

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2009



Fremvoksende økonomier og globale finansielle ubalanser

Hva skal vi mene om dekoblingshypotesen?

av

Astrid Laake

Masterutredning innen hovedprofilen Finansiell økonomi

Veileder: Professor Øystein Thøgersen

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I denne utredningen belyses og drøftes fremvoksende økonomiers rolle i verdensøkonomien, globale finansielle ubalanser og deklingshypotesen. I henhold til en intertemporal driftsbalansemodell, viser jeg at mulige årsaker bak de store globale finansielle ubalansene mellom USA og Kina kan være høy produktivitetsvekst og/eller høyt offentlig forbruk i USA, eller et eksogent ønske om høy sparing, og/eller eksportledet vekststrategi og undervurdert valutakurs i Kina. For at ubalansene skal kunne korrigeres argumenter jeg for at USA må iverksette tiltak for å øke nasjonal sparing, inkludert en reduksjon av budsjettunderskuddet, mens Kina bør iverksette tiltak for å øke innenlandsk etterspørsel, samt tillate større valutakurs fleksibilitet. Jeg gjør også en empirisk undersøkelse av graden av realøkonomisk og finansiell deklings mellom USA og Kina i forbindelse med dagens økonomiske krise. Deklingshypotesen defineres som et konjunkturtelt gradsspørsmål, og jeg finner ingen tegn til realøkonomisk deklings over hele nedgangsperioden. Jeg finner imidlertid tydelige tegn til en midlertidig sterk realøkonomisk deklings i begynnelsen av dagens nedgangsperiode. Det er mindre tegn til en sterk grad av finansiell deklings. Det har tydelig forekommet en form for episodevis finansiell deklings mellom USA og Kina, og en sammenlikning med euromarkedet indikerer at en slik form for deklings er en spesiell egenskap for den finansielle relasjonen mellom USA og Kina. Jeg finner også tegn til at man muligens vil kunne se ytterligere deklings noe fremover i tid. Dette støttes blant annet av en observasjon om at Kina per i dag viser tegn til vekst før USA både innen realøkonomien og på de finansielle markedene.

Forord

Fremvoksende økonomiers økende betydning i verdensøkonomien er et svært spennende tema, og spesielt vil det være interessant å se hvordan dagens økonomiske krise vil påvirke disse økonomienes videre utvikling både på kort og lang sikt. Dekoblingshypotesen har sitt opphav i fremvoksende økonomiers sterkere rolle i den globale økonomien, og er et relativt nytt fenomen. Hypotesen var derfor et tema jeg ønsket å analysere dypere. De fremvoksende økonomienes inntreden på de globale markedene har også vært en medvirkende årsak til oppbyggingen av de globale finansielle ubalansene i verdensøkonomien. Ubalansene har vært gjenstand for mye diskusjon og oppmerksomhet i de makroøkonomiske fagmiljøene det siste tiåret, og dagens økonomiske krise har i høy grad satt ubalansenes årsaker og bærekraft øverst på dagsordenen. Ubalansene har vært belyst i flere av fagene jeg har tatt i løpet av min mastergrad i finansiell økonomi her ved NHH, og jeg fant det derfor interessant å se nærmere på dette temaet. Arbeidet med utredningen har funnet sted mens verdensøkonomien er inne i en økonomisk krise. Dette har på mange måter vært utfordrende, da informasjon og opplysninger jeg har støttet meg til har blitt endret over tid etter hvert som nye momenter har kommet frem. Samtidig har det vært svært givende å kunne skrive en utredning om et så dagsaktuelt tema. Jeg vil rette en stor takk til min veileder, Øystein Thøgersen, for svært gode og nyttige innspill underveis i arbeidet med masterutredningen.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Forord	3
Innholdsfortegnelse	4
Innholdsfortegnelse – Figurer	6
Innholdsfortegnelse – Tabeller	8
1.0 Introduksjon og motivasjon	10
1.1 Definisjon av dekoblingshypotesen	13
1.2 Fremvoksende økonomiers rolle i verdensøkonomien	14
1.3 Globale finansielle ubalanser	15
2. Teori og prinsipielle betraktninger	18
2.1 Driftsbalansedynamikk	18
2.1.1 En intertemporal modell for driftsbalansen	18
2.1.2 Prinsipielle betraktninger rundt den intertemporale driftsbalansemodellen	23
2.1.2.1 Analyse av USAs driftsbalanseunderskudd	24
2.1.2.2 Analyse av Kinas driftsbalanseoverskudd	36
2.2 Korrigerende av de globale finansielle ubalansene	42
2.2.1 Sparing	43
2.2.2 Handelsbalanse og valutakurs	46
2.2.3 Capital Account	49
2.3 Dagens økonomiske krise og driftsbalansedynamikk mellom USA og Kina	52
2.3.1 Kortsiktig utviklingstendens for de globale finansielle ubalansene	53
2.3.1.1 Bilaterale handelsstrømmer	54
2.3.1.2 Andre handelspartnere	56
2.3.1.3 Valutakursbevegelser	58
2.3.1.4 Innenlandsk etterspørselspolitikk	59
3. Analyse av dekobling	63
3.1 Metodiske aspekter	63
3.1.2 Klassiske sykler og vekstsykler	64
3.1.3 Kort om Hodrick-Prescott filteret	67
3.1.4 Sesongjustering	69
3.1.5 Konjunkturdatering	69
3.1.5.1 Tidfesting av konjunkturforløpet i USA	70

3.1.5.2 Tidfesting av konjunkturforløpet i Kina.....	74
3.2 Analyse av realøkonomisk dekobling.....	78
3.2.1 BNP	81
3.2.2 Konsum.....	84
3.2.3 Investeringer	89
3.2.4 Oppsummering og konklusjon av den realøkonomiske analysen av dekobling.....	92
3.3 Analyse av finansiell dekobling	94
4. Fremtidsutsikter: Globale finansielle ubalanser og dekobling	102
4.1 Hovedscenario for den fremtidig økonomiske utviklingen	103
4.2 Faktorer som underbygger sannsynligheten for et positivt hovedscenario	104
4.2.1 De grunnleggende vekstdriverne i de fremvoksende økonomiene er intakte.....	104
4.2.2 Korrigerende av de globale finansielle ubalansene.....	106
4.2.3 En generell global vilje til å drive aktiv penge- og finanspolitikk	107
4.2.4 Høy økonomisk vest i Kina og anerkjennelse av en skiftende maktbalanse i verdensøkonomien.....	107
4.2.5 Skiftende maktforhold i den globale økonomiske maktbalansen.....	109
4.2.6 Globalt samarbeid og globalisering.....	111
4.3 Risikomomenter som kan føre til at man ikke når hovedscenarioet.....	112
4.3.1 Risikomomenter for avtagende vekst i fremvoksende økonomier	113
4.3.2 Mislykket korrigerende av de globale finansielle ubalansene	115
4.3.3 Utilstrekkelig og mislykket global politikkrespons.....	118
4.3.4 Boble i Kina og mindre anerkjennelse av det skiftende maktforholdet i verdensøkonomien.....	122
4.3.5 Proteksjonisme og et tilbakeslag for globaliseringen.....	124
5. Oppsummering og konklusjon.....	126
Appendiks	129
Referanseliste.....	133

Innholdsfortegnelse – Figurer

Figur 1.1:	Prosentvis endring i årlig BNP-vekst i perioden 1999 til 2008 for verden, industrialiserte økonomier, EU og fremvoksende økonomier.....	14
Figur 1.2:	Prosentvis bidrag til globalt BNP fra fremvoksende og industrielle økonomier 1970-2007.....	15
Figur 1.3:	Prosentvis bidrag til global vekst i BNP fra fremvoksende økonomier og USA 1997-2008.....	15
Figur 1.4:	Driftsbalansen i prosent av BNP for USA, Kina, Midtøsten og G7-landene i perioden 1980 til 2008.....	16
Figur 2.1:	Intertemporal driftsbalansemodell: Produktivitetsnivå.....	26
Figur 2.2:	Intertemporal driftsbalansemodell: Investeringsnivå.....	26
Figur 2.3:	Intertemporal driftsbalansemodell: Produksjonsnivå.....	26
Figur 2.4:	Intertemporal driftsbalansemodell: Driftsbalansen.....	26
Figur 2.5:	Intertemporal driftsbalansemodell: Produktivitetsnivå.....	30
Figur 2.6:	Intertemporal driftsbalansemodell: Investeringsnivå.....	30
Figur 2.7:	Intertemporal driftsbalansemodell: Produksjonsnivå.....	30
Figur 2.8:	Intertemporal driftsbalansemodell: Driftsbalansen.....	30
Figur 2.9:	Budsjettbalansen og driftsbalansen i prosent av BNP for USA i perioden 1980-2007.....	33
Figur 2.10:	Lange renter for USA i tidsrommet 1980-2008.....	33
Figur 2.11:	Årlig nasjonal, privat og offentlig sparerate for USA i prosent av BNP i perioden 1980-2007.....	35
Figur 2.12:	Differansen mellom privat sparing og investering i prosent av BNP i USA i tidsrommet 1980-2007.....	36
Figur 2.13:	Differansen mellom sparing og investeringer i flere asiatiske økonomier i perioden 1990-2004.....	37
Figur 2.14:	Spareraten i Kina fordelt på offentlig, næringslivets og husholdningens sparing i perioden 1980-2005.....	39

Figur 2.15:	Kinas handelsbalanse for årene 1998-2008.....	40
Figur 2.16:	Utviklingen i den kinesiske valutakursen mot amerikanske dollar i perioden 1990-2008.....	41
Figur 2.17:	Utenlandske valutareserver akkumulert av den kinesiske sentralbanken i perioden januar 2000 til mars 2009.....	49
Figur 2.18:	Prosentvis endring i USAs eksport til Kina og import fra Kina fra år til år i perioden 1999-2008.....	54
Figur 2.19:	Eksport og import mellom USA og Kina i perioden oktober 2008 til mars 2009.....	55
Figur 2.20:	Kinas prosentvise andel av EUs handel i perioden 1999-2007.....	56
Figur 2.21:	Månedlig eksport fra Kina ekskl. USA i perioden august 2008 til februar 2009.....	58
Figur 2.22:	Kinesiske renminbi mot amerikanske dollar fra januar 2008 til mars 2009.....	59
Figur 2.23:	Utvikling i Kinas eksport og detaljhandel i perioden 2003-2008.....	60
Figur 3.1:	Grafisk fremstilling av klassiske sykler (øverst) og vekstsykler.....	65
Figur 3.2:	Trendmessig vekst og faktisk BNP i USA over perioden 1990 til 1996.....	70
Figur 3.3:	Trendmessig vekst og faktisk BNP i USA over perioden 1997-2002.....	70
Figur 3.4:	Trendmessig vekst og faktisk BNP i USA over perioden 2003-2009.....	71
Figur 3.5:	Produksjonsgapet i USA i perioden 1990 til 2009.....	73
Figur 3.6:	Trendmessig vekst og faktisk BNP i Kina over perioden 2000-2009.....	75
Figur 3.7:	Produksjonsgapet i Kina over perioden 2000-2009.....	76
Figur 3.8:	Utviklingen i produksjonsgapet i USA og Kina i perioden 2000-2009.....	77
Figur 3.9:	Produksjonsgap for USA og Kina fra og med fjerde kvartal 2007 til og med første kvartal 2009.....	82
Figur 3.10:	Konsumgapet i USA og Kina i perioden fjerde kvartal 2007 til første kvartal 2009.....	85
Figur 3.11:	Investeringsgapet i USA og Kina fra fjerde kvartal 2007 til og med første kvartal 2009.....	90

Figur 3.12:	Utviklingen i DJIA og SSE Composite fra desember 2007 frem til april 2009. SSE Composite vises på den venstre akse.....	95
Figur 5.1:	Intertemporal driftsbalansemodell: Produktivitetsnivå.....	130
Figur 5.2:	Intertemporal driftsbalansemodell: Investeringsnivå.....	130
Figur 5.3:	Intertemporal driftsbalansemodell: Produksjonssnivå.....	130
Figur 5.4:	Intertemporal driftsbalansemodell: Driftsbalansen.....	130
Figur 5.5:	Vekst i detaljhandel i Kina over perioden 2000-2009.....	132
Figur 5.6:	Vekst i investeringer i store byer i Kina i perioden 2000-2009.....	132

Innholdsfortegnelse – Tabeller

Tabell 2.1:	Effekter på driftsbalansen som følge av økt produktivitet.....	25
Tabell 2.2:	Gjennomsnittlige private og offentlige kapitalstrømmer til USA per år i milliarder dollar i perioden 1997-2004.....	28
Tabell 2.3:	Effekter på driftsbalansen dersom forventinger om høy produktivitetsvekst er gale.....	29
Tabell 2.4:	Rangering av Kinas handelspartnere i 2008 målt i milliarder dollar.....	56
Tabell 2.5:	Oversikt over i hvilken retning ulike faktorer ved driftsbalansen trekker de globale finansielle ubalansene og graden av dekobling på kort sikt.....	62
Tabell 3.1:	Oversikt over konjunkturforløpet for USA i perioden 1990-2009 i henhold til den klassiske sykel tilnærmingen.....	71
Tabell 3.2:	Oversikt over konjunkturforløpet for USA i perioden 1990-2009 i henhold til den vekstsykliske tilnærmingen.....	73
Tabell 3.3:	Oversikt over konjunkturforløpet for Kina i perioden 2000-2009 etter den vekstsykliske tilnærmingen.....	76
Tabell 3.4:	Sammenlikning av konjunktorene i USA og Kina etter den vekstsykliske tilnærmingen til konjunkturforløpet.....	77
Tabell 3.5:	Glidende korrelasjon over fire kvartaler mellom produksjonsgapene i USA og Kina fra fjerde kvartal 2006 til første kvartal 2009.....	83
Tabell 3.6:	Korrelasjon mellom amerikansk og kinesisk produksjonsgap over	

	de ulike konjunkturfasene i USA i tidsrommet 2000-2009, klassifisert i henhold til den klassiske sykel tilnærmingen.....	84
Tabell 3.7:	Glidende korrelasjon over fire kvartaler mellom konsumgapene i USA og Kina fra fjerde kvartal 2006 til første kvartal 2009.....	86
Tabell 3.8:	Korrelasjon mellom produksjonsgapet og konsumgapet i Kina i perioden 2000-2009.....	88
Tabell 3.9:	Korrelasjon mellom amerikansk og kinesisk konsumgap over de ulike konjunkturfasene i USA i perioden 2000-2009, klassifisert i henhold til den klassiske sykel tilnærmingen.....	89
Tabell 3.10:	Glidende korrelasjon over fire kvartaler mellom investeringsgapene i USA og Kina fra fjerde kvartal 2006 til første kvartal 2009.....	90
Tabell 3.11:	Korrelasjon mellom produksjonsgapet og investeringsgapet i Kina over perioden 2000-2009.....	91
Tabell 3.12:	Korrelasjon mellom investeringsgapene over de ulike konjunkturfasene i USA, klassifisert i henhold til den klassiske sykel tilnærmingen.....	92
Tabell 3.13:	Glidende korrelasjon over fire kvartaler mellom DJIA og SSE Composite fra fjerde kvartal 2006 til første kvartal 2009.....	97
Tabell 3.14:	Korrelasjon mellom SSE Composite og DJIA over de ulike konjunkturfasene i USA siden 1990 identifisert med den klassiske sykel tilnærmingen.....	98
Tabell 3.15:	Oversikt over episoder der den amerikanske DJIA indeksen har falt kraftig innenfor et tidsrom på en dag, samt utvikling i SSE Composite og DJ Euro 50 over samme periode.....	99
Tabell 3.16:	Oppsummering av resultatene for den finansielle analysen av dekobling.....	101
Tabell 5.1:	Oversikt over ulike kilder til produktivitetsvekst i USA og EU-15 i perioden 1980-2001.....	129
Tabell 5.2:	Sammenlikning av kvartalsvise BNP-tall fra databasen EcoWin og NBSC for Kina i perioden 2005-2007.....	131

1.0 Introduksjon og motivasjon

Vi er i dag inne i det som av mange omtales som den verste økonomiske krisen siden den store depresjonen på 1930-tallet. International Monetary Fund (IMF) nedgraderte sine prognoser for veksten i verdensøkonomien med 1,75 prosentpoeng til 0,5 prosent fra november 2008 til januar i år, og påpeker i World Economic Outlook av januar 2009 at usikkerheten rundt prognosene er uvanlig høy. De spår at industrialiserte økonomier vil gå inn i sin dypeste resesjon siden andre verdenskrig, og at den årlige veksten i fremvoksende økonomier vil falle fra 6,25 prosent i 2008 til 3,25 prosent i 2009. National Bureau of Economic Analysis (NBER), som er ansvarlige for den amerikanske konjunkturdateringen, har fastslått at USA har vært inne i en resesjon siden starten av desember 2007, og IMF spår negativ vekst på 1,6 prosent for USA i 2009.

