

# Kina er tjent med den valuta- politikken landet nå har



## **Månedsbrev 07/2014**

Kina trenger en gradvis liberalisering av det innenlandske kredittmarkedet. Denne utfordringen har det ingen hensikt å komplisere ved å tillate finansielle investorer å løpe ut og inn av Kina med pengene sine.

**Arne Jon Isachsen**

**Centre for Monetary  
Economics (CME)**

Økonomer flest liker frie markeder. Således liker de at kapital skal kunne flyte fritt mellom land. Slik at den i hovedsak kommer dit man betaler mest for den. For der vil den jo også ha høyest forventet avkastning.

### Keynes mente noe annet

John Maynard Keynes var av en annen oppfatning. Regelverket vi hadde for internasjonale kapitalstrømmer etter den andre verdenskrigen og frem til tidlig på 1970-tallet, bar preg av det. Med kontroll på kapitalbevegelser, dvs. fravær av fri anledning for folk i ett land å kjøpe aksjer og andre verdipapirer i andre land, blir det mulig å ha ulik rente i ulike land, med bibehold av fast valutakurs. Det siste er viktig for handelen. At man slipper usikkerheten om prisen på egne penger målt i andre lands penger frem i tid.

Og handel mellom land, det vil vi gjerne ha mer av. Internasjonal handel gir mulighet for spesialisering og utnyttelse av komparative fortrinn. I tillegg setter handel med andre land press på konkurransen innenlands, hvilket bidrar til innovasjoner og bedre utnyttelse av ressursene.

Fri handel forutsetter fri veksling mellom ulike lands penger når de underliggende transaksjonene har med kjøp og salg av varer og tjenester å gjøre. Vi snakker da om at valutaen er *konvertibel for transaksjoner på driftsbalansen*. Hvilket er forenlig med at valutaen ikke er fullt ut konvertibel for

transaksjoner på kapitalbalansen, dvs. ved kjøp og salg av verdipapirer ("assets").

Hvorfor dette skillet? Jo, mente Keynes, med kontroll på kapitalbevegelsene blir det mulig for land med fast valutakurs å ha forskjellig rentenivå. I og med at konjunktorene utvikler seg ulikt over land, er det fint å kunne bruke pengepolitikk for stabiliseringspolitiske formål, uten at valutakursen av den grunn tar til å svinge.

*Med kontroll på kapitalbevegelsene  
kan man ... føre en selvstendig  
rentepolitikk i Kina.*

### Kina får konvertibilitet for sin RMB for handel med varer og tjenester

I 1995 ble den kinesiske renminbi (RMB) gjort konvertibel for transaksjoner på driftsbalansen, og et system med multiple valutakurser ble erstattet med et nytt system; samme pris på dollar målt i renminbi (også kalt yuan) uansett hva slags varer og tjenester man handlet med. I starten ble prisen på én dollar satt til 8,28 RMB – en pris som holdt seg frem til sommeren 2005. Da startet man en forsiktig appresiering av RMB, som kom ned mot litt over 6 RMB i januar 2014, for så å svekke seg til vel 6,20 RMB mot dollar i dag. Poenget er at prisen på dollar målt i yuan har hele tiden vært styrt – eller villet – av de kinesiske myndighetene. Med kontroll på

kapitalbevegelsene kan man samtidig føre en selvstendig rentepolitikk i Kina – dvs. ikke passivt bare godta den renten ankervaluta-landet fastsetter.

Dette systemet har tjent Kina vel. Keynes ville gitt sin anerkjennelse. Dog – her er to store utfordringer som venter på å finne sin løsning.

### **Feil allokering av kreditt og utbredt korrupsjon**

For det første er allokeringen av kreditt innenlands i Kina langt fra god. Altfor mye og altfor billige penger tilflyter de statseide foretakene fra de statseide bankene, som har vel 50 prosent av markedet. Altfor lite penger – eller kreditt – stilles til disposisjon for små- og mellomstore bedrifter, med betydelige evner til innovasjon og med solid vekstpotensial. Hvilket fører til at mange statseide foretak har en meget lukrativ finansvirksomhet på siden av det de egentlig driver med. Ganske enkelt ved å låne opp mer enn det de selv trenger, til en lav rente, og låne disse midlene ut, til en høy rente.

