

# Globala obalanser: Kina, USA och Europa

## ANDERS C JOHANSSON

är docent i national-ekonomi och forskar vid Harvard University samt Handels- högskolan i Stockholm och dess China Economic Research Center. Hans forskning behandlar främst kopplingen mellan politik och finans, utvecklingen av Asiens finansiella marknader samt ekonomisk och finansiell integration i Öst- och Sydostasien.  
anders.johansson@hhs.se

*Under det senaste decenniet har en alltmer globaliserad ekonomi och växande kapitalflöden över nationella gränser resulterat i växande obalanser i de största ekonomiernas bytesbalanser. Diskussioner om huruvida mycket höga respektive låga nivåer av inhemskt sparande samt Kinas växelkurspolitik har lett till dessa obalanser har färgat den internationella ekonomiska debatten. Debatten tog en allvarligare vändning i samband med att den globala finansiella krisen växte fram under 2007–08, en utveckling som i sin tur har lett till en förnyad vigör i forskningen kring globala obalanser. Denna artikel har för avsikt att se över olika synsätt på globala obalanser samt sätta begreppet i relation till Kinas framväxt, den globala finansiella krisen samt perioden efter krisen.*

Den finansiella kris som tog sin början i den amerikanska fastighetsmarknaden och som sedan spred sig genom det globala finansiella systemet kom att belysa ett känsligt ämne inom internationell ekonomi: det växande bytesbalansunderskottet i USA och det motsvarande växande kinesiska bytesbalansöverskottet. Vissa observatörer gick så långt som att påstå att det ovanligt höga sparatet i Kina och en manipulerad kinesisk växelkurs var några av de grundläggande orsakerna till krisen. Även om ett sådant argument kan ses som alltför förenklat, så är det tydligt att de obalanser som växt fram i världsekonomin hör samman med problem rotade i både den kinesiska och amerikanska ekonomin. På den amerikanska sidan möjliggjordes de allt högre konsumtionsnivåerna till stor del med hjälp av billigt kapital. Detta kapital har till stor del tillhandahållits av internationella investerare som letat efter en stabil och säker avkastning på den mest utvecklade finansiella marknaden i världen. På den kinesiska sidan har samtidigt en ännu ej genomförd strukturomvandling skapat motsättningar i såväl den inhemska som den globala ekonomin.

I efterdyningarna av den globala finansiella krisen är det således mer aktuellt än någonsin att vi skapar en bättre förståelse för hur globala obalanser uppstår, huruvida de är såpass viktiga att de aktivt bör stävjas, samt deras relation till inhemsk ekonomisk politik. Det bör betonas att globala obalanser inte är ett nytt fenomen, utan något som har existerat sedan flera decennier. Institutionella förändringar såsom sammanbrottet av Bretton Woods och omfattande liberalisering av kapitalflöden kombinerat med själva skalan och den geografiska polarisering som ägt rum det senaste decenniet gör dock att dagens situation skiljer sig från tidigare mönster i den globala ekonomin. Ett antal olika möjliga förklaringar för globala balanser har växt

fram i en i dag mycket rik litteratur som först fokuserade på handelsmönster, men som under senare tid kommit att fokusera alltmer på internationella kapitalflöden. De olika argumenten för varför vi har sett såpass stora globala obalanser det senaste decenniet och huruvida dessa är hållbara innefattar förklaringar baserade på den nya ekonomin, portföljallokeringar samt den relativa utvecklingen av länders ekonomiska och finansiella system. För att kunna argumentera för eller emot behovet av att hantera växande globala obalanser med en handfast inhemsk och internationell ekonomisk politik är det givetvis av stor betydelse att först förstå de främsta underliggande orsakerna till den nuvarande situationen.

Syftet med denna artikel är trefaldigt. För det första belyser den potentiella förklaringar till framväxten av globala obalanser och kopplar denna diskussion till Kinas framväxt i den globala ekonomin. För det andra behandlar den kopplingen mellan globala obalanser och den globala finansiella krisen. För det tredje tar den i korthet upp efterföljden av krisen och diskuterar kort Europas roll i den globala ekonomin. Nästa avsnitt beskriver kortfattat globala obalanser i termer av bytesbalansen och vilka grundläggande makroekonomiska variabler som leder till förändringar i denna. Avsnitt 2 tar upp olika syner på orsaker bakom globala obalanser och belyser därefter kort frågan huruvida det är viktigt för oss att förstå ursprunget till globala obalanser. I avsnitt 3 kopplas Kinas växande betydelse i världsekonomin till de växande obalanserna i framför allt USAs bytesbalans det senaste decenniet. Avsnitt 4 tar sedan upp den globala krisen. Avsnittet går först kortfattat igenom skeenden under de senaste åren och kopplar diskussionen om globala obalanser till argument för möjliga orsaker bakom krisen. Avsnitt 5 diskuterar därefter nyligen förekommande skeenden samt fokuserar på utvecklingen i Europa och hur denna kan komma att påverka globala obalanser den närmaste framtiden. Det sista avsnittet sammanfattar artikeln samt diskuterar i korthet behovet av att framöver fokusera på strukturella problem i såväl den amerikanska som den kinesiska ekonomin.