USA har en dominerende stilling i verdensøkonomien, og utgjør rundt en tredel av globalt BNP.¹ Utsagn som for eksempel ”When the US sneezes, the rest of the world catches a cold”, eller som en av Barack Obamas fremste økonomiske rådgivere, professor Lawrence Summers, har uttalt: “The world economy is flying on one engine”,² illustrerer synet på den amerikanske særstillingen i verdensøkonomien. Disse utsagnene bygger på historisk erfaring: Når USA har møtt økonomiske vanskeligheter, har dette ofte ført til problemer for hele den globale økonomien. For eksempel da IT-boblen sprakk i 2001 falt veksten i USA brått fra en årlig gjennomsnittlig vekst på 3,5 prosent for årene 1999 og 2000, til 1 prosent for årene 2001 og 2002, før den hentet seg inn igjen i løpet av de to neste årene. I andre store industrialiserte land, sank gjennomsnittsveksten tilsvarende, mens gjenopphevingen tok noe lengre tid. I de fremvoksende økonomiene beveget veksten seg helt i tandem med den amerikanske veksten, og falt fra en gjennomsnittlig årlig vekst på over 6 prosent i 1999 og 2000 til en vekst på omtrent 3,5 prosent i årene 2001 og 2002, for så å hente seg fullstendig inn igjen.³

Det interessante med dagens krise er at det har blitt fremmet teorier om at denne krisen skiller seg fra tidligere kriser på nettopp dette punktet: Resesjonen i USA vil i mindre grad spre seg til andre økonomier. Dette bygger på observasjoner som for eksempel at i løpet av de tre første kvartalene av 2007 hadde den amerikanske økonomien en årlig vekstrate på 3 prosent.

¹ IMF, World Economic Outlook Database, October 2008.

² “Flying on one engine”, The Economist 18.09.03.

³ Tale av David Kohn på The International Research Forum on Monetary Policy 26.06.08.

De neste to kvartalene sank veksten til omtrent 0,75 prosent, mens veksten i andre industrialiserte økonomier forble mye nærmere sin trendvekst på omtrent 2,5 prosent, og veksten i de fremvoksende økonomiene holdt seg på 6,5 prosent.

Globaliseringen har hatt en voldsom fremmarsj de senere årene, og man har sett en stor økning i handel og kapitalstrømmer på tvers av landegrensene. Man skulle da kanskje forvente at dette skulle tilsi større konvergens mellom ulike lands økonomiske konjunkturer nå enn noen gang før. Imidlertid har globaliseringen også ført til en skiftende maktbalanse, der fremvoksende økonomier som Kina og India, har hatt en enorm vekst og slik inntatt viktige roller i den globale økonomien. Når veksten nå har avtatt brått i USA og flere av de andre industrialiserte økonomiene, er spørsmålet om disse fremvoksende økonomiene kan ”koble seg fra” resten, og for egen maskin holde veksttakten og etterspørselen i den globale økonomien oppe? Det er denne sistnevnte utviklingen som gjerne er blitt omtalt som *dekoblingshypotesen*.

Etter hvert som dagens krise skred frem, har dekoblingshypotesens popularitet endret seg betraktelig. Fra å være en ”superhit” i sommer har den nå falt betraktelig nedover listene. Illustrerende eksempler på dette er for eksempel artikkelen: “Death of the decoupling myth” av Suzanne Rosselet-McCauleys for Financial Times 29. januar i år, eller Martin Wolfs artikkel for samme avis med tittelen: ”The world wakes from the wish-dream of decoupling”. Andre er imidlertid litt mindre pessimistiske på hypotesens vegne: Leder for Brasils nasjonale utviklingsbank, Luciano Coutinho, uttalte 7. februar i år: “There is an idea going around that decoupling is over. That’s a mistake”, og Skagen Fondene ved Kristoffer Stensrud melder at ”Dekoblingen er ikke død, bare forsinket”. Synene på hypotesen er altså delte, så hva skal man egentlig mene om dekoblingshypotesen? Dette spørsmålet taes opp i denne utredningen.

Globaliseringen og de fremvoksende økonomienes inntreden på de globale markedene har også vært medvirkende til oppbyggingen av store *globale finansielle ubalanser*. Med dette menes at enkelte land har lånt mye kapital fra andre land, og på denne måten fått store *underskudd på driftsbalansen* overfor utlandet. Mens andre land har lånt ut mye kapital til andre land og slik fått store *driftsbalanseoverskudd*. Globaliseringen har bidratt til denne utviklingen ved å øke kapitalmobiliteten, og slik gjort det enklere å finansiere konsum og investeringer ved hjelp av lån fra utlandet.

De store finansielle ubalansene i verdensøkonomien kjennetegnes spesielt ved at USA har et stort driftsbalanseunderskudd, mens Kina har et enormt overskudd på driftsbalansen.

Økonomer strides i noe grad om hva som er årsakene til ubalansen, mens det er relativt stor enighet om at ubalansene ikke er bærekraftige på lang sikt – og dagens økonomiske krise er muligens det endelige beviset på dette. Det vil derfor være nødvendig med langsiktige korreksjoner i driftsbalansen for både underskudds- og overskuddsland. I denne utredningen analyseres årsakene til de globale finansielle ubalansene, samt hvilke korreksjoner som vil være nødvendige for å korrigere dem.

Den raske og negative utviklingen i verdensøkonomien har mer enn noen gang aktualisert interessen for balansen og maktforholdet i verdensøkonomien – både med tanke på globale finansielle ubalanser og dekobling. Dynamikken i *driftsbalansen* representerer *langsiktig trender* i den økonomiske utviklingen for et lands økonomi, mens *dekobling* – slik begrepet defineres i denne utredningen – er et *kortsiktig konjunkturt fenomen*. Dagens økonomiske krise har imidlertid igangsatt flere kortsiktige endringer på driftsbalansene til USA og Kina, og slike forhold vil derfor kunne påvirke hvorvidt en dekobling mellom de to landene blir et faktum. Det er gjennom dette at de globale finansielle ubalansene og spørsmålet om dekobling knyttes sammen. Hvilke implikasjoner slike kortsiktige endringer i driftsregnskapet mellom de to landene vil ha for graden av dekobling vil derfor analyseres i denne utredningen.

Verdensøkonomien går spennende tider i møte, og det er knyttet stor usikkerhet til den faktiske fremtidige utviklingen for de globale finansielle ubalansene og dekoblingshypotesen. Utredningen vil derfor runde av med en skissering av et scenario for hvor veien kan gå videre.

Men før vi kommer så langt, er det nødvendig med en nærmere definisjon av begrepet dekoblingshypotese, og et raskt tilbakeblikk på hvordan globaliseringen har påvirket maktforholdet mellom industrielle og fremvoksende økonomier i verdensøkonomien over tid. I tillegg gis et mer detaljert bilde på utviklingen av de globale finansielle ubalansene i verdensøkonomien over de siste tiårene.

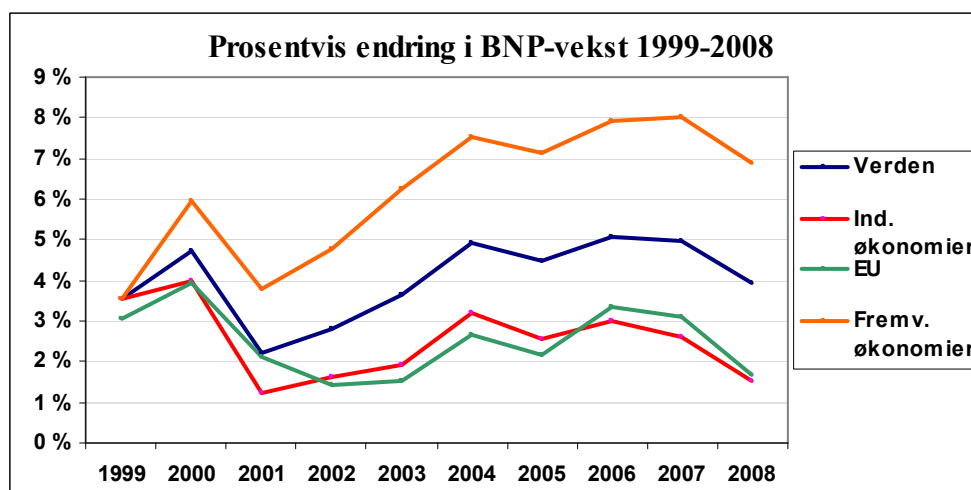
1.1 Definisjon av deklingshypotesen

Det finnes flere ulike tolkninger på hva som skal forstås med deklingshypotesen. I denne utredningen vil hypotesen sees som et konjunktorelt fenomen. Det vil si at man er interessert i om *konjunktursykelen* i de fremvoksende økonomiene har koblet seg fra konjunktursykelen i andre industrialiserte økonomier. I tillegg finner jeg det mest hensiktsmessig å vurdere deklingshypotesen som et *gradsspørsmål*, og ikke som et svart-hvitt bilde der alternativene er deklings eller ikke-deklings. El-Erian (2008) argumenterer for at man bør skille mellom svak og sterk form for deklings. En sterk form for deklings vil foreligge dersom konjunktursykelen i fremvoksende økonomier fortsetter å vise *positiv* vekstutvikling, selv om konjunktursykelen i industrialiserte økonomier opplever en *negativ* vekstutvikling. Den svake varianten impliserer at den konjunktorelle veksten i konjunktursykelen til fremvoksende økonomier *avtar mindre* enn det den har gjort historisk sett, gitt utviklingen i industrialiserte land. Jeg vil legge til grunn denne definisjonen av deklingshypotesen for analysene av deklings, og altså undersøke om det finnes tegn på sterk, svak eller ingen form for konjunktorell deklings i forbindelse med dagens krise. Hvorvidt man eventuelt kan konkludere med en form for kontinuerlig deklings, eller om man kun ser dette episodevis vil også være et analysetema.

Det vil også være viktig å skille mellom finansiell og realøkonomisk deklings. Finansielle markeder reagerer direkte og umiddelbart på ny informasjon. Ofte er reaksjonene mer eller mindre unisone på tvers av landegrensene, og dette er kanskje spesielt tilfelle i usikre krisetider. *På kort sikt* vil det derfor være sannsynlig med mindre tegn på *finansiell deklings*. Imidlertid kan ofte den umiddelbare reaksjonen i de finansielle markedene ha en tendens til å være overdreven (overshooting), samtidig som de finansielle størrelsene *på lengre sikt* vil respondere på underliggende økonomiske verdier. Dersom den underliggende *realøkonomien* i de fremvoksende økonomiene er sterk nok til å opprettholde økonomisk vekst, og slik viser seg som sterk og sunn, vil man altså på lengre sikt kunne se en form for finansiell deklings. Med andre ord vil sannsynligvis en realøkonomisk deklings være en forutsetning for en finansiell deklings på lengre sikt. Dette vil være utgangspunktet for den videre analysen av deklings, der jeg vil undersøke tegn på både finansiell deklings og realøkonomisk deklings.

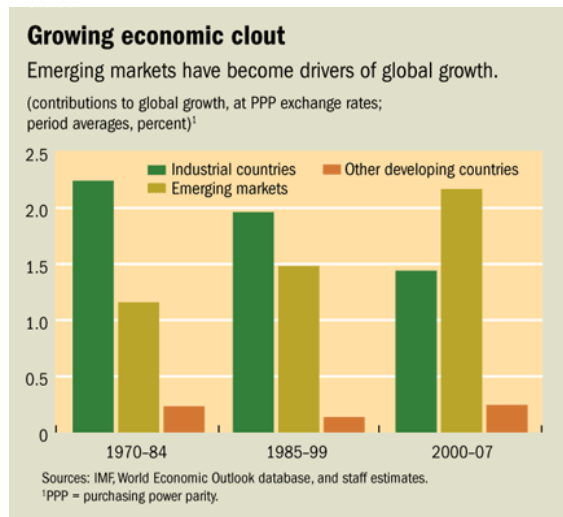
1.2 Fremvoksende økonomiers rolle i verdensøkonomien

Den generelt positive vekstutviklingen i verdensøkonomien over de siste ti årene kan leses av figur 1.1, som viser årlig prosentvis endring i BNP fra 1999 frem til i dag for de fire gruppene: Verden, industrialiserte økonomier, EU og fremvoksende økonomier. Vi ser at det generelt har vært en relativt langvarig vekstøkning fra 2001 for alle grupper, men at veksten for fremvoksende økonomier ligger på et langt høyere nivå enn veksten for industrialiserte økonomier. Eksempelvis var den årlige veksten for fremvoksende økonomier i 2008 omtrent 6,9 prosent, mens veksten i de industrialiserte økonomiene var kun 1,5 prosent. Totalt økte det globale BNP med 3,9 prosent i 2008, og størsteparten av denne veksten kan altså tilskrives de fremvoksende økonomiene.

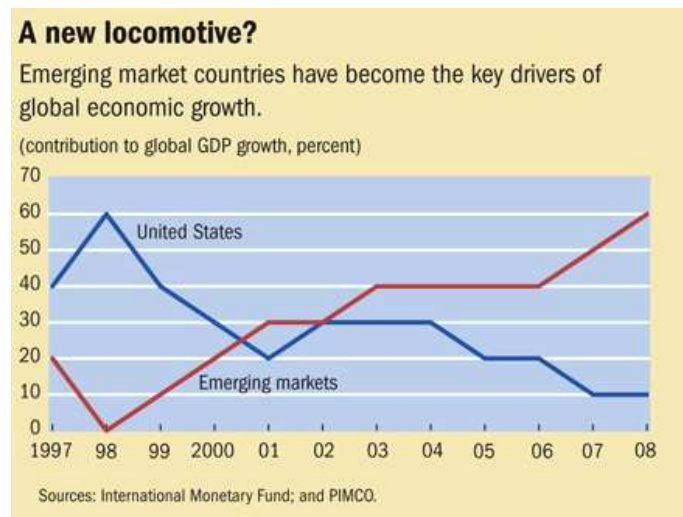


Figur 1.1: Prosentvis endring i årlig BNP-vekst i perioden 1999 til 2008 for verden, industrialiserte økonomier, EU og fremvoksende økonomier. Kilde: IMF, World Economic Outlook Database, October 2008.

Men dette har ikke alltid vært tilfellet. Fra 1970 til 1999 var de industrialiserte økonomiene de største vekstdriverne i den globale økonomien, men dette endret seg i 2000, og fra og med da har fremvoksende økonomier overtatt denne rollen, se figur 1.2.



Figur 1.2: Prosentvis bidrag til globalt BNP fra fremvoksende og industrielle økonomier i perioden 1970-2007. Kilde: IMF



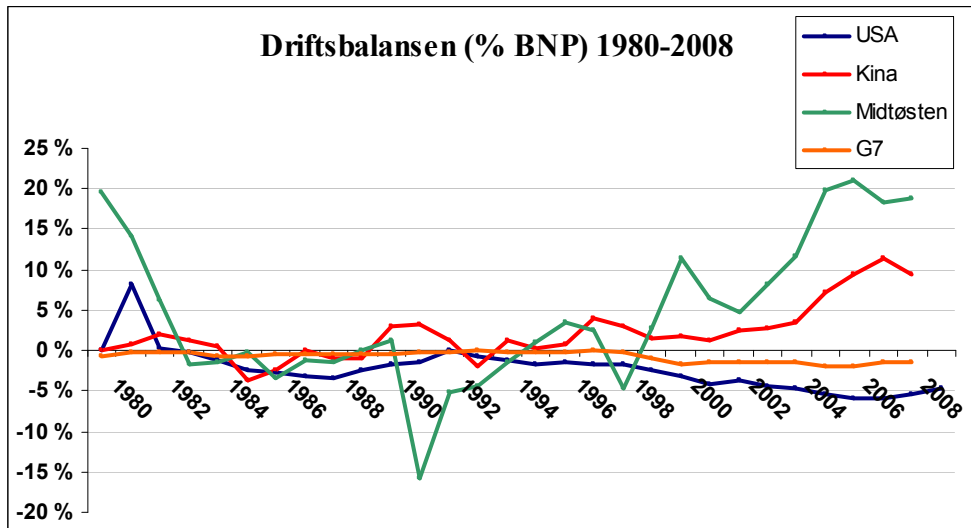
Figur 1.3: Prosentvis bidrag til global vekst i BNP fra fremvoksende økonomier og USA i perioden 1997-2008. Kilde: IMF

Analyser gjort av IMF viser at fremvoksende økonomiers bidrag til global økonomisk vekst var hele seksti prosent i 2008, mens USA til sammenligning kun bidro med ti prosent av den globale veksten, se figur 1.3. Enkelte av de fremvoksende økonomiene er svært store og folkerike, for eksempel utgjør befolkningen i Kina og India til sammen omtrent to tredeler av verdens befolkning, og i kraft av sin størrelse vil disse økonomiene kunne få svært stor innvirkning på den fremtidige utviklingen i den globale økonomien.

