

# USA's valuta - vores problem

*Flemming Larsen*

Der er stor risiko forbundet med den globale skævhed i betalingsbalanceudviklingen, men amerikanerne kan ikke se behovet for at omprioritere deres økonomi, så sandsynligvis må verden vente længe på en udligning

De globale skævheder i betalingsbalanceudviklingen har længe været fremholdt som en potentiel trussel mod den økonomiske stabilitet. Truslen har dog været nedspillet, og når uligevægtene har fået opmærksomhed, skyldes det mest de realøkonomiske aspekter som handelsbalancer, konkurrenceevne, outsourcing til lavomkostningslande, frygt for beskæftigelsen i de gamle industrilande og konsekvenserne for den økonomiske vækst.

Denne debat har fokuseret på valutakurser, især fra amerikansk side, hvor man kritiserer Kina for bevidst at holde renminbien alt for konkurrencedygtig. Europa har forholdt sig ret så passiv i denne debat med undtagelse af den franske præsident Sarkozy, der har beklaget sig over euroens høje niveau i forhold til dollaren.

De finansielle vinkler på uligevægtsproblematikken har derimod

ikke fået megen opmærksomhed. Det skyldes nok i første omgang, at den finansielle side er sværere at observere, og at generationer af politikere og journalister – og faktisk også økonomer – er blevet opflasket med den 'reale' side af sagen. Man har for vane at se den finansielle side som en passiv tilpasning til den reale side. Men det skyldes sikkert også, at myndighederne frygter, at en diskussion af de finansielle aspekter vil kunne påvirke markedet. Man vil helst undgå 'brud' i forventningerne, der kunne føre til hurtige korrektioner.

Den manglende villighed til at diskutere de finansielle aspekter gør naturligvis, at det er lettere at overbevise sig selv og andre om, at det nok fortsat skal gå godt. Men det bidrager også til at forlænge og forstærke de kræfter, der har ført til uligevægtene i første omgang.

## Finansieringsdimensionen

Hvorfor insistere på det, som jeg kalder det finansielle spejlbillede af uligevægtene? Det skyldes, at betalingsbalanceunderskud kun kan opstå og vare ved, hvis de finansieres. Det er derfor finansieringsdimensionen, der bestemmer, hvornår en uligevægtssituation ender med at blive til et problem, der måske fører til en krise. Og snarere end en passiv tilpasning til den reale side er det ofte den finansielle side, der bestemmer de reale konsekvenser.

Man forestiller sig normalt, at betalingsbalancen måler forskellen mellem et lands samlede eksport og import (inklusive tjenester, renter og andre former for kapitalafkast). Men betalingsbalancen kan også udtrykkes som forskellen mellem et lands samlede ressourceanvendelse (forbrug og investeringer) og landets produktion eller indkomst.

Heraf følger umiddelbart, at hvis man bruger mere end man tjener, så må man låne, i dette tilfælde af udenlandske investorer. Låntagningen i udlandet er somme tider bevidst, som når en regering har forgældet et land i et forsøg på at undgå eller udskyde en påtrængende justering i den økonomiske politik (som da Danmark var på 'afgrundens rand' kun et kvart århundrede tilbage).

Den kan også bare være konsekvensen af en myriade af finansielle dispositioner hos virksomheder og

enkeltpersoner, hvis finansieringsbehov ender med at overstige landets opsparing og derfor må tilfredsstilles gennem udlændinges villighed til at købe landets finansielle aktiver.

USA's rekordstore betalingsbalanceunderskud har været på over 6 procent af BNP i de sidste 4 år og dermed klart af en størrelsesorden, der har medført problemer for de fleste lande med en lignende uligevægt. Underskuddet er i høj grad opstået gennem virksomheders og familiers enkeltdispositioner.

Selvom den amerikanske offentlige sektor har været i underskud i perioden, så har underskuddet været faldende og skulle under normale omstændigheder nemt kunne være blevet finansieret af indenlandske opsparende. Men den amerikanske private sektor har reduceret sin opsparingstilbøjelighed dramatisk under indflydelse af en stærk økonomisk ekspansion og et særdeles overophedet boligmarked.

Den stærke vækst og store prisstigninger på boliger bidrog til at gøre amerikanerne ekstremt optimistiske med hensyn til fremtiden, en optimisme, der yderligere er blevet stimuleret af en ekspansiv pengepolitik, et meget lavt renteniveau og et finansielt system, der villigt har imødekommet efterspørgslen efter forbrugs- og boliglån, inklusive lån i friværdien i egen bolig, lån til en variabel rente og lån til mindre solide låntagere.

Denne udvikling har nogle iagtt

gere frygtet ville føre til problemer, hvis renten steg, og hvis man kom ind i en økonomisk afmatning. Og det er jo netop det, der er sket her på det seneste.

Den amerikanske centralbank kunne og burde have bidraget til at afdæmpe denne udvikling ved at stramme pengepolitikken. Det skete også, men for sent og for beskedent til at forhindre, at husboblen fortsatte med at vokse indtil 2005.

Men inflationen forblev meget lav, i høj grad takket være en strøm af billige importvarer fra Asien. I en del af perioden så mange endda en fare for deflation, som er et begreb, der i USA stadig er en påmindelse om den store depression i 1930'erne, og som derfor bør undgås for enhver pris. For centralbanken betød det, at man dels manglede en begrundelse for at stramme pengepolitikken, dels havde svært ved at se risikoen for, at problemerne kunne blive uhåndterlige.

### **Likviditetssituationen**

Det er imidlertid ikke urimeligt at hævde, at de amerikanske pengepolitiske betingelser, som meget bredt kan kaldes likviditetssituationen, i en årrække har været meget mere ekspansive, end centralbanken var villig til at indrømme.

Det var en konsekvens af de store udenlandske opkøb af amerikanske værdipapirer. Disse opkøb skyldtes først og fremmest den kraftige stig-

ning i valutareserverne i Kina og andre lande i Asien. Midlerne er for det meste blevet investeret i amerikanske statsobligationer og andre dollaraktiver. I Kinas tilfælde skete det for at undgå, at landets eksplosive eksportvækst skulle føre til en appreciering over for dollaren, samtidig med at andre lande ville undgå en appreciering i forhold til renminbien.

I de senere år har høje priser på olie og andre råvarer også ført til store overskud i Mellemøsten og andre råvareeksporterende lande, og disse overskud er primært blevet investeret i dollardenominerede aktiver.

Endelig har europæiske investorer fortsat udvist en god appetit på amerikanske værdipapirer og andre dollaraktiver. På trods af dårlige erfaringer fra *dotcom*-perioden i slutningen af 1990'erne mente mange europæiske banker og investorer, at faldet i dollaren var ved at være tilstrækkeligt, og at meget af risikoen ved at investere i dollarpapirer der- ved var fjernet.

Konsekvensen af al denne finansiering – sammen med en indenlandsk pengepolitik, der allerede var meget ekspansiv – blev en likviditetsoverflod, som muliggjorde en ressourceanvendelse i det amerikanske samfund, der i stadig højere grad oversteg den indenlandske indkomst, stigende i 2006-2007 til 850 milliarder dollars.

I et lukket samfund ville likvidi-

tetsoverfloden hurtigt føre til højere priser og lønninger, men denne indikator var ligesom 'slået fra' takket være den benhårde konkurrence udefra og de vedvarende virkninger af teknologiske fremskridt på produktivitetsudviklingen. At boliger og finansielle aktiver udviste meget store pristigninger blev ikke opfattet som inflation. (Nogle økonomer begyndte allerede i 1990'erne at gøre opmærksom på faren ved store stigninger i aktivpriser, deriblandt en gruppe i IMF, der sammen med mig selv skrev i IMF's *World Economic Outlook* om nødvendigheden af at tage mere højde for aktivprisudviklingen, når centralbankerne analyserer inflationssituationen).

Den stadige strøm af finansiering på rimelige vilkår betød, at den justeringsproces, man normalt kunne forvente efter det store fald i dollaren siden 2002 (40 procent over for euroen, 18 procent over for alle USA's handelspartnere), tilsyneladende ikke fandt sted, selvom underskuddet naturligtvis ville være blevet meget større, hvis dollaren ikke var deprecieret.

Selv om situationen tilsyneladende stadig er holdbar, er det klart, at finansieringsstrømmene er sårbare på mange måder, og at det amerikanske underskud må reduceres betydeligt, hvis man skal undgå finansiell turbulens af en hel anden størrelsesorden end de små krusninger, man kunne observere i august. De mange betalingsbalancekriser,

man har observeret gennem tiderne, som for eksempel den lange serie af kriser i de såkaldte *emerging markets*-lande i de sidste 15 år, og kriserne, som selv visse industrilande har oplevet i efterkrigsperioden, synes umiddelbart at pege i retning af en lignende type krise for USA en gang i en ikke så fjern fremtid.