## 1. En överblick av globala obalanser

Beteckningen globala obalanser har under en relativt lång tid varit ett återkommande tema i främst akademiska kretsar. Under de senaste fem åren har dock globala obalanser kommit att bli något av en eufemism för det stora och snabbt växande underskottet i den amerikanska bytesbalansen, samt det snabbt växande överskottet i den östasiatiska bytesbalansen. På senare tid har den östasiatiska delen i ekvationen kommit att i allt högre utsträckning utgöras av Folkrepubliken Kina. Bytesbalansen utgör ena delen av betalningsbalansen och beskrivs tydligast genom följande identitet:

$$CA = X - M + NFI = S^N - I = \Delta NFA. \quad (1)$$

Här står  $CA$  för bytesbalansen,  $X$  och  $M$  är export och import av varor och tjänster,  $NFI$  är nettointäkter från utlandet,  $S^N$  är nationellt sparande,  $I$  är

nationella investeringar och *NFA* är nettot av utländska tillgångar. Identiteten i ekvation (1) visar att ett land uppvisar ett bytesbalansöverskott när det nationella sparandet överstiger nationella investeringar. Mann (2002) visar att bytesbalansen kan analyseras utifrån tre synsätt: 1) inhemskt – med fokus på jämvikt mellan flöden av nationellt sparande och investeringar; 2) internationellt – med fokus på handelsflöden; samt 3) internationellt – med fokus på storlek och flöden av finansiella tillgångar.

Bytesbalansen kan således ses som en direkt återspeglning av en allmän jämvikt (eller avsaknad därav) mellan ett stort antal ekonomiska faktorer såsom priser, avkastning och växelkursen; internationella investeringar och kapitalflöden; samt finans- och penningpolitik (Mann 2002). Traditionellt fokuserade diskussionen om globala obalanser främst på handelsflöden samt sparande och investeringar. Senare inlägg i debatten har i stället tenderat att fokusera på kapitalflöden (Forbes 2010).

## 2. Olika perspektiv på globala obalanser

Det har under senare år växt fram olika sätt att se på globala obalanser i den ekonomiska litteraturen och den internationella debatten. Den grundläggande standardanalysen visar på att kraftiga obalanser i bytesbalansen inte är hållbara. I takt med att de globala obalanserna har ökat har ett antal motargument växt fram, såsom skillnader i den nya ekonomin, mörk materia, finansiell utveckling samt den ”intelligenta investeraren”. I detta avsnitt tas de olika synerna upp och kontrasteras mot varandra i ett försök att skapa en tydligare bild av forskningen kring globala obalanser och deras hållbarhet.

### *Standardanalysen*

Den kanske mest grundläggande synen på ohållbarheten i globala obalanser är främst baserad på grundläggande beräkningar av de skulder dessa obalanser resulterar i och de snedvridningar de leder till på sikt (se exempelvis Roubini och Setser 2004). Eichengreen (2006) visar att ett land som likt USA under en lång tid uppvisar ett bytesbalansunderskott på 7,5 procent av BNP och som har en nominell tillväxt på 5 procent kan nå en nivå av externa skulder motsvarande 150 procent av landets BNP. Detta innebär i sin tur att utländska intressen på sikt skulle komma att äga upp mot hälften av landets kapitalstock. Två direkta frågor uppstår till följd av en sådan situation. Först och främst är frågan huruvida utländska investerare är beredda att äga såpass stora andelar i den amerikanska ekonomin. Det är redan tydligt att utländska nettoinvesteringar med Kina i spetsen ställer sig alltmer skeptiska till att investera såpass mycket i exempelvis amerikanska statspapper.<sup>1</sup> Den andra och för USA mer direkta frågeställningen är huruvida den amerikan-

<sup>1</sup> Kina började minska sitt innehav i amerikanska statspapper i slutet av 2009. Innehavet minskade i december 2009 med sammanlagt 4,3 procent eller 34 miljarder dollar från 755 miljarder dollar (Shi 2010). Samtidigt visar undersökningar att Kinas innehav inte alls fallit då man från kinesiskt håll valt att placera kapital som redan befinner sig utanför landets gränser i amerikanska värdepapper (Dickson 2010).

ska befolkningen ställer sig positiv till att utländska intressen i landet ökar i en allt snabbare takt. Flera händelser de senaste åren såsom det av Kina statsägda företaget CNOOCs försök att köpa upp amerikanska Unocal har visat på en ökande rädsla för utländska äganden i USA (*The Economist* 2005).