1.3 Globale finansielle ubalanser

Over de siste 20 årene har det bygget seg opp store globale finansielle ubalanser i verdensøkonomien. Figur 1.4 under viser utviklingen i driftsbalansen fra 1980 til 2008 for USA, Kina, Midtøsten og G7-landene. Vi ser at USA har hatt nesten sammenhengende driftsbalanseunderskudd siden 1980, men dets størrelse har økt betydelig over de siste 10 årene. I 2006 var underskuddet omtrent 6 prosent av BNP, mens det i 2008 var noe mindre på i overkant av 4,6 prosent. I absolutte tall utgjør dette et underskudd på 664 billioner amerikanske dollar. Kina har i motsetning til USA hatt et sammenhengende driftsbalanseoverskudd fra og med 1994, og dette har økt kraftig siden 2004. I 2007 utgjorde overskuddet hele 11,34 prosent av BNP, mens det i 2008 var på 9,47 prosent. Verdens driftsbalanse må alltid gå i balanse, og overskuddssparing i fremvoksende økonomier og oljeproduserende land har i hovedsak stått bak finansieringen av USAs underskudd. Tall fra

Merill Lynch viser at Kina alene finansierte omtrent 50 prosent av USAs underskudd i 2008, mens Russland sto for en andel på omtrent 20 prosent. Gulfstatene og Saudi Arabia finansierte i underkant av 30 prosent.⁴



Figur 1.4: Driftsbalanse i prosent av BNP for USA, Kina, Midtøsten og G7-landene i perioden 1980 til 2008. Kilde: IMF, World Economic Outlook, Desember 2008.

Ofte blir et underskudd på driftsbalansen sett på som negativt. Imidlertid er ikke et underskudd nødvendigvis bekymringsverdig så lenge det innebærer investering i prosjekter med høy avkastning, og et intertemporalt valg om økt forbruk i dag på grunn av forventet inntektsøkning i fremtiden. Det spesielle ved dagens situasjon er at det er et høyt industrielt og kunnskapsmessig utviklet land som USA som har et stort underskudd. Mens Kina som er inne i en transformasjonsfase mot en mer velutviklet økonomi har et stort overskudd. Dette har viktige implikasjoner for overføringen av realressurser mellom land og regioner, og impliserer en *utypisk* overføring av varer og tjenester fra relative lavinntektsland (Kina) og høyninntektsland (USA), jf Llewellyn (2006).

Overskuddet på Kinas driftsbalanse er heller ikke utelukkende positivt. Den enorme veksten vi har sett i Kina over de siste årene er i stor grad tuftet på store eksportoverskudd og investeringer, og er ikke balansert med økt innenlandsk etterspørsel. Ubalansene i driftsregnskapet mellom USA og Kina er altså to sider av samme sak: USA har, ved å kjøre store driftsbalanseunderskudd, vært en viktig opprettholder av veksten i den *globale etterspørselen*, mens Kina har, ved å kjøre store driftsbalanseoverskudd, opprettholdt veksten

⁴ "US faces global funding crisis, warns Merill Lynch", The Daily Telegraph 18.07.08.

i *globalt tilbud*. På mange måter har derfor de store globale ubalansene i verdensøkonomien blitt sett på som gunstige, og dette har bidratt til at iverksetting av tiltak for en gradvis korrigerende i noe mindre grad har blitt oppfattet som en hastesak, jf Aziz og Dunaway (2007).

Flere økonomer hevder at de globale ubalansene er en underliggende årsak til den økonomiske krisen vi i dag er inne i.⁵ Dette bygger på at stor kapitalinnstrømning til USA over flere år har bidratt til å holde de lange amerikanske rentene lave, til tross for at økonomien har vært under noe press. Dette har ført til boligboom, økt forbruk, større risikovilje og økt belåningsgrad for finansielle institusjoner i USA, og således vært en viktig underliggende årsak til dagens finansielle krise. Dersom dette synet legges til grunn er det tydelig at de globale finansielle ubalansene ikke er bærekraftige på lang sikt, da de kan gi grobunn til nye kriser i fremtiden.

Oppsummert ser vi at fremvoksende økonomiers inntreden i verdensøkonomien har ført til at det økonomiske landskapet har endret seg mye de siste tiårene. For den globale økonomien har dette hatt (minst) to viktige implikasjoner: De fremvoksende økonomiene er nå hoveddriverne av den globale veksten, samtidig som de er viktige finansieringskilder for andre industrialiserte lands driftsbalanseunderskudd. Kan disse endringene i verdensøkonomien gi opphav til dekolbing? Hvorfor har USA blitt et driftsbalanseunderskuddsland og Kina et overskuddsland? Hvilke endringer vil være nødvendig for at ubalansene skal korrigeres? Hvilke implikasjoner vil dagens økonomiske krise ha på driftsbalansene til ulike land, og hvordan vil dette kunne påvirke graden av dekolbing? Denne type viktige spørsmål reises av det endrede økonomiske verdensbildet og dagens økonomiske krise, og denne utredningens formål er å forsøke å besvare noen av dem.

Utredningen er bygget opp som følger: I kapittel 2 presenteres teori og prinsipielle betraktninger rundt de globale finansielle ubalansene. I del 2.1 utledes en intertemporal modell for driftsbalansen basert på Obstfeld og Rogoff (1996), og denne benyttes til å analysere årsakene til de globale ubalansene med utgangspunkt i USA og Kina. Del 2.2 ser nærmere på behovet for langsiktig korrigerende av ubalansene, mens del 2.3 analyserer kortsiktige endringer på driftsbalansen som følge av dagens økonomiske krise og implikasjonene disse har for graden av dekolbing. I Kapittel 3 gjøres en empirisk analyse av

⁵ Se Norges Bank, "Finansiell Stabilitet 1/09" og "When a flow becomes a flood", The Economist 22.01.09.

graden av dekobling mellom USA og Kina. Del 3.2 omhandler realøkonomisk dekobling, mens del 3.3 ser nærmere på graden av finansiell dekobling. Kapittel 4 gir et innblikk i den videre utviklingen for verdensøkonomien, og spesielt fremtidsutsiktene for de globale finansielle ubalansene og deklingshypotesen. I kapittel 5 avsluttes utredningen med en oppsummering av hovedfunn og konklusjoner.

2. Teori og prinsipielle betraktninger

Hovedfokuset for denne delen av utredningen er de store globale finansielle ubalansene i verdensøkonomien. Som vi har sett innledningsvis har globaliseringen og de fremvoksende økonomienes inntreden på de globale markedene hatt en effekt på balansen mellom inn- og utlån fra utlandet for flere land, og slik være medvirkende til en oppbygging av ubalanser i driftsregnskapet mellom flere land.

I seksjon 2.1.1 presenteres en intertemporal modell for driftsbalansen basert på Obstfeld og Rogoff (1996). Videre følger noen prinsipielle betraktninger rundt denne modellen for driftsbalanseunderskuddet i USA og driftsbalanseoverskuddet i Kina. Disse betraktningene har fokus på hva som er årsaken bak ubalansene. I forlengelsen av dette analyseres i del 2.2 hvilke korreksjoner som vil være nødvendige for å ”rebalansere” ubalansene på lang sikt. Ved disse analysene er utgangspunktet at ubalansenes størrelse og vedvarenhet gjør at de ikke lenger kan forsvares som bærekraftige, og at det derfor vil være nødvendig med korreksjoner. I del 2.3 trekkes dagens økonomiske krise inn, og mer kortsiktige forhold ved driftsbalansen som vil påvirke graden av dekobling analyseres.

2.1 Driftsbalansedynamikk

2.1.1 En intertemporal modell for driftsbalansen

En åpen økonomi kan låne ressurser til og fra resten av verden. På denne måten kan en økonomi, som har et midlertidig inntektsunderskudd ved hjelp av lån fra utlandet, unngå en skarp nedgang i konsum og investeringer. På samme måte kan land som har overskuddsinntekt for eksempel i form av høy sparing, låne ut denne kapitalen og slik

finansiere investeringsprosjekter i utlandet. Slike ressursbytter over tid blir ofte kalt *intertemporal handel*, og denne handelen måles ved *driftsbalansen overfor utlandet*.

En intertemporal modell basert på Obstfeld og Rogoff (1996) tar utgangspunkt i en liten åpen økonomi med et representativt individ med uendelig tidshorison. At økonomien er liten innebærer at den tar verdensmarkedsrenten, r , for eksogent gitt. Modellen har et normativt perspektiv, og vil belyse særlig hvordan driftsbalansen utvikler seg for å realisere en bærekraftig utviklingsbane for investeringer, verdiskapning og konsum over tid.

Konsumentensiden

Konsumenten maksimerer sin nytte, U_t , som avhenger av hver periodes konsumnivå, c_t ;

$$(2.1) \quad U_t = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+\rho)^t} u(c_t),$$

Der c = konsum og ρ = en konstant tidsprefranserate, som måler konsumentens grad av utålmodighet i sine intertemporale konsumbeslutninger. Nyttefunksjonen vil øke strengt med konsumet, $u' > 0$, men økningen vil være avtagende, $u'' < 0$.

Konsumenten vil møte en budsjettbeskrankning gitt ved:

$$(2.2) \quad \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} (C_t + I_t + G_t) = (1+r)B_0 + \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} Y_t,$$

hvor C = privat konsum, I = innenlandske private investeringer, G = offentlig forbruk, B = netto utenlandske aktiva og Y = produksjon. Alle variablene er uttrykt på aggregert nivå.

Denne budsjettrestriksjonen sier at nåverdien av konsum, private investeringer og offentlig forbruk må være lik nåverdien av produksjonen og formuen av netto utenlandske aktiva som er akkumulert i tidligere perioder, pluss avkastningen på denne formuen gitt ved r .

Modellen forutsetter at konsumenten tar sine valg med perfekt informasjon om fremtiden, og ser altså bort i fra usikkerhet. Denne forutsetningen er ikke på noen måte i overensstemmelse med virkeligheten, men sikrer at modellens prediksjoner er drevet av logikk og ikke vilkårlige antagelser om hvordan folk former sine forventninger.

Produksjonssiden

Det antas at produksjonen skjer ved hjelp av kapital, og produksjonsfunksjonen for hver periode kan dermed skrives:

$$(2.3) \quad Y_t = A_t F(K_t),$$

hvor A = en eksogent varierende produktivitetskoeffisient og K = kapital. Produksjonen øker strengt med kapitalinnsatsen, $Y' > 0$, men til en avtagende rate, $Y'' < 0$. Kapital akkumuleres gjennom investeringer, slik at:

$$(2.4) \quad I_t = K_{t+1} - K_t$$

Altså er mengden av kapital på slutten av en periode, K_{t+1} , lik mengden kapital på begynnelsen av perioden, K_t , pluss kapitalinvesteringene som har blitt gjort i løpet av denne perioden, I_t .

Separasjon mellom spare- og investeringsbeslutninger

Konsumentens maksimeringsproblem løses ved hjelp av Lagrange-maksimering på følgende måte:

$$(2.5) \quad L = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+\rho)^t} u(c_t) - \lambda \left[\sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} (C_t + I_t + G_t) - (1+r)B_0 - \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} Y_t \right].$$

Derivasjon med hensyn på konsum, c_t , gir førsteordensbetingelsen:

$$(2.6) \quad u'(c_t) = \frac{1+r}{1+\rho} u'(c_{t+1}),$$

som sier at en konsument vil glatte sitt konsum over alle fremtidige perioder, gitt det relative forholdet mellom verdensmarkedsrenten og tidspreferansen, som angir konsumentens marginale substitusjonsrate mellom konsum i dag og i fremtiden. Dersom vi antar at tidspreferanseraten, ρ , er lik verdensmarkedsrenten, r , for alle perioder ser vi at konsumentet vil bli det samme i hver periode, $c_t = c_{t+1} = c_{t+\infty} = c^*$.

Dersom vi setter inn for I_t fra likning (2.4) og deriverer maksimeringsproblemet i likning (2.5) med hensyn på kapital, K_t , får vi:

$$(2.7) \quad A_t F_t'(K_t) = r,$$

med andre ord at optimal kapitalbeholdning i periode t bestemmes entydig av verdensmarkedsrenten, r , og produktivitetsfaktoren, A , som begge er eksogene. Modellen impliserer således fullstendig separasjon mellom konsum/sparing og investeringer. Innenlandske lønnsomme investeringer vil tiltrekke seg kapital uansett, og landets egne innbyggere er derfor ikke nødt til å finansiere disse ved å investere sine sparepenger for at de skal bli realisert. Eksempelvis bygger Norges investeringsstrategi for Statens Pensjonsfond - Utland på dette resultatet: Fondet investeres utelukkende i utenlandske aktiva basert på en oppfatning om at prosjekter i Norge uansett vil få finansiering. Resultatet hviler på forutsetning om full kapitalmobilitet i det globale markedet, og at landet det er snakk om er en liten åpen økonomi der konsumentene optimerer sin adferd.

Sammenheng for optimal driftsbalanse

Som nevnt innledningsvis viser driftsbalansen endring i netto utenlandske fordringer;

$$(2.8) \quad CA_t = B_{t+1} - B_t = Y_t + rB_t - C_t - G_t - I_t.$$

Endringen i fordringsposisjonen ovenfor utlandet tilsvarende den delen av landets inntekt (produksjon og avkastning på utenlandske aktiva) som ikke benyttes til konsum, offentlig forbruk eller innenlandske investeringer i perioden. Handelsbalansen, BT , for landet er også gitt av denne likningen: $BT_t = Y_t - C_t - G_t - I_t$. En nyttig definisjon, er definisjonen for sparing:

$$(2.9) \quad S_t \equiv Y_t + r_t B_t - C_t - G_t,$$

hvor det er forutsatt at offentlig forbruk, G , er approksimert ved skattene som mottas fra privat sektor. Dette gir følgende uttrykk for driftsbalansen:

$$(2.10) \quad CA_t = S_t - I_t,$$

Dersom vi antar at tidspreferansraten, ρ , er lik verdensmarkedsrenten, r , for alle perioder får vi som nevnt tidligere konstant konsum i hver periode, c^* . Bruker vi dette og løser budsjettrestriksjonen med hensyn på c^* får vi:

$$(2.11) \quad C^* = \frac{r}{1+r} \left[(1+r)B_0 + \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} (Y_t - I_t - G_t) \right],$$

som angir det permanente nivået for konsum som holder landets formue konstant over hver periode .

For tidspunkt 0 vil relasjon (2.8) kunne skrives som følger: $CA_0 = B_1 - B_0 = Y_0 + rB_0 - C_0 - G_0 - I_0$, og setter vi inn C_0 for C^* fra likning (2.11) i denne relasjonen får vi:

$$(2.12) \quad CA_0 = Y_0 - \frac{r}{1+r} \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} Y_t + \frac{r}{1+r} \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} I_t - I_0 + \frac{r}{1+r} \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} G_t - G_0$$

Et generelt resultat sier at man for en konstant rente, r , kan definere det permanente nivået av en variabel X på et tidspunkt t ved:

$$(2.13) \quad \sum_{s=t}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^{s-t} X_t^* = \sum_{s=t}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^{s-t} X_s ,$$

slik at:

$$(2.14) \quad X_t^* \equiv \frac{r}{1+r} \sum_{s=t}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^{s-t} X_s ,$$

som sier at en variabels permanente nivå kan defineres som dens annuitetsverdi til den gjeldende renten, det vil si dens hypotetiske konstante nivå med samme nåverdi som variabelen selv. Vi ser at likning (2.14) sammenfaller med likning (2.11). Denne likningen sier at konsumet på tidspunkt t vil være lik avkastningen på formuen i slutten av periode $t-1$, og formuen holdes derfor konstant over tid. Mengden man kan konsumere i hver periode, som

holder landets formue konstant over tid, kalles *permanentinntekten*, og defineres altså som det konsumnivået som er opprettholdbart for alltid.

Brukes resultatet i (2.14) for driftsbalansen i likning (2.12) får vi også permanentnivåene for produksjon, investeringer og myndighetenes forbruk:

$$(2.15) \quad CA_0 = (Y_0 - Y^*) - (I_0 - I^*) - (G_0 - G^*),$$

der de permanente nivåene er markert med *. Dette er *den fundamentale likningen for driftsbalansen*, som gir mange viktige implikasjoner for langsiktig dynamikk i driftsbalansen: Produksjon over sitt permanente nivå bidrar til et høyere driftsbalanseoverskudd som følge av konsumglatting. I stedet for å øke konsumet tilsvarende produksjonsøkningen, velger individer å akkumulere rentebærende utenlandske aktiva for å kunne glatte konsumet utover alle fremtidige perioder. For et gitt nivå av investeringer vil dette innebære økt sparing relativt til innenlandske investeringer, og denne overskuddssparingen vil investeres i utlandet. På samme måte brukes utenlandske låneopptak for å dekke konsumbehov i perioder med unormalt høye investeringer. Offentlig forbruk over sitt trendnivå vil ha samme effekt som unormalt lav produksjon: Landet har ikke nok ressurser til å opprettholde konsumet gitt et konstant produksjonsnivå, og ved å pådra seg et driftsbalanseunderskudd kan konsumentene minimere byrden av slike sjokk for enhver periode ved å spre denne effekten utover alle fremtidige perioder.

