

Stabilitet for enhver pris?



Månedsbrev 12/2016

Om Kina tillater frie kapitalbevegelser vil det bli lettere å innfri målet om en internasjonalisering av landets valuta. Men prisen er høy: en mer ustabil valutakurs.

Arne Jon Isachsen

**Centre for Monetary
Economics (CME)**

“Currency on track for its worst year” står det å lese på første side i Financial Times den siste dagen i november. Med henvisning til Kina. Bakteppet er at prisen på én amerikansk dollar har steget fra 6,39 yuan til 6,89 yuan på ett år. En svekkelse av yuan på vel syv prosent. Ikke særlig flatterende for kineserne. Og kanskje mer alvorlig; ikke så lett å forstå.

Eksportoverskudd, men likevel strømmer dollarene ut

Hvorfor ikke så lett å forstå? Fordi Kina, til tross for synkende eksport, stadig har betydelige overskudd i sin handel med andre land. I størrelsesorden 270 milliarder dollar de siste 12 måneder. I lærebokens enkle verden ville man forvente at det meste av dette overskuddet ble vekslet om til kinesiske yuan. Hvilket burde føre til en noe sterkere yuan, samt en økning i sentralbankens valuta-reserver.

Men hva skjer? I de siste par årene har People’s Bank of China (PBOC) erfart en betydelig netto utstrømning av dollar. I juni 2014 utgjorde reservene i sentralbanken 4.000 milliarder dollar. I oktober 2016 var reservene krympet til snaue 3.200 milliarder dollar.

Løsningen på denne gåten – at Kina med solide overskudd i handel med andre land likevel opplever markant og etter hvert urovekkende stor nedgang i sine valuta-reserver – ligger i kapitalutgang som stadig mer liberale regler for flytting av penger ut og

inn av Kina har gjort mulig. I tillegg til pengeflukt som er i strid med gjeldende regelverk. Forventninger om en fortsatt svekkelse av yuan mot dollar gir incentiver til slik atferd.

Kinas ønske om å gjeninnta rollen som Midtens rike – eller verdens midtpunkt – tilsier at landets valuta får en langt større rolle å spille internasjonalt. Hvilket har vært et sentralt tema for myndighetene siden 2012.

Finanskrisen i 2008 og 2009 viste hvor viktig det var med en imøtekommende amerikansk sentralbank. For selv om krisen hadde sitt utspring i USA, var det bare “the almighty dollar” markedet ville ha. Og den amerikanske sentralbanken – eller Fed – leverte. Kredittlinjer til andre lands sentralbanker ble åpnet verden rundt.

Snarere en prestisjegrøie for Kina som kostet andre land lite.

Slik vil ikke kineserne ha det. Gjennom avtaler med andre lands sentralbanker har Kina lyktes med en viss internasjonalisering av yuanen. Slike avtaler har gjort det lettere for Kina å fakturere varer og tjenester i yuan. Man gjør seg mindre avhengig av den amerikanske dollaren.

Men skal en valuta få stempel som en betydelig internasjonal valuta, kreves to ting til. Den første symbolsk, den andre reell.

Kinesiske yuan med i SDR

Den symbolske er grei. Se til at kinesiske yuan blir tatt opp i kurven som Det internasjonale pengefondets bokføring skjer i, nemlig Special Drawing Rights (SDR). Lørdag 1. oktober 2016 skjedde nettopp det. Kinesiske yuan ble lagt inn i valutakurven som SDR består av, i tillegg til amerikanske dollar, britiske pund, japanske yen og EUs euro. Med en vekting marginalt større enn for yen og pund. Et gjennombrudd for yuanens internasjonale rolle? Neppe. Snarere en prestisjegrøie for Kina som kostet andre land lite.

Mer enn 60 prosent av valutareserver i sentralbanker verden rundt holdes i dag i dollar, mot litt over én prosent i yuan. For å få status som reservevaluta, må det være fritt fram for alle å bruke den. Ikke bare for fakturering av varer og tjenester. Men også til kjøp og salg av likvide verdipapirer, herunder bankinnskudd i andre land, som man kan trekke ut på ett sekunds varsel. Og nettopp denne egenskapen ved en valuta – at den fritt kan brukes for transaksjoner på kapitalbalansen – vil lett kunne komme i konflikt med ønsket om en stabil eller styrt valutakurs. Det vet vi i Norge mye om.

