

Working Paper Series 2/11

**PENGE- OG VALUTAPOLITIKK
I KINA**

Arne Jon Isachsen
CME/BI

Mai 2011



Centre for Monetary Economics
BI Norwegian School of Management

ISSN 1503-3031

PENGE- OG VALUTAPOLITIKK I KINA

I skjæringspunktet mellom økonomi og politikk finner vi penge- og valutapolitikken. Det gjelder i alle land. Penger er makt. Når vi nå skal se nærmere på kinesisk penge- og valutapolitikk, er det viktig å ha et blick for den maktpolitiske siden av saken. Det fordrer 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.¹

Etter noen innledende observasjoner ser jeg på valutapolitikken frem til nå. På tilsvarende vis tar jeg for meg pengepolitikken. Deretter blir penge- og valutapolitikken i tiden fremover diskutert. 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.

Artikkelen avsluttes med en oppsummering av de viktigste punktene. Selv om Kina i mange år holder frem med imponerende økonomisk vekst, vil det ta flere tiår før den kinesiske yuanen for alvor vil gjøre den amerikanske dollaren rangen stridig som ledende verdensvaluta.

1. Valutapolitikken til nå

Sentralt i spørsmålet om hvordan man skal håndtere det økonomiske samkvemmet med andre land, står valutapolitikken. Denne omhandler to temaer. Hva slags valutakursregime skal man 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 sitt land fra resten av verden. Selvforsyning var en del av hans ideologi. 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 forstille deg.

Frem til 1981 kostet én amerikansk dollar 1,5 kinesisk yuan (også kalt renminbi, folkets penger, RMB). Deretter ble yuanen stadig skrevet ned, til 2,8 RMB per dollar i 1984 og 3,2 i 1986. Så fulgte en devaluering på 15 prosent samtidig som eksportørene slapp å

¹ Vidar Andresen, Ådne Cappelen, Thomas Ekeli, André Kyvik, Svein Ove Flem Langeland, Arild Lund, Erik Storm, Haakon Vennemo og Geir Vestrum har kommet med nyttig merknader til et første utkast av dette notatet. Det takker jeg dem for. Ansvar for gjenværende feil og mangler er mitt.

avstå alle sine valutainntekter til sentralbanken. Dollarene sentralbanken ikke skulle ha, ble solgt i et fritt marked. Således fremkom et todelt valutamarked i Kina. Prisen på dollar målt i yuan var betydelig høyere i det frie markedet, hvilket innebar økt lønnsomhet for kinesiske eksportbedrifter.

På tampen av 1989 fulgte enda en ny devaluering. Andelen av eksportinntekter som kunne selges i det frie marked, ble stadig justert opp. I januar 1994 ble den offisielle valutakursen satt lik kursen i det frie marked, som da var 8,7 RMB = 1 USD. 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.² 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 man 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, om politikken er vellykket, rimelig stabile kurser de asiatiske valutaene imellom.

Kineserne la opp til en gradvis og kontrollert styrking av sin valuta.³ 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 RMB = 1 USD. Denne politikken ble kraftig kritisert i USA som mente at kineserne med en klart undervurdert valuta, snek til seg en urettmessig god konkurransevne. I forbindelse med president Hu Jintaos statsbesøk i USA tidlig i 2011, la Kina igjen om kursen – en kontrollert og gradvis styrking av valutaen ble det på nytt åpnet opp for.⁴

Mens amerikanerne fikk kjørt seg kraftig under finanskrisen, lyktes det kineserne å holde den økonomiske veksten oppe på rundt åtte 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, i det den amerikanske dollaren, som yuan var bundet til, ble sett på som ”sikker havn” og appresierte. 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 stod valutakursen fast på én dollar lik 7,14 kroner.

² Fremstillingen her bygger på artikkelen ”Exchange Rate and Monetary Policy in China” av Nicholas R. Lardy, i *Cato Journal*, Winter 2005, ss. 41-47. Lardy, som er en anerkjent Kina-ekspert, bommet kraftig i sine prognoser for Kina i denne artikkelen. Investeringsraten måtte ned, mente han, og fryktet for at reduserte realinvesteringer ”... will likely take as much as four to five percentage points off the growth rate” (side 47). Hva hendte? Investeringsraten fortsatte å stige, og den økonomiske veksten var rekordstor.

³ Mer om dette i notatet ”Renminbising China’s Foreign Assets”, av Yin-Wong Cheung, Guonan Ma & Robert N. McCauley, CESifo Working Paper No. 3009, April 2010.