2.1.2 Prinsipielle betraktninger rundt den intertemporale driftsbalansemodellen

Globaliseringen og dereguleringen av de internasjonale kapitalmarkedene har ført til en sterk økning i den intertemporale handelen. En konsekvens av dette har vært at det er oppstått store finansielle ubalanser i verdensøkonomien de senere årene, der spesielt USAs store driftsbalanseunderskudd og Kinas store driftsbalanseoverskudd skiller seg ut som spesielt uvanlig (se del 1.3).

Det er flere ulike syn på årsakene til de globale finansielle ubalansene. I hovedtrekk hevdes det at lave sparerater i USA har spilt en viktig rolle, samtidig som fordelaktige

produktivitetstrender i samme land kan ha ført til attraktive investeringsmuligheter, og slik tiltrukket seg utenlandsk sparing. Den såkalte spareoverfloden i de asiatiske landene, ”the saving glut”, kan være en viktig faktor i utviklingen av de globale finansielle ubalansene, i hvert fall i den grad sparingen støtter kapitalstrømmer til og investeringer i USA. Til slutt kan de asiatiske landenes tilfredshet ved en situasjon der eksportetterspørsel er i ubalanse med innenlandsk etterspørsel ha vært en medvirkende årsak til ubalansene. Det sistnevnte har blitt forsterket av undervurderte asiatiske valutaer, og reflekteres i sterk eksportvekst.

Hver av disse forklaringene på de globale finansielle ubalansene vil analyseres i denne delen av utredningen. Analysen tar utgangspunkt i den intertemporale modellen beskrevet ovenfor. Betragtningene vil i utgangspunktet være av prinsipiell karakter, og tolkningene med hensyn til USA og Kina må foretaes ut fra den enkle modellens høye abstraksjonsnivå.

2.1.2.1 Analyse av USAs driftsbalanseunderskudd

Av den fundamentale likningen for driftsbalansen i likning (2.15) ser vi at USAs store driftsbalanseunderskudd i teorien kan rasjonaliseres med at produktiviteten A_t er særlig høy og at landet derfor har svært mange gode investeringsprosjekter, $I_t > I^*$, eller at offentlig forbruk er høyere enn sitt trendnivå, $G_t > G^*$. Under følger en analyse av driftsbalansedynamikken som følge av førstnevnte; altså forventninger om en høy produktivitetsfaktor i den amerikanske økonomien.

Forventninger om høy produktivitetsvekst

For å analysere utslagene på driftsbalansen ved forventninger om midlertidig høy produktivitetsvekst i USA i en fremtidig periode, benyttes et fiktivt talleksempel med fire perioder, se tabell 2.1 under. For å komme frem til tallverdiene i dette eksempelet er produksjonsfunksjonen, Y_t , satt lik: $Y_t = A_t * K^{2/3}$. I tillegg benyttes likning (2.4) som sier at $I_t = K_{t+1} - K_t$ for å beregne endringene i kapitalbasen i hver periode. I periode 0 er alle variablene på sitt permanente nivå, og det forutsettes at driftsbalansen skal være tilbake på sitt permanente nivå ved utgangen av periode 3, slik at $I_0 = I_3 = I^* = 0$ og $Y_0 = Y_3 = Y^* = 1000$. $E_{t-1}(A_t)$ representerer forventningene til produktivitetsfaktoren i periode t. Disse dannes i

perioden før, altså periode t-1. Verdien til A_t representerer dermed den faktiske produktiviteten i periode t.

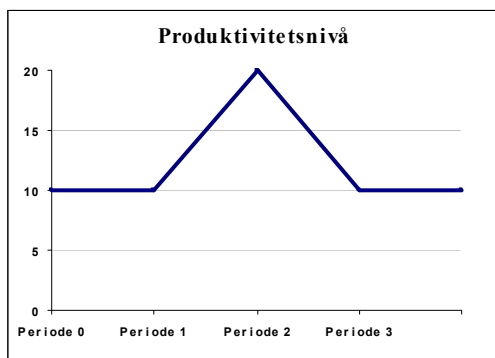
Case 1	$E(A_t)$	A_t	I_t	K_t	Y_t	CA_t
Periode 0, t=0	10	10	0	1000	1000	0
Periode 1, t=1	10	10	2000	1000	1000	-2000
Periode 2, t=2	20	20	-2000	3000	4160	5160
Periode 3, t=3	10	10	0	1000	1000	0

Tabell 2.1: Effekter på driftsbalansen som følge av midlertidig økt produktivitet.

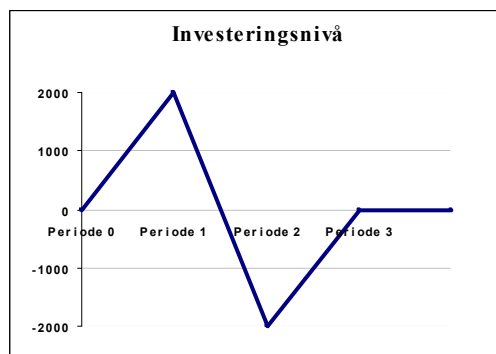
Forventninger om midlertidig høy produktivitetsvekst vil i henhold til likning (8) innebære en midlertidig høy produktivetsfaktor, A_t . I periode 0 er forventningene til produktiviteten for neste periode på sitt normale nivå, $E_0(A_1) = 10$. I periode 1 dobles imidlertid forventningene seg til 20, slik at $E_1(A_2) = 20$, mens det forventes at produktiviteten vil være tilbake på sitt normale nivå igjen i periode 3, $E_2(A_3) = 10$. Se figur 2.1 for grafisk illustrasjon av produktivetsnivået.

I respons til høyere produktivetsforventninger for periode 2 enn normalt, må kapitalbasen i denne perioden, K_2 , være høy jf førsteorden betingelsen i likning (2.7). Og for å bygge opp en høy kapitalbase må investeringene i perioden før, altså periode 1, være høye relativt til I^* , slik at $I_1 > I^*$. Med utgangspunkt i talleksempelen økes altså investeringene i periode 1 fra sitt permanente nivå på 0 til 2000 i periode 1, som følge av det forventes at produktiviteten skal være høy i periode 2. Kapitalbasen i periode 2 blir dermed høyere enn sitt normale nivå. I periode 2 bygges kapitalen ned igjen som følge av forventningene om høy produktivitet kun er midlertidige, $I_2 = -2000$, og i periode 3 er investeringene tilbake på sitt normale nivå.⁶ Se figur 2.2 under for grafisk illustrasjon.

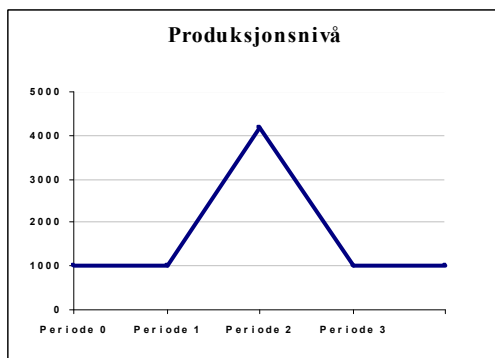
⁶ Investeringene i periode 1 er gitt ved $I_1 = K_2 - K_1$. Vi vet at $K_1 = I_0 + K_0 = 0 + 1000 = 1000$. Når I_1 øker til 2000 blir dermed $K_2 = 2000 + 1000 = 3000$. Gitt at driftsbalansen skal være tilbake på sitt permanente nivå i periode 3 er K_3 lik 1000 og I_2 gitt ved $I_2 = K_3 - K_2$ blir dermed -2000.



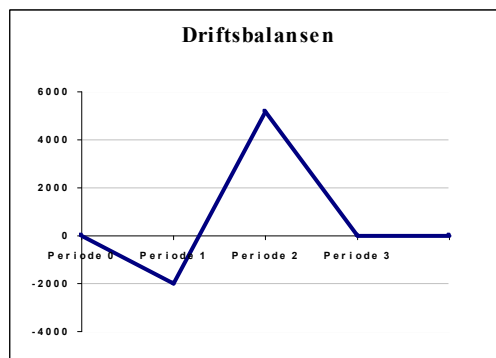
Figur 2.1: Midlertidig høy produktivitet i periode 2. Ved utgangen av periode 3 er produktiviteten tilbake på sitt permanente nivå.



Figur 2.2: Økte investeringer i periode 1 som følge av forventninger om økt produktivitet i periode 2. Ved utgangen av periode 3 er investeringene tilbake på sitt permanente nivå.



Figur 2.3: Produksjonen øker i periode 2 som følge av økt produktivitet og høyere kapitalbase. Ved utgangen av periode 3 er produksjonen tilbake på sitt permanente nivå.



Figur 2.4: Driftsbalansen er negativ i periode 1 som følge av økte investeringer. I periode 2 er balansen positiv som følge av økt produksjon, og ved utgangen til periode 3 er den tilbake på sitt permanente nivå.

Produksjonsnivået avhenger av produktivitetsfaktoren og kapitalbasen, jf likning (2.3). I periode 0 og periode 1 er produksjonen på sitt normale nivå, $Y_0 = Y_1 = 1000$. Når investeringene øker i periode 1 innebærer dette som beskrevet over at kapitalbasen i periode 2 øker. Gitt at produktivetsparameteret utvikler seg i samsvar med forventningene, slik at $E_1(A_2) = A_2$, vil dette, samt høyere kapitalnivå medføre høyere produksjon i periode 2, $Y_2 > Y^*$.⁷ Når både produktiviteten og kapitalbasen er tilbake på sitt normale nivå i periode 3 medfølger dette at produksjonsnivået også er lik sitt permanente nivå, $Y_3 = Y^* = 1000$. Se figur 2.3 for grafisk illustrasjon av produksjonsmønsteret over de tre periodene.

⁷ Produksjonsfunksjonen i periode 2 er gitt ved $Y_2 = A_2 * K_2^{2/3} = 20 * 3000^{2/3} = 4160$.

Forventningene om høy produktivitet i USA, og påfølgende økt investeringsbehov i periode 1, gjør at utenlandsk kapital strømmer inn i landet for å investeres i amerikanske prosjekter. Dette fører til et underskudd på driftsbalansen i periode 1, $CA_1 < CA^*$,⁸ se figur 2.4. Når produksjonsnivået øker i periode 2, som følge av høyere produktivitet og større kapitalbase, vil etter hvert driftsbalansen bli positiv og større enn sitt permanente nivå, $CA_2 > CA^*$, og ved utgangen av periode 2 er driftsbalansen lik 5160.⁹ Forventningene om høy produktivitet er midlertidige, slik at når disse er tilbake på sitt normale nivå ved utgangen av periode 3 er også driftsbalansen tilbake på sitt permanente nivå, $CA_3 = 0$.

Vi ser av hendelsesforløpet over at landet altså låner penger utenlands i periode 1 for å investere i innenlandske lønnsomme prosjekter, som følge av at de forventer økt produksjon og inntjening i periode 2. Gevinstene av den høyere produksjonen benyttes så til å betale tilbake utenlandsgjelden i periode 3.

Med utgangspunkt i USA kan dette hendelsesforløpet gi en mulig forklaring på deres store driftsbalanseunderskudd. Vi kan tenke oss at slutten av 1990-tallet er periode 1, hvor USA opplevde en voldsom investeringsøkning i forbindelse med IT-boomen. Det ble snakket om en ”ny økonomi” i USA – et nytt paradigme med en ny økonomisk struktur som ville gi opphav til høy permanent vekst, lav arbeidsledighet og immunitet mot konjunkturelle svingninger. Det kan tenkes at det i løpet av denne perioden dannet seg forventninger om at USAs produktivitet overgikk andre lands produktivitet og ville fortsette å gjøre dette fremover i tid. Tall fra Timmer m.fl. (2003) viser også at gjennomsnittlige produktivitetstall fra USA i perioden 1995-2001 lå på et høyere nivå enn tilsvarende produktivitetstall for EU-15, og at bidraget fra IT-produksjon var vesentlig høyere i USA enn EU.¹⁰ Dooley m.fl (2005) forklarer den høyere produktiviteten i USA med for eksempel en mer fleksibel arbeidsstyrke og mer fleksible kapital- og produktmarkeder i forhold til Europa. Mangel på attraktive investeringsprosjekter i Europa førte derfor til at mengder av europeisk sparing strømmet til USA. Hvorfor så mye kapital strømmet fra fremvoksende økonomier i Asia med svært høye vekstrater i denne perioden er vanskeligere å forklare, men det kan argumenteres for at det ble antatt at investeringer i disse landene ville måtte nedskrives, noe som derfor impliserer at veksten i disse landene ikke ble ansett som bærekraftig. Samtidig har disse markedene mindre

⁸ Driftsbalansen i periode 1 er gitt ved $CA_1 = (Y_1 - Y^*) - (I_1 - I^*) - (G_1 - G^*) = (1000 - 1000) - (2000 - 0) - 0 = -2000$.

⁹ $CA_2 = (4160 - 1000) - (-2000 - 0) - 0 = 5160$.

¹⁰ Se vedlegg 1 i appendiks.

velutviklede kapitalmarkeder, noe som påvirker både dybden og bredden av markedene og således hvor attraktive de er som investeringsmarkeder.

Ovenstående forklaring på driftsbalanseunderskuddet har to viktige implikasjoner: For det første ser vi at det ikke er riktig å snakke om en global ”ubalanse” – i et intertemporalt perspektiv er disse kapitalstrømmene balanserte. For det andre er ingen eller liten dollardepresiering i reelle termer nødvendig for å rebalansere driftsbalansen. I Engel og Rogers’ versjon av en konvensjonell åpen makroøkonomisk analyse, er dollaren sterk i fasen med høye eksterne underskudd, mens den vil svekkes med en gang USAs andel av BNP i andre nasjoner stabiliserer seg. En slik tilpasning vil skje over tid og med lite dramatikk.

Analysen overfor viser at en slik forklaring på USAs driftsbalanseunderskudd vil innebære at med en gang produktiviteten i USA og andre land kommer mer på lik linje og den innenlandske investeringstakten i USA synker, vil driftsbalansen i USA endres i positiv retning og etter hvert bli positiv. I årene etter år 2000 har *privat* kapitalinnstrømning til USA falt, se tabell 2.2 under. Gjennomsnittlige direkte investeringer ble faktisk negative etter 2003. I perioden 1997-1999 utgjorde gjennomsnittlig privat netto kapitalinnstrømning til USA 90 prosent av total netto kapital innstrømning per år. I 2003 og 2004 sank den private andelen av de totale kapitalstrømmene til 40 prosent, dette viser at hovedvekten av USAs driftsbalanseunderskudd nå finansieres ved at utenlandske *myndigheter* kjøper amerikanske statsobligasjoner.

	1997-1999	2000-2002	2003-2004
Current account deficit	218	427	594
Total net capital inflows	176	462	573
Net private inflows	160	404	233
Of which:			
Direct investment	34	38	-109
Portfolio investment	126	366	343
Net official inflows	15	59	340

Source: Own calculations based on Congressional Budget Office (2005).

Tabell 2.2: Gjennomsnittlige private og offentlige kapitalstrømmer til USA per år i milliarder dollar i perioden 1997-2004. Kilde: Calmfors (2006).

Dette bildet er ikke forenlig med en tanke om at utenlandske investorer jakter investeringsmuligheter motivert av en overlegen produktivitetsvekst i USA. Det kan heller tyde på at dersom det fantes forventninger om høy produktivitetsvekst i USA på slutten av 1990-tallet, er ikke slike forventninger til stede i dag. Dette betyr at i henhold til modellen over har man beveget seg over til periode 2, og USA skulle hatt en positiv driftsbalanse.

Men som vi har sett har USA fortsatt en negativ driftsbalanse. Hva hvis det i realiteten har eksistert forventninger om en høyere produktivitetsvekst i USA relativt til andre land, men at disse viser seg å være gale? Hvilke implikasjoner for driftsbalansedynamikken vil dette medføre? I henhold til eksempelet over, heretter omtalt som case 1, vil en antagelse om at produktivitetsøkningen *ikke* finner sted innebære at $E_{t-1}(A_t) \neq A_t$. Vi får da et nytt case, der talleksempellet fra forrige avsnitt viser følgende verdier, se tabell 2.3 under:

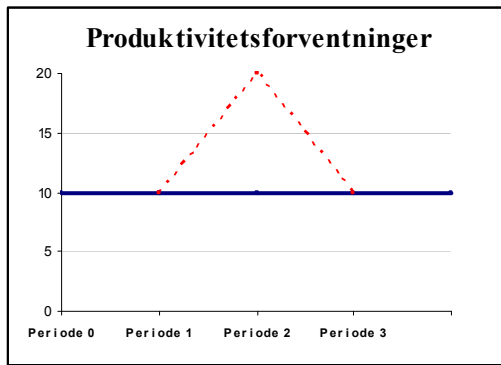
Case 2	$E(A_t)$	A_t	I_t	K_t	Y_t	CA_t
Periode 0, t=0	10	10	0	1000	1000	0
Periode 1, t=1	10	10	2000	1000	1000	-2000
Periode 2, t=2	20	10	-2000	3000	2080	3080
Periode 3, t=3	10	10	0	1000	1000	0

Tabell 2.3: Effekter på driftsbalansen dersom forventninger om høy produktivitetsvekst er gale.