For det andre, med en kunstig lav og styrt rente på innskudd, ofte lavere enn takten i prisstigningen, blir vanlige kinesere som sparer i bank, snytt for konfekten. Kjøpekraften av deres oppsparte midler faller over tid. "Financial repression" kalles det. Og utgjør flere prosent av bruttonasjonalproduktet. Småsparernes tap er i neste omgang de statseide bankene og de statseide foretakenes sin gevinst. Når vi videre vet at

de statseide foretakene er flinke til å unndra seg utbetaling av dividende til eieren, nemlig staten ved finansdepartementet, og også ofte viser tilsvarende dyktighet i korrumpert atferd – noe jeg en gang så ble karakterisert som limet som holder eliten i et diktatur sammen – er det klart at dagens penge- og finanssystem i Kina lider av store svakheter.

Måten å møte disse svakhetene på er en gradvis liberalisering av penge- og kredittvesenet innenlands, uten av den grunn å skulle la det bli fritt frem for utlendinger til å kjøpe kinesiske verdipapirer, eller for kinesere til å kjøpe utenlandske ditto. Liberalisering av et strengt regulert kredittmarked er både krevende og risikofyllt. Det vet vi nordmenn en god del om.

### **Norske erfaringer fra jappetiden**

Jappetiden i Norge, på slutten av 1980-tallet, hadde som bakgrunn friere adgang for bankene til selv å bestemme rentene, til selv å bestemme hvor de ville ha filialer, og til selv å bestemme incentivene for sine ansatte. Jappetiden innebar en helt vill ekspansjon av kreditten. Når banksjefer i nyetablerte filialer fikk bonus basert på veksten i utlån, er det ikke underlig at mange av disse lånene senere ikke lot seg inndrive. Hvilket resulterte i store tap, så store at konkursen truet de tre største forretningsbankene våre noen år senere. Staten gikk inn og tok over som eier. Og de eksisterende aksjene ble skrevet ned til null.

I et regulert kredittmarked der aktørene pr. definisjon mangler erfaring med sunn

konkurransen, vil deregulering innebære et skritt inn i det ukjente. Bedre blir det ikke om det eksisterende systemet er kjennetegnet ved omfattende korrupsjon.

På toppen av dette kommer den ekspansjonen som har funnet sted i "shadow banking" i Kina siden finanskrisen brøt ut høsten 2008. Det å la en sterk kreditteksponering med tilhørende vekst i investeringer demme opp for bortfall av eksport, var et godt grep på kort sikt. Men har hatt sin kostnad på lang sikt. Når kontantstrømmen til mange av disse prosjektene ikke er stor nok til betjening av lånene, blir spørsmålet dette: Hvem skal ta hvilke tap og hvordan?

*... kunne bære kimen i seg til  
finansielt kaos.*

### **Frie kapitalbevegelser løser ikke problemet**

Tidvis hører man argumentet om at frie kapitalbevegelser ut og inn av Kina er nettopp hva som skal til for å få det innenlandske kredittmarkedet til å fungere som det skal. Med mange flere utenlandske banker på plass i Kina; med fri adgang for dem til å funde seg i RMB; med fri adgang for folk og foretak i andre land til å kjøpe alt de måtte ønske av kinesiske verdipapirer; og også fritt å kunne

sette pengene sine inn på RMB-konti i banker i Kina (både kinesiske og utenlandske); og med tilsvarende muligheter for kinesere å gjøre seg gjeldende med sine penger på finansmarkeder i andre land, vil vi få effektiv konkurranse i penge- og kredittmarkedene i Kina. Korrupsjonen blir bekjempet med markedets egen kraft. Småsparerne får bedre rente på sine innskudd. Og små- og mellomstore kinesiske bedrifter får bedre tilgang på kreditt til en lavere rente.

Alt dette høres vel og bra ut. Så hvorfor ikke åpne for fri flyt av kapital ut og inn av Kina?

Det er to grunner for det. Den ene har vi allerede vært innom. Med frie kapitalbevegelser blir det ikke lenger mulig å styre valutakursen, og dermed konkurransevnen for kinesiske foretak. Vil kinesere i større grad plassere penger i utlandet, enn utlendinger vil plassere penger i Kina? I så fall må man påregne økt pris på dollar målt i yuan. Konkurranssevnen til foretak i Kina styrker seg, og eksporten tar seg opp. Eller vil det motsatte skje; utlendinger er mer hissige på Kina enn kinesere er på resten verden? I så fall vil RMB-en styrke seg og konkurransevnen svekkes. Eventuelt at sentralbanken i Kina vil endre sin styringsrente for å unngå eller demme opp for en uønsket utvikling i valutakursen. Men om en slik renteendring passer dårlig til den innenlandske konjunktursituasjonen, har man et problem.