⁴ I skrivende stund, ultimo mars 2011, er markedsprisen på én amerikansk dollar 6,55 yuan.

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 valutareserver 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, dog således at myndighetene på ulike måter har prøvd å påvirke den i ønsket retning.

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

For det andre, valutakursen kan godt være markedsbestemt selv om kapitalbevegelsene ikke er frie. For Norge i årene 1959-1990 kunne alle som ville og som hadde lov, dvs. 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 Norges Bank tilførte kroner om etterspørselen her oversteget tilbudet. Markedet ble alltid klarert til den faste kursen.

Rent valutapolitisk ligner 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 frem til 1992, vil Kina av i dag 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, dvs. å ønske velkommen utenlandske direkteinvesteringer. Kina har vært meget åpen på dette punktet. En betydelig andel av den kinesiske eksporten i dag kommer således fra utenlandsk eide foretak i Kina.

For et par år siden vedtok sentralmyndighetene i Beijing at Shanghai innen 2020 skal være et internasjonalt finanssenter som kan ta opp konkurransen med Hong Kong og Singapore, og med 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 fremstå

som et internasjonalt finanssenter? Ikke nødvendigvis. Tenk på Luxembourg som var finansielt sentrum for andre valutaer enn sin egen før euroen kom.

2. 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 begrep i den kinesisk finansverden har et annet innhold i Kina enn hos oss. ”Selv banklån”, skriver Arthur Kroeber, en av de fremste eksperter på kinesiske økonomi og ansvarlig for utgivelsen av det glimrende tidsskriftet *China Economic Quarterly*,⁵ ”er ofte bare et skalkeskjul for offentlige utgifter”. Hva mener han? Ganske enkelt at tidvis yter statseide banker 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 annenhåndsmarkedet er liten. I realiteten er det liten forskjell på obligasjonslån og vanlige banklån.

Vi skal nå se nærmere på utviklingen av finansinstitusjonen 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.

⁵ Sitert fra Arthur Kroebers anmeldelse av boken *Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China’s Extraordinary Rise*, av Carl Walter & Fraser Howie, i *China Economic Quarterly*, December 2010, side 62.

I tillegg til disse statsbankene finner vi om lag et dusin kinesiske aksjebankers, 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 kredittforeninger.⁶

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 tiden var inne for en gjennomgripende effektivisering av de statseide foretakene. Like etter satte Asiakrisen inn. Den førte til at så godt som alle nabolandene til Kina skrev ned verdien av sin valuta mot dollar. Dermed ble den kinesiske konkurranseevnen kraftig svekket.

Men i stedet for å følge rådene fra IMF og Verdensbanken, den siste anført av senere Nobelprisvinner 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, gjennom en sterkere valuta, få større problemer i konkurransen med andre lands foretak, 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 bankspeksjon, China Bank Regulatory Commission. 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 utføre.

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 2008, valgte Bank of America å selge denne posten. I

⁶ Mer om de ulike kinesiske finansinstitusjonene i artikkelen "Reforming China's Banking System: How Much Can Foreign Strategic Investment Help?", av Nicholas Hope and Fred Hu, i boken *China and India. Learning from Each Other*, redigert av Jahangir Aziz, Steven Dunaway & Eswar Prasad, IMF, 2006.

2010 kunne den amerikanske forretningsbanken sope inn en profitt før skatt på 7,3 milliarder dollar på denne investeringen.⁷

Nærmere om 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 tid 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, dvs. kortsiktige obligasjoner. Ved å selge disse obligasjonene til bankene, trakk man inn likviditet. I realiteten innebar dette at PBOC kjøpte dollar med egenutstedte verdipapir.

”Sterilisering” kalles dette, at sentralbanken hindrer at overskudd på handelsbalansen slår ut i uønsket sterk pengemengdevekst. 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.

Pengepolitikk på kinesisk

Kinesisk pengepolitikk frem til våre dager er ikke så ulik norsk pengepolitikk frem 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, negativ 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.”⁸

⁷ 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.

⁸ Se side 175 i boken *Zhu Rongji and the Transformation of Modern China*, av Laurence J. Brahm, John Wiley & Sons, 2002

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 kredittrasjonerings tid. Noen steder med renter på opp til fem prosent per måned.

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

Et annet virkemiddel er bruk av 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 frem 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. Man holder seg innenfor budsjettet samtidig som kundene får mer kreditt enn budsjettet tilsier.

3. Penge- og valutapolitikk i tiden fremover

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

Internasjonalisering av RMB

Høsten 2008 stod 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 RMB som fakturerings- og oppgjørsv valuta.

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 yuan finner sted, vil slike reserver gi god avkastning.⁹ I tillegg kommer en diversifiseringsgevinst. Men så lenge den kinesiske valutaen 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.¹⁰ 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; 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."¹¹

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 yuan, 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 yuanen. 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.

⁹ I 2010 steg konsumprisindeksen i Kina med nær 5 prosent. Om den forverringen i konkurransevne som Kina har behov for, skjer ved inflasjon snarere enn ved en appresiering av valutaen, blir RNB mindre egnet som verdioppsparingsmiddel for andre lands sentralbanker.

¹⁰ Zhou Xiaochuan, "Reform of the International Monetary System", Peoples's Bank of China, March 3, 2009.

¹¹ Se Wyplosz "Is the Era of the Dollar Over?" i *Journal of Globalization and Development*, Vol. 1 : Iss.2, Article 16, fra 2010.

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 to-delt valutamarked

Som vi har sett er 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 blir anvendt som oppgjørsvaluta 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 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 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 for 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 yuan 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 yuan?

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 og konsumere 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 yuanen 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 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 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.

”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 man 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 fem prosent og tak på innskuddsrenter på rundt to prosent, er innskyterne ”sikret” en realavkastning på minus tre prosent. ”Captive Savings” kalles det, i det mange ikke opplever å ha alternative måter å spare på.

”Captive Savings” som fratår den jevne kineser 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 5) 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.¹² 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”, dvs. den må på fritt grunnlag og etter beste skjønn selv bestemme renten og andre pengepolitiske tiltak.

¹² Se IMF Working Paper ”A Framework for Independent Monetary Policy in China”, av Marvin Goodfriend & Eswar Prasad, 2006.

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

4. 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 valutareserver for en stor del i dollarfordringer. USA fremstår 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 dollarsedler 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 tilfelle.

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 % og 0,5 % av den årlige verdiskapningen i USA, dvs. mellom 40 og 70 milliarder dollar.¹³

I løpet av de første åtte månedene i 2011 vil Fed ved sentralbanksjef Ben Bernanke kjøpe 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 således vil oppleve et press oppover. Men ettersom Kina ikke tillater innstrømning 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.¹⁴

¹³ Se artikkelen ”Does the SDR have a future?” av Richard N. Cooper, i *Journal of Globalization and Development*, Vol. 1 : Iss.2, Article 11, fra 2010.

¹⁴ Se Cheung, Ma & 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 stod 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.

5. Avslutning

”Feeling the stones while crossing the river” er et utsagn Deng Xiaoping er kjent for. Man går gradvis og forsiktig frem i Kina. I tiden fremover, hva kan man vente av gradvise endringer på det penge- og valutamessige området?

Den kinesiske valutaen vil gradvis bli internasjonalisert. 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 fremtiden. Shanghai kan likevel fremstå 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 fremover. Dette er av betydning om man skal lykkes med en omlegning til en tjenestebasert og konsumdreven økonomi.

En slik omstilling vil lettes om Kina i fremtiden tillater en noe høyere inflasjon, som skyldes at lønnsandelen tar til å stige, og en gradvis styrking av sin valuta.

Konkurransen i finansmarkedene vil i årene fremover 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.

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

Working Paper Series

- 1/06 **Isachsen, Arne Jon**
Greenspan går fra borde, og Erna vil ha Euro
- 2/06 **Beine, Michel, Paul De Grauwe and Marianna Grimaldi**
The impact of FX Central Bank Intervention in a Noise Trading Framework
- 3/06 **Isachsen, Arne Jon**
Canada Goose
- 4/06 **Isachsen, Arne Jon**
Like før det smeller? Om globale ubalanser
- 5/06 **Qvigstad, Jan Fredrik**
When does an interest rate path "look good"?
Criteria for an appropriate future interest rate path
- 6/06 **Isachsen, Arne Jon**
Verdens rikeste land
- 7/06 **Steigum, Erling**
Den Keynesianske revolusjonen 70 år etter: Et tilbakeblikk
- 8/06 **Isachsen, Arne Jon**
Elleve i Kina – Ved én av dem
- 1/07 **Isachsen, Arne Jon**
Globalisering
- 2/07 **Houg, Kjetil, Steinar Juel og Frank Jullum**
Økonomiske paradokser
- 3/07 **Isachsen, Arne Jon**
Folk på vandring
- 4/07 **Isachsen, Arne Jon**
Hvor går verden? Noen utvalgte krefter og trender
- 5/07 **Isachsen, Arne Jon**
Utenrikspolitiske refleksjoner
- 6/07 **Bottelier, Pieter and Gail Fosler**
Can China's growth trajectory be sustained?
- 7/07 **Isachsen, Arne Jon**
Uro
- 1/08 **Houg, Kjetil**
A note on the concept of risk
- 2/08 **Isachsen, Arne Jon**
Bolig- og finanskrisen i Amerika
- 3/08 **Isachsen, Arne Jon**
Kjøp og salg av risiko
- 4/08 **Husum, Hans Olav**
Hvor kommer pengene fra?
Kilder til meravkastning i Statens Pensjonsfond Utland

CME

Centre for Monetary Economics, Norwegian School of Management BI

Office Manager: Siv Bjercke

Address: Nydalsveien 37, N-0484 Oslo, Norway

Phone +47 46 41 07 91. Fax +47 46 41 08 01.

E-mail: cme@bi.no <http://www.cme.no>

ISSN 1503-3031

Working Paper Series

- 5/08 **Steigum, Erling**
Befolkningsaldring, pensjonsreformer og realøkonomi
- 6/08 **Isachsen, Arne Jon**
Om finanskrisen i USA
- 7/08 **Isachsen, Arne Jon**
Kommer Amerika tilbake?
- 1/09 **Isachsen, Arne Jon and Ole C. Sand**
China's revival
- 2/09 **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Den menneskelige faktor
- 3/09 **Chand, Sheetal K.**
The IMF, the credit crunch and Iceland: A new fiscal saga?
- 4/09 **Liikanen, Erkki**
Finland, EMU and the euro
- 5/09 **Isachsen, Arne Jon**
Kina viser muskler
- 6/09 **Isachsen, Arne Jon**
En dag med China Daily
- 7/09 **Isachsen, Arne Jon**
Scener fra en finanskris
- 1/10 **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Konsekvenser for USA
- 2/10 **Isachsen, Arne Jon**
Korrupsjon i Kina – Kommet for å bli?
- 3/10 **Isachsen, Arne Jon**
Om spekulasjon i valutamarkedet
- 4/10 **Steigum, Erling**
Norsk økonomi etter 1980 – fra krise til suksess
- 5/10 **Isachsen, Arne Jon**
Fortellinger om samfunnet
- 6/10 **Isachsen, Arne Jon**
Hva Kina vil
- 7/10 **Isachsen, Arne Jon**
Kinas makt
- 1/11 **Børsum, Øystein**
Exchange Rate Risk in the Government Pension Fund Global
- 2/11 **Isachsen Arne Jon**
Penge- og valutapolitikk i Kina

Norges Bank Watch Report Series

- No 1/2000** **Hamilton, Carl , Øystein Thøgersen, Marianne Andreassen og Harald Magnus Andreassen**
Norsk pengepolitikk, Norges Banks rolle og bankens gjennomføring av pengepolitikken i 1999 og første del av 2000
- No 2/2001** **Andreassen, Harald Magnus, Paul De Grauwe, Haakon Solheim and Øystein Thøgersen**
A review of inflation targeting, the Norwegian monetary regime and its institutional arrangements and Norges Bank's actual monetary policy and communication
- No 3/2002** **Svensson, Lars E. O., Kjetil Houg, Haakon O. Aa. Solheim and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway
- No 4/2003** **Ekeli, Thomas, Anne Kari Haug, Kjetil Houg and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy in Norway.
- No 5/2004** **Bjørnland, Hilde C., Thomas Ekeli, Petra M. Geraats and Kai Leitemo**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 6/2005** **Dørum, Øystein, Steinar Holden and Arne Jon Isachsen**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 7/2006** **Dørum, Øystein and Steinar Holden**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 8/2007** **Goodfriend Marvin, Mork Knut Anton and Söderström Ulf**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 9/2008** **Juel Steinar, Molnar Krisztina and Røed Knut**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 10/2009** **Bergman Michael, Juel Steinar and Steigum Erling**
Monetary Policy and the Financial Turmoil.
- No 11/2010** **Bjørnland Hilde C., Clarida Richard, Holvik Elisabeth and Steigum Erling**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 12/2011** **Bjørnland Hilde C. and Wilhelmsen Bjørn Roger**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.

CME

Centre for Monetary Economics, Norwegian School of Management BI

Office Manager: Siv Bjercke

Address: Nydalsveien 37, N-0484 Oslo, Norway

Phone +47 46 41 07 91. Fax +47 46 41 08 01.

E-mail: cme@bi.no <http://www.cme.no>

ISSN 1503-3031