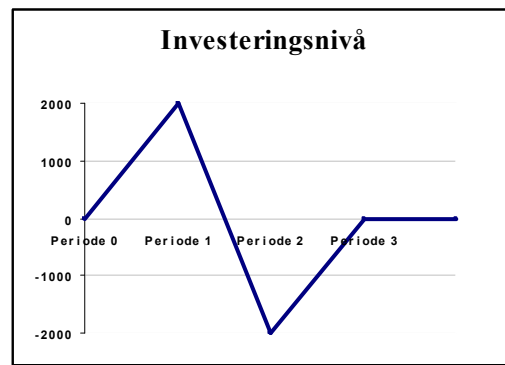
Investorene forventer fortsatt en produktivitetsøkning i periode 2, $\Delta E_1(A_2) > 0$, slik at de vil velge å øke investeringene i periode 1 på samme måte som i case 1. Dette innebærer at oppbyggingen av kapital i periode 1 fortsatt finner sted, og at vårt utgangspunkt derfor er at landet har et driftsbalanseunderskudd som følge av dette. I periode 2 skjer det imidlertid ingen produktivitetsøkning, og produktivitetsfaktoren forblir på sitt normale nivå; $E_1(A_2) \neq A_2$. I stedet for at A_2 dobles til 20 i periode 2 er derfor A_2 i dette tilfellet fortsatt 10. Dette medfører at produksjonen i periode 2 halveres i forhold til case 1, $Y_2 = 2080$, men produksjonen oppnår fortsatt et nivå som er høyere enn sitt permanente nivå som følge av økt kapitalbase, $Y_2 > Y^*$.¹¹ Effektene på driftsbalansene som følge av at forventningen om produktivitetsøkning ikke innfrir, er et mindre driftsbalanseoverskudd i periode 2, $CA_2 = 3080$.¹² I periode 3 er alle variablene som tidligere forutsatt å skulle være tilbake på sitt normale nivå. Grafisk kan dette hendelsesforløpet illustreres som i figur 2.5-2.8 under, der de røde stiplede linjene illustrer hendelsesforløpet i case 1:

¹¹ Produksjonen i periode 2 er som i sted gitt ved produksjonsfunksjonen: $Y_2 = A_2 * K_2^{2/3} = 10 * 3000^{2/3} = 2080$.

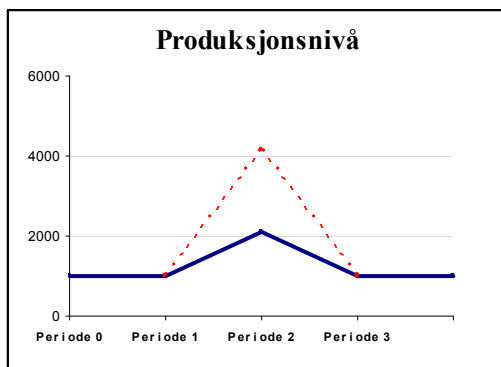
¹² Driftsbalansen i periode 2 er også som i sted gitt ved: $CA_2 = (Y_2 - Y^*) - (I_2 - I^*) - (G_2 - G^*) = (2080 - 1000) - (-2000 - 0) - 0 = 3080$.



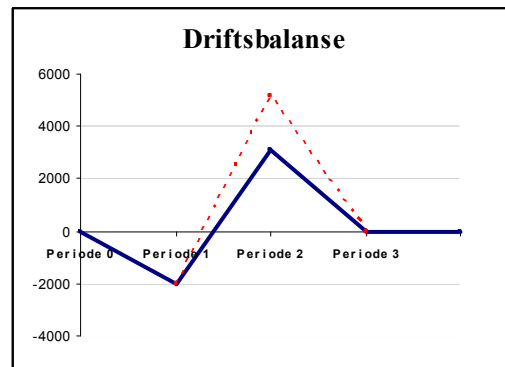
Figur 2.5: Forventningene om økt produktivitet slår ikke til, og produktiviteten holder seg på sitt normale nivå over alle periodene.



Figur 2.6: Investeringsnivået er uendret i forhold til case 1. Kapitaloppbyggingen i periode 1 finner fortsatt sted fordi det er forventet at produktiviteten skal øke i periode 2.



Figur 2.7: På grunn av en høyere kapitalbase i periode 1 enn normalt øker produksjonen i periode 2. Økningen er imidlertid mindre enn case 1 fordi den faktiske produktiviteten i periode 2 ikke øker.



Figur 2.8: I periode 1 er fortsatt driftsbalansen negativ som følge av økte investeringer. I løpet av periode 2 blir den positiv, men økningen er mindre enn i case 1, som følge av lavere produksjonsnivå i denne perioden.

I caset ovenfor er det forutsatt at oppdagelsen av at produktivitetsforventningene ikke slår til medfører at forventningene til produktiviteten går tilbake til sitt normale nivå i periode 3. Dette medfører at investeringsforløpet ikke endres, samtidig som produksjonsnivå og driftsbalanse følger samme mønster som tidligere, men til lavere verdier.

Når investorene imidlertid oppfatter at de har investert mye penger i USA basert på gale forventninger kan det tenkes at de til en viss grad blir grepet av panikk, og reagerer i overkant negativt på disse nye opplysningene. Dette kalles ofte for "flokkadferd", og går ut på at dårlig informerte aktører følger handlingene til andre investorer. Det vil si at dersom enkelte investorer begynner å ta pengene sine ut av USA, vil flere og flere følge etter og gjøre det samme. Slik kan flokkadferd lede til overdreven optimisme på gitte tidspunkter, og til overdreven pessimisme på andre tidspunkter. Og på denne måten kan markedsaktørenes

adferd gi overdrevne utslag i kapitalbevegelsene, jf (Grønn, 2006). En eventuell massiv kapitalflukt vil kunne føre til et finansielt kollaps med store negative realøkonomiske utslag. I konteksten av eksempelet overfor kan slik adferd føre til overdreven investeringsvilje i periode 1 som skaper en overoppheting av økonomien, og/eller til overdreven kapitalflukt i periode 3 som skaper en nedgangskonjunktur. I henhold til denne enkle modellen vil en slik kapitalflukt i periode 3 kunne karakteriseres med en svært bratt helning i periode 2 for grafen for investeringsnivået i figur 2.6 over. Dersom investorene blir grepet av panikk og frykt kan man også muligens se en ”overshooting effekt”, dette innebærer at investeringene reduseres *mer* enn det nivået som modellen viser.

Hastigheten på nedbyggingen av kapital vil også avhenge av typen investeringer, og hvor lett det er å fristille kapitalen. Ved rene finansielle investeringer i for eksempel aksjer vil dette være lettere enn ved direkte investeringer i for eksempel produksjonsutstyr.

Hendelsesforløpet i case 2 analysert overfor passer muligens bedre med det bildet vi ser i verdensøkonomien i dag. En viktig ting å merke seg er at mens det første scenarioet impliserte balanse i et intertemporalt perspektiv og dermed ingen dramatiske korreksjoner, innebærer det siste scenarioet en ubalanse og vil altså kunne gi skarpe korreksjoner i investeringsmønsteret, og muligens føre til store bevegelser i valutakurser og relative priser. Behovet for korreksjoner vil jeg komme tilbake til i del 2.2 senere i denne utredningen.

Forventninger om høy produktivitetsvekst og påvirkning på spareraten

I tillegg til den direkte effekten forventninger om høy amerikanske produktivitetsvekst vil ha på driftsbalansen som vi har sett over, kan slike forventninger også ha en mer indirekte innvirkning på driftsbalansen, ved å bidra til lav privat sparing: Forventing om høy produksjon fører til forventninger om økte fremtidig inntekter, og jf likning (2.6) ønsker rasjonelle individer å glatte konsumet. Derfor vil amerikanske konsumenter ønske å ta ut noe av denne forventede inntektsøkningen i konsum i dag. De velger derfor å senke sparingen og låne fra utlandet i dag for å finansiere økt konsum i inneværende periode, noe som bidrar til å svekke driftsbalansen. Når inntekten øker i senere perioder, vil deler av denne benyttes til å betale tilbake lånene, og spareratene vil komme tilbake til normale nivåer.

Dersom forventningene om høy produktivitetsvekst viser seg å være gale, og den forventede økte inntekten ikke blir en realitet, vil dette kunne føre til at man får en skarp reduksjon i konsumet når lånene skal innfris. I neste avsnitt vil jeg gå nærmere inn på spareratene i USA, og som vi vil se der har spareratene vært svært lave både i forhold til historiske nivåer i USA og sammenliknet med andre industrialiserte land de senere årene. Således kan konsumglatting og tilhørende lave sparerater som følge av høye produktivitetsforventninger, være en plausibel forklaring på USAs driftsbalanseunderskudd.

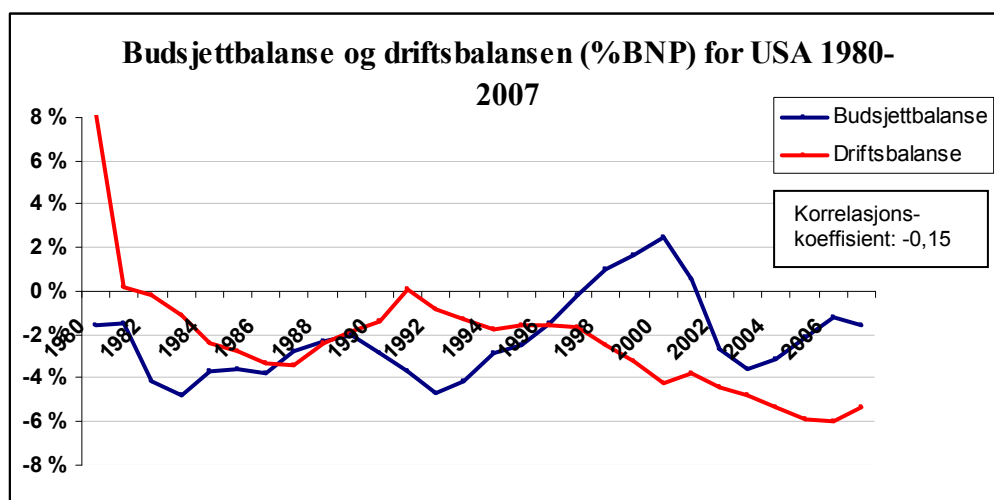
Høyt offentlig forbruk

En annen mulig forklaring på USAs høye driftsbalanseunderskudd kan i henhold til den fundamentale likningen for driftsbalansen (2.15) være et offentlig forbruk over sitt permanente nivå, $G > G^*$. Myndighetene kan velge å ta opp utenlandske lån for å finansiere sine offentlige budsjettforpliktelser, og at dette vil ha en direkte negativ innvirkning på driftsbalansen kan leses rett av likningen. Dette resultatet refereres ofte til som ”the twin deficit”, og impliserer at et budsjettunderskudd tilsvares direkte av et like stort driftsbalanseunderskudd, alt annet holdt konstant.

Figur 2.9 under viser at USAs budsjettbalanse har vært negativ hele perioden fra 1980 til i dag, med unntak av en kortere periode fra 1996 til slutten av 2000. Vi ser også at USAs driftsbalanse har vært negativ siden 1980-tallet, og isolert sett kan dette derfor tyde på at budsjettunderskuddene er en mulig forklaring på driftsbalanseunderskuddene.

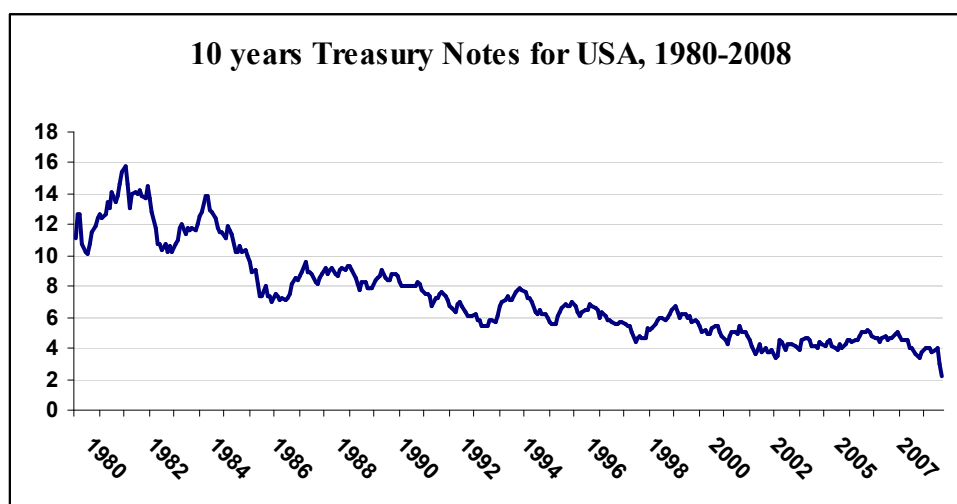
Kritikere av denne forklaringen hevder derimot at det kun er svake indikasjoner på at det er sterk positiv samvariasjon mellom budsjett- og driftsbalansen historisk sett. For eksempel henviser Bernanke (2005) til andre halvdel av 1990-tallet: Mellom 1996 og 2000 forverret USAs driftsbalanse seg med 300 milliarder dollar, til tross for at budsjettbalansen forbedret seg. Av figur 2.9 over ser vi også at til tross for at både budsjettbalansen og driftsbalansen er negativ omtrent hele perioden fra 1980-tallet og frem til i dag, ser vi lite tegn til positiv samvariasjon mellom de to variablene. Den beregnede korrelasjonskoeffisienten på $-0,15$ viser heller tegn på en negativ samvariasjon for de to balansene over denne perioden. Dette er en forenklet analyse, da driftsbalansen også påvirkes av andre faktorer. Imidlertid finner økonometriske studier som tester påvirkningen av et budsjettunderskudd på driftsbalansen,

også kun bevis for relativt svak korrelasjon mellom de to variablene, selv etter å ha kontrollert for andre faktorer (Corsetti og Mueller, 2005).



Figur 2.9: Budsjettbalansen og driftsbalansen i prosent av BNP for USA i perioden 1980-2007. Kilde: IMF World Economic Outlook Database October 2008.

En annen faktor som svekker forklaringen er de lave nivåene for de lange rentene i USA over de siste årene, se figur 2.10 under. Observasjonen om et "tvillingunderskudd" på budsjett- og driftsbalansen impliserer at lange renter i USA skulle vært høye, men som vi ser har ikke dette vært tilfellet.



Figur 2.10: Lange renter for USA i tidsrommet 1980-2008. Kilde: Yahoo Finance.

Høyt offentlig forbruk og påvirkning på sparerater

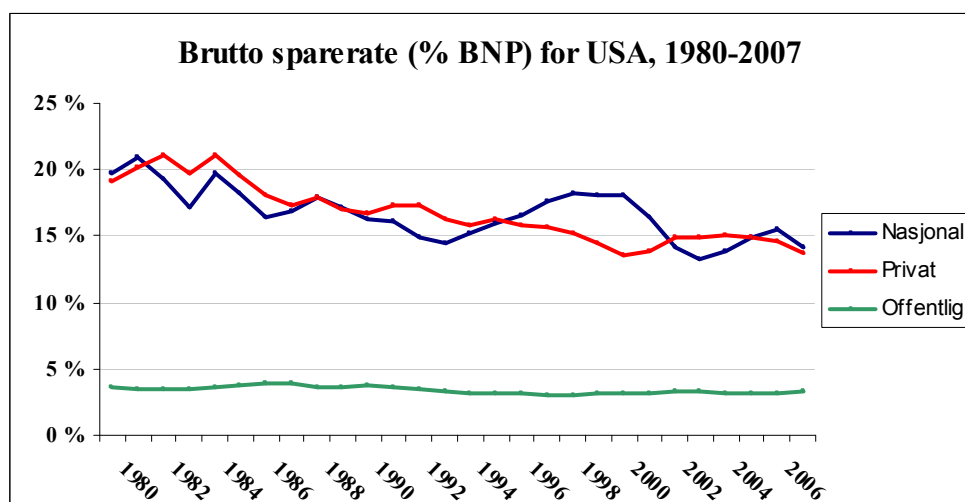
Høye offentlige utgifter kan imidlertid også, på samme måte som høye produktivitetsforventninger, påvirke driftsbalansen mer indirekte gjennom andre kanaler: Dersom økt offentlig forbruk finansieres ved hjelp av økte skatter, i stedet for direkte ved hjelp av utenlandske lån, vil dette føre til at husholdningenes disponible inntekt svekkes. Fra førsteordensbetingelsen for konsum i likning (2.6) har vi at konsumentene ønsker å glatte konsumet. Når disponibel inntekt reduseres som følge av skatteøkninger, vil konsumentene derfor ønske ta noe av dette tapet med en gang; konsumet reduseres i dag, mens resten av tapet utsettes til senere; sparingen reduseres. På denne måten vil altså et offentlig forbruk over sitt permanentnivå påvirke spareraten i en negativ retning. Redusert innenlandsk sparing gir mindre kapital som kan benyttes til å finansiere innenlandske investeringer, og slik økt behov for utenlandske låneopptak og en påfølgende svekkelse av driftsbalansen.