For det andre vil et frislepp i kredittmarkedene innenlands, i samband med frie kapitalbevegelser, kunne bære kimen i seg til finansielt kaos. Med en så uoversiktlig situasjon i bank- og finansvesen som den man i dag har i Kina, er den eneste farbare vei *en gradvis liberalisering*, med fullt trøkk på kontroll og kontinuerlige tilbakemeldinger. Å åpne alle sluser ved å la utlendinger fritt frem kunne tre inn i det kinesiske kreditt- og kapitalmarkedet – samtidig som kinesere fritt frem kan tre ut av det – har preg av den rene risikosporten.

### **Internasjonaliseringen av RMB er mindre enn du tror**

Hva da med alt man i de senere år har hørt om den raskt tiltakende internasjonaliseringen av den kinesiske valutaen, og andre lands interesse for å kvotere kursen på RMB mot dollar eller andre valutaer?

Finanskrisen viste med all ønskelig tydelighet at selv for handel med varer og tjenester var verden på en dollarstandard. Når finanskrisen var over oss, ble behovet for dollar for finansiering av eksport og import med ett et stort problem i mange land. Til tross for at krisen oppstod i USA. Fed, den amerikanske sentralbanken, viste seg sitt ansvar bevisst. Man inngikk dusinvis av swap-avtaler med andre lands sentralbanker hvilket førte til at de fikk den nødvendige tilgangen på dollarlikviditet. Og handelen kunne stort sett gå sin gang.

*... vil deregulering innebære et skritt inn i det ukjente.*

En slik avhengighet av den amerikanske dollaren er lite ønskelig, sett med kinesiske øyne. Av den grunn har man lagt stor vekt på å få i stand ordninger der kinesisk eksport og import kan faktureres i RMB, snarere enn i USD. Her har man lykket rimelig bra. I april i år var RMB den syvende mest brukte faktureringsvalutaen i verden, med 1,4 prosent av totalen, opp fra 0,6 prosent 16 måneder tidligere. Med en andel på over 40 prosent er den amerikanske dollaren den dominerende faktureringsvalutaen.

Hva gjelder verdipapirer som er fritt tilgjengelig for utenlandske investorer, stod RMB-denominerte sådanne for bare 0,1 prosent av det totale volumet globalt for ett års tid siden, på linje med filippinske peso. Dollaren er også her den klart største valutaen.

### **Konvertibilitet for realinvesteringer**

Utsagnet om at den kinesiske valutaen *ikke er fullt ut konvertibel for transaksjoner på kapitalbalansen*, trenger en presisering. At jeg ikke fritt kan sette penger i kinesiske banker i Kina i RMB er riktig. Eller kjøpe kinesiske statsobligasjoner eller aksjer. Men om jeg ønsker å kjøpe realkapital i Kina, i form av et jordstykke, for på det å sette opp en fabrikk

for produksjon av teknologiske avanserte produkter, vil det ikke være nei i de kinesiske myndigheters munn.

Mobilitet av kapital inn i Kina er altså fullt mulig om den underliggende transaksjonen har med realinvesteringer å gjøre. Spesielt velkomne er slike realinvesteringer som ligger i spiss rent teknologisk. De vil kunne gi Midtens rike en gevinst i form opplæring av kinesere, noe som borger godt for landets fremtidige evne til innovasjon og nyskapning. For ikke å snakke om muligheten til kopiering.

### **Sammenfatning**

Kina trenger er en gradvis liberalisering av det innenlandske kredittmarkedet. Denne utfordringen har det ingen hensikt å

komplisere ved å tillate finansielle investorer å løpe ut og inn av Kina med pengene sine.

Med kontroll på kapitalbevegelsene blir det mulig med større selvstendighet i rente- og valutakurspolitikken. Med innenlandsk sparing godt utover hva kineserne selv har behov for i form av finansiering av egne realinvesteringer, vil kineserne stå seg godt på å følge rådene fra Keynes mer enn 70 år tilbake i tid.

4. juli 2014

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