

Arne Jon Isachsen
Handelshøyskolen BI
21. august 2015

HVA SKJER I DET KINESISKE VALUTAMARKEDET?

Andre land har ingen grunn til å rope ”uly, uly” fordi Kina har latt sin valuta svekke seg med noen få prosent mot dollaren.

Den 12. juni, etter et oppsving der indeksene har mer enn doblet seg på mindre enn ett år, starter nedturen i det kinesiske aksjemarkedet. I skrivende stund (torsdag 20. august) er Shanghai-indeksen ned nesten 29 prosent fra toppen for vel to måneder siden. Det innebærer en oppgang på vel 4 prosent fra bunnen den 8. juli.

Men ikke før har aksjemarkedet stabilisert seg, før valutamarkedet er ute og sykler. Kursen på den kinesiske valutaen renminbi (RMB), som myndighetene har styrt med fast hånd i tyve år, ser ut til å glippe. En fallende valutakurs innebærer at prisen på amerikanske dollar (USD) målt i kinesiske yuan (CNY) går opp.

TO BETEGNELSER PÅ SAMME PENGER

Den kinesiske valutaen har to navn. ”Renminbi”, eller ”folkets penger”, er *navnet* på valutaen. Det ble bestemt ved etableringen av Folkerepublikken Kina i 1949. ”Yuan” er *enheten*. Hvilket betyr at prisen på saker og ting er i yuan. ”Denne sjokoladen koster ti yuan”, sier man. Å si at den koster ti renminbi gir liten mening.

En parallell til Storbritannia kan være klargjørende. Pund sterling er valutaen. Men hva ting koster, noteres i pund – ikke i sterling. Som det heter i Wikipedia:

The currency name is sometimes abbreviated to just *sterling*, particularly in the wholesale financial markets, but not when referring to specific amounts; for example, “Payment is accepted in sterling” but never “These cost five sterling”.

På få dager tidlig i august stiger prisen på én dollar fra 6.20 yuan til 6.39 yuan. Det innebærer en svekkelse av den kinesiske valutaen på 3.6 prosent mot den amerikanske. Og alle hyler opp. På lederplass i Aftenposten fredag 14. august anklages Kina for å ”undergrave arbeidsplasser i andre land”, og også for å ha ”en tvilsom historie når det gjelder å manipulere valutakursen for å skaffe seg en konkurransefordel”.

Slike bevegelser i valutakurser er imidlertid ikke så uvanlig. På tampen av mai måned svekket den norske kronen seg mot euro med vel fire prosent på fire handledager – uten at Aftenposten anklaget Norge for noe som helst. Så hvorfor da alt dette oppstyret i Kina?

Et kort riss av kinesisk valutahistorie de siste par tiår

Først i 1995 ble RMB konvertibel til USD og andre vestlige valutaer for transaksjoner på handelsbalansen. Hvilket betyr at kinesere nå fritt kunne kjøpe og selge yuan mot dollar om den underliggende transaksjonen hadde med eksport eller import av varer og tjenester å gjøre. Videre ble systemet med multiple valutakurser avviklet; nå skulle prisen på dollar i yuan være den samme uavhengig av hva man kjøpte eller solgte.

Men hva skulle denne prisen – eller valutakursen – være? Etter litt frem og tilbake ble kursen satt til 8,28 yuan for én amerikansk dollar. Asia-krisen som rammet Thailand sommeren 1997, og etter hvert så godt som alle landene i Sørøst-Asia, førte til kraftige nedskrivninger av valutaene i hele Sørøst-Asia. Hva skulle Midtens Rike gjøre? Anbefalingen fra Verdensbanken ved sjeføkonom Joseph Stiglitz var klar; ”folkets penger” burde skrives ned mot amerikanske slik andre lands penger ble.