Figur 2.11 viser årlig nasjonal, privat og offentlig sparerate i prosent av BNP over perioden 1980 til 2007.¹³ Av figuren ser vi at spareraten har hatt en tydelig nedadgående trend over tid, og således er i overensstemmelse med teorien om at høye offentlig utgifter kan føre til lave sparerater. I perioden 1980-1989 var det årlige gjennomsnittet for den nasjonale sparingen 18 prosent av BNP, mot et gjennomsnitt på 16 prosent i perioden 1990-1999 og 15 prosent i perioden 2000-2007. Man observerer altså at den amerikanske nasjonale spareraten er på historisk lave nivåer, og en plausibel forklaring på disse lave spareratene kan være at USA har hatt budsjettunderskudd i store deler av denne perioden.

Nedgangen i spareraten er i overensstemmelse med globale sparetrender. Siden tidlig på 1970-tallet og det første oljesjokket, har den globale spareraten hatt en nedadgående trend. Frem til slutten av 1990-tallet var trenden relativt stabil, før den sank til historisk lave nivåer i 2002. De siste årene har sparingen øket moderat.¹⁴

¹³ Nasjonal sparing er gitt ved husholdningenes, næringslivets og det offentliges sparing. Privat sparing utgjør næringslivets og husholdningenes sparing.

¹⁴ "Australia's national saving revisited: Where do we stand now?", The Allen Consulting Group 2007.



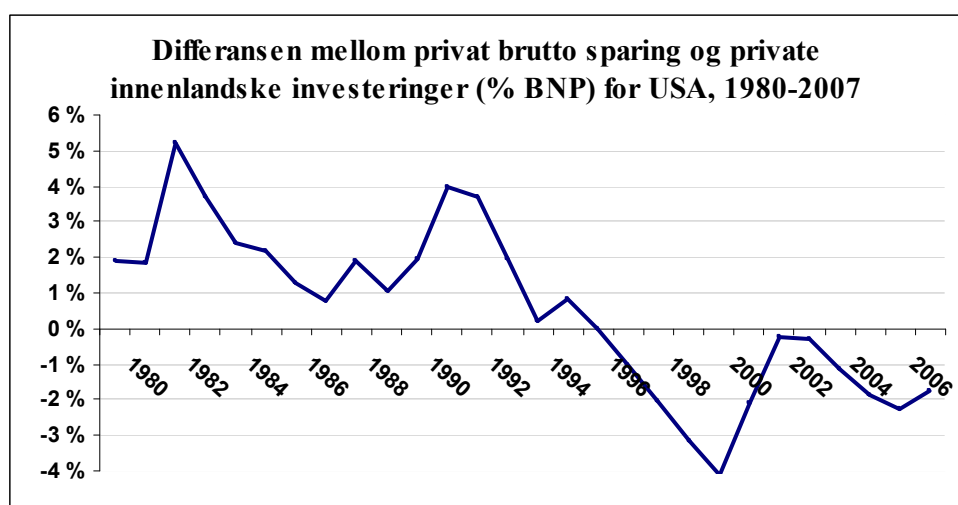
Figur 2.11: Årlig nasjonal, privat og offentlig sparerate for USA i prosent av BNP i perioden 1980-2007. Kilde: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

Sammenlignes USAs sparerater med andre industrialiserte økonomiers rater skiller USAs rater seg likevel ut som *spesielt* lave. I perioden 1990-2000 var gjennomsnittlig nasjonal sparing 21,1 prosent av BNP i OECD, mens det tilsvarende tallet for USA var 16,3 prosent. I perioden 2000-2007 sank den gjennomsnittlige sparingen i OECD med 0,6 prosentpoeng til 21,8 prosent av BNP. Nedgangen i USA for samme periode var på hele 1,3 prosentpoeng og den gjennomsnittlige raten sank helt ned til 15 prosent.¹⁵ Det bør nevnes at det er relativt store forskjeller i sparerater innad i OECD, der for eksempel Japan og Korea har en nasjonal sparing opp mot 30 prosent av BNP, mens for eksempel Storbritannias sparerate er mer på linje med USAs. Det generelle bildet er likevel at USA har hatt en større nedgang i nasjonal sparing over tid, og at landet har et lavere sparenivå for de senere årene enn andre industrialiserte land.

Likning (2.10) viser imidlertid at for at driftsbalansen skal være *negativ* som følge av lav sparing, må privat sparing være lavere enn private investeringer, alt annet holdt konstant. Vi ser av figur 2.12 under at den private spareraten i USA har vært lavere enn den private investeringsraten siden midten av 1990-tallet, $S < I$. At USA har hatt et så godt som sammenhengende driftsbalanseunderskudd siden 1980, og lavere privat sparing enn investeringer, alt annet holdt konstant, kan dermed være en forklaring på driftsbalanseunderskuddet i perioden etter 1990.

¹⁵ Prosentandelene for OECD er regnet ut på bakgrunn av tall fra The OECD Economic Outlook No. 84, Annex Table 24.

Ser vi imidlertid på perioden etter 2001, ser vi at mesteparten av underskuddet til Bush-administrasjonen har hatt sitt opphav i en *skattelette* til befolkningen, som denne regjeringen også har forsøkt å gjøre permanent – underskuddet er altså *ikke* finansiert med en skatteøkning. I henhold til Ricaridansk-logikk skulle en skattereduksjon ha ført til en økning i sparingen. Mens argumentet om skatte- og konsumglatting derfor kan være en egnet forklaring for nedgangen i spareraten i tidligere perioder, er den imidlertid mindre egnet for nedgangen i spareraten og underskuddet på driftsbalansen de siste årene.



Figur 2.12: Differansen mellom privat sparing og investering i prosent av BNP i USA i tidsrommet 1980-2007. Kilde: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

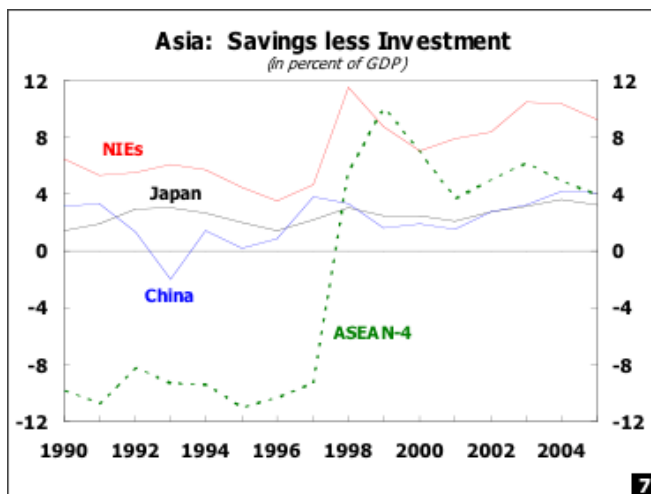
Analysen så langt har fokusert på innenlandske forhold i USA for å forklare deres store driftsbalanseunderskudd. Neste avsnitt ser nærmere på de globale finansielle ubalansene med utgangspunkt i Kinas store overskudd på driftsbalansen.

2.1.2.2 Analyse av Kinas driftsbalanseoverskudd

I følge den fundamentale likningen for driftsbalansen kan et driftsbalanseoverskudd oppstå som følge av lave innenlandske investeringer, $I < I^*$, lave offentlige utgifter, $G < G^*$, eller høye inntekter, $Y > Y^*$, alle i forhold til deres langsiktige permanentnivåer. I avsnittene under vil jeg se nærmere på hver av disse mulige årsakene.

Eksogent ønske om høy sparing

Et investeringsnivå lavere enn sitt permanente nivå, $I < I^*$, vil gi et driftsbalanseoverskudd. Likning (2.10) gir at driftsbalansen vil være positiv dersom spareraten overgår investeringsraten, $S > I$. Av figur 2.13 under ser vi at flere av de asiatiske fremvoksende økonomiene har hatt en nedgang i sine investeringsrater de siste årene relativt til sparing. Dette fallet hevdes å ha vært en reaksjon på overskuddsinvesteringene i forkant av Asia-krisen i 1997-98.¹⁶ Det har imidlertid ikke vært endringer i spareratene for disse landene, og reduserte investeringer har derfor medført store driftsbalanseoverskudd. Et investeringsnivå under sitt permanent nivå kan dermed være opphavet til driftsbalanseoverskuddene for disse fremvoksende økonomiene.



Figur 2.13: Differansen mellom sparing og investeringer i flere asiatiske økonomier i perioden 1990-2004. Kilde: IMF

Kina skiller seg imidlertid fra de andre asiatiske fremvoksende økonomiene med hensyn til landets sparing- og investeringsprofil. I motsetning til disse landene har investeringene i Kina fortsatt å vokse over de siste fem årene. Høye investeringsrater impliserer normalt driftsbalanseunderskudd, og det er uvanlig at høye investeringsrater og driftsbalanseoverskudd går hånd i hånd, slik tilfellet har vært for Kina de senere årene.¹⁷ Vi ser av teorien at, for at dette skal være mulig må *sparing* i Kina ha *vokst raskere enn investeringene*. Dette har også vært tilfellet i Kina: Spareratene har vokst hurtigere enn investeringsraten, og som følge av dette har landet kunnet fortsette å ha store driftsbalanseoverskudd. Studier av Kinas vekstmønster og sparerater viser at hovedvekten av

¹⁶ Se blant annet tale ved R. Rajan på the Crédit Suisse First Boston Conference 2005.

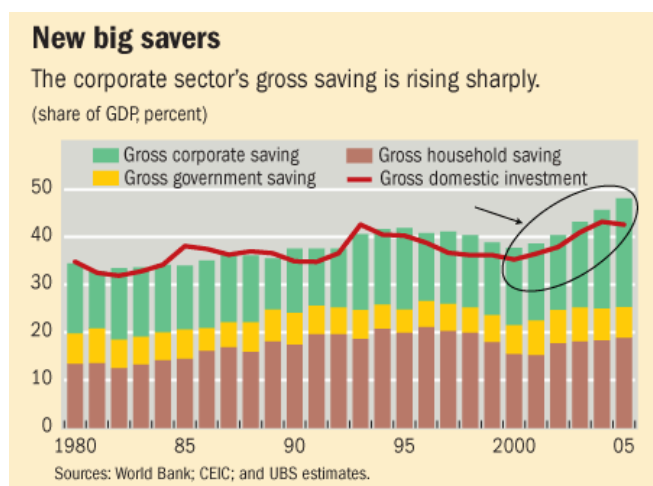
¹⁷ Se vedlegg 2 i appendiks for grafisk analyse av driftsbalansedynamikken for et land i en transformasjonsfase.

innenlandske investeringer er finansiert ved hjelp av innenlandsk sparing, og at sparingen i Kina er signifikant høyere enn hva man skulle forvente basert på standard determinanter (Kuijs, 2006). På bakgrunn av dette kan det derfor hevdes at Kina har hatt et *eksogent ønske* om høy sparing. Høye sparerater innebærer at konsum og velstand forskyves fremover i tid. I henhold til den raske veksten Kina har opplevet de siste årene, skulle man ut i fra teorien ha forventet at kinesiske husholdninger tok ut noe av forventet fremtidig inntektsøkning i dag, finansiert ved hjelp av utenlandsk låneopptak. Kinas eksogene ønske om høy sparing, innebærer derfor en ubalanse i et intertemporalt perspektiv.

Dette ønske om et spareoverskudd kan være en reaksjon på den asiatiske regionens økonomiske kriser på slutten av 1990-tallet, og et behov for kinesisk næringsliv å forsikre seg mot og minimere risikoen for fremtidige kriser og kapitalflukt. I tillegg har Kina mangelfulle økonomiske sikkerhetsnett og velferdsordninger, som gir høy forsiktighetsbasert sparing i husholdningene på grunn av høy usikkerhet vedrørende den totale livsløpsinntekten. Mangel på konsumgoder og finansielle alternativer til sparing kan også ha ført til høy grad av ”tvunget” privat sparing. I tillegg har Kinas kredittpolitikk vært innrettet mot vekst i industrien og eksportnæringen, og slik muligens hemmet innenlandsk konsumvekst.

Hvilke grupper i Kina er det som i hovedsak står bak den høye sparingen? De kinesiske *husholdningenes* sparing er høy relativt til andre land, og i 2004 utgjorde for eksempel husholdningenes sparing 32 prosent av husholdningenes disponible inntekt. Økte sparerater impliserer per definisjon at innenlandsk konsum som andel av BNP har sunket, se likning (2.9), og offisielle kinesiske tall viser også at dette er tilfellet: Innenlandsk konsum har falt fra mer enn 60 prosent av BNP på begynnelsen av dette tiåret, til omtrent 50 prosent i 2007, med et rekordlavt nivå på husholdningenes konsum på 37 prosent av BNP.¹⁸ Men *husholdningens* sparing utgjør kun en tredel av Kinas totale sparing, og det er økt sparing fra *næringslivet* som er hoveddriveren av den økte kinesiske sparingen, se figur 2.14.

¹⁸ “Solving China’s rebalancing puzzle”, IMF, Finance and Development 2007.



Figur 2.14: Spareraten i Kina fordelt på offentlig, næringslivets og husholdningenes sparing i perioden 1980-2005. Kilde: IMF

Siden tidlig på 2000-tallet har profitten i kinesisk næringsliv økt markert. Tall fra OECD Economic Outlook 2007 viser at inntekt etter skatt økte med omtrent 6 prosent av BNP mellom 2003 og 2006 innenfor industri, detaljhandel, engroshandel og konstruksjonssektoren. Profitten har også økt mye innenfor bank og telekommunikasjon. Det meste av denne økte profitten har blitt reinvestert i bedriftene, og betalingsratene for utbytte er ekstremt lave for hele næringslivet. Gjennom dette bidro næringslivets økning i profitt til omtrent 70 prosent av økningen i brutto nasjonal sparing fra 2000 til 2005, og den estimerte brutto spareraten for bedrifter har øket med nesten 7 prosentpoeng siden 2000. Det er altså den voldsomme inntektsøkningen i kombinasjon med lave utbyttebetalinger som har gitt den høye veksten i spareraten for kinesiske bedrifter.

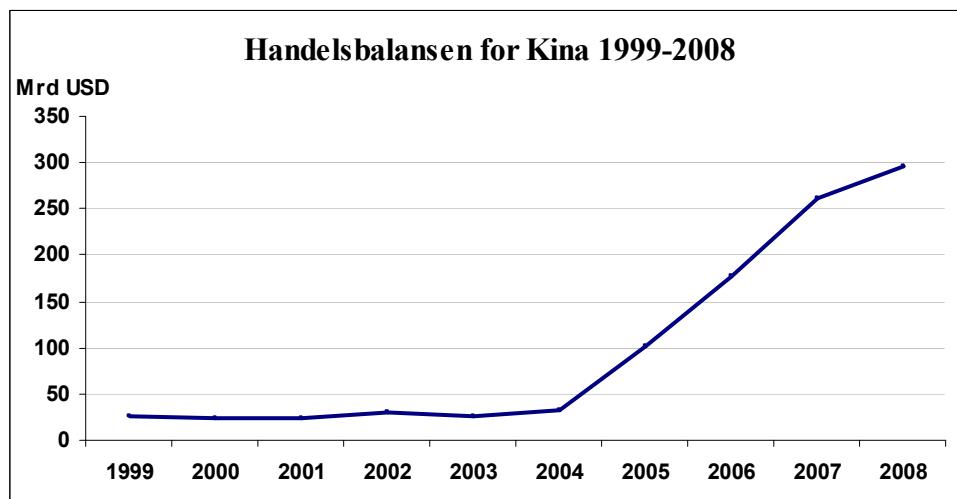
I tillegg har *offentlig* sparing vært en viktig driver av den høye sparingen, og myndighetenes sparing har vært bemerkelsesverdig høy: I 2001 var denne 7,5 prosent av BNP, og den antas å ha holdt seg på dette nivået etter dette. Som resultat av dette har myndighetene et stort spare-investeringsoverskudd (Kuijs, 2005).

De asiatiske fremvoksende økonomienes eksogene ønske om høy sparing har ofte blitt kalt "the saving glut". Dette resultatet legger hele "skylden" for de globale finansielle ubalansene på asiatiske oversparing, og økonomer som Ben Bernanke tolker derfor USAs driftsbalanseunderskudd kun som et speilbilde av oversparing i resten av verden, der USA har fungert som en slags konsum-hegemonimakt. En innvending mot dette er at overskuddssparing i fremvoksende økonomier kunne ha blitt motsvart med relativt små

underskudd i alle industrialiserte økonomier, i stedet for et stort underskudd i ett land. Samtidig sier ikke denne forklaringen noe om hvorfor det har vært så stor nedgang i private investeringer i USA.