### Ingen relevante fortilfælde

Men det er svært at finde relevante fortilfælde. For det første er dollaren flydende, hvilket reducerer risikoen for spekulative angreb. Landets rolle i systemet er også helt speciel. Det er ikke bare økonomiens størrelse, men også det forhold at USA stort set er det eneste land, hvis eksterne passiver næsten udelukkende er i dets egen valuta, hvilket betyder, at hele risikoen ved en dollardepreciering bæres af udenlandske investorer.

Det er derfor ikke forbavsende, at der i USA tilsyneladende er mindre aversion mod en svag valuta, end man typisk kan konstatere i andre lande. Ganske vist ville man få en højere inflation, men kurstabet på amerikanske værdipapirer, der ejes af udenlandske investorer, vil udelukkende falde på udenlandske banker, virksomheder, private investorer og centralbanker.

Et pludseligt, stort fald i dollaren ville være så stor en trussel mod global økonomisk stabilitet, at det formentlig ville få amerikanerne til at

indse, at de selv har en vital interesse i at forhindre et styrkdyk i dollaren. Og skulle det ske, kan man være temmelig sikker på, at andre landes centralbanker hurtigt vil foretage massive opkøb af amerikanske obligationer og måske endda aktier.

Af gode grunde har en sådan 'Plan B' aldrig været nævnt i forskellige G7-udtalelser, og den eksisterer måske slet ikke. Men i en rigtig krisituation vil den hurtigt kunne etableres gennem nogle få telefonsamtaler mellem de største centralbanker.

Kort sagt er USA simpelthen *too big to fail*. Det er mere sandsynligt, at amerikanernes *benign neglect* af dollaren (på trods af de mange udtalelser om, at USA *favors a strong currency*) vil blive ved med at svække dollaren gradvis over tiden, så længe udbuddet af dollaraktiver overstiger andre landes efterspørgsel.

### Populær protektionisme

Det er ofte overraskende hvor populære protektionistiske tiltag er i den politiske debat og i dele af den amerikanske presse.

At man så villigt diskuterer sådanne indgreb er også bekymrende. Handelsrestriktioner ville nemlig have store negative virkninger på vækst og beskæftigelse overalt i verden, hvilket man jo oplevede i 1930'erne.

For nylig antydede en højtstående

kinesisk embedmand, at protektionistiske tiltag mod Kina kunne få kineserne til pludselig at omlægge deres valutareserver til fordel for euroen. Det ville være en utrolig farlig form for gengældelse, som synes utænkelig, og forhåbentlig var ment som en (særdeles dårlig) spøg.

For USA's handelspartnere er det svært at tro, at man vil rejse nye handelsbarrierer. Risikoen er ofte blevet fremhævet, men i det store og hele har USA liberaliseret sin udenrigshandel i takt med andre lande. Alligevel er det klart, at mange iagttagere ser en større villighed til at bruge dette instrument i USA end så mange andre steder. Det kan være, at denne frygt indirekte giver USA større magt i internationale økonomiske forhandlinger. I den nuværende situation forklarer det måske også, hvorfor andre lande er så tilbageholdende med at presse USA til at gøre noget ved betalingsbalanceunderskuddet.

Indtil videre har det været svært at få de store lande til at tage fat på at diskutere problemerne for alvor og forsøge at blive enige om løsninger. USA mener, at problemet skyldes Kinas manipulation af valutakursen og Europas lave økonomiske vækst, samtidig med at USA's afhængighed af kapitalstrømme udefra gør amerikanerne nervøse for at presse Kina for meget. Kineserne fremhæver deres ret til økonomisk udvikling, hvilket i deres øjne nødvendiggør en stabil kurs mellem renminbien og

dollaren. Japanerne og mange andre lande i Asien er primært bekymrede over konkurrencen fra Kina og vil derfor ikke bidrage til en løsning, medmindre Kina apprecierer betydeligt – noget som de ikke har særlig travlt med at fortælle Kina.

Europæerne frygter også konkurrencen fra Kina, men mangler den politiske slagkraft til at blive hørt. Sarkozys kritik af den svage dollar fokuserer på et symptom på problemerne, men indeholder ingen løsning. Det er ikke overraskende, at et forsøg på at få et samarbejde på plads gennem nye multilaterale konsultationer i IMF foreløbig er løbet ud i sandet.

### Den ideelle løsning

Hvad skal der så til? I den ideelle verden ville ledende statschefer beordre deres finansministre og centralbankchefer til at komme op med en løsning. Sådan en løsning burde indeholde følgende elementer.

*Kina* er nødt til at modernisere sin udviklingsmodel og acceptere, at den eksportorienterede model ikke længere er nødvendig, at den er på vej til at blive en kilde til global ustabilitet og desuden er yderst skadelig for andre lavomkostningslande, der finder det mere og mere vanskeligt at konkurrere med Kina.

Der er nu mulighed for i højere grad at lade Kinas økonomiske vækst afhænge af et stigende indenlandsk forbrug og en højere leve-

standard. I stedet for at holde renminbiens kurs nede ville en appreciering – med en målsætning om en frit flydende valuta i løbet af nogle år – tillade et fald i importpriserne og dermed favorisere en vækst i forbruget. En gradvis, men betydelig reduktion af Kinas opkøb af udenlandske værdipapirer er et kritisk element i denne strategi.

*Japan og andre lande i Asien* skal acceptere at lade deres valutaer appreciere i takt med Kina.

*Europa* må acceptere, at dollaren nok kommer til at depreciere yderligere, måske i størrelsesordenen 15-20 procent. Over for alle Europas handelspartnere behøver faldet i dollaren ikke at føre til en større opskrivning af euroen, i og med at renminbien og andre valutaer i Asien nok skal opskrives betydeligt. Derudover skal Europa naturligvis videreføre de strukturreformer, der under alle omstændigheder er nødvendige for at fastholde og styrke vækst og beskæftigelse.

*USA* må føre en stram økonomisk politik for at moderere væksten i den indenlandske efterspørgsel. Der er først og fremmest brug for en pengepolitik, der bedre tager højde for likviditetsvirkningerne af kapitalindstrømningerne og fastsætter et renteniveau, der bedre kan styre den indenlandske efterspørgselsvækst.

På kort sigt er der brug for at lade krisen på boligmarkedet og i den finansielle sektor føre til de nødven-

dige justeringer, og en mindre afmatning burde være en acceptabel pris at betale for den lange højkonjunktur, USA har nydt, og den overophedning, specielt af boligmarkedet, der er blevet resultatet.

Efterhånden som betalingsbalancen forbedres som resultat af den svagere dollar, vil den økonomiske vækst hurtigt kunne genetableres.

### **Manglende vilje til at diskutere**

Hvor realistiske er disse anbefalinger? Der er desværre ikke meget, der tyder på, at en omfattende justeringsaftale – som man måske på linje med la Plaza- og Louvreaftalerne i 1980'erne kunne kalde *The Great Wall Accord* – kommer til at se dagens lys i den nærmeste fremtid. Situationen skal nok blive mere faretruende, før parterne er villige til at diskutere for alvor.

De seneste finansielle dønninger, som førte til, at centralbankerne i august indskød frisk likviditet i det globale banksystem til et samlet beløb af 350 milliarder dollars for at mindske konsekvenserne af krisen i de amerikanske *sub-prime*-hypotekslån, tyder på, at prioriteten er at holde den økonomiske vækst i gang for enhver pris snarere end at begynde at bekymre sig for alvor over sammenhængen mellem likviditetsudviklingen og betalingsbalanceuligevægtene.

Naturligvis er det vigtigt at beskytte banksystemet mod en krise, der

kunne risikere at blive 'systemisk', dvs. en krise, hvor bankerne mister tilliden til hinanden og frygter at låne penge ud, med uoverskuelige konsekvenser for vækst og beskæftigelse.

Men man må også undgå, at bankers og investorers risikotagen væltes over på den offentlige sektor, der derved overtager finansieringen af USA's store betalingsbalanceunderskud. I relation til disse to hensyn får man desværre umiddelbart det indtryk, at centralbankerne har overreageret med hensyn til risikoen for banksystemet og derved har lagt grunden til nye fejlagtige risikovurderinger blandt investorer og banker.

Centralbankerne har derved bidraget til det farlige fænomen, der kaldes *moral hazard*. Indirekte kan man sige, at man har 'sikret', at uligevægtene stadig er holdbare, i det mindste indtil den næste krise i det finansielle system. Vil man så igen træde til med offentlige midler og endnu en gang afbøde virkningerne af den likviditetsoverflod, verden har kendt de sidste 10-12 år, og dermed udskyde og sandsynligvis vanskeliggøre problemernes løsning?

### **Our currency, your problem**

På trods af den risiko, der er forbundet med de store uligevægte, er det mest sandsynligt, at vi må vente længe, inden perspektiverne forbedres. Det største problem er klart, at ame-

rikanerne ikke selv kan se behovet for at omprioritere deres økonomiske politik. Resten af verden må håbe, at amerikanerne ikke lader sig inspirere af den indstilling de indtog sidste gang, landet havde en stor ekstern uligevægt i begyndelsen af 1970'erne. På det tidspunkt valgte USA at droppe forbindelsen til guldet, hvilket førte til sammenbruddet af Bretton Woods-fastkurssystemet og bidrog til galoperende inflation på verdensplan.