Men kineserne sa nei – de holdt fast på prisen på 8,28 yuan for én dollar. Det var en heroisk beslutning fordi konkurranseevnen til Kina da ble redusert i samme grad som nabolands valutaer falt i verdi mot dollaren. Men en riktig beslutning. Kina var kommet i siget og tålte denne utfordringen.

I desember 2001 ble Kina medlem av WTO (Verdens handelsorganisasjon). Dermed kunne Kina lettere bygge opp en markedsbasert økonomi integrert i den globale økonomien. Kinesisk eksport vokste med rekordfart – nærmere 20 prosent per år i gjennomsnitt for perioden 2003-2010. Andre land – herunder USA – opplevde stigende underskudd i sin handel med Kina. Og selv om amerikanske forbrukere kunne glede seg over stadig mer og stadig billigere import fra Kina, var eiere og ansatte i foretak som bukket under i konkurransen med Kina, mindre glade.

Kina, mente man, gav seg selv for god konkurranseevne ved den gitte valutakursen. Kineserne var ikke helt uimottakelige for argumentet.

I juli 2005 skrev man opp egen valuta med et par prosent mot dollaren for deretter å starte en jevn og styrt appresiering av RMB. Videre ble det sagt at man nå skulle styre valutaen mot en kurv av andre valutaer, ikke bare mot dollar. Det ble med snakket. Dollaren beholdt sin rolle som ankerfeste; valutaen som den kinesiske yuan ble målt mot.

De neste tre årene styrker yuan seg fra 8,28 mot dollar til 6,80 – det vil si en appresiering på hele 22 prosent – for så å bli liggende på dette nivået mens finanskrisen raser. Høsten 2010 fortsetter kineserne den gradvise appresiering av sin valuta. Utpå nyåret 2014 er prisen på den amerikanske dollaren kommet ned til rundt 6.10 – 6.20 yuan, det vil si en ytterligere ti prosents appresiering mot dollar, for så å bli liggende på dette nivået frem til spetakkelet startet i midten av august.

Tre forhold har i den senere tiden gjort det rimelig for kineserne å ønske seg en noe svakere valuta, det vil si en noe høyere pris på dollar målt i yuan. Lavere vekst i Kina, hvilket gjør økt etterspørsel fra andre land viktig; dollarens sterke utvikling den siste tiden, som har dratt den kinesiske valutaen opp også, målt i forhold til andre land; samt faren for en ytterligere styrking av USD – og dermed av RMB – om den amerikanske sentralbanken starter prosessen med gradvise renteøkninger en gang utpå høsten.

Større rolle for markedet

Kineserne har problem med å få sitt finansvesen til å fungere godt. I et velfungerende finansvesen får de riktige bedriftene de riktige lånene til de riktige betingelsene. Med den dominerende plassen som statseide foretak – og enda mer statseide banker – inntar i Kina, er det mange og sterke motkrefter mot de rene markedsløsningene. Med kontroll på kapitalbevegelser (du og jeg kan ikke fritt sette penger på konto i en kinesisk bank, og enda mindre kan utenlandske banker etablere seg fritt i Kina) unndrar kineserne seg den disiplinerte effekten utenlandsk konkurranse på det innenlandske kapitalmarkedet ville ført til.

Om utlendinger fritt kunne kjøpe og selge kinesiske verdipapirer og kinesere ditto motsatt vei, ville det kunne gi opphav til store bevegelser i valutakursen når mange går i flokk i samme retning. Begrensninger på kapitalens mobilitet over landegrensene er således en forutsetning for en styrt valutakurs.

”Feeling the stones while crossing the river”, var et slagord Deng Xiaoping, som tok over makten på tampen av 1970-tallet, ofte brukte. Gå gradvis fram og se hva som fungerer. Det er hva kineserne har drevet med, og fortsatt driver med, i sin valutapolitikk. Hva gjelder kapitalbevegelser er det nylig blitt anledning for utlendinger til å kjøpe kinesiske aksjer. Men her er det kvoter som begrenser deltakelsen. Bare tre prosent av børsnoterte aksjer i Kina er på utenlandske hender.

Kineserne selv har i økende grad fått anledning til å investere i utlandet. Mange rikfolk har penger og bolig stående klar i utlandet. Om det skulle komme til å brenne under føttene fordi ens korrupte atferd står i ferd med å bli avdekket, eller fordi regimet som har tjent dem så vel skulle vakle, er det fint å ha rettetten klar.

Internasjonalisering av renminbi

Kravet om å la markedet få en større rolle i det kinesiske finansvesen, får økt vekt ved at Det internasjonale pengefondet (IMF) har satt en mer markedsorientert politikk som en betingelse for at RMB skal utgjøre den femte valutaen i Pengefondets spesielle trekkrettigheter (SDR) som er avregningsenheten i IMF.

Med et visst antall yuan i den valutakurven som heter SDR, i tillegg til dollar, sterling, euro og yen, vil den kinesiske valutaen få status som reservevaluta. Hvilket umiddelbart vil føre til økt etterspørsel etter RMB-verdipapirer. Som i sin tur vil kunne gjøre det rimeligere for Kina å låne i egen valuta i de internasjonale kapitalmarkedene. Med store planer om å bygge ut infrastruktur i eget land og i naboland, for på den måten å binde dem nærmere til seg, kan et slikt lånebehov fort bli en realitet. Da ville det være kjekt å ha en valuta andre land etterspør.¹

Valutareservene synker

Hver dag fastsetter den kinesiske sentralbanken, People's Bank of China (PBOC), en valutakurs som skal være retningsgivende, hvilket betyr at prisen på dollar målt i yuan kan avvike med maksimalt to prosent hver vei i løpet av dagen. Om kursen skulle ligge an til å komme utenfor denne korridoren, må PBOC intervensjonere – det vil si tilføre dollar eller yuan, avhengig av på hvilken side avviket er – slik at alle som handler valuta, får sine ønsker innfridd. Markedet blir alltid klarert.

Så lenge bare transaksjoner på handelsbalansen går inn i valutamarkedet, blir det relativt moderate mengder med dollar som etterspørres eller selges. Når transaksjoner på kapitalbalansen i tillegg kommer inn i valutamarkedet, kan det bli langt større penger som på kort sikt presenteres for omveksling. Jobben til PBOC med klarering av markedet til den gitte kursen, pluss/minus to prosent, bli vanskeligere.

Fra sommeren i fjor og frem til juni i år, lå kursen og vaket rundt 6,20 yuan per dollar. Imidlertid måtte PBOC stadig tilføre mer dollar for å holde kursen der. Det innebar en tapping av valutareservene til sentralbanken. Denne tappingen som intervensjonene førte til, var større

¹ Se min artikkel En kinesisk Marshallplan, <https://www.bi.no/bizreview/artikler/en-kinesisk-marshall-plan/>

enn tilsiget av dollar til sentralbanken som pene overskudd på handelsbalansen sørget for. Det betyr at PBOCs valutareserver har sunket det siste året.

Vanskelige avveininger i valutapolitikken

Et dilemma avtegner seg: Om Kina fortsetter liberaliseringen av valutamarkedet, vil RMB kunne oppnå status som internasjonal reservevaluta og på den måten over tid kunne bli et alternativ til USD. Men prisen man betaler er svekket kontroll på valutakursen og over kapitalmarkedene mer generelt.

Kineserne, ser det ut for, går for en mellomløsning; så mye liberalisering at man blir tatt opp i det gode selskap, det vil si at RMB går inn som en femte valuta i avregningsenheten SDR som Det internasjonale pengefondet bruker, men likevel med klare begrensninger som gjør det mulig i stor grad å styre valutakursen. "Managed float", som det heter. Om kineserne vil lykkes med denne vanskelige balansegangen, gjenstår å se.

Andre land har ingen grunn til å rope "ulv, ulv" fordi Kina har latt sin valuta svekke seg med noen få prosent mot dollaren.