Norske erfaringer på 1990-tallet ...

I juli 1990 ble det fritt frem for oss nordmenn å kjøpe og selge verdipapirer i utlandet, og for utlendinger ditto i Norge. Hvor lenge ville vi klare å holde fast valutakurs med frie kapitalbevegelser, undret jeg. To og et halvt år, skulle det vise seg. Den 10. desember 1992

kastet vi inn håndkve – Norge gav opp å holde valutakursen fast.

Høsten 1992 var preget av stor uro i valutamarkedet. Bråtevis av valutaer ble skrevet ned eller frispilt fra sin faste binding mot andre lands valutaer. Først ute var Storbritannia som etter snaue to år med fast kurs mot tyske mark, lot dette ankerfeste glippe. Det skjedde den 16. september 1992. Etter massivt press fra valutaspekulanter, i første rekke George Soros som satset ti milliarder dollar på en slik utvikling. I og med at pundet falt med ti prosent mot marken, kunne Soros sope inn en gevinst på én milliard dollar. Han fikk betegnelsen "the man who broke the Bank of England".

Spania og Italia og flere andre land fulgte etter. Frankrike, Nederland og Danmark holdt stand. Sverige tryna i oktober. Og vi altså i desember.

For å få status som reservevaluta, må det være fritt fram for alle å bruke den.

... av relevans for Kina i dag

Den reelle siden av saken for at et lands valuta skal bli skikkelig internasjonalt, nemlig frie kapitalbevegelser, er ugrei. Med frie kapitalbevegelser kan et ras av egne penger komme for omveksling til utenlandske penger. Eller motsatt, at markedet vil ha våre penger. Når raset er stort nok, blir det vanskelig å styre eller stabilisere valuta-

kursen. Som man da kan se seg nødt til å la seile sin egen sjø. Hvilket var Norges erfaring innunder jul 1992. Og som kineserne nå sliter med å håndtere.

Hva gjør så Kina i denne situasjonen? De strammer inn på regelverket for kinesiske foretaks anledning til å kjøpe fabrikker og annen realkapital i utlandet. Utgående direkteinvesteringer som er kommet opp i 146 milliarder dollar i løpet av årets ti første måneder, en dobling på fire år, blir det nå begrensninger på. Statseide foretak som kjøper hoteller og annen fast eiendom i utlandet, vil rammes. Diversifisering langt utenfor det sentrale for bedriftens virksomhet, skal det bli slutt på. 2

Mer enn 60 prosent av valutareserver i sentralbanker holdes i dag i dollar, mot litt over én prosent i yuan.

Også andre former for kontroll med utgående kapital strammes regelverket inn for. Frykten for at valutareservene skal bli mindre enn hva myndighetene er komfortable med, ligger bak. Hvorvidt disse innstramningene også vil hemme kinesiske foretak i deres jakt på å kjøpe opp utenlandske foretak som ligger i spiss rent teknologisk, gjenstår å se.

² Hvordan det kinesiske forsikringsselskapet Anbang gikk helt av hengslene i sin jakt på hoteller i utlandet er redegjort for i mitt notat "Kina på Kjøper'n", se <http://home.bi.no/fag87025/pdf/mb/2016v.pdf>

Stabilitet eller liberalisering?

"Kina vil ha det beste av begge verdener", sier John Greenwood, sjeføkonom i Invesco Asset Management, "De vil ha status som en internasjonal reservevaluta, men de vil også ha kontroll". 3

Men har man kontroll på kursen når valutaer svekker seg med syv prosent mot dollar i løpet av 12 måneder? Og det til tross for betydelige intervensjoner i valutamarkedet, hvilket lar seg avlese i form av synkende valutareserver i Kinas sentralbank, til tross for pene overskudd på handelsbalansen. Ved å gjeninnføre strammere kontroll med kapitalbevegelsene tar kineserne ett skritt tilbake hva gjelder muligheten til å innfri ønsket om at yuan skal bli en internasjonal valuta.

Mer generelt, i valget mellom stabilitet og forutsigbarhet på den ene siden, og økonomisk liberalisering med sikte på bedre utnyttelse av ressursene og sterkere men ustabil vekst på den andre siden, velger myndighetene i Kina som oftest stabilitet. Slik også denne gangen.

09 desember 2016

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

³ Mer om dette her: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-26/china-s-long-march-to-challenge-dollar-faces-obstacles-after-sdr>