Standardanalysen pekar också på att, i detta fall, USA kommer att ha starka incitament att inflatera bort delar av de utländska skulderna. Denna sorts analys visar på att omfattande obalanser är ohållbara. Det enda frågetecknet är huruvida justeringen kommer att ske successivt eller i form av en abrupt korrektion (se bl a Faruqee m fl (2007) för en detaljerad analys av möjliga scenarier). En successiv justering sker i takt med att utländsk efterfrågan på ytterligare amerikanska tillgångar minskar, vilket i sin tur leder till att priserna på dessa tillgångar minskar. Fallande priser på amerikanska dollar och stigande amerikanska räntor leder till att USA inte absorberar lika mycket av den globala produktionen. En minskande inhemsk efterfråga i USA kombinerad med en fallande amerikansk växelkurs resulterar i en ombalansering av bytesbalansen. I det mer krisartade scenariot fortsätter i stället obalanserna att öka tills dess utländska investerare ser att situationen inte är hållbar och därmed drar tillbaka sitt kapital. Detta leder i sin tur till en snabbt fallande dollar, avsevärt högre amerikanska räntor och en kraftigt minskad global efterfrågan.

### *Den nya ekonomin – skillnader i avkastning mellan länder*

Standardanalysen ovan visar på att efterfrågan på amerikanska tillgångar kommer att avta i takt med att obalanser ökar. Argument baserade på den nya ekonomin hävdar i stället att förespråkare för standardanalysen underskattar den internationella efterfrågan på amerikanska tillgångar (för en kritisk analys av detta argument, se Lane och Milesi-Ferretti 2007). Den allmänna synen på amerikanska tillgångar har under lång tid varit att de är säkra, att ekonomin är stark (innan bolånekrisen) och att den snabba amerikanska tillväxten kommer att generera en god avkastning på investeringar under lång tid framöver. Eichengreen (2006) ser flera problem med detta resonemang. För det första skulle ett sådant argument naturligt leda till ökade investeringar i amerikansk produktion snarare än exempelvis statspapper, något som ytterligare ökar det amerikanska missnöjet mot utländskt ägande. För det andra är en grundförutsättning för resonemanget med fokus på den nya ekonomin och dess fördelar att produktiviteten i USA växer snabbare än i andra länder, något som inte stämmer överens med verkligheten. Även om USA uppvisar imponerande produktivitetsökningar jämfört med Europa, så visar flera stora ekonomier såsom Kina och Indien upp en ännu högre produktivitetstillväxt (Amiti och Stiroh 2007). För det tredje ser det ut som att ökningen i bytesbalansunderskottet är ett resultat av minskandet av det amerikanska sparandet snarare än ökade investeringar i USA. För det fjärde står det klart att nettofinansieringen av det amerikanska underskottet skett genom utländska centralbanker, inte privata investerare.

Eichengreen påpekar också att den större delen av kapitalinflödet gått till obligationsmarknaden snarare än aktiemarknaden, något som ytterligare visar på att utländska investerare inte köpt resonemanget som baseras på den nya ekonomin.

### *Mörk materia*

Hausmann och Sturzenegger (2005, 2006) argumenterar för att USA egentligen inte alls har dragit på sig en stor extern skuld och ifrågasatt trovärdigheten i bytesbalansstatistiken. De visar på att USAs nettoränteintäkter från omvärlden är positiva, vilket innebär att värdet på av amerikaner ägda utländska tillgångar överstiger värdet på amerikanska tillgångar som ägs av utländska investerare om dessa tillgångar bara blir rätt värderade. Genom att mäta värdet på tillgångar baserat på den avkastning de genererar vill Hausmann och Sturzenegger således visa på den ”mörka materian”, dvs skillnaden mellan deras värdering av amerikanska nettotillgångar och de officiella siffrorna.

Metoden har blivit kritiserad för att amerikanska tillgångar som utländska investerare investerat i har hållits artificiellt låga i och med den ovanligt låga räntenivån i USA under större delen av det senaste decenniet. Eichengreen (2006) påpekar även att det inte är rätt att ta officiella siffror från utlandet som sanna och samtidigt anta att de officiella siffrorna för den amerikanska bytesbalansen inte stämmer. Han menar också att mörk materia inte är en fungerande förklaring om argumentet baserat på den nya ekonomin håller. Om så är fallet kommer utländska investerares placeringar att generera kraftiga avkastningar i framtiden, vilket innebär att den amerikanska nettoskulden skjuter i höjden. Detta leder i sin tur med stor sannolikhet till att utländska investerare tar hem en del av avkastningen, något som resulterar i att den amerikanska dollarn pressas ytterligare.

### *Finansiell utveckling*

Länders relativa finansiella utveckling är en orsak som ofta återkommer som potentiell förklaring till varför de globala obalanserna kommit att växa sig så stora under det senaste decenniet. Generellt innebär en mer välutvecklad finansiell sektor att ett lands tillgångar blir mer attraktiva för utländska investerare (t ex Caballero m fl 2008 och Mendoza m fl 2006). USAs finansiella marknader som utgör en viktig del i det inhemska finansiella systemet har därmed också pekats ut som en särskilt viktig anledning till varför utländska investerare väljer att placera sitt kapital i just USA. Storlek, likviditet, marknadseffektivitet och det stora antalet tillgängliga finansiella instrument har angetts som viktiga egenskaper (Forbes 2010).

Forbes (2010) har genomfört den kanske mest omfattande studien över varför utländska investerare väljer att placera sina tillgångar i USA. Hon finner att traditionella modeller för portföljallokering och diversifieringsargument inte förklarar den stora andel av totala investeringar som utländska placerare investerar i USA. I stället visar hennes resultat ett signifikant

samband mellan hur utvecklade de inhemska finansiella marknaderna är och graden av investeringar i USA: ju sämre utvecklade inhemska finansiella marknader, desto större andel av de totala investeringarna går till USA. Dessa resultat kan i sig åtminstone delvis förklara varför nettointflödet av kapital till USA växt sig så stort under det senaste decenniet. Samtidigt innebär det att USA måste upprätthålla och med stor förmodan ytterligare utveckla sina finansiella marknader för att på lång sikt utgöra en attraktiv plats för internationella portföljinvesteringar. Även om finansiell utveckling spelar en betydande roll, så har också den positiva synen på amerikanska tillgångar naggats i kanten i takt med att en rad amerikanska finansiella institutioner hamnat i stora problem under bolånekrisen.

### *Den intelligenta investeraren*

I en något annorlunda bild av globala obalanser och den roll USA spelar i dessa står i stället investerarna och deras generella placeringsförmåga i fokus. Kitchen (2007) visar att det endast kostar USA en liten del av landets BNP att finansiera ett större underskott, främst tack vare skillnaderna i avkastning på inhemska och utländska placeringar. I denna analys spelar även växelkursen en betydande roll. Utländska investerare erhåller lägre avkastning på sina tillgångar i USA jämfört med amerikanska placerare och deras utlandsplaceringar, detta mycket på grund av den deprecierande amerikanska dollarn (se exempelvis Gourinchas och Rey (2007) för en mer detaljerad analys av växelkursens roll i detta sammanhang).

Denna förklaring beror naturligtvis till stor del på huruvida utländska investerare fortsätter att investera en betydande del av sitt kapital i likvida amerikanska tillgångar som genererar väldigt låg avkastning. Samtidigt argumenterar Kitchen för och visar att amerikanska utländska direktinvesteringar uppvisar en markant bättre avkastning än utländska direktinvesteringar i USA, något som styrks av exempelvis Hung och Mascaro (2004). Den stora skillnaden i avkastning är ändå kopplad till likvida tillgångar såsom korta amerikanska statsobligationer. Det är därmed berättigat att fråga sig om inte de fortsatt höga investeringsnivåerna är ett resultat av de stora kapitalöverskott som flera asiatiska regeringar tvingats handskas med efter långa perioder av kraftig tillväxt i östasiatisk export.

### *Bör vi bry oss om globala obalanser?*

Föregående avsnitt har visat på olika förklaringar av uppkomsten av globala obalanser samt indikerat huruvida sådana obalanser är hållbara. Vissa av förklaringarna medför en syn på globala obalanser som ett naturligt fenomen som i sig inte är problematiskt för länderna ifråga. Andra, med förankring i gängse ekonomisk teori, visar snarare på att länder inte kan bibehålla höga nivåer av bytesbalansunderskott under en längre tid, då detta leder till en alltför hög skuldbörda och att ett land tvingas ge upp ägandet av en större andel av inhemska tillgångar än vad som är acceptabelt. Oavsett om väsentliga skillnader i finansiell utveckling eller skillnader i förmåga att investera

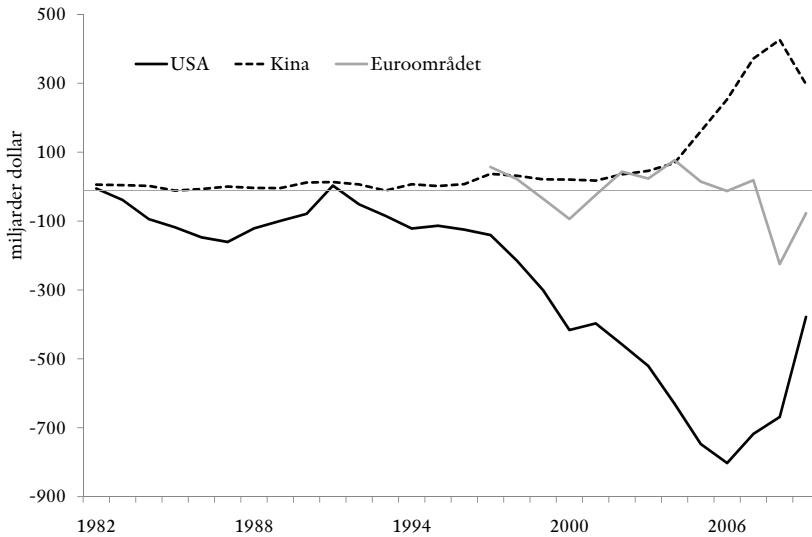
ligger till grund för obalanserna så har de direkta konsekvenser för invånarna och därmed regeringarna i de länder som är involverade. Även om någon av de teoretiska förklaringarna ovan visar sig ha en hög förklaringsgrad av globala obalanser under det senaste decenniet, så är det tydligt att ett land som USA med ett betydande och ihållande bytesbalansunderskott inte accepterar att detta existerar i all framtid. Till slut blir problemet en inhemsk politisk fråga, något som skett i USA redan före bolånekrisen. Efter att chefen för Federal Reserve, Ben Bernanke, i ett tal på många sätt satt agendan för den fortsatta debatten om globala obalanser har ämnet varit ett ständigt återkommande tema i amerikansk inrikespolitik (Bernanke 2005). För att få en bättre förståelse av de två mest betydande aktörerna i globala obalanser de senaste tio åren tar nästa avsnitt upp Kinas skiftande och växande roll i världsekonomin samt hur denna roll i sin tur påverkat USA.

### 3. Betydelsen av Kinas växande roll i den globala ekonomin

De perspektiv på globala balanser som tagits upp ovan har en sak gemensamt i att de inte har tagit tillräcklig hänsyn till de förändringar som skett i den globala ekonomin på senare tid. Detta avsnitt bygger därför på standardanalysen och fokuserar på hur ett framväxande Kina skapar nya utmaningar i den globala ekonomin.

Kinas växande roll i världsekonomin innebär förändringar för så gott som alla länder. Den omfattning som globala obalanser fått under det senaste decenniet är ett direkt resultat av Kinas snabbt växande ekonomi och den kinesiska exportledda ekonomiska politiken. Det är lätt att ställa sig frågan varför det är mer problematiskt nu än när tidigare asiatiska länder drev sin ekonomiska politik med fokus på lågt värderade valutor och exportdriven inhemsk produktion. Redan tidigt efter andra världskriget kom Japan att utveckla en exportdominerad industri som kombinerades med en artificiellt låg växelkurs. Under 1960- och 1970-talen accelererade den ekonomiska tillväxten i Hong Kong, Taiwan, Sydkorea och Singapore som skiftade från grundläggande konsumentprodukter till mer teknologiskt avancerade sektorer och en snabbt ökande export. Därefter kom de sydöasiatiska ekonomierna (Thailand, Malaysia, Indonesien och till viss del Filippinerna) och nu är det alltså Kinas tur. Det är naturligt att anta att Vietnam och andra länder i Syd- och Sydöstasien efterhand tar över Kinas roll i den regionala produktionskedjan.

Vad är det då som skiljer den nuvarande situationen från föregående episoder av exportledd tillväxt i Öst- och Sydöstasien? Svaret är enkelt: Kinas storlek skapar unika snedvridningar i den alltmer integrerade globala ekonomin. Storleken på Kinas snabbt växande ekonomi leder till extrema obalanser för framför allt USA som absorberar en stor del av Kinas export och som gör det genom att låna från framför allt Kina. Aizenman och Sun (2010) visar i en studie på att storleken har en direkt påverkan på



Figur 1  
Bytesbalans för USA,  
Kina och euroområ-  
det 1982–2009

Källa: OECD.

förmågan att upprätthålla ett bytesbalansunderskott. Studien visar att den snabba kinesiska ekonomiska tillväxten kombinerat med ett fortsatt högt bytesbalansöverskott kommer att begränsas av svårigheten för länder som växer långsammare att upprätthålla sina bytesbalansunderskott. Aizenman och Sun argumenterar för att en ny ”demander of last resort” behövs för att Kinas tillväxt ska kunna upprätthållas på samma nivå i en överskådlig framtid. Kinas tillväxtmodell som under lång tid baserats på högt inhemskt sparande, intensiva investeringar och höga exportnivåer (Johansson 2010) hotas alltså i grunden av internationella ekonomiska spänningar. Många observatörer av Kinas ekonomi fokuserar alltmer på behovet av en struktur-omvandling i den kinesiska tillväxtmodellen med bl a en effektivare investeringsgrad, ökad inhemsk konsumtion, högre värderad valuta, samt en bättre balanserad bytesbalans i fokus (se bl a Bergsten m fl 2006; Johansson 2009; Lardy 2007; Prasad och Rajan 2006).

Hur ser bytesbalanserna ut för de större ekonomierna? Figur 1 visar hur Kinas bytesbalansöverskott växt fram samtidigt som USAs bytesbalansunderskott ökat och euroområdet bibehållit en bytesbalans nära nollstrecket. En intressant iakttagelse är att USAs underskott växte fram redan innan Kinas överskott började tillta i mitten av 2000-talet. Detta pekar på att USAs inhemska ekonomi har problem som knappast har sitt ursprung i det snabbt växande kinesiska handelsöverskottet, även om Kinas överskott under de senaste fem åren har påskyndat denna trend.

Kina har alltså kommit att stå i centrum för diskussioner kring de globala obalanserna de senaste åren. Hur påverkar då Kinas växande roll i världsekonomin mindre länder som på många sätt förväntats följa i den



kinesiska ekonomins spår? Med ökad oro för obalanser i handel och krav på mer marknadsdrivna valutor kan länder som Vietnam komma att hamna i en situation i vilken de inte får möjlighet att dra nytta av den tillväxtstrategi som flera av deras grannar använt sig av under tidigare decennier. Kinas blotta storlek gör det därmed svårt för tillväxtländer att ta sig förbi ett viktigt steg i sin ekonomiska utveckling. Dessa länder kan därmed komma att stanna upp på vägen som resultat av de spänningar som Kinas framväxt i den globala ekonomin orsakar.

#### 4. Olika syner på den globala finansiella krisen och globala obalanser

I samband med att den finansiella krisen med ursprung i den amerikanska bolånemarknaden spred sig över världen höjdes alltfler röster i väst för att globala obalanser var en av de mest betydande faktorerna bakom krisen. Det huvudsakliga temat i denna syn på obalanser är det amerikanska bytesbalansunderskottet och det resulterande kapitalinflödet i USA. Ett flertal framstående ekonomer argumenterade för att globala obalanser stod i centrum för krisen. Ett exempel är Richard Portes, chefen för Centre for Economic Policy Research, som i ett framförande på London Business School påpekade att globala makroekonomiska obalanser är den underliggande orsaken till krisen (Portes 2009). En kanske något mer balanserad bild ges av Obstfeld och Rogoff (2009) som menar att obalanser och krisen är relaterade. Ben Bernanke påpekade även han under ett tal i Washington att det är omöjligt att förstå krisen utan att ta hänsyn till globala obalanser i handel och kapitalflöden (Bernanke 2005).

Även om dessa röster ofta förekommer i debatten i Europa och USA, så kan det vara av intresse att lyssna till den andra sidans åsikter, i detta fall Kina. Kinesiska ekonomer är relativt eniga om att det är USA som är ansvarig för krisen och som därmed bör ta ansvar för att hantera den. Ett exempel på detta är He Weiwen, en ekonomiprofessor i Beijing som i en intervju i *People's Daily* argumenterade för att de fundamentala orsakerna bakom krisen är avregleringen av den amerikanska finanssektorn och den allmänt rådande girigheten på Wall Street (*China Business News* 2010). Denna åsikt delas även av vissa västerländska ekonomer, även om det står klart att kinesiska ekonomer i hög grad använder sig av argumentationen för att undvika problematiken kring den kinesiska valutan. Utöver globala obalanser, avregleringar och girighet och dess kortsiktiga handel med alltmer komplexa värdepapper, har även en alltför lättsinnig amerikansk penningpolitik förts fram som drivande bakom krisen. Med stor förmodan har samtliga orsaker verkat till att skapa krisen.

De globala obalanserna kan förmodligen ses som ett symptom av olika underliggande problem inte bara i den amerikanska ekonomin, utan även i de asiatiska ekonomierna med Kina i spetsen. En ihållande hög ekonomisk tillväxt med låg inflation och tillhörande låga räntor samt en aktiv ameri-

kansk politik för att öka omfattningen av bostadsköp resulterade i mycket höga amerikanska konsumtionsnivåer samtidigt som internationellt kapital var billigt, till stor del tack vare att mycket höga sparandenivåer i stora delar av Östasien ledde till problem som till slut inte gick att undvika. Den dramatiska skillnaden i sparandenivåer mellan Östasien och många industrialiserade länder i väst, däribland främst USA, beror på flera faktorer. Den höga sparandenivån i Östasien, en region där Kina spelar en allt viktigare roll, har åtminstone delvis sitt ursprung i osäkerhet kring hur väl den ledande regimen och det ekonomiska systemet kan ta hand om individer i länder med en historisk avsaknad av utvecklad välfärd. Så kallade ”precautionary savings”, dvs sparande för sämre tider, är viktigt för dem som har möjlighet att lägga undan pengar i dessa länder. Flera centralbanker i regionen har också byggt upp omfattande valutareserver sedan slutet av 1990-talet. Detta kan ses som en naturlig följd av Asienkrisen som satt djupa spår i regionen, inte bara i de länder som drabbades värst, utan även länder som på nära håll betraktade den förödelseeffekt valuta- och skuldkriser hade på hela länders ekonomier.

## 5. Europas problem och dess möjliga effekter

Efter att världen upplevt en tillfällig allmän tillbakagång i globala obalanser står världsekonomin nu inför en ny utmaning som med stor sannolikhet kan leda till kraftiga obalanser i den globala handeln. Den ekonomiska kris som flera europeiska länder med Grekland i spetsen kämpar mot har lett till en kraftigt försvagad euro. Samtidigt har krisen i sig lett till omfattande åtstramningar i offentliga utgifter, något som resulterar i en kraftigt minskad efterfråga i regionen. Denna kombinerade valuta- och efterfrågeeffekt kan väntas få direkta konsekvenser i Europas bytesbalans med omvärlden. OECD har beräknat att euroområdet kommer att påvisa ett bytesbalansöverskott på minst 300 miljarder dollar årligen de kommande åren (Bergsten 2010). Samtidigt fortsätter ett antal tillväxtländer att hålla sin valuta låg för att på så sätt upprätthålla eller utveckla en konkurrenskraftig exportindustri. Vissa menar att vi mycket väl kan hamna i en situation där större delen av världen har en *beggar-my-neighbor* relation till USA (Wolf 2010). Om detta skeende fortsätter ser det således ut som att USA kommer att få ta större delen av den negativa bytesbalansen. Detta leder i sin tur till ökat tryck på den amerikanska valutan samt en ökad risk för attacker på amerikanska värdepapper. Det kan också resultera i en alltför hög grad av likviditet i den amerikanska ekonomin och därmed en ökad risk för en ny finansiell kris.

Detta möjliga scenario skiljer sig starkt från den allmänna överenskomelse som råder inom G20 som fokuserat på en mer balanserad internationell ekonomi. Om situationen inte förändras kommer den amerikanska administrationen med stor sannolikhet att tvingas till handling, något som kan komma att leda till betydande protektionism (Bergsten 2010). Huruvi-

da globala obalanser är ekonomiskt teoretiskt relevanta är alltså inte längre det primära: det internationella samfundet bör agera enhetligt för att finna lösningar som är hållbara för alla parter.

## 6. Slutsatser och reflektioner

Globala kapitalflöden har tätt sig nästan precis tvärtom mot vad många tänkte sig då finansiella liberaliseringar och deras resulterande integration av kapitalmarknader ökade i hastighet. Många menade att denna process skulle komma att domineras av flöden från rika till fattiga länder, detta främst på grund av de sistnämndas komparativa fördelar i termer av låga löner kombinerat med tillgång till teknologi från industriländer, hög tillväxtpotential samt ett prognostiserat lågt inhemskt sparande till följd av goda investeringsmöjligheter. I stället har utvecklingen kommit att ledas av stora kapitalflöden från främst Östasien västerut. Rent generellt tycks detta skeende vara ett uttryck av faktorer i båda läger: den höga nivån på sparatet i främst Östasien kombinerat med hittills relativt outvecklade finansiella infrastrukturer och dess resulterande begränsade investeringsmöjligheter i tillväxtländer samt låga sparandenivåer i USA har skapat en snedvridning i den globala ekonomin som många menar inte är hållbar. Även om det sker omfattande investeringar från både inhemskt och utländskt håll i länder som Kina så är dessa investeringar alltså inte tillräckliga för att väga upp det höga inhemska sparatet.

Under den senare delen av den globala finansiella krisen har obalanserna kommit att minska, en naturlig följd av avmatningen i den amerikanska ekonomin och att Asien med Kina i spetsen kommit att fungera mer eller mindre som draglok för världsekonomin. De underliggande strukturella problemen torde dock bestå efter det att USA och Europa återhämtat sig från sina mer akuta problem. Under sommaren valde den kinesiska centralbanken att på nytt försiktigt öppna upp för växelkursreformer som i sin tur på sikt kan leda till en mer marknadsbaserad kinesiska valuta (Johansson 2010). Samtidigt har studier visat på att effekterna av en appreciering av den kinesiska valutan främst leder till mycket blygsamma totala effekter på exempelvis den amerikanska ekonomin (Fair 2010). Internationella Valutafondens chefsekonom Olivier Blanchard har bl a påpekat att ett sådant skeende inte i sig är tillräckligt för att USA ska kunna upprätthålla sin ekonomiska tillväxt (*China Daily* 2010). Det är sålunda de generella makroekonomiska obalanserna, i mångt och mycket en följd av en utvecklade social välfärd i öst och alltför höga konsumtionsmönster i väst, som måste åtgärdas.

### REFERENSER

Aizenman, J och Y Sun (2010), "Globalization and the Sustainability of Large Current Account Imbalances: Size Matters", *Journal of Macroeconomics*, vol 32, s 35-44.

Amiti, M och K Stirob (2007), "Is the United States Losing Its Productivity Advantage?", Federal Reserve Bank of New York, *Current*

*Issues in Economics and Finance*, vol 13, nr 8, s 1-7.

Bernanke, B (2005), "The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit", Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 mars 2005.

- Bergsten, C F (2010), "New Imbalances Will Threaten Global Recovery", *Financial Times*, 10 juni 2010.
- Bergsten, C F, B Gill, N R Lardy och D J Mitchell (2006), *China: The Balance Sheet*, Public Affairs, New York.
- Caballero, R, E Farhi och P-O Gourinchas (2008), "An Equilibrium Model of 'Global Balances' and Low Interest Rates", *American Economic Review*, vol 98, s 358-393.
- China Business News* (2010), "Economist: US to Blame for Financial Crisis, Global Imbalances", 28 juli 2010.
- China Daily* (2010), "RMB Is Not a Cure-All for US Economy", 17 februari 2010.
- Dickson, D M (2010), "China Holds More U.S. Debt than Indicated", *Washington Times*, 2 mars 2010.
- Eichengreen, B (2006), "Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investor, and the Standard Analysis", *Journal of Policy Modeling*, vol 28, s 645-652.
- Fair, R C (2010), "Estimated Macroeconomic Effects of a Chinese Yuan Appreciation", Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.
- Faruqee, H, D Laxton, D Muir och P A Pesenti (2007), "Smooth Landing or Crash? Model-Based Scenarios of Global Current Account Rebalancing", i Clarida, R H (red), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, Chicago.
- Forbes, K J (2010), "Why Do Foreigners Invest in the United States?", *Journal of International Economics*, vol 80, s 3-21.
- Gourinchas, P O och H Rey (2007), "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege", i Clarida, R H (red), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, Chicago.
- Hausmann, R och F Sturzenegger (2005), "Dark Matter Makes the U.S. Deficit Disappear", *Financial Times*, 7 december 2005.
- Hausmann, R och F Sturzenegger (2006), "Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations", CID Working Paper 124, Harvard University, John F Kennedy School of Government.
- Hung, J H och A Mascaro (2004), "Return on Cross-Border Investment: Why Does U.S. Investment Abroad Do Better?", Technical Paper Series 2004-17, Congressional Budget Office, Washington DC.
- Johansson, A C (2009), "Kina och den globala finansiella krisen", *Ekonomisk Debatt*, årg 37, nr 6, s 27-39.
- Johansson, A C (2010), "Bra, men inte tillräckligt", Utrikespolitiska Institutet, *Internationella Studier*, vol 3, s 50-54.
- Kitchen, J (2007), "Sharecroppers or Shrewd Capitalists? Projections of the US Current Account, International Income Flows, and Net International Debt", *Review of International Economics*, vol 15, s 1036-1061.
- Lane, P R och G M Milesi-Ferretti (2007), "A Global Perspective on External Positions", i Clarida, R H (red), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, Chicago.
- Lardy, N (2007), "China: Rebalancing Economic Growth", *The China Balance Sheet in 2007 and Beyond*, Center for Strategic and International Studies and the Peterson Institute for International Economics, maj 2007.
- Mann, C (2002), "Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability", *Journal of Economic Perspectives*, vol 16, s 131-152.
- Mendoza, E G, V Quadrini och J-V Ríos-Rull (2006), "Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances", NBER Working Paper 12909.
- Obstfeld, M och K Rogoff (2009), "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes", Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, 18-20 oktober 2009.
- Portes, R (2009), "Global Imbalances", London Business School.
- Prasad, E S och R G Rajan (2006), "Modernizing China's Growth Pattern", *American Economic Review*, vol 96, s 331-336.
- Roubini, N och B Setser (2004), "The U.S. as a Net Debtor: The Sustainability of the U.S. External Imbalances", manuskript, Stern School of Business, New York University.
- Shi, J (2010), "How to View China's Reduction of U.S. Debt Holding", *People's Daily Online*, 23 februari 2010.
- The Economist* (2005), "Giving China a Bloody Nose", 6 augusti 2005.
- Wolf, M (2010), "Fear Must Not Blind Us to Deflation's Dangers", *Financial Times*, 8 juni 2010.