verdens finansmarkeder på tå hev. 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.

Men, tenkte vel kineserne, om handelen med andre land var i yuan 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 yuan. 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 yuan som fakturerings- og oppgjørsvaluta.

Men hva skal land som akkumulerer overskudd i yuan gjøre med disse overskuddene? La dem ligge som valutareserver i sentralbanken? Det forutsetter at kinesiske myndigheter åpner opp for at midlene kan investeres i rentebærende papirer i Kina. Om en gradvis appresiering av yuan finner sted, vil slike reserver gi god avkastning.⁶⁹ I tillegg kommer en diversifiseringsgevinst. Men så lenge den kinesiske valutaen ikke er fullt ut konvertibel, vil likviditeten

⁶⁹ I 2010 steg konsumprisindeksen i Kina med nær 5 prosent. Om den forverringen i konkurranseevne som Kina har behov for, skjer ved inflasjon snarere enn ved en appresiering av valutaen, blir CNY mindre egnet som verdioppbevaringsmiddel for andre lands sentralbanker.

av verdipapirer i denne valutaen være dårlig. Det gjør dem lite egnet som valutaeserver 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 å reformere det internasjonale monetære systemet (Zhou 2009). Han går her inn for at Special Drawing Rights (SDR) – som er en trekkrettighet 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; amerikansk dollar, euro, japanske yen og britiske pund. For tiden utgjør SDR om lag 7 prosent av verdens samlede valutaeserver. SDR brukes nesten ikke i private transaksjoner. Den mangler derfor 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» (Wyplosz 2010).

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

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

En ting kan likevel 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. Etter som 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, legges forholdene til rette for tiltakende amerikansk prisstigning.

Et todelt valutamarked

Som vi har sett, er kontroll på kapitalbevegelsene en helt sentral del av kinesisk penge- og valutapolitikk. Hvorfor har da flere banker i Hongkong begynt å ta imot innskudd i yuan? Hensikten med disse innskuddene er at Kina i økende grad vil tillate å la yuan bli anvendt som oppgjørsvaluta for eksport og import. Yuan-konti i Hongkong, og etter hvert også andre steder, kan da være tjenlig.

Vanskeligere er det å forstå hvorfor McDonald's i 2010 la ut et obligasjonslån i CNY i Hongkong som ble mer enn fulltegnet. Disse yuanene er ment investert i Kina. Men de kan ikke fritt føres over til McDonald's konto i en kinesisk bank på fastlandet. Om de kunne det, 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. CNY på konto i bank i Hongkong vil forbli separert for CNY på konto i bank i Kina.

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

En gradvis appresiering av yuan?

I løpet av det første tiåret i det nye århundret har privat konsum som andel av BNP falt dramatisk i Kina; fra nær 50 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 og konsumere mer senere. Eksport og realinvesteringer er derfor 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 yuanen appresiere vil kjøpekraften til husholdningene stige, og konkurransevnen til kinesiske foretak vil 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 yuan 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 på disse områdene, vil den enkelte kineseren kunne koste på seg å spare noe mindre og å bruke, det vil si forbruke, noe mer. Større innsats fra det offentlige hva gjelder helse, skole og pensjon, krever økte skatteinntekter, noe de kinesiske myndighetene er opptatt av og eksperimenterer med. Dette er et tema som blir tatt opp av Jo Inge Bekkevold i kapittel 5.

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.

«Captive Savings»

For kinesiske banker er det *tak* på innskuddsrenter og *gulv* på utlånsrenter. Når innskuddsrenter er begrenset oppad og utlånsrenter er begrenset nedad, låser en inn en minimums rentemarginen. Denne marginen er meget hyggelig. For bankene. Hvilket betyr at innskyterne ofte blir robbet. Slik bildet er i dag, med en inflasjon på rundt 5 prosent og tak på innskuddsrenter på rundt 2 prosent, er innskyterne «sikret» en realavkastning på minus 3 prosent. «Captive Savings» kalles det, idet mange ikke opplever å ha alternative måter å spare på.

«Captive Savings» som fratrar den jevne kineseren kjøpekraft, er både uheldig og urettferdig. Hvor lenge kan partiet herse med småfolk på denne måten?

Finansmarkedene i Kina, hevder forfatterne av boken *Red Capitalism* (se fotnote 6), utgjør en integrert del av kommunistpartiets styre. Banker, så vel som aksje- og obligasjonsmarked, er til for å sikre billig finansiering til partistaten og til de statlige foretakene som er en del av det hele. Luksuriøse levekår for partipamper og for ledere i det statlige næringslivet står høyt på partiets dagsorden, om enn med usynlig blekk.

Et sentralt element i arbeidet for å få til en bedre fungerende kinesisk økonomi er at tilgangen på kapital for små- og mellomstore bedrifter bedres. Vekst i privat konsum vil i ikke liten grad skje i form av tjenester tilpasset lokale forhold og produsert i liten skala. For at slik produksjon skal komme i gang, trengs det bedre tilgang på kapital. Uregulerte gråmarkeder, der renten kan komme opp i 80 prosent på årsbasis, må suppleres med mer regulære kanaler for kreditt og egenkapital. I kredittpolitikken må det legges til rette for nye aktører som kan betjene små og mellomstore bedrifter.

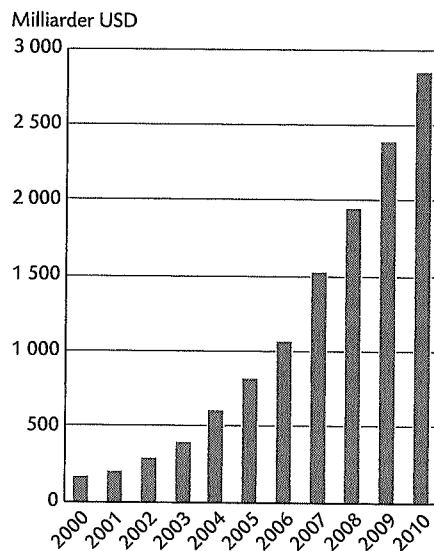
Inflasjonsstyring – er det noe for Kina?

Mange i IMF har lenge ivret for at Kina bør gå over til inflasjonsstyring (Goodfriend og Prasad 2006). Ved et slikt system har sentralbanken ansvar for at prisstigningstakten holdes på et bestemt og kjent nivå. For å kunne møte dette målet må sentralbanken ha det som kalles «instrument independence», det vil si at den selv må bestemme renten og andre pengepolitiske tiltak på fritt grunnlag og etter beste skjønn.

I tilfellet Kina, der sentralbanksjefen er med i State Council, dvs. i regjeringen, tror jeg det er langt fram til at inflasjonsstyring i vestlig forstand vinner fram. Sentralbanken er en integrert del av et hele. Dette hele styres av sentralkomiteen til kommunistpartiet. På daglig basis av den ni mann store stående komité for politbyrået. En sentralbank med større frihet passer ikke inn i dette opplegget.

Snart vil en bedrift nær der du bor, være kinesisk

I løpet av et godt tiår har den kinesiske sentralbanken økt sine valutareserver fra under to hundre milliarder dollar til nær tre tusen milliarder dollar, se figur 11.1. Bakgrunnen er store overskudd på handelsbalansen samt inn-



Figur 11.1 Utviklingen av Kinas valuta-reserver 2000–2010. I milliarder dollar, ved utgangen av året.

strømning av kapital ved at utenlandske foretak har etablert nye bedrifter for produksjon i Midtens rike.

Valutareserver på nær tre tusen milliarder dollar er mer enn nok. Kineserne har ikke behov for flere amerikanske statsobligasjoner eller andre verdipapirer. Nå vil de diversifisere sin formue. Mens Kina ved starten av 2000-årene kjøpte seg opp i utenlandske foretak med beskjedne to–tre milliarder dollar årlig, handlet de for over 50 milliarder dollar i 2010.

Det er særlig tre ting kineserne er på jakt etter; ny teknologi, bedre tilgang på råvarer, samt sikre seg kjente merkevarer. Både svenske Volvo og norske Elkem har nylig fått kinesiske eiere. I andre land har kinesisk foretak kjøpt opp gruver og andre bedrifter med rikelig tilgang på naturressurser. I Canada og Australia, så vel som i Brasil og Myanmar, synes myndighetene at det kan bli vel mye av det gode. I disse landene er det blitt vanskeligere for kineserne å fortsette denne strategien.

De ivrigste kinesiske investorene er store, statseide foretak. Om Kinas strategiske interesser veies inn i bildet, vil ikke statseide foretak i noen tilfeller kunne betale mer enn rent privatøkonomiske vurderinger skulle tilsi? På den andre siden vil et kinesisk foretak ofte kunne åpne det kinesiske markedet for den bedriften som kjøpes, og derfor ha større nytte av å ta over foretak i andre

land. Volvo kan nå regne med å selge langt flere biler i Kina i årene framover enn om Volvo hadde forblitt på amerikanske Fords hender. I 2010 gikk Kina forbi USA som verdens største marked for salg av nye biler.

Mer om den valutapolitiske uenigheten mellom USA og Kina

I det internasjonale monetære systemet har den amerikanske dollaren en nøkkelrolle. USA har verdens største økonomi, de dypeste og mest likvide kapitalmarkedene og helt frie kapitalbevegelser. Andre land finner det hensiktsmessig å akkumulere sine valutaeserver for en stor del i dollarfordringer. USA framstår som en «monetær hegemon» på den globale arenaen. Det gir USA to fordeler og én ulempe. Siden dollar er så etterspurt internasjonalt, holdes om lag halvparten av de dollarsedlene som USA har trykket opp, i utlandet. Det innebærer et rentefritt lån til USA. Fordel nummer to er at andre lands ønsker om å erverve fordringer i dollar, gjør at USA kan låne i utlandet i egen valuta og til lavere rente enn hva som ellers ville vært tilfellet.

Ulempen med å eie nøkkelvalutaen er at USA ikke har noen egen valutakurspolitikk. Når kineserne binder yuan til dollar til kurs 8,28, må USA bare passivt godta det. Tidvis fører dette til en overvurdert dollar som svekker amerikanske bedrifters konkurransevne.

Alt i alt har USA fordel av dollarens rolle som ledende internasjonal valuta. Beregninger tyder på at denne fordelten tilsvarer mellom 0,3 prosent og 0,5 prosent av den årlige verdiskapningen i USA, det vil si mellom 40 og 70 milliarder dollar (Cooper 2010).

I løpet av de første åtte månedene i 2011 kjøpte Fed ved sentralbanksjef Ben Bernanke tilbake amerikanske statsobligasjoner for 600 milliarder dollar. QE2 kalles den politikken; Quantitative Easing for andre gang. Hensikten er å få lange renter i USA ned, for på den måten å få fart på investeringene. Kineserne liker denne politikken dårlig. Selgerne av amerikanske verdipapirer som får ferske dollarsedler av Bernanke, hva vil de gjøre med dem? Kjøpe verdipapirer i andre land, hvis valutakurser dermed vil oppleve et press oppover. Men ettersom Kina ikke tillater innstrømming av kapital, vil presset på andre lands valutakurser bli sterkere. Det liker land som Brasil, Sør-Korea og

Malaysia dårlig. De ender opp på amerikanernes side i å kritisere kinesisk valutakurspolitikk.

Hva som er en riktig pris på dollar målt i yuan, er ikke lett å fastslå. Små endringer i måten slike beregninger gjøres på, har stor betydning for konklusjonen (Cheung, Ma og Mc Cauley, 2010).

Et tilbakevendende krav fra USAs side er at Kina åpner opp sitt kapitalmarked og tillater frie kapitalbevegelser. En slik politikk ville føre til en stor *innstrømming* av kapital til Midtens rike og gitt amerikanske finansinstitusjoner nye inntjeningsmuligheter. Men hva med *utstrømmingen* av kapital? Om det sto kinesere fritt til å plassere sine penger i andre land, ville mange av dem kjøpt verdipapirer i USA og Europa. Godt mulig ville utstrømmingen av kapital blitt større enn innstrømmingen. I så fall ville prisen på dollar målt i yuan gått opp, og amerikanske bedrifters konkurransevne svekkes.

Hva som skjer med den kinesiske valutakursen ved frie kapitalbevegelser og flytende kurs, er det ingen gitt i forkant å vite. Annet enn dette: Prisen på dollar målt i yuan ville svinge langt kraftigere enn hva tilfellet har vært siden 1995.

Oppsummering

«Feeling the stones while crossing the river» er et utsagn Deng Xiaoping er kjent for. En går gradvis og forsiktig fram i Kina. Hva kan en vente av gradvise endringer på det penge- og valutamessige området i tiden framover?

Den kinesiske valutaen vil gradvis bli internasjonalsert, men bare for handel i varer og tjenester der hensikten er å skape uavhengighet av den amerikanske dollaren. At kinesiske myndigheter tillater frie kapitalbevegelser, ligger et godt stykke inn i framtiden. Shanghai kan likevel framstå som et internasjonalt finanssentrum i 2020.

Arbeidet med å utvikle et finansvesen som bedrer tilgangen på kapital til små- og mellomstore bedrifter, vil få stor oppmerksomhet i årene framover. Dette er av betydning om en skal lykkes med en omlegning til en tjenestebasert og konsumdrevne økonomi. En slik omstilling vil lettes om Kina i framtiden tillater en noe høyere inflasjon, som skyldes at lønnsandelen tar til å stige, og en gradvis styrking av sin valuta.

Konku
et bedre t
vendig at
Inflasj
kombine

Littera

Brahm, La
JohnW
Cheung, Y
Foreig
Cooper, R
Develo
Goodfrien
Policy
Hope, Nic
Foreig
(red.):
Kroeber, A
Found
Economi
Lardy, Nic
(1):41
Wyplosz, C
Develo
Zhou Xiaoc
China.
[http://www
monet](http://www.monet)

Konkurransen i finansmarkedene vil i årene framover gi den jevne kineser et bedre tilbud av spareprodukter. For å bevare roen i samfunnet er det nødvendig at kinesere flest ser at sparemidlene får økt kjøpekraft over tid.

Inflasjonstyring og en friere stilling for PBOC kan jeg vanskelig se lar seg kombinere med det politiske systemet som Kina har i dag.

Litteratur

Brahm, Laurence J. 2002. *Zhu Rongji and the Transformation of Modern China*. Singapore: JohnWiley & Sons.

Cheung, Yin-Wong, Guonan Ma og Robert N. McCauley 2010. Renminbising China's Foreign Assets. CESifo Working Paper No. 3009, april 2010.

Cooper, Richard, N. 2010. Does the SDR Have a Future? *Journal of Globalization and Development*, 1 (2), Article 11.

Goodfriend, Marvin og Prasad Eswar 2006. A Framework for Independent Monetary Policy in China». IMF Working Paper.

Hope, Nicholas og Fred Hu 2006. Reforming China's Banking System: How Much Can Foreign Strategic Investment Help? I Jahangir Aziz, Steven Dunaway og Eswar Prasad (red.): *China and India. Learning from Each Other*. Washington D.C.: IMF.

Kroeber, Arthur 2010. Anmeldelse av boken Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise, av Carl Walter og Fraser Howie. *China Economic Quarterly*, 14 (4):62–64.

Lardy, Nicholas 2005. Exchange Rate and Monetary Policy in China. *Cato Journal*, 25 (1):41–47.

Wyplosz, Charles 2010. Is the Era of the Dollar over? *Journal of Globalization and Development*, 1 (2): article 16.

Zhou Xiaochuanu 2009. Reform of the International Monetary System, *Peoples's Bank of China*.

<http://www.cfr.org/china/zhou-xiaochuans-statement-reforming-international-monetary-system/p18916>