Ved en af datidens mange forhandlinger udtalte præsident Nixons finansminister John Connolly over for europæiske kolleger, at "the dollar may be our currency but it's your problem". Over for et ameri-

kansk publikum brugte Connolly en lidt grovere version: "Foreigners are out to screw us. Our job is to screw them first". (Det første citat er fra Paul Volcker og Toyoo Gyohten, *Changing Fortunes*. Times Books, 1992, side 81. Det andet citat er fra Harold James, *International Monetary Cooperation Since Bretton Woods*. IMF og Oxford University Press, 1996, side 210).

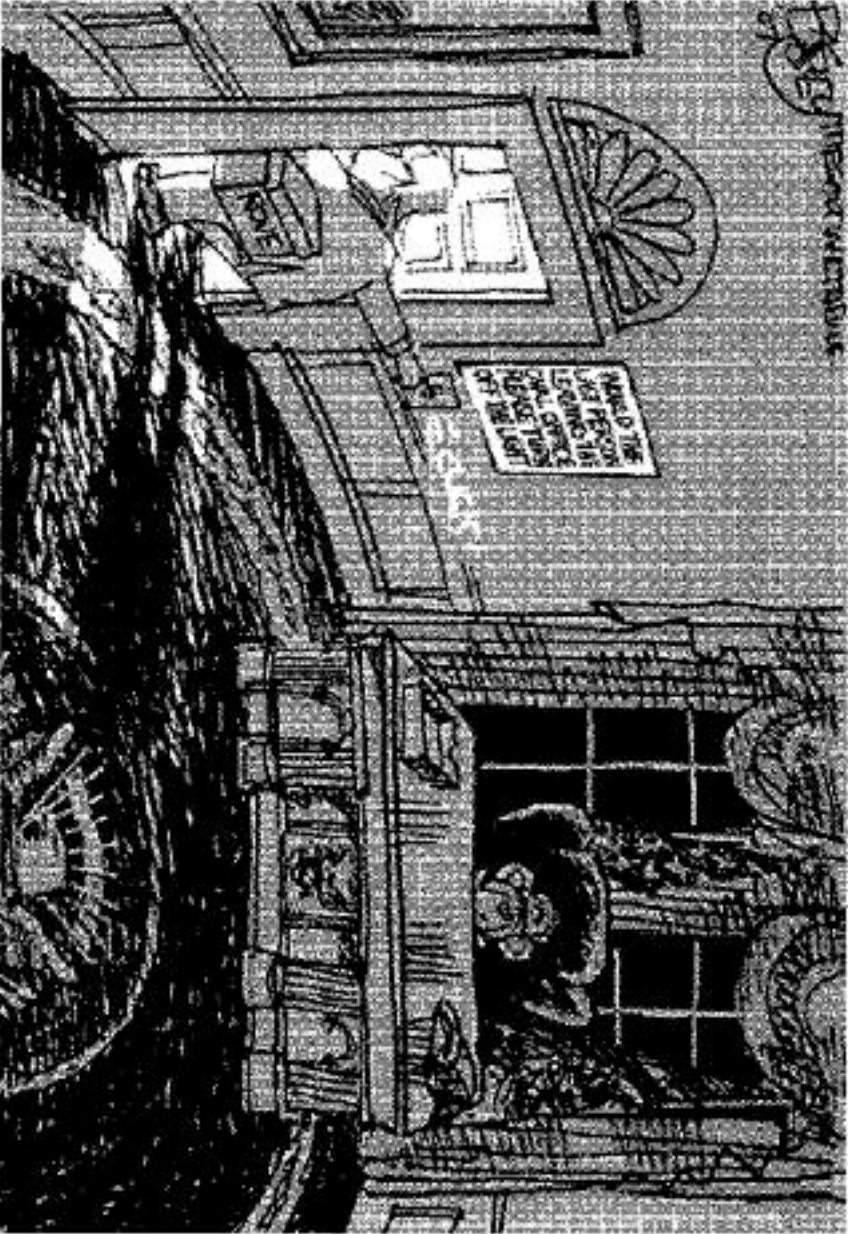
*Flemming Larsen er cand. oecon. Han er Senior Advisor ved BRUEGEL, en Tænk tank i Bruxelles, og tidligere Vicedirektør i IMF's Forskningsafdeling. Fra 1992 til 2000 var han ansvarlig for IMF's World Economic Outlook.*



---

Leave no Bush behind

---



*Used with permission of About, Inc., www.about.com. All rights reserved*

©2007 by Daniel Kurtzman