



CME

Working Paper Series 4/06

**LIKE FØR DET SMELLER?  
OM GLOBALE UBALANSER**

Arne Jon Isachsen  
CME/BI

April 2006



**BI**

Centre for Monetary Economics,  
BI Norwegian School of Management

# Like før det smeller? Om globale ubalanser

---

**Under gullstandarden (1870—1913), da England var verdens rikeste og mektigste nasjon, tilførte dette lille øyriket resten av verden frisk kapital. I realøkonomiske termer betyr det at eksporten overstiger importen. I dag er bildet det motsatte. Hvor lenge kan USA, verdens mektigste nasjon, i stadig større grad gjøre seg avhengig av andre lands sparing?**

**Lenge, mener noen. Snart smeller det, tror andre. I en mellomposisjon finner vi dem som hevder at fordi USA er et så attraktivt marked å investere i, trenger ikke amerikanere å spare like mye som de investerer.**

**Underskudd i handel for ett land, betyr overskudd for andre land. Problemet med store underskudd i amerikansk utenriksøkonomi har således sitt motstykke i andre lands ønsker om store overskudd. USAs villighet til å bruke mer enn landet skaper er med på å holde den globale etterspørselen opp.**

---

## Innledning

I 2005 hadde Kina et eksportoverskudd på over 100 milliarder dollar, tilsvarende 4—5 prosent av bruttonasjonalproduktet (BNP). Ytterligere 50—60 milliarder dollar strømmer inn til Midtens Rike ved direkteinvesteringer, dvs. foretak fra andre land etablerer produksjonsbedrifter i Kina, for bl.a. å utnytte den billige arbeidskraften.

På den andre siden av Stillehavet er utviklingen den motsatte. Underskuddet på USAs driftsbalanse med utlandet steg fra 666 milliarder dollar i 2004 til 789 milliarder dollar i 2005, tilsvarende vel 7 prosent av BNP.

I 1894 toppet USAs nettogjeld til resten av verden seg. Da tilsvarte den 26 prosent av BNP. I de neste 74 årene hadde USA hele tiden overskudd i sin handel med utlandet. I 1968 snudde bildet. USA fikk underskudd på sin handelsbalanse. I årene som fulgte, skulle disse underskuddene bli stadig større. Allerede midt på 1980-tallet gikk USA over til igjen å bli en netto debitorasjon. I 2005 var importen mer enn femti prosent større enn eksporten. Rekorden fra 1894 er nå slått; nettogjelden til utlandet nærmer seg 30 prosent av BNP.

Når et lands løpende utgifter overstiger dets løpende inntekter, må landet låne differansen fra andre land. Hvor lenge kan en utvikling pågå der verdens mektigste nasjon i stadig større grad gjør seg avhengig av andre lands sparing? Sett fra den andre siden av havet (hovedsakelig Stillehavet) – hvor lenge vil andre land finne det hensiktsmessig å stille sparemidler til disposisjon for USA?

Hensikten med dette notatet er å fortelle ulike historier om voksende globale ubalanser.<sup>1</sup> Tilliten til den amerikanske dollar vil snart glippe. Vi står foran et kollaps i rente- og valutamarkeder. Verden kastes ut i turbulente økonomiske tider der de fleste piler peker nedover. Det er den ene ytterligheten. Den andre går slik: Underskuddet på Amerikas handelsbalanse er et optisk bedrag. Verdistigningen på amerikansk eide aktiva i utlandet er mer enn nok til å betale for USAs importoverskudd. Imellom disse ytterpunktene finnes ulike historier som vektlegger ulike mekanismer og sammenhenger på ulikt vis.

## Historier og modeller

En *teori* eller *modell* er ikke noe annet enn en *historie* der det går klart frem hva som er premisser eller forutsetninger, inklusive hvordan aktørene forventes å bete seg. Gitt disse, følger konklusjonene. Ved hjelp av formelle, matematiske modeller kan man tidvis vinne innsikt som det ikke er lett å få tak på ved ord alene.

Minimumskrav til en historie (modell) er at den er internt konsistent, dvs. at konklusjonene følger av premissene. Videre bør den kunne kaste lys over sider ved situasjonen her og nå. Av dette følger ikke at de beste modellene, i betydningen av å vise seg gode til å spå om fremtiden, er de med de mest avanserte aktørene. Teorier som for eksempel forutsetter vekk intertemporal nyttemaksimering eller udekket renteparitet, kan vise seg bedre i stand til å fange opp virkeligheten enn teorier der slike forutsetninger er med.

I vitenskapelige arbeider blir det lagt vekt på at man ut fra historiene som fortelles, kan avlede testbare hypoteser. I neste omgang kan da forskerne undersøke holdbarheten av de ulike – gjerne konkurrerende – hypotesene. Hva gjelder temaet for dette notatet – Globale Ubalanser – er det mange hypoteser å velge blant.

De akademisk sett dyktigste økonomene har ikke nødvendigvis de beste historiene (modellene) – i betydningen av å treffe virkeligheten. Om Nobelpris i økonomi hadde startet i 1901, sammen med de fem andre (Fysikk, Kjemi, Medisin, Litteratur, samt Fredsprisen) snarere enn i 1969, er det temmelig sikkert at professor Irving Fisher ved Yale University ville ha fått den (så vel som de to svenskene Knut Wicksell og Gustav Cassel).

Ni dager før krakket på New York børsen i 1929 uttalte Irving Fisher: "I expect to see the stock market a good deal higher than it is today within a few months" (Galbraith 1954, s. 116). Han – og mange med ham – trodde at aksjekursene hadde etablerte seg på et permanent høyere nivå. Men falt gjorde kursene på NYSE likevel. Sjøkket for ham må ha vært stort da Dow-Jones gikk fra 298 i oktober 1929 til 47 i juni tre år senere.

Bemerk også at samme forfattere kan endre syn underveis. Mer raffinerte modeller kan gi ny innsikt. I 2004 utvider de to fremragende økonomene Maurice Obstfeld og Kenneth Rogoff sin historie (modell) fra fire år tidligere. De går fra en partiell likevektsmodell til en generell likevektsmodell. Dessuten tillater de endringer i bytteforholdet mellom konkurranseutsatte- og skjermede varer så vel som "terms of trade", dvs. bytteforholdet mellom eksport- og importvarer. En konsekvens av disse endringene er at dollarens reelle valutakurs kan komme til å svekke seg med mellom 20 og 40 prosent snarere enn med mellom 12 og 14 prosent.

---

<sup>1</sup> En tidligere versjon av dette notatet har vært presentert i Finansdepartementet. Der fikk jeg mange nyttige kommentarer som jeg takker for. Takk også til Erling Steigum og Kjetil Houg som har lest gjennom notatet og bidratt med verdifulle kommentarer. Ansvar for gjenværende feil og mangler deler jeg ikke med noen.

## Et kort historisk riss

Under gullstandarden (1870—1913), da England var verdens rikeste og mektigste nasjon, tilførte dette lille øyriket resten av verden frisk kapital. I realøkonomiske termer betyr det at eksporten overstiger importen. År om annet viste britenes driftsbalanse med utlandet overskudd på fire—fem prosent av BNP eller mer. Ettersom sparingen i Storbritannia ikke var noe høyere enn i USA og Tyskland, innebar dette at britiske realinvesteringer var tilsvarende lavere enn amerikanske og tyske. Med forventninger om at kapital ville kaste mer av seg ute enn hjemme, valgte britene å la et spareoverskudd fremkomme, som ble satt inn i produktiv virksomhet i andre deler av verden.

Etter den første verdenskrig var ikke England lenger verdens ledende nasjon. Når USA, som da hadde vel 100 millioner innbyggere, ikke var villig til å fylle den tomme plassen, ble resultatet en uoversiktlig og lederløs situasjon – en alles kamp mot alle. Én konsekvens var oppbygging av tollmurer og redusert økonomisk samkvem over landegrensene. En annen, en uavklart politisk situasjon der grunnleggende problemer som lå bak utbruddet av den første verdenskrigen, nemlig nye og fremstormende lands ønsker om en plass i solen, ikke ble imøtekommet på en for disse landene (les: Tyskland og Japan) tilfredsstillende måte.<sup>2</sup>

Etter den andre verdenskrigen påtok USA seg et globalt ansvar. Marshall-hjelpen – hvor Norge mottok 2,5 milliarder kroner over årene 1948—1952 – var et klart tegn på dette. For at denne hjelpen skulle motsvares av overføring av fysiske ressurser fra USA til Europa, og ikke bare være dollar på bok, måtte USAs eksport overstige USAs import, dvs. Amerikas handelsbalanse måtte gå i pluss. Perioden etter den andre verdenskrigens slutt og frem til slutten av 1960-tallet har en klar parallell til perioden under gullstandarden; verdens rikeste og mektigste land stiller ressurser til rådighet for realinvesteringer i resten av verden.

Mot slutten av 1960-tallet tiltok prisstigningen i USA. Med Tysklands ønske om ikke å importere den klart stigende inflasjonen i USA, kom fastkurssamarbeidet i klemme. I august 1971 sa USA stopp til å holde prisen på gull fast til 35 dollar pr. unse og dro samtidig til med en generell importavgift på ti prosent. Tanken var at en midlertidig avgift på import, etterfulgt av en kraftig devaluering av dollaren, skulle redde Bretton Woods systemet. Det gikk ikke. Tidlig i 1973 måtte man akseptere at dollaren fløt temmelig fritt mot de europeiske valutaene og mot japanske yen.

I årene 1973—1982 hadde USA et ørlite overskudd på driftsbalansen med utlandet, regnet som årlig gjennomsnitt. Det betyr at sparingen i USA var marginalt høyere enn hva som skulle til for å finansiere USAs egne realinvesteringer.

Men så snudde bildet. President Reagan som flyttet inn i Det hvite hus i januar 1983, dro til med en meget ekspansiv finanspolitikk. Utgifter til forsvaret gikk opp. Det gjaldt å knekke Sovjetunionen – ”the evil empire” – med rå økonomisk og militær makt. Når økte offentlige utgifter gikk sammen med lavere skatter, ble resultatet statsfinansielle underskudd. Ettersom privat sektor i USA bare spart nok til å dekke egne realinvesteringer, måtte underskuddene i de amerikanske statsfinansene i hovedsak dekkes fra utlandet. Rent bokholderimessig betyr det et tilsvarende underskudd på driftsbalansen.

---

<sup>2</sup> Som Hoge jr. (2004) i en meget tankevekkende artikkel på bare fem sider, noe lakonisk, sier det: ”In the early twentieth century, the imperial order and the aspiring states of Germany and Japan failed to adjust to each other.”

Fra å være i rimelig balanse i årene 1973—1982, viste amerikanske økonomi et årlig underskudd i utenriksøkonomien på i gjennomsnitt 2,4 prosent av BNP for perioden 1983—2004. USA – verdens rikeste land – gjorde bruk av andre lands sparing. For 2005 var underskuddet på USAs driftsbalanse 6,5 prosent av BNP, mot 5,8 prosent i 2004. Er den utenriksøkonomiske situasjonen som USA nå befinner seg i – med store og voksende underskudd på driftsbalansen –, bærekraftig?

### Den første historien: Det er ingen ubalanser å bekymre seg over

Nyhetskonferanse i Washington D.C., 3. oktober 1965.  
 Reporteren: "Why do you have balance-of-payments problems now, when you didn't have them fifty years ago?"  
 James Callaghan, engelsk finansminister: "There were no balance-of-payments statistics." (Lindert 1969, s. 36)

La de som bor i Lillehammer være driftige og dristige, mens de på Hamar er sparsommelige og forsiktige. Hva er da problemet med at folk i Hamar kjøper obligasjoner og aksjer utstedt av lillehammerværingene, i tillegg til at de setter mye penger inn i Lillehammer Sparebank (som i sin tur i hovedsak låner ut til folk i eget distrikt)? Det er utelukkende snakk om frivillige transaksjoner mellom personer og foretak med ulik geografisk beliggenhet.

Långiverne på Hamar får renter og utbytte (ved kjøp av aksjer) og mulighet for kursgevinst. Låntakerne i Lillehammer kan anskaffe mer realkapital, og holde et høyere nivå på konsumet i perioder der realinvesteringene er betydelige. Hvor mye gjeld næringslivet på Lillehammer har til Hamar er mindre relevant. Spørsmålet er om de investeringene disse låneopptakene har gjort mulig, kaster nok av seg til å betjene gjelden. Hvis gjelden er i ferd med å bli for stor, vil de involverte private aktørene se til at økningen stanser opp. Eller som Herbert Stein, tidligere formann i presidentens økonomiske råd under Richard Nixon og Gerald Ford, sa det:

"People say that the capital inflow, and the increase of "our" foreign debt relative to "our" foreign assets cannot go on forever. What economists know seems to consist entirely of a list of things that cannot go on forever, and this may be one of them. But if it can't go on forever it will stop" (Stein 1985).

Om imidlertid *Lillehammer kommune* står for hovedtyngden av opplåningen – og bruker pengene uhemmet på bedre gamle hjem og nye idrettsanlegg – vil det gi økt skattebyrde i fremtiden, uten tilsvarende økning i produksjonskapasiteten. Det er i så fall lillehammerværingenes problem. De vil oppleve større skattekiller og dårligere utnyttelse av ressursene. Långiverne på Hamar kan imidlertid få pustevansker om Lillehammer kommune ikke makter å hente inn nok skattepenger til betjening av lånene.

Om lillehammerværingene i hovedsak låner til *privat konsum*, vil ikke produksjonsevnen øke i takt med låneopptakene. Ved manglende evne til å betjene lån vil boliger på Lillehammer, som mange av lånene er sikret med, komme ut på markedet. Boligprisene synker, og på tvangsauksjon hentes ikke nok penger inn til å dekke kravene. Bankkrise i ett land

Lillehammer) vil kunne ha konsekvenser for innskytere fra et andre land (Hamar). Det skyldes fravær av "lender of last resort" på internasjonal basis.<sup>3</sup>

## Den andre historien: Dollaren må kraftig ned, og det fort

Maurice Obstfeld og Kenneth Rogoff ser situasjonen som langt mer bekymringsfull. I tre arbeider (2000, 2004 og 2005) utvikler de sitt syn på globale ubalanser. USAs store og voksende underskudd på driftsbalansen vil måtte føre til fallende dollar. Svakere dollar gir bedre konkurranseevne. Eksportbedrifter og amerikanske foretak som konkurrerer med import fra utlandet, trekker til seg flere ressurser og øker produksjonen. Fallende dollar vil i sin tur føre til høyere rente. Boligprisene går ned, og det private forbruket dempes. Økt produksjon og redusert innenlandsk bruk av varer og tjenester baner veien for en bedring på handelsbalansen. En styrking av de offentlige finansene vil således være et selvstendig bidrag for å dempe USAs behov for å låne i utlandet, og dermed bidra til et lavere underskudd i utenriksøkonomien.

Med eksport tilsvarende 10 prosent av BNP og import 15 prosent, grovt regnet, må eksporten fra USA øke 50 prosent mer enn importen for at den absolutte differansen skal være uendret. Med liten eksportbase er det behov for kraftig prosentvis vekst i eksporten om det skal monne på handelsbalansen.

I sitt ferskeste arbeid (Obstfeld & Rogoff 2005) lages en modell bestående av tre land; USA, Europa og Asia. Med fokus på tilpasning på kort sikt legges det til grunn at arbeid og kapital ikke kan flyttes mellom sektorer. Imidlertid tillater forfatterne full fleksibilitet i nominelle priser. Disse to forutsetningene har som konsekvens at når etterspørselen stiger, tilpasser prisen seg umiddelbart til det nye likevektsnivået, mens produksjonen forblir uendret. I modellen er det således kun endringer i etterspørsel som frembringer endringer i handelsbalansen. Tre ulike scenarier analyseres:

- Global rebalansering der alle tre landene ender opp med en driftsbalanse lik null, krever en realappresiering av euro på 29 prosent og av den asiatiske valutaen med 35 prosent. Den sterkere appresiering i Asia skyldes det større overskuddet denne regionen har i sin handel med USA. Med store beholdninger av fastrentepapirer i dollar går Asia på en skikkelig smell på sine balanseposter – målt i egen valuta mister de over halvparten av sin verdi.
- Bretton Woods II, som de kaller sitt annet alternativ (og vi vil litt senere skjønne hvorfor), innebærer at Asias valuta holder fast kurs mot dollar. Da må euroen styrkes med hele 60 prosent for gjenopprettelse av balanse i Amerikas utenriksøkonomi. En slik løsning synes helt uakseptabel for Europa. En allerede alt for høy arbeidsløshet ville bli enda mye høyere.
- I det tredje alternativet tillater ikke Asia en styrking av sin valuta mot dollar med mer enn 20 prosent. Euroen vil her måtte appresiere med 45 prosent mot dollar – og med 32 prosent på effektiv basis (dvs. vektet mot dollar og mot Asias valuta).

Ved å anta at varer og tjenester som handles over landegrensene, er perfekte substitutter, vil ikke endringer i valutakurs virke inn på bytteforholdet mellom dem. Det betyr uendret "terms

<sup>3</sup> Innen et land vil sentralbanken ta på seg oppgaven som "lender of last resort" og se til at bankinnskudd i landets egen valuta blir honorert. I Sør-Øst Asia i 1997 hadde mange banker korte dollarinnskudd og lange utlån i egen valuta – den perfekte oppskrift for at en valutakrise skal slå ut i en bankkrise.

of trade”. En Mercedes vil uansett koste like mye som to Chevrolet og som tre Hondaer. Men når dollaren faller, vil prisen på varer og tjenester i skjermtektoren (S-varer) i USA synke. I Europa og Asia stiger prisen på S-varer. Med antakelse om kontinuerlig full sysselsetting i alle tre landene, og med uendret produksjonssammensetning på kort sikt, vil *endring i bytteforholdet mellom K- og S-varer* i de tre landene kunne bevirke den nødvendige tilpasningen i handelen mellom land.

Hva skjer? Jo, i Amerika som erfarer et kraftig fall i sin valuta, blir K-varer dyrere og S-varer billigere. Amerikansk konsum av K-varer faller, og mer av produksjonen her (som pr. forutsetning er gitt) stilles til disposisjon for mennesker i andre land. I samme grad som samlet bruk av varer og tjenester går ned i USA, med gitt produksjon, i samme grad bedres handelsbalansen. I Europa og Asia, der K-varer blir billigere, vil forbruket vris over mot disse varene. Importen øker og overskuddet på handelsbalansen synker.

Obstfeld og Rogoff er av den klare oppfatning at underskuddet på USAs driftsbalanse i løpet av kort tid må kraftig ned, om enn ikke elimineres. Om så ikke skjer, er risikoen for finansiell ustabilitet og globale nedgangstider meget stor. Et vesentlig bidrag for en bedring av driftsbalansen er at statens finanser styrkes. Under president George Bush har et overskudd på statsbudsjettet på 2,5 prosent av BNP blitt vendt til et underskudd på 3,5 prosent av BNP.

### **Den tredje historien: Vedvarende underskudd - ikke økende - går bra**

I Financial Times 1. november 2004 står to artikler side om side. Den første av Obstfeld og Rogoff, hvis synspunkter vi allerede har gjort rede for. Den andre er av professor Richard Cooper ved Harvard University. Han ser lysere på livet. Amerikas underskudd på driftsbalansen med utlandet er ikke bare bærekraftig, men ”perfectly logical”, gitt verdens appetitt på gode investeringer og på valutareserver i dollar.

Man må skille mellom nivå og endring i nivå, mener Cooper. Det er lite rom for en *økning* av et underskudd på driftsbalansen som allerede er i størrelsesordenen 6—7 prosent av BNP. Men en stabilisering på rundt 3—4 prosent av BNP kan gå bra.

- Anta at USA ønsker – og at resten av verden godtar – at USA har en netto gjeldsposisjon mot andre land tilsvarende 60 prosent av eget BNP. Dette var Norges situasjon på slutten av 1970-tallet og er Australias situasjon i dag.
- Anta videre at USA i fortsettelsen vil ha om lag samme avkastning på sine investeringer i andre land som utlandet har på sine investeringer i USA. At USA har hatt slik en enestående evne til å tjene langt mer på sine plasseringer i utlandet enn hva utlendinger har tjent på sine plasseringer, har et preg av flaks over seg. Her forutsettes denne flaksen bort.

En realvekst i amerikansk økonomi på 3—4 prosent og en prisvekst på rundt 2 prosent, gir en nominelle BNP-vekst på 5—6 prosent. Om en nettogjeld til utlandet tilsvarende 60 prosent av BNP er akseptablet, blir det rom for *vedvarende underskudd* på USAs driftsbalanse tilsvarende 3—3,6 prosent av BNP (dvs. 5—6 prosent av 60 prosent).

Med en så dynamisk økonomi som USAs, med relativt liten sparerate, er det godt mulig at en stabil likevekt kan etableres ved en gjeldsgrad på 50—60 prosent, mener Cooper. I og med at

gjeldsgraden nå er rundt den halve, kan USA i så fall i flere år fremover ha underskudd i sitt økonomiske samkvem med andre land tilsvarende 6—7 prosent av BNP.

Bemerk at dette – på USAs vegne – optimistiske synet, blir vanskelig å holde fast ved om den økonomiske veksten i USA skulle falle kraftig. Og også om en periode med deflasjon skulle sette inn.

Professor Cooper minner om at med et par hundre millioner velstående kinesere og kanskje like mange indere, vil etterspørselen etter amerikanske verdipapirer trolig øke når friheten til å flytte penger inn og ut av disse to verdens mest folkerike land tiltar. For investorene er det snakk om en ren diversifiseringsgevinst som vil komme verdens største kapitalmarked – det amerikanske – til gode. Av eksakt samme grunn hører Cooper med blant dem som stiller seg tvilende til om den kinesiske yuan overhodet vil styrke seg mot dollar dersom det over natten ble full konvertibilitet for yuan, også for transaksjoner på kapitalbalansen.

### **Den fjerde historien: Fremvoksende økonomiers økte spareiver**

Ben Bernanke (2005) følger opp argumentasjonen til Richard Cooper, nemlig at USA langt på vei passivt tilpasser seg andre lands ønsker og behov.<sup>4</sup> Om andre land er overivrige på å spare, må noen stå klare til å bruke disse midlene. Ellers blir det keynesiansk arbeidsløshet på global basis. Konsumentene i USA trår til, godt hjulpet av i hovedsak asiatiske sentralbanker, som pga. av store overskudd på handelsbalansen, ender opp som kjøpere av amerikanske verdipapirer – i stor grad statsobligasjoner. Utenlandsk etterspørsel etter amerikanske fastrentepapirer bidrar til å holde renten lav i USA. Resultatet er stigende boligpriser i Amerika. Økt boligformue gir grunnlag for nye låneopptak som i sin tur finansierer et voksende privat konsum. Mye av dette konsumet er andre lands eksport.

Mellom 1996 og 2003 økte driftsbalanseunderskuddet til USA med 400 milliarder dollar. Det betyr at alle land i resten av verden sett under ett har bedret sine driftsbalanser med samme beløp. Hvor finner vi motpostene? Andre rike land (sett under ett) står bare for 22 milliarder dollar.<sup>5</sup> Det er de fremvoksende markedsøkonomiene som i hovedsak har finansiert Amerikas overforbruk. De fremvoksende økonomiene har gått fra et samlet underskudd på driftsbalansen på nærmere 90 milliarder i 1996 til et overskudd på over 200 milliarder dollar i 2003. Land i Asia står for nærmere to tredjedeler av denne snuoperasjonen.

Hva kommer det av at disse relativt fattige landene har vært så ivrige på å bruke deler av sin sparing til kjøp av utenlandske, i hovedsak amerikanske, verdipapirer? En viktig grunn til at fremvoksende markedsøkonomier er så hissig på å samle opp reserver av utenlandsk valuta, sier Bernanke, er serier av finanskriser fra tidligere (Mexico i 1994, mange land i Asia i 1997—1998, Russland i 1998, Brasil i 1999 og Argentina i 2002). Slike finans- og valutakriser har ofte store realøkonomiske kostnader. I 1997—1998 opplevde de asiatiske tigrene (Singapore, Taiwan, Hong Kong og Korea) negativ vekst. I Argentina ble sammenbruddet av fastkurssystemet i 2002 etterfulgt av flere år med nød og dyrtid. Med mer romslige valutareserver står man bedre rustet til å møte nye kriser. Reservene løser ikke de underliggende realøkonomiske problemene. Men med betydelige beholdninger av utenlandsk

<sup>4</sup> Denne tradisjonen har sitt utspring i Depres, Kindleberger og Salant (1966).

<sup>5</sup> Imidlertid skjuler det seg store forskjeller bak dette samletallet. Både Tyskland og Japan hadde begge en forbedring av driftsbalansen på om lag 70 milliarder dollar i 2003 sammenlignet med 1996, mens Italia hadde en tilsvarende forverring.



valuta blir det mulig å la en vanskelig tilpasningsperiode strekke seg lenger ut i tid. De bratteste oppoverbakkene blir slakere.

For Kina har veksten i valutareserver de siste par årene vært klart større enn den innstrømning av dollar som følger av overskuddene på driftsbalansen og av nye direkteinvesteringer fra utlandet. I 2005 strømmet om lag hundre milliarder dollar i spekulativ kapital inn til Kina, til tross for at slike transaksjoner egentlig ikke skulle forekomme. Trolig er det her snakk om mange av de samme dollarene som strømmet ut av Kina på slutten av 1990-tallet, den gang kineserne fryktet for en nedskrivning av sin valuta. Med forventninger om en appresierende yuan kommer disse midlene nå tilbake. Spekulative investeringer i fast eiendom er en annen årsak.

For å unngå at den økte etterspørselen etter kinesiske yuan skal føre til en verdistigning på valutaen, kjøper Peoples Bank of China (PBC) opp betydelige mengder dollar, dvs. sentralbanken intervensjoner i valutamarkedet. Med ønske om en fortsatt eksportbasert vekst er det viktig for Kina å unngå en styrking av sin valuta. Den økning i yuan-likviditet som følger av Peoples Bank of China intervensjoner, trekkes inn igjen ved utleggelse av ny statsobligasjoner. Sentralbanken, sier man da, steriliserer virkningen på innenlandsk likviditet av sine intervensjoner i valutamarkedet.

Bernanke minner om at den runddans som her er beskrevet, innebærer at sentralbanker, som Peoples Bank of China, står som mellommenn mellom sparer i fattige land og låntakere i rike land. Han peker på det paradoksale i at fattige land ender opp med å finansiere økt konsum i rike land. Når man tar demografiske forhold inn i bildet, forsterkes behovet for at denne trenden brytes. I 2030 vil 100 amerikanere i arbeidsfør alder (20-64 år) måtte "betjene" 34 pensjonister (65 år og mer). I dag er dette forholdstallet 21:100. I Europa vil det i 2030 være 46 pensjonister pr. hundre arbeidstakere og i Japan hele 57 pensjonister. Økte fremtidige utgifter ved en aldrende befolkning inviterer til større sparing i dag. Grunnleggende økonomisk logikk, konkluderer Bernanke, tilsier at "in the longer term, the industrial countries as a group should be running current account surpluses and lending on net to the developing world, not the other way around".

Ben Bernanke toner ned betydningen som underskudd på det amerikanske statsbudsjettet har for underskuddene i utenriksøkonomien. Det er ingen automatikk her i betydningen av at en bedring i statsfinansene på hundre dollar gir en tilsvarende bedring på driftsbalansen. Mange størrelser i økonomien står i gjensidige avhengighetsforhold til hverandre og bestemmes simultant. Å ta ut to variable og å tro at det er en entydig sammenheng dem imellom, kan lett bære galt av sted. I det konkrete tilfelle som diskuteres her – sammenhengen mellom underskudd på driftsbalansen og underskudd i statsfinansene –, forholder det seg slik: Isolert sett trekker lavere offentlige utgifter i retning av mindre import. Men et mindre ekspansivt statsbudsjett vil også virke dempende på renten. Det fører i sin tur til høyere boligpriser, økt konsum, og økt import. En nyere studie konkluderer med at en reduksjon i underskuddet på de amerikanske statsfinansene på hundre dollar, vil gi en bedring på driftsbalansen på 20 dollar. Men, legger Bernanke til, en reduksjon i underskuddet på statsbudsjettet er likevel en god idé.

Det er ingen grunn til å tro at ikke den nødvendige tilpasningsprosessen kan gå pent og rolig for seg, hevder den nye amerikanske sentralbanksjefen, men legger til, på sentralbankfolks vis, at "the risk of disorderly adjustment in financial markets always exists..."

## Den femte historien: Det gjenopplivede Bretton Woods systemet

Den mest markante økonomiske begivenheten på vår jord de siste par tiår er Kinas – og etter hvert også Indias – inntreden på den globale markedsplassen. Den veksten i produksjon og sysselsetting som har funnet sted i Kina siden landet på slutten av 1970-tallet la om sin politikk i markedsøkonomisk retning, har i stor grad skjedd i industri. Og i økende grad i private foretak der utlendinger ofte er tungt inne på eiersiden.

I løpet av de to siste tiår har kinesiske produkter funnet veien til alle verdens hjørner. I starten var det enkle industriprodukter, med tiden stadig mer avanserte, kfr. kinesiske Lenovos oppkjøp av IBMs PC-divisjon våren 2005, for 1,75 milliarder dollar. For 2005 tilsvarte Kinas eksport mer enn 35 prosent av landets BNP. For USA, så vel som for Japan, var eksport i prosent av samlet verdiskapning på rundt 10 prosent.

Mer bemerkelsesverdig er det at over halvparten av all eksport av industrivarer fra Kina fremstilles av utenlandskeide foretak eller av joint ventures. Kina har en betydelig større åpenhet for utenlandsk deltakelse i innenlandsk produksjon enn land flest.<sup>6</sup>

For 2005 viser amerikanske tall at av et samlet underskudd på handelsbalansen på over 700 milliarder dollar, kan vel 200 milliarder henføres til den bilaterale handelen med Kina. I motsetning til det konvensjonelle synet om at ubalansen i handel mellom USA og Kina ikke kan fortsette, hevder Dooley, Folkerts-Landau og Garber (DFG) i flere artikler at man i enda mange år fremover kan kjøre løpet slik man nå gjør. Kina vil enda i minst ti år fremover ta sikte på å ha en undervurdert valuta, kontroll på kapitalbevegelsene, eksportbasert vekst og fortsatt akkumulering av valutareserver i sentralbanken. En slik utvikling minner om fastkurssystemet basert på avtalen i Bretton Woods i 1944. Derfor kaller forfatterne sin fortelling det gjenopplivede Bretton-Woodssystemet.

Det er i dag mellom 150 og 200 millioner undersysselsatte kinesere, hovedsakelig på landsbygda. Om eksportbasert vekst (og betydelig innenlandsk sparing) gir store overskudd på handelsbalansen, med tilhørende akkumulering av valutareserver utover det rimelige, så får man ta dette med på kjøpet. I denne sammenheng gjør DFG en interessant observasjon: Vellykkede fremvoksende økonomier er ofte nettoeksportører av kapital. Egnede incentiver til sparing samt en fordeling av denne sparingen på lønnsomme prosjekter, er hva det går om. Hele ideen om u-hjelp som en jevn og på forhånd fastsatt strøm av penger til fattige land kan man således sette et stort spørsmålstegn ved.<sup>7</sup>

Det spesielle grepet DFG tar er å se oppbygning av valutareserver og utenlandske selskapers direkteinvesteringer i Kina i sammenheng. Når amerikanske bedrifter etablerer fabrikker i Kina, er det et risikofylt foretagende. Kina er intet demokrati. Kommunistpartiet har monopol på makten. Et uavhengig rettsvesen kan man vanskelig snakke om. Hvilken sikkerhet har da amerikanske – og andre lands – selskaper for at ikke deres produksjonsanlegg en dag vil bli

<sup>6</sup> Fra midten av 1990-tallet har Kina hvert år hatt overskuddene på driftsbalansen med utlandet. Frem til og med 2001 var disse overskuddene aldri over 30 milliarder dollar. De senere årene har resultatet på driftsbalansen blitt stadig større, for i 2005 for første gang å overstige 100 milliarder dollar, tilsvarende 4–5 prosent av BNP. Overskuddet mot USA var det dobbelte. Det betyr at Kina hadde et underskudd mot resten av verden på om lag 100 hundre milliarder dollar. Denne utviklingen liker Kongressen i Amerika dårlig. Her er det fremmet forslag om å innføre straffetoll på 27,5 prosent på import fra Kina, om landets valuta ikke oppskrives like mye.

<sup>7</sup> I artikkelen "Andres penger" i Internasjonal Politikk gjør jeg nettopp det.

konfiskert av staten? Hvem kan garantere fravær av uforutsette begivenheter i storpolitikken som med ett kan gjøre en slik opsjon fristende for de kinesiske myndighetene å ta i bruk?

Det er her reservene til Peoples Bank of China kommer inn i bildet. Om en nasjonalisering av utenlandske bedrifter i Kina skulle finne sted, kan USA svare med ikke å betjene de lånene Kina har gitt USA, manifestert ved sentralbankens enorme beholdning av amerikanske statspapirer. Og her, minner DFG oss om, er det viktig at sentralbankens reserver er ”opptjent” og ikke lånt. Om de er lånt, vil aktivaposten ”valutareserver” ha en motpost på passivasiden, ”valutalån”. Og amerikanske myndigheters manglende betjening av gjeld til Kina, kan møtes med kinesiske myndigheters uvillighet til betjening av sin gjeld.

I en ettpartistat eller et diktatur blir det langt mer tilforlatelig for utenlandske foretak å sette opp fabrikker om dette diktaturet har opptjente valutareserver. Hvordan får man det til? Jo, ved overskudd på driftsbalansen med utlandet år ut og år inn. Og det er nettopp hva Kina kan vise til.

DFG ser det slik at Peoples Bank of Chinas valutareserver fungerer som pantsikkerhet for amerikanske selskapers direkteinvesteringer i Kina. Det hele har preg av en win-win situasjon: Amerikanerne kan ha et høyere forbruk enn egen produksjon tilsier. Og kineseren får uvurderlig hjelp til etablering av nye og topp moderne bedrifter. En nødvendig betingelse for denne for begge så gunstige utviklingen er Kina akkumulerer amerikanske statsobligasjoner gjennom overskudd på driftsbalansen med utlandet.

DFG går gjennom tidligere tiders erfaring med land som bygger opp store beholdninger av valutareserver. Uforutsette begivenheter vil gjerne oppstå som gjør at disse reservene tas i bruk (kfr. tysk gjenforening i 1990). Det er helt uvanlig at akkumulering av store valutareserver ender opp med en kraftig appresiering av valutaen.

Videre noterer DFG at når lange renter i USA holder seg så lave – rundt 4,5 prosent i flere år – er det urimelig å legge til grunn at markedene forventer en klar nedgang i den amerikanske dollarens kjøpekraft overfor andre valutaer, selv på lang sikt.

DFG minner om at Kinas store eksportoverskudd til USA også kommer amerikanske bedrifter til gode – nemlig de som lykkes med etableringer i Kina. I tillegg er det helt åpenbart at amerikanske konsumenter – som norske – har stor glede av billige kinesiske varer.

Realøkonomiske forhold er ”driveren” i dette spillet – nemlig de om lag to hundre millioner kinesere som har for lite å gjøre. Når disse over tid fanges opp i produksjon av varer og tjenester som det er gode avsetningsmuligheter for, og arbeidskraften blir en knappere faktor, beredes grunnen for raskere lønnsvekst i Midtens Rike. Da vil overskuddene på handelsbalansen fort kunne snu til underskudd.

### **Den sjette historien: ”Dark matter”**

Til tross for at USA nå snart har en nettogjeld til utlandet tilsvarende 30 prosent av BNP, har landet i alle år hatt overskudd på sine ”balanseposter” med resten av verden. I henhold til konvensjonell visdom skyldes dette to forhold. For det første at USA i større grad eier aksjer og egenkapital (fysiske produksjonsanlegg) i utlandet, mens utlendinger i større grad eier fastrentepapirer som statsobligasjoner i USA. Med større risiko for plassering i egenkapital er

det rimelig at avkastningen også blir større. For det andre har Amerika vel 90 prosent av sin gjeld til utlandet i dollar og vel 70 prosent av sine utenlandsaktiva i andre valutaer. Når dollaren svekkes mot andre valutaer, fører dette til en ren valutagevinst på USAs balanse.

I Edwards (2005) finner vi følgende regnestykke:

USAs nettogjeld til utlandet ved utgangen av 2002 var på 2.233 milliarder dollar. Nettogjelden 12 måneder senere var "bare" 198 milliarder høyere, dvs. på 2.431 milliarder dollar, til tross for at underskuddet på driftsbalansen i 2003 var på 531 milliarder dollar. Differansen (531-198) = 333 milliarder dollar skyldtes "valuation changes" på balansen til USAs fordel, i hovedsak på grunn av svekkelsen av dollaren gjennom året.

Hausemann & Sturzeneggger (2005) tar utgangspunkt i at USA i 1980 hadde 365 milliarder dollar i netto eiendeler i utlandet. Denne nettoposisjonen gav en avkastning på 30 milliarder dollar dette året. I henhold til offisielle statistikk hadde USA gjennom de neste 24 årene et akkumulert underskudd på sin driftsbalanse med utlandet på 4,5 trillioner dollar. Man skulle således forvente en netto posisjon for USAs mot resten av verden på om lag minus 4,1 trillioner dollar. Med fem prosent rente skulle det gi en negativ virkning av balanseposter på minus 210 milliarder dollar. Men nei, i 2004 gav balansepostene det samme resultat som 24 år tidligere, en pluss på 30 milliarder dollar.

I stedet for å forklare denne utviklingen med svakere dollar og bedre avkastning for amerikanske investorer i utlandet enn for utenlandske investorer i Amerika, (kfr. forklaringen til Edwards over), sier H&S at tallene for amerikanskeide eiendeler i utlandet er kraftig undervurdert.<sup>8</sup> Når USA år om annet tjener 30 milliarder dollar på sin balanse, må det skyldes at amerikanskeide aktiva i utlandet er mer verdt enn utenlandskeide aktiva i Amerika. "Dark Matter" kaller de denne ukjente, men dog så virkningsfulle, massen av eiendeler som amerikanere holder i utlandet. Med fem prosent rente alle veier, betyr 30 milliarder dollar i løpende inntekt en underliggende nettoposisjon for Amerika mot andre land på 600 milliarder dollar. Snarere enn å være verdens største gjeldsnaasjon, har USA betydelige netto fordringer på resten av verden! De er bare ikke registrert korrekt.

Den viktigste komponenten av "dark matter" er, etter H&Ss mening amerikanske direkteinvesteringer i utlandet. Når et amerikansk selskap etablerer seg i utlandet, blir bokførte verdier lagt til grunn i statistikken. Men om disse investeringene gjennomgående kaster langt mer av seg enn lånerenten, oppstår det merverdier. Da blir det mulig for USA å ha underskudd på driftsbalansen med utlandet, uten at det innebærer en forverring av Amerikas netto formuesposisjon.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Se Buiters (2006) for en kritisk vurdering av historien til H&S.

<sup>9</sup> En enkel analogi belyser poenget. Sett at du for seks år siden lånte to millioner svenske kroner til fem prosent rente og kjøpte en leilighet på Östermalm i Stockholm. Du leier den ut og betaler renter (men ikke avdrag) på gjelden. Overskytende leieinntekter, etter avsetning til vedlikehold, går til løpende konsum. Anta at leiligheten nå, etter seks år, har steget i verdi med en million til tre millioner svenske kroner. Da kan du låne en million svenske kroner til, bruke dem opp, og være like "well off" som du var i starten; verdien av hva du eier i Sverige, er lik verdien av hva du skylder.

## Den syvende historien: De blinde menn og elefanten

Historien om de blinde menn som skal beskrive en elefant, kjenner de fleste av oss. Alle har de sitt å bidra med; han som griper fatt i snabelen, han som holder rundt det ene beinet, han som sitter på elefantens rygg, og han som studerer elefantens kraftige støttenner av elfenben.

I en fersk artikkel legger professor Barry Eichengreen (2006) ved Berkeley University til grunn at ulike fortellingene om globale ubalanser ikke trenger å være gjensidig utelukkende. Ved et enkelt grep setter han de ulike historiene inn i et helhetlig bilde. Grepet er slik:

$$(I-S) = (S^*-I^*)$$

der

$I$  = Realinvesteringer i USA

$S$  = Samlet sparing i USA

$I^*$  = Realinvesteringer i resten av verden

$S^*$  = Samlet sparing i resten av verden

Per definisjon må de realinvesteringer som USA ikke selv makter å finansiere ( $I-S$ ), bli finansiert ved andre lands netto fordringsoppbygning, ( $S^*-I^*$ ).

Investeringene i USA har holdt seg godt opp de senere år. Kapitalen har gitt god avkastning. Utviklingen av ny teknologi og rask vekst i produktivitet har gjort USA (som Cooper er inne på i Den tredje historien) til et attraktivt land også for utenlandske direkteinvesteringer.

Mens investeringene har holdt seg opp i Amerika, har sparingen falt. Fra nær 17 prosent av BNP for perioden 1983—2000 til vel 13 prosent nå. En forverring av de statlige finansene er et markant trekk i dette bildet (som Obstfeld og Rogoff trekker frem i Den andre historien). Men også husholdningens spareiver har kjølnet betraktelig. Dette har sammenheng med sterkt stigende boligpriser og aksjekurser. Ricardos ekvivalensteorem, som tilsier at økende underskudd på de offentlige hender vil motsvares av økt sparing i privat sektor, har ikke materialisert seg.

I resten av verden – og særlig i land i Asia – har investeringsiveren dabbet markant av etter Asiakrisen i 1997—98. Iveren etter å spare har derimot holdt seg, ja faktisk økt i mange land. En viktig grunn til dette er ønsket om å være bedre skodd i form av opptjente valutaeserver om en krise å la den på slutten av 1990-tallet igjen skulle ramme (kfr. Den fjerde historien til Bernanke og Den femte historien til DFG).

De fire variablene i vår enkle ligning kan ikke studeres isolert og hver for seg. Her er snakk om gjensidige avhengighetsforhold. Når land i Asia er mer ivrige på å spare enn de er på å investere, og velger å la sine spareoverskudd gå til kjøp av amerikanske statspapirer, bidrar det til at renten i USA holdes nede.<sup>10</sup> Lavere rente gir høyere boligpriser og stigende aksjekurser. Formuen på private hender øker og dermed også konsumet. Sparing slik vi måler den i nasjonalregnskapssammenheng, går ned.

<sup>10</sup> Som det heter i en artikkel i *Financial Times* 9. mars 2006: "At their height, Japanese purchases might have reduced the yields on three-year US Treasury bonds by 65 basis points."

Hva kan vi vente oss i tiden fremover, spør Eichengreen avslutningsvis. Om man lykkes med økt skatteinntang og på det grunnlag får på plass bedre statlige ordninger for helse, utdanning og pensjoner i Kina, vil den sikkerhetsmotiverte sparingen dempes. Demografiske forhold – andelen av befolkningen i arbeidsfør alder tar til å synke allerede i 2010 – tilsier også lavere sparing i Kina. Tiltakende vekst i den japanske økonomien peker i retning av at man der kan vente et oppsving i utgifter; både til forbruk og investeringer. Om også EU får fart på sakene og investerer seg ut av sine strukturelle problemer og samtidig løsner opp på stivheter i arbeidsmarkedene, skulle realetterspørselen i Europa ta til å stige. Om alle disse bitene faller pent på plass, trenger ikke verden gå inn i en keynesiansk nedgangsperiode om amerikanske forbrukere demper sin kjøpe lyst og amerikanske politikere ser til at statlige utgifter går ned relativt til statlige inntekter.

Men om de ikke faller på plass – hva da?

## Litteratur

Bernanke, B. (2005), “The global saving glut and the U.S. current account deficit”, *The Federal Reserve Board*, 10 March 2005

Buiter, W. (2006), “Dark matter or cold fusion?”, Global Economic Paper No: 136, Goldman Sachs

Cooper, R. (2004), “How big is the hole in the economy?”, *Financial Times*, 1 November

Depres, E., C. Kindleberger & W. S. Salant (1966), “The dollar and world liquidity: A minority view”, *The Economist*, 5 February

Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau & P. Garber (2004), “The US current account deficit and economic development: Collateral for a total return swap”, *NBER Working Paper 10727*

Dooley, M. P. & P. Garber, (2005), “Is it 1958 or 1968? Three notes on the longevity of the revived Bretton Woods system”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:2005

Edwards, S. (2005), “The end of large current account deficits”, *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 27 July 2005

Eichengreen, B. (2006), “The blind men and the elephant”, *Issues in Economic Policy*, Number 1, January 2006, *Brookings Institution*, Washington D.C.

Galbraith, J. K. (1954), *The Great Crash 1929*, Penguin Books, revidert versjon av 1975

Genberg, H., R. McCauley, Y. C. Park & A. Persaud (2005), “Official reserves and currency management in Asia: Myth, reality and the future”, *Geneva Reports on the World Economy*

Hausmann, R. & F. Sturzenegger (2005), "U.S. and global imbalances: Can dark matter prevent a big bang?", [http://www.cid.harvard.edu/cidpublications/darkmatter\\_0511130.pdf](http://www.cid.harvard.edu/cidpublications/darkmatter_0511130.pdf)

Hoge jr., J. F. (2004), "A global power shift in the making", *Foreign Affairs*, July/August

Isachsen, A. J. (2005), "Andres pengler", *Internasjonal Politikk*, nr. 5, ss. 567-581

Lindert, P. H. (1969), "Key Currencies and Gold 1900-1913", *Princeton Studies in International Finance*, No. 24

Obstfeld, M. & K. Rogoff (2000), "Perspectives on OECD capital market integration: Implications for U.S. current account adjustment", in Federal Reserve Bank of Kansas City, *Global economic integration: opportunities and challenges*, March 2000, pp. 169—208

Obstfeld, M. & K. Rogoff (2004), "The unsustainable US current account position revisited", *NBER Working Paper* 10869

Obstfeld, M. & K. Rogoff (2005), "Global current account imbalances and exchange rate adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:2005

Stein, H. (1985), "My foreign debt", *Wall Street Journal*, May 10