Eksportdrevet vekst

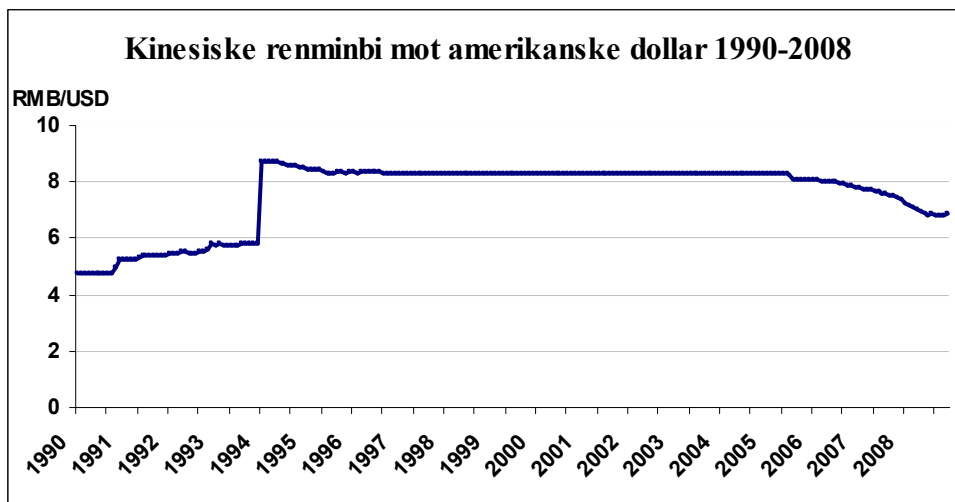
Av likning (2.8) så vi at en positiv handelsbalanse vil medføre et positivt driftsbalanseoverskudd. Over de siste 15 årene har Kinas eksport mer enn tidoblet seg, noe som har medført en kraftig økning i Kinas positive handelsbalanse siden 2004, se figur 2.15 under. Denne veksten overgår i høy grad tredoblingen av verdenshandelen over samme periode, og i 2004 overtok Kina Japans plass som verdens tredje største eksportør, rett bak Tyskland og USA (Amiti og Freund, 2009). Kina har hatt en vekststrategi som har vært tuftet på høy eksport, og denne strategien har de også lykket med. En slik vekststrategi har imidlertid ført til at den innenlandske kinesiske veksten har blitt noe ubalansert, der eksportsektoren har vokst betydelig raskere enn den skjermede sektoren, som betjener den innenlandske etterspørselen.



Figur 2.15: Kinas handelsbalanse for årene 1998-2008. Kilde: Tradingeconomics -Global economic research.

Kina har hatt et fastkursregime mot amerikanske dollar fra 1994, se figur 2.16 under. Dette har medført streng kapitalkontroll, og en frakobling av den innenlandske finansielle sektoren og banksektoren fra resten av verden. Slik har kinesiske myndigheter kunnet drive egen kredittpolitikk og beholde kontrollen over innenlandsk pengepolitikk. I juli 2005 gikk landet over til et nytt regime, og verdien av renminbi kalkuleres nå mot en kurv av ulike valutaer.

Hovedvekten av valutaene i denne kurven er Kinas viktigste handelspartnere; USA, Eurosonen, Japan og Sør-Korea. Verdien av renminbieren ble revaluert med 2,1 prosentpoeng fra 8,28 ¥/\$ til 8,11 ¥/\$ ved overgangen til et nytt regime. Men til tross for valutareformen, appresierte nesten ikke den kinesiske renminbi i andre halvdel av 2005. Siden den tid har renminbi appresiert noe mer, og kursen har nå beveget seg ned mot 6,8 ¥/\$.



Figur 2.16: Utviklingen i den kinesiske valutakursen mot amerikanske dollar i perioden 1990-2008. Kilde: Data360

Flere økonomer har hevdet at den kinesiske kursen er kraftig undervurdert, og også manipulert i den forstand at de har holdt den lavere med hensikt, nettopp for å fremme eksporten. På kort og mellomlang sikt, viser i følge IMF de fleste estimater av en likevektkurs mellom Kina og resten av verden, at renminbi er undervurdert. En slik undervurdering innebærer at Kinas høye handelsbalanseoverskudd representerer en ubalanse, og for å komme tilbake i likevekt vil det kunne være nødvendig med store korreksjoner i Kinas valutakurs. Dette vil jeg komme tilbake til i del 2.2.2.

En undervurdering av valutaen vil for øvrig også redusere den innenlandske kjøpkraften til kinesiske konsumenter, og slik kunne være en forklaring på nedgangen man har sett i konsumandelen av BNP i Kina.

Det bør nevnes at de asiatiske fremvoksende økonomiene over lengre tid har satt sin lit til eksportdrevet vekst, mens transformasjonen til en overskuddsregion er et mer nylig fenomen. Det er først etter gjenoppbyggingen fra Asia-krisen at regionens vekststrategi begynte å

produsere store driftsbalanseoverskudd. En eksportorientert vekststrategi kan altså være kompatibel med balanse i driftsregnskapet på et globalt nivå.

I delkapittlene over er det gitt en oversikt over mulige årsaker til de globale finansielle ubalansene med utgangspunkt i en intertemporal driftsbalansemodell. Flere av forklaringene innebærer at det foreligger en ubalansene i driftsregnskapet mellom USA og Kina, og med utgangspunkt i at det eksisterer slike ubalanser vil det være nødvendig med korrigeringer i driftsbalansen for å oppnå en langsiktig intertemporal likevekstsituasjon. Slike korreksjoner vil analyseres nærmere i påfølgende delkapittel.

2.2 Korrigering av de globale finansielle ubalansene

Utgangspunktet for analysen i denne delen av utredningen vil være at de globale finansielle ubalansene ikke er bærekraftige på langt sikt, og at det derfor vil være nødvendig med korreksjoner for å ”rebalansere” verdensøkonomien mot en langsiktig bærekraftig bane. Slike korreksjoner representerer en risiko i den globale økonomien. Generelt vil korreksjoner som skjer i form av redusert forbruk i underskuddsland (USA) ha potensial for å virke deflasjonsfremmende på verdensøkonomien, mens en optimal kombinasjon av forbruksreducerende og –økende tiltak som gjennomføres av både overskudds- og underskuddsland vil kunne føre til signifikante korreksjoner uten å true veksten i verdensøkonomien.

IMF har utarbeidet en strategi som har det sistnevnte som siktemål på mellomlang sikt:

- USA må iverksette tiltak for å øke nasjonal sparing, inkludert reduksjon av budsjettunderskuddet.
- Europa og Japan må fortsette fremgangen med vekstfremmede tiltak for å øke innenlandsk etterspørsel.
- Fremvoksende asiatiske økonomier bør iverksette tiltak for å øke innenlandsk etterspørsel og tillate større valutakurs fleksibilitet.
- Oljeproduserende land bør forsøke å øke forbruket på en måte som er konsistent med absorberende kapasitet og makroøkonomisk stabilitet.

Dersom korreksjonene av ubalansene skjer over en relativt lang tidshorisont og gjennom ulike kanaler, som de beskrevet ovenfor, vil korreksjonene sannsynligvis ikke føre til en destabilisering av verdensøkonomien. Derimot hvis korreksjonen av ubalansene skjer i form av en plutselig reversering av kapitalstrømmene, vil dette kunne gi betydelige negative virkninger på verdensøkonomien. For eksempel hvis USA må øke sin nettoeksport over en kort tidsperiode, vil en reduksjon i importen kreve en nedgang i økonomisk aktivitet og/eller en skarp depresiering av dollaren.

Hvilke årsaker man legger til grunn for de globale finansielle ubalansene vil ha implikasjoner for hvilke korreksjoner som vil være nødvendige for at de skal korrigeres. I avsnittene under vil jeg se nærmere på hvilke korreksjoner som vil kunne forekomme, samt hvilke følger disse vil ha for verdensøkonomien.

2.2.1 Sparing

En måte å oppnå en rebalansering av de globale finansielle ubalansene kan være gjennom *økt* privat og offentlig *amerikansk sparing*, og *redusert* privat og offentlig *kinesisk sparing*.

Økt amerikansk sparing

Analysen i avsnitt 2.1.2.1 viste at USAs private sparerater er lave, både historisk sett og sammenliknet med andre land. En økning i USAs private sparerater vil kunne styrke driftsbalansen, men økt sparing innebærer også en reduksjon i konsum gitt konstant disponibel inntekt, jf likning (2.9). En stor og plutselig økning i sparingen vil redusere etterspørselen etter importerte varer, og gitt USAs økonomiske størrelse, kunne gi en global nedgangskonjunktur. For at dette skal kunne unngås må den amerikanske konsumveksten synke relativt til inntektsveksten, og for at veksten i amerikansk BNP ikke skal avta som følge av dette må den amerikanske eksporten øke. Dette betyr at etterspørselskraftene i økonomien på lang sikt må endres: Resten av verden (spesielt Asia) kan ikke innrette seg etter USA som en etterspørselskaper. På samme måte må USA støtte seg på etterspørselsvekst andre steder, fremfor innenlandsk etterspørsel, for å få den nødvendige økningen i eksporten.

Å redusere det offentlige budsjettunderskuddet i USA vil være avgjørende for å korrigere de globale finansielle ubalansene. I dag er USA inne i en resesjon, og å redusere det amerikanske budsjettunderskuddet per i dag vil derfor kunne forsterke krisen. For å motvirke krisen har heller USAs myndigheter bevilget betydelige summer over statsbudsjettet for å prøve å redusere nedgangen, og for å støtte finansielle institusjoner som har blitt sterkt negativt påvirket av krisen. USAs budsjettunderskudd har derfor øket over den siste tiden. På lengre sikt derimot vil en reduksjon i amerikanske budsjettunderskudd, for eksempel i form av en omlegging av skattepolitikken, være et svært viktig bidrag for å styrke USAs driftsbalanse. Den amerikanske regjeringen bør komme med en klar forpliktelse til å redusere budsjettunderskuddet over en fornuftig tidshorisont når den amerikanske økonomien har kommet på fote igjen. Dette vil forsikre de finansielle markedene om at de amerikanske myndighetene ikke vil la det offentlige låneopptaket komme ut av kontroll og forverre globale makroøkonomiske ubalanser i fremtiden.

Redusert kinesisk sparing

Av analysen av det asiatiske driftsbalanseoverskuddet så vi at de kinesiske husholdningenes forsiktighetsbaserte sparing er høy. Kinas myndigheter bør forsøke å redusere denne sparingen ved å iverksette offentlige tiltak for å forbedre velferdstilbud innenfor viktige prioriteringsområder som helse og utdanning, og ved å reformere pensjonssystemet. Gjennom slike tiltak vil den offentlige sparingen reduseres, samtidig som sikkerheten rundt livsløpsinntekten for kinesiske husholdninger vil øke, og føre til en reduksjon i husholdningenes sparing og dermed økt innenlandsk konsum. På kort sikt vil også økt tilgang på konsumentkreditt kunne øke konsumet betraktelig. Kinesiske myndigheter bør også fremme utviklingen av de finansielle markedene ved å løse på kredittrestriksjoner for kinesiske husholdninger og forbedre det innenlandske finansielle systemets evne til å virke som mellommann mellom innenlandsk sparing og investeringer. I tillegg bør Kina liberalisere sin tjenestesektor (spesielt for ikke-handlede varer). Dette vil være nødvendig både for å sikre arbeidsplasser og for å redusere avhengigheten av eksport som redskap for økonomisk vekst. Samtidig bør landet satse på tiltak som vil øke produksjonen og konsumet av ikke-handlede varer. På lang sikt vil demografiske faktorer, som større prosentvis andel av eldre mennesker i befolkningen i Kina og de andre fremvoksende økonomiene, kunne forsterke en korreksjon av de globale finansielle ubalansene i form av redusert reduserte private sparerater.

Analysen i forrige seksjon viste at næringslivet er hoveddriveren av Kinas høye sparerater. Dette kom som en følge av høy profittvekst og lave utbyttebetalinger. Hovedgrunnen for at profitten i næringslivet har vært så høy i Kina er tilgang på svært billig arbeidskraft. Imidlertid har profittøkningen i liten grad ført til lønnsøkninger for arbeiderne, og husholdningene har derfor ikke opplevet en tilsvarende inntektsøkning som bedriftene. Eventuelle ubalanser som har oppstått mellom tilbud og etterspørsel av varer som følge av dette har blitt løst ved hjelp av eksport av overskuddsvarene. Gjennom å øke lønningene til arbeiderne vil man kunne oppnå en reduksjon i bedriftenes sparing og samtidig øke innenlandsk privat konsum. Økt konkurranse om arbeidskraften, ved å drive opp etterspørselen for arbeidskraft relativt til tilbudet, vil kunne frembringe en lønnsøkning for arbeiderne i Kina. En måte å oppnå en slik konkurranseøkning om arbeidskraften, er ved å skape flere selskaper som bruker arbeidskraft intensivt i produksjonen. Økt konkurranse om arbeidskraften vil resultere i lønnsøkning for arbeiderne, og dette vil gi en svært tiltrengt økning i innenlandsk konsum, samtidig som bedriftenes spareoverskudd reduseres slik at driftsbalanseoverskuddet svekkes.

Næringslivet bør også trekke ut noe av profitten i form av høyere utbytteutbetalinger. Dette vil tvinge bedriftene til å gjøre mer veloverveide investeringsbeslutninger, samt forbedre kapitalallokeringen og redusere ikke-lønnsomme investeringer og overkapasitet i Kinas produksjon. Ved å tvinge kinesiske bedrifter til å stole mer på, og å være mer avhengig av eksterne finansieringskilder, vil dette kunne gi de kinesiske kapitalmarkedene et oppsving.

Ved å iverksette tiltak som beskrevet ovenfor vil Kina sette et standpunkt som viser at de forbedrer sin økonomiske posisjon for fremtiden, der de sikrer at den fremtidige økonomiske veksten blir mindre avhengig av eksportnæringen.

Dersom vi får en situasjon i verdensøkonomien der Kina reduserer sin sparing, mens USA ikke øker den private spareraten eller reduserer budsjettunderskuddet, muligens kombinert med en nedgang i akkumuleringen av valutareserver fra Kina sin side, vil dette føre til økt risiko for finansielt press i det globale valuta- og aktivamarkedet. Dette vil komme som følge av at en slik situasjon vil presse frem korreksjoner karakterisert ved et tap av tillitt til dollaren.

2.2.2 Handelsbalanse og valutakurs

I 2008 utgjorde USAs import fra Kina et beløp på 338 milliarder amerikanske dollar, mens eksporten kun utgjorde 71 milliarder dollar. USA hadde altså en negativ handelsbalanse overfor Kina på omtrent 267 milliarder dollar.¹⁹ Samtidig var Kina USAs nest største handelspartner dette året, og utgjorde 12 prosent av USAs totale handel (etter Canada med 17,6 prosent). USAs totale handelsunderskudd var på 677 milliarder dollar, og handelsunderskuddet overfor Kina utgjorde altså omtrent 50 prosent av dette. En *rebalansering av handelsstrømmene* mellom Kina og USA vil derfor være essensielt for å få en bedre balanse i verdensøkonomien. Bytteforholdet mellom disse to landene bør derfor endres: Amerikanske dollar bør depreciere i forhold til renminbi slik at amerikanske eksportvarer blir billigere målt i renminbi, mens renminbi bør appresiere for at kinesiske eksportvarer skal bli dyrere målt i dollar. Dette vil redusere USAs import og Kinas eksport i den bilaterale handelen mellom dem, og slik ha den ønskelige effekten på landenes driftsbalanser.

Depresiering av dollaren

En depresiering av dollaren kan enten skje gjennom økt amerikansk sparing eller gjennom redusert utenlandsk etterspørsel etter dollar.

Det ble poengtert i del 2.2.1 at for at veksten i USA ikke skal avta som følge av økte sparerater må den amerikanske eksporten øke. Det virker imidlertid usannsynlig at en korreksjon av USAs underskudd kan finne sted uten at USAs importvekst faller betraktelig, og at man får en nedgang i det aggregerte konsumet i USA (jf Holthe, 2004). Dersom amerikanerne begynner å spare mer vil rentene falle i USA og utenlandske investorer vil flytte pengene sine ut av USA som en konsekvens av dette. Etterspørselen etter amerikanske dollar vil falle og kursen depreciere.

Hvor stort fallet i dollaren må være for at USAs handelsbalanse skal rebalanseres har blant annet blitt analysert av Obstfeld og Rogoff (2002, 2004). Deres utgangspunkt er at korrigeringen vil skje gjennom en økning i amerikansk sparing. Endringer i valutakursen vil

¹⁹ Tallene er hentet fra U.S. Census Bureau, Foreign Trade Statistics.

skje som et biprodukt av dette. Høyere sparing impliserer lavere konsum, og importen vil derfor stagnere. Lavere konsum innebærer at etterspørselen etter ikke-handlede amerikanske varer også synker. Det forutsettes konstant økonomisk aktivitet, og gitt at markedene må klarere hverandre, analyseres endringene som må skje i det relative prisforholdet for at USAs handelsbalanse skal oppnå likevekt. De konkluderer med at på lang sikt må den reelle verdien av amerikanske dollar depresiere med 20 prosent. Gitt at inflasjonsrater i USA og landets viktigste handelspartnere er omtrent de samme, impliserer dette omtrent det samme fallet i nominell valutakurs.

Over hvilken tidshorisont en valutatilpasning skjer vil være avgjørende for hvor destabiliserende effekt korrigeringen vil ha på økonomien. En sakte dollar depresiering vil gi markedene tid til å tilpasse seg. I realøkonomien er det begrensninger for hvor fort og i hvilken grad man kan skifte bruken av ressurser. Valutadepresiering vil medføre at ressurser flyttes fra den skjermede sektoren til den konkurranseutsatte. Truman (2005) argumenterer for at til og med en ”liten” endring i valutakursendring vil kreve signifikante reallokeringer av realressurser i landene det gjelder fordi innsatsfaktorene ikke umiddelbart kan byttes om. En sakte og gradvis depresiering av dollaren vil derfor i mindre grad virke destabiliserende på økonomien enn det en hurtig og stor depresiering av dollaren vil.

Kinesisk valutakursfleksibilitet

Større valutafleksibilitet i Kina vil også være nødvendig for at de globale finansielle ubalansene skal reduseres. Enkelte forskere har hevdet at valutakurssystemet til Kina og andre asiatiske land, der de enten er bundet direkte til dollaren eller sentralbanken i stor grad intervensjoner i valutamarkedet, minner om Bretton Woods epoken. På bakgrunn av dette argumenterer de for at dette valutasystemet kan vise seg som et stabilt system (Dooley, m.fl 2004). Andre argumenterer derimot for at en slik valutakursstyring bidrar til å opprettholde de globale finansielle ubalansene, som ikke er bærekraftige på lang sikt (Roubini og Setser, 2004). Deres syn er at det vil være fordelaktig med mer valutafleksibilitet for disse landene. Systemet er også kostbart for de asiatiske landene. Ulike estimater, som tar utgangspunkt i at kursen er undervurdert, varierer fra en appresiering på 20 til 40 prosent, jf Calmfors (2006).

Kina er den toneangivende økonomien i den østlige delen av Asia, og Kinas hyppige intervensjoner i valutamarkedet for å holde sin valutakurs stabil mot sin valutakurv påvirker også andre asiatiske økonomier. Andre asiatiske land intervenerer i valutamarkedet for å unngå at deres valutakurs skal bli sterkere mot amerikansk dollar relativt til den kinesiske kursen. Relativt svak kurs mot dollar gir positiv netto eksport overfor USA, og sterkere kurs relativt til andre asiatiske økonomier vil derfor innebære et tap av konkurransefortrinn ovenfor disse økonomiene.

En revaluering av renminbi vil redusere behovet for intervensjoner i valutamarkedet, og dette vil påvirke handelsstrømmene mellom USA og Kina i riktig retning. Samtidig vil det generelt bli mindre kostbart å la valutaene appresiere mot dollaren for de andre asiatiske økonomiene. Den Asiatiske Utviklingsbanken poengterer i Asian Development Outlook 2009 imidlertid hvor viktig det vil være at ikke det kun er nødvendig med en korreksjon i den kinesiske valutakursen, men også i de andre asiatiske fremvoksende økonomiene. De argumenterer for at hvis Kina alene revaluerte kursen sin mot dollar med 20 prosent, ville det amerikanske driftsbalanseunderskuddet kun synke med 0,05 prosent fordi lavere amerikansk import fra Kina vil erstattes av økt import fra andre land i Asia.

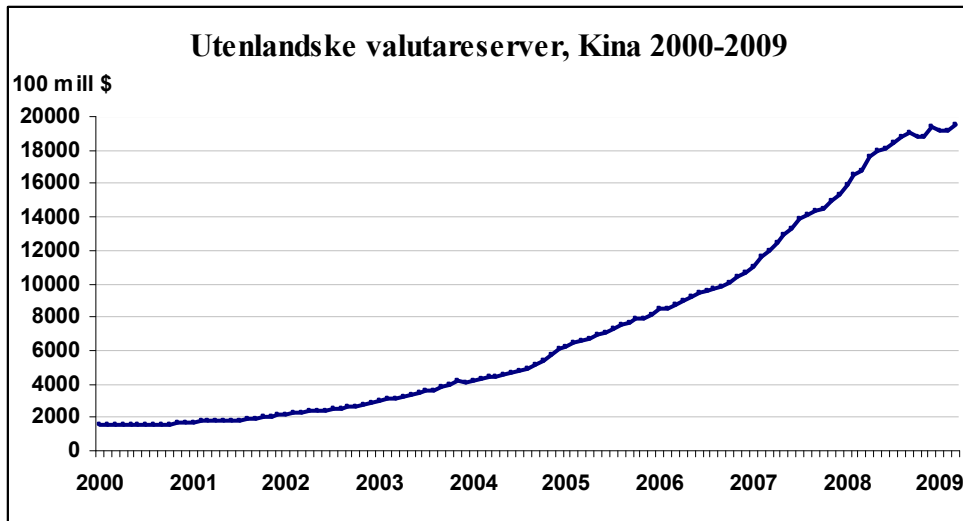
Å la valutaen appresiere gradvis nå, for eksempel i kombinasjon med at USA forplikter seg til å kutte i sine budsjettunderskudd, vil være positivt for Kina og renminbi. Presset vil være relativt jevnt fordelt på de to landene, og man vil sannsynligvis unngå en skarp appresiering på kort sikt. Dette vil også minimere tillitsproblemene og redusere korrigeringspresset fra resten av verden før dette stiger ytterligere. Samtidig vil større valutafleksibilitet ha store langsiktige fordeler for Kinas pengepolitikk. Valutafleksibilitet vil gjøre denne mer uavhengig, redusere deres eksportavhengighet og øke veksten i innenlandsk konsum.

Økt handelsliberalisering bør også være et mål for verdensøkonomien. Dette vil begrense behovet for radikale restruktureringer i produksjonsmønsteret bort fra eksport, og la asiatiske økonomier få fortsette å utnytte sine komparative fortrinn.

2.2.3 Capital Account

Rundt år 2000 skjedde det en viktig endring i sammensetningen av den eksterne finansieringen av det amerikanske driftsbalanseunderskuddet. Jamfør tabell 2.2 finansierte først og fremst private investorer underskuddet frem til 2001. Imidlertid har viktigheten av private kapitalinnstrømninger sunket betraktelig siden 2001. Hvis man ser på netto kapital innstrømning er underskuddet nå i hovedsak finansiert av offentlige myndigheter, blant annet de kinesiske. Figur 2.17 under viser den kinesiske sentralbankens månedlige akkumulering av valutareserver fra januar 2000 til og med mars i år. Det har tydelig vært en kraftig økning i Kinas reserver, og i januar 2000 beløp reservene seg til 1561 millioner dollar, mens de i mars i år var på hele 19 537 millioner dollar. Over 80 prosent av Kinas handelsoverskudd ble reinvestert i amerikanske statsobligasjoner i 2008.

Reinvesteringen av de asiatiske fremvoksende landenes handelsoverskudd i USA kan for øvrig ha skapt et ”gulv” under dollaren, slik at den har deprimert mindre enn likevektskursen skulle tilsi.



Figur 2.17: Utenlandske valutareserver akkumulert av den kinesiske sentralbanken i perioden januar 2000 til mars 2009. Kilde: The People's Bank of China.

Dersom Kina, og andre store finansieringsland, ikke lenger ønsker å kjøpe amerikanske statsobligasjoner – altså en *stopp i kinesisk kjøp av amerikanske verdipapirer* – vil man få en korreksjon av de globale finansielle ubalansene i form av USA blir nødt til å redusere underskuddet sitt.

I analysen av Kinas driftsbalanseoverskudd i seksjon 2.1.2.2 så vi at en mulig forklaring på overskuddet kan være et eksogent ønske om høy sparing. Dersom man legger dette til grunn for ubalansene i verdensøkonomien reflekterer dette den *valgte* utviklingsstrategien til en fremvoksende økonomi som Kina. Hvis Kina er av den oppfatning at USA tilbyr mer attraktive finansielle aktiva sammenlignet med andre, vil de velge å plassere sine oppsparte midler i amerikanske statspapirer. Flere momenter taler for at Kina vil opprettholde relativt høye sparerater over lengre tid, slik at risikoen for at Kina slutter å kjøpe dollar ikke er spesielt stor.

På den annen side, dersom Kinas eksportdrevne vekststrategi eller USAs lave sparing legges til grunn for ubalansene vil det kunne være risiko for at Kina ønsker å minske sin eksponering mot amerikanske dollar. Hvis finansieringen forsvinner, må det amerikanske konsumet synke drastisk for at driftsbalanseunderskuddet skal kunne elimineres, og dette vil føre til en skarp økonomisk nedgangstid i USA og resten av verden. En stopp av finansieringen vil skje i form av at den kinesiske sentralbanken stanser å kjøpe dollar, et fall i USAs driftsbalanseunderskudd, høyere importert inflasjon, høyere amerikanske renter og påfølgende depresiering av dollaren. Indirekte kan dermed fremtiden til dollaren avhenge av Kinas behov og ønske om å intervenere i valutamarkedet.

Av analysen i seksjon 2.1.2.1 så vi at en mulig forklaring på USAs store driftsbalanseunderskudd er at det har vært høye forventninger til produktivitetsveksten i landet, som med tiden kan ha vist seg å være gale. Dersom utenlandske investorer på kort tid bestemmer seg for at dette er tilfelle, kan det igangsette en massiv kapitalutstrømning fra USA og en påfølgende depresiering av dollaren. Dette vil virke svært destabiliserende på valutamarkedet og finansmarkedet.

En viktig ting å merke seg ved det amerikanske driftsbalanseunderskuddet er valutannoteringen for den amerikanske gjelden. USA låner vanligvis penger i de internasjonale markedene ved å utstede aktiva notert i dollar, men låner først og fremst ut penger ved å kjøpe aksjer og obligasjoner notert i utenlandsk valuta. Det vil si at landets gjeld i hovedsak er notert i dollar. Naturlig nok vil verdien av USAs aktiva og gjeld variere med svingningene i valutakursene, og jo større gjeld og aktivaposisjonene er, jo større effekt vil slike svingninger ha. Globaliseringen har ført til kraftig ekspansjon i utenlandske porteføljer, og denne verdsettelseskanalen vil derfor være viktigere nå enn tidligere, og komplimenterer slik

endringen i porteføljens realverdi som stammer fra handelsstrømmene. I USAs tilfelle vil dollar depresiering etterlate den reelle verdien av den amerikanske gjelden upåvirket, mens den øker den reelle dollarverdien av USAs utenlandske aktiva: Det vil si at totalt skylder USA mindre til resten av verden i realøkonomiske termer, gitt en dollar depresiering (Tille, 2003). I USAs tilfelle kan denne verdsettelseskanalen derfor fungere som en slags "sjokkforminsker".

Holthe (2004) er ikke enig i dette resonnementet. Han argumenterer for at investorene er klar over denne porteføljesammensetningen, og at de derfor krever en kompensasjon i form av høyere avkastning for å holde amerikanske aktiva i utgangspunktet. Valutarisikoen for deres utenlandske porteføljer gjør investorene mer oppmerksomme på den internasjonale netto porteføljesammensetningen til USA, og vil sannsynligvis fungere som et disiplineringsverktøy. Siden risikoen i deres porteføljer øker med amerikanske netto opptak av utenlandsk gjeld, vil deres frykt for depresiering føre til et høyere avkastningskrav.

Kinas akkumulering av amerikanske aktiva har økt svært raskt de senere årene, og risikoen for kineserne øker med mengden dollar de kjøper: Dollarreservene til Kina er så store at en depresiering av dollaren vil føre til store tap. Analysen av korreksjoner for valutakursen i seksjon 2.2.2 viste at det høyst sannsynlig vil måtte komme en depresiering av dollaren for å at driftsbalansen skal korrigeres. Det vil derfor være naturlig å forvente at Kina og de andre overskuddslandene krever eller vil komme til å kreve en slik risikopremie som Holthe (2004) argumenterer for. Av figur 2.10 så vi at lange amerikanske renter har vært svært lave over tid, og det kan argumenteres for at fremvoksende økonomiers store etterspørsel etter dollar har vært en medvirkende årsak til dette. I følge renteparitet (arbitrasje) skal renten i USA tilsvare utenlandske rente pluss forventet depresiering. Dersom Kina begynner å forvente en signifikant depresiering av dollaren, vil ikke amerikanerne ha mulighet til å finansiere sitt overskuddskonsum ved å tilby utenlandske investorer lav rente, og renten vil måtte øke. Dette vil hindre en massiv kapitalflukt fra USA, og dermed redusere risikoen for de kinesiske valutaeservene.

Hvis det reises tvil om bærekraftigheten for det amerikanske driftsbalanseunderskuddet og USAs evne eller villighet til å ta de nødvendige skrittene for å rebalansere sin posisjon, kan utenlandsk finansiering plutselig tørke ut. Depresiering som følge av dette vil påføre Kina store tap. Det virker usannsynlig at Kina på lang sikt vil tolerere slike tap, selv for det formål å styrke deres innenlandske eksportorienterte sektorer, og at de derfor vil kunne stoppe å

kjøre dollar. Dette vil være svært skadelig for verdensøkonomien spesielt i den situasjonen økonomien er akkurat nå. Kina har i den siste tiden uttrykt bekymring for USAs stadig økende driftsbalanseunderskudd, og krevet tapsgarantier for sine store dollarreserver. Det vil derfor være hensiktsmessig å ha god kommunikasjon rundt disse problemene, og fremforhandle avtaler som reduserer risikoen for Kina. Dette vil kunne hindre en plutselig finansieringsstopp.

I de tre ovenstående delkapittelene er korreksjoner som vil kunne inntreffe for å rebalansere den globale økonomien i et langsiktig perspektiv analysert. Dagens økonomiske krise har endret situasjonen i verdensøkonomien betraktelig, og det vil derfor være interessant å se nærmere på mer kortsiktige korreksjoner og interaksjoner i driftsbalansedynamikken mellom USA og Kina som følge av denne situasjonen. Det vil i relasjon til dette også være naturlig å ta opp tråden om grad av dekobling mellom de to økonomiene i forbindelse med dagens økonomiske krise, og å se på hvilke forhold ved driftsbalansen som vil kunne påvirke graden av dekobling.

2.3 Dagens økonomiske krise og driftsbalansedynamikk mellom USA og Kina

Det er viktig å skille mellom konsekvensene av krisen i verdensøkonomien for de globale finansielle ubalansene på *kort* og *lang sikt*. På kort sikt er prioriteringen til verdens beslutningstakere å fokusere på den skarpe nedgangen i realøkonomien som følge av kontraksjonen i den globale etterspørselen. Slik kortsiktig involvering vil forsøke å redusere nedgangskonjunktoren gjennom ekspansiv finans- og pengepolitikk, samt prøve å lette byrden for de aktørene som har blitt truffet hardest av krisen. På samme tid vil det være klokt av beslutningstakerne å vedkjenne seg de langsiktige konsekvensene av den økonomiske krisen, og viktigheten av å oppnå en intertemporal likevekt for de internasjonale kapital- og handelsstrømmene på lang sikt.

Analysen frem til nå har fokusert på de globale finansielle ubalansene i et langsiktig perspektiv. Krisen vi nå er inne i har imidlertid endret den økonomiske situasjonen for både USA og Kina raskt og dramatisk. Den amerikanske etterspørselen har falt kraftig, og verdenshandelen har stagnert. I denne delen av utredningen flyttes derfor fokuset over til mer

kortsiktige interaksjoner mellom USA og Kina i forbindelse med den pågående økonomiske krisen, og i følgende del sees det nærmere på effekter av dagens økonomiske krise på korrigeringen av de globale finansielle ubalansene og på graden av dekobling.

2.3.1 Kortsiktig utviklingstendens for de globale finansielle ubalansene

Forut for dagens krise så man tegn til en gradvis korrigerende av de globale finansielle ubalansene, etter et mønster som i relativt stor grad fulgte de langsiktige korrigerende beskrevet i del 2.2.²⁰ Dagens økonomiske krise har imidlertid ført til at utsiktene for de globale finansielle ubalansene på kort sikt ser noe annerledes ut. Disse utsiktene kan oppsummeres på følgende måte:

- USA har opplevet et kraftig fall i innenlandsk etterspørsel. Dette reduserer USAs driftsbalanseunderskudd.
- Fallet i etterspørselen har imidlertid blitt delvis motsvart av en stor økning i USAs budsjettunderskudd som følge av ekspansiv responspolitikk. Dette øker underskuddet.
- Lavere oljepris medfører redusert amerikansk driftsbalanseunderskudd.
- I Kina har eksporten falt betraktelig. Dette reduserer Kinas driftsbalanseoverskudd.
- Appresieringen av renminbi har siden juli i fjor stoppet opp. Dette gjør korrigeringen av ubalansene vanskeligere.
- Kinesiske myndigheter har iverksatt store tiltakspakker, og økt offentlig forbruk vil påvirke driftsbalansen i riktig retning.
- Dollaren er under stort press og Kina er nå bekymret for store verdifall på sine dollarreserver.

Koblingene mellom USA og Kina vil muligens intensiveres som følge av den økonomiske nedturen vi i dag opplever. På kort sikt trenger Kina økt eksportