

# USA fester for Kinas opsparing

*Jørgen Ørstrøm Møller*

Det amerikanske overforbrug, som betyder at USA årligt nedsparer med fem procent af sit bruttonationalprodukt, er muliggjort af lande som Kina, der har stillet sin opsparing til rådighed. Men det er uholdbart, at de rige lande bliver finansieret af de mindre velstående – og Kina vil snart kræve indflydelse

Det seneste tiår har set et af de mest markante trendsift i den globale økonomi over mange år. USA er ikke alene blevet en debitornation, men opererer med en økonomi, der nedsparer (dvs. finansierer sit forbrug ikke gennem indkomst eller formue, men gældsættelse).

Verdens rigeste nation, USA, er ikke længere i besiddelse af en opsparing, men bruger andre landes opsparing. Til gengæld er verdens opsparing koncentreret to steder: Mellemøstens olieeksporterende lande og det asiatiske område med Kina i centrum.

Lad os se bort fra Mellemøsten, idet denne regions opsparing ene

og alene er afhængig af olieprisen og ikke hviler på en reel økonomisk aktivitet. Det er således Asien der finansierer resten af verden. Paradoksalt finansieres det amerikanske overforbrug af Asien, krigen i Irak ligeledes og det samme gælder investeringer i utallige udviklingslande.

Det rejser følgende spørgsmål, før vi kommer til en konklusion om den mere langsigtede virkning for den globale økonomi.

For det første hvordan er det kommet dertil? For det andet om det er holdbart, at et relativt fattigt land står i forgrunden ved finansiering af andre landes forbrug og investering. For det tredje konsekven-

serne for indretning af det globale finansielle system.

For det fjerde hvorledes det globale investeringsmønster, herunder opvækst af asiatiske multinationale virksomheder, vil tegne sig i det kommende tiår. For det femte om de etablerede vestlige økonomiske stormagter vil affinde sig med de ændrede magtforhold.

### **Hvordan er det kommet dertil?**

Verdensøkonomien har i et til to tiår svinget omkring en drivaksel baseret på amerikansk overforbrug, kinesisk overproduktion og amerikansk og japansk udpumpning af likviditet i det internationale system.

Det er en ligning som enhver økonom ved ikke holder på langt sigt. Den passede imidlertid som hånd i handske til de gældende politiske præferencer siden midten af 1990'erne. Alle kunne se, at der før eller senere ville ske en implosion; men ingen havde lyst til at tage initiativ til opretning af disse uligevægte. En uforholdsmæssig stor del af omkostningerne ved, som det hedder i økonomisk fagsprog, en tilpasning med deraf følgende overførelse af købekraft fra én nation til en anden kunne blive væltet over på det eller de lande, der startede med at rulle bolden tilbage.

USA havde intet ønske om at gribe ind. De amerikanske forbrugere havde det herligt og valgte igen og igen de politikere, som lod stå til.

De amerikanske politikere så intet problem ved Kinas opsamling af store dollaraktiver, eftersom kineserne anbragte dem i amerikanske statsobligationer, som USA's egne borge-re og institutioner ikke købte. Hver gang, der var opræk til problemer, udtalte USA sig til fordel for en opskrivning af de asiatiske valutaer, herunder først og fremmest den kinesiske yuan, hvilket ikke var attrå-værdigt for Kina, idet købekraften af allerede opsamlede tilgodehavender ville blive udhulet.

Kina havde behov for social stabilitet, og det krævede yderligere job. Med en begrænset hjemlig økonomi kunne det bedst skaffes gennem eksport. For Kina med en stor opsparring var der ikke behov for at bruge eksportindtægterne til investeringer, hvorfor de blev akkumuleret. Selv om Kinas selvfølgelig godt vidste, at i realiteten solgte man uden at blive betalt i reelle goder, talte den politiske præference for job frem for øget forbrug.

USA og Japan førte i en lang periode en løs pengepolitik. USA bl.a. motiveret af den asiatiske finansielle krise i 1997/98, hvor udpumpning af likviditet hjalp til at hindre dens udvikling til en global krise. Japan som led i de futile bestræbelser på at få gang i den japanske økonomi efter, at aktie- og ejendomsboblen brast i 1990.

Alle havde derfor alle de penge, som de kunne ønske sig.

Nøglen til at bringe tingene tilba-

ge til deres 'rette' tilstand var en opbremsning af det amerikanske forbrug; men hvem ville have fordel af det på kort sigt? USA ville komme ind i en opbremsning, som det nu er tilfældet. Resten af verden ville risikere at blive smittet. Alle håbede, at uligevægtene kunne holdes i kog så længe, at de asiatiske økonomier var blevet tilstrækkelig stærke til at overtage føringen af verdensøkonomien, når der gik hul på bylden i USA.

Som det ser ud nu i 2008, var det formentlig en risiko, der var værd at løbe, idet den amerikanske afmatning ikke rigtig har trykket vækstrakterne i Asien nedad.

### **Kina finansierer USA's forbrug**

Er det holdbart, at et relativt fattigt land står i forgrunden ved finansiering af andre landes forbrug og investering?

Det er en anomali, at mindre rige lande låner til rigere lande i den størrelsesorden, som der her er tale om. Kinas valutareserve er omkring 1.530 milliarder amerikanske dollar, og underskuddet på den amerikanske betalingsbalance har de seneste år svinget omkring fem procent af bruttonationalproduktet, suppleret af et underskud på de offentlige finanser af størrelsesordenen fire procent.

De globale kapitalmarkeder er indrettet til at overføre kapital fra rige lande til fattige lande. De inter-

nationale institutioner som Verdensbanken og Den Asiatiske Udviklingsbank er alle opbygget til at optage lån på de rige landes kapitalmarkeder for derefter at udlåne til fattigere lande.

Dette problem er blevet løst ved, at den asiatiske opsparing er stillet til rådighed for de vestlige kapitalmarkeder, som herefter har genudlånt til enten hjemlige formål eller andre lande. Til en vis grad er det sket ved, at fx Kinas opkøb af amerikanske statsobligationer har frigjort en del af opsparingen fra vestlige lande fra hjemlige formål, som har kunnet kanaliseres til udviklingslande.

I realiteten betyder det, at placeringen af den asiatiske opsparing er foretaget af vestlige finanshuse. Med andre ord: Dem der præsterer opsparingen har ikke selv truffet beslutning om, hvor den skulle placeres. De vestlige finanshuse har roket rundt med Kinas og andre asiatiske landes opsparing.

Det bidrager til forklaring af, hvorfor det er gået galt bl.a. med subprimelånene i USA, selv om der ikke er en direkte kobling. Det forhold, at et lands finanshuse har kontrol over opsparing, som det pågældende land ikke selv har præsteret, indebærer risiko for mere dristig og i sidste ende dumdristig – i allersidste ende bare dum – investeringspolitik.

Skal et kapitalmarked fungere godt, er en eller anden form for forbindelse mellem dem, der træffer investeringsbeslutninger, og dem,

der præsterer opsparingen, uundgåelig. Går det godt, skal begge få fordel. Går det skidt, skal begge bære tab.

En af forklaringerne på, at det internationale kapitalmarked er i turbulens, er spredning af risici fremkaldt af globaliseringen. Lovprisningen har stort set lydt således: Ved at sprede risikoen, ville hver enkelt investor bære en mindre del heraf, og gik det galt, ville virkningen for den enkelte investor eller finanshus være begrænset.

I realiteternes verden viste det sig at være stik modsat. Risikoen blev ikke spredt og fordelt på mange investorer, men i sin helhed gennem en form for kaskade væltet videre over på andre investorer i en lang kæde således, at et problem for ét finanshus lynhurtigt blev til et tilsvarende problem for et stort antal andre finanshuse.

Der var ikke tale om fordeling af en risiko på et antal finanshuse, men at et stort antal finanshuse alle bar den samme, store risiko.

### **Det globale finanssystem**

Hvad er så konsekvenserne heraf for indretningen af det globale finansielle system?

De asiatiske lande stillede deres opsparing til rådighed for de vestlige finanshuse, ikke fordi de ønskede det; men fordi de havde den opfattelse, at ekspertisen oparbejdet i disse finanshuse igennem mange år, ja i visse tilfælde flere hundrede år, vil

le være stor nok til at sikre dem et bedre udbytte, end hvis de selv stod for placering af deres opsparing.

De har nu fået syn for sagen. Det er helt forkert. De finanshuse og personer, som de havde tillid til, har ødet en del af deres opsparing væk gennem helt uansvarlige transaktioner i strid med al sund fornuft.

Ikke overraskende er de nået til den slutning, at der ikke mere er forhold, der taler for, at deres opsparing rokeres rundt af vestlige finanshuse. Deres problem er manglende teknisk ekspertise om internationale investeringer. For at opnå den har en stribe asiatiske lande foretaget investeringer i næsten alle vestlige finanshuse herunder Citigroup, UBS, Merrill Lynch, Bear Stearns (listen er langt fra udtømmende).

Instrumentet hertil er de statslige investeringsfonde (SWF, sovereign wealth fund), hvoraf Singapore var blandt de første i Asien med GIC (1981) og Temasek (1974), og Kina fulgte efter i 2007 med China Investment Corporation (CIC) med en skønsmæssig kapital på 200 milliarder USD svarende til stort set Danmarks bruttonationalprodukt.

CIC lagde ud med en investering på fire milliarder USD i investeringsfonden Blackstone og har fulgt op med investeringer i Goldman Sachs på fem milliarder USD (9,9% af aktiekapitalen) og rygter i Business Week, der blev afvist, om køb af Dresdner Bank.

Som et eksempel på de problemer nogle iagttagere ser i kølvandet på SWF's aktiviteter, kan nævnes forlydender i slutningen af februar om, at CIC havde til hensigt at investere 10 milliarder USD i et af de førende japanske olie- og gasselskaber (Inpex).

Tilsyneladende skulle det være en normal investering; men når det erindres, at Kina og Japan er uenige om grænselinjen for udnyttelse af olie og gas i farvandet mellem dem, og at japanske selskaber er med i konkurrencen om at forestå udvinning, ses det klart hvorledes en sådan investering kan afføde overvejelser om, hvorvidt det kinesiske initiativ er politisk eller økonomisk begrundet.

Eksemplet viser hvorledes SWF's vil være langt mere ømfindtlige over for mistanke om, at deres investeringsaktiviteter ikke blot styres af økonomiske hensyn. En undersøgelse af SWF's aktiviteter indtil nu viser, at der ikke er grundlag for en sådan frygt; men den siger selvfølgelig ikke noget om, hvorvidt det ej heller vil være tilfældet i fremtiden.

I betragtning af analyser, der peger på en samlet størrelse på 12 billioner USD i 2015, er det klart, at der her er tale om spillere på banen med væsentlig indflydelse på markedet og dermed også på længere sigt på reglerne for, hvorledes det internationale kapitalmarked fungerer.

Set fra en amerikansk og vel også europæisk synsvinkel var risikoen el-

ler frygten for politisk styring af investeringer til at overse, så længe kapitalen var koncentreret hos lande, der traditionelt tilhørte USA's 'venner'. I USA ser i det mindste visse kredse Kina vokse frem som en kommende udfordrer af den amerikanske globale supermagt.

Det kan diskuteres, hvorvidt denne frygt er velbegrundet eller opbygges i USA som påskud til forfølgelse af politiske mål; men den markedsføres og spiller en rolle. Det skaber uundgåeligt en debat om, hvorvidt Kina kan eller vil bruge SWF til politiske og ikke økonomiske formål.

Logisk set burde den økonomiske globalisering føre til, at USA og Kina deltager i et plussumspil, hvor ingen af dem står sig ved at sætte spørgsmålstegn ved de økonomiske spilleregler; men det er ikke altid at logik er vinder i spillet om, hvad mennesker tror og forventer.

### **Det globale investeringsmønster**

Hvorledes tegner det globale investeringsmønster, herunder opvæksten af asiatiske multinationale virksomheder, sig i de kommende tiår?

Verden har set hvorledes Kina og kinesiske virksomheder er begyndt at varetage deres økonomiske interesser.

I slutningen af 2007 og begyndelsen af 2008 startede overvejelser hos verdens største mineselskab BHP om overtagelse af konkurrenten Rio Tinto. Tilsammen står disse to sel-

skaber for 38 procent af jernmalm, der transporteres ad søvejen, og en sammenslutning ville give dem afgørende indflydelse på prisen på jernmalm.

Kina trådte ind på banen og udtrykte sit mishag over for en sådan sammenslutning. Siden er sagen kørt med halve og hele rygter om kinesisk overtagelse af Rio Tinto eller mindretalsaktionær i BHP eller Rio Tinto.

Det korte af det lange er, at her så verden for første gang, hvorledes Kina kan ventes at varetage egne økonomiske interesser stillet over for operationer, som de vestlige multinationale selskaber for få år siden betragtede som deres monopol.

Ud fra økonomiske betragtninger er der intet overraskende og slet ikke noget forkert i, at Kina på den måde melder sig på banen. Hvorfor skulle Kina og kineserne ikke det – det er et spil som de vestlige lande og de vestlige multinationale virksomheder har udøvet i mange år.

Når det møder modstand og afføder debat, er det fordi kinesiske investeringer og rollen som mindretalsaktionær eller noget dertil svarende indebærer, at en del af profitten ved disse økonomiske operationer ikke længere tilflyder Vesten, men Kina.

Men hvordan kan det være anderledes, når Vesten og specielt USA ikke leverer opsparing, men overlader det til Asien og Kina. Det er utopisk at forestille sig, at Asien/Kina

skulle stille opsparing til rådighed for Vesten og affinde sig med ikke at få noget reelt afkast af den.

### **Ændrede magtforhold**

Vil de etablerede vestlige økonomiske stormagter affinde sig med de ændrede magtforhold?

Politisk set er det internationale styresystem opbygget på en måde, der begunstiger de vestlige lande. Det er helt usandsynligt, at de fremstormende lande som Kina og Indien vil blive ved med at acceptere det. De vil kræve en gradvis overførelse af magt og indflydelse. Modsetter de vestlige lande sig dette, bliver konsekvensen en slags konfrontation om, hvem der skal fastsætte kursen.

Økonomisk må de vestlige lande og især USA forberede sig på en overførelse af købekraft fra dem til Asien. Kun ved at USA forbruger mindre og Asien/Kina forbruger mere, kan balancen på de respektive betalingsbalancer genoprettes.

Så længe dette ikke sker, er konsekvensen stigende amerikansk gæld og/eller salg af amerikanske aktiver så som fast ejendom, industrivirksomheder med videre for at finansiere overforbruget. Indtil et vist punkt har debitorationen, især når der er tale om en magt som USA, en vis indflydelse på, hvilke aktiver kreditorationer som Kina køber.

Efterhånden som gælden stiger, forøges kreditors kræsenhed ud fra

en simpel beregning af stigende risiko ved at lægge alle æg i en kurv. Det er i al sin gribende enkelhed det forhold, der ligger bag etablering af SWF i Kina. Kina som kreditor er ikke længere indstillet på at lade USA kanalisere dets investeringer ind i aktiver valgt af USA.

Det brutale budskab er, at Kina nu har besluttet sig for, at det som kreditor ønsker ejendomsret over dele af USA's produktionsapparat. Som den daværende engelske premierminister Harold MacMillan udtrykte det i en helt anden anledning "der sælges ud af arvesølvet". I USA's situation er det blevet eneste vej til finansiering af et fortsat overforbrug.

For første gang i sin historie står USA over for et sådant fænomen. Det er usikkert, hvorledes amerikanske politikere og den offentlige opinion reagerer, når det for alvor går op for landet, hvad der er ved at ske. Indtil nu har der været et par sager, som ikke lover godt. Et i Dubai hjemmehørende konsortium fik blokeret køb af amerikanske havne under henvisning til virkninger for USA's sikkerhed, hvilket af størsteparten af iagttagere blev karakteriseret som grundløst.

Der er derfor reel risiko for, at USA reagerer ved en form for protektionisme, hvor USA tiltager sig ret til at undersøge udenlandske opkøb af amerikanske virksomheder med henblik på godkendelse eller forkastelse. Det vil varsle et nyt økonomisk klima, hvor den hidtidige li-

beralisering af internationale kapitalbevægelser kommer i fare med afsmittende virkninger på udenrigs- og sikkerhedspolitik.

Det kræver ikke megen fantasi at erkende, at USA vil skelne mellem, hvem der betragtes som venner og som ikke-venner. Det hævdundne ikke-diskriminationsprincip bliver gennemhullet som en si for internationale kapitalbevægelser med risiko for den nuværende globaliseringsmodel.

Den eksisterende model er udformet af USA og Europa. De har stået fast på den og forsvaret den med argumenter om dens styrke og positive betydning ikke alene for dem selv, men for den globale økonomi. Den utrolige vækst i Asien syntes at give dem ret, modellen virkede, millioner af mennesker i Asien er løftet ud af fattigdom.

Det overlades til læserens egen forestillingsevne, hvorledes Asien og Kina reagerer, hvis USA og måske også Europa sætter foden på bremsen og kræver en omlægning af modellen i selv samme øjeblik, den ikke fungerer til deres fordel.

### **Konklusion**

USA's position som ubestridt global supermagt er ved at være ovre. I rum tid endnu vil USA så ubetinget være den stærkeste magt, men ikke i stand til at gøre, hvad der passer det uden hensyn til andre landes holdninger og interesser.

## TEMA: KINA

Spillet er begyndt om udformning af en ny global politisk og økonomisk verdensorden. Det vil tage tid, og mange parametre vil fungere tilsyneladende uændrede uanset, at der bag kulisserne sker omvæltninger.

Kernen er en overførelse af magt – politisk, økonomisk og kulturelt. USA kommer til at afgive en del af sin magt. Den amerikanske forståelse af det og villighed til at deltage i en proces bliver den ene side af mønten. Den anden side bliver dem, der modtager magt, og her

står i forgrunden Kina, men også andre lande som fx Indien. Viser USA storsind og forståelse for, hvad der ligger i kortene, og de fremstormende magter tålmodighed, kan ligningen måske gå op uden væbnet konflikt.

De statslige investeringsfonde er en brik i dette spil. Kinas fonde er de vigtigste og efterhånden mest iøjnefaldende.

*Jørgen Ørstrøm Møller er forhenværende ambassadør, adjungeret professor, Copenhagen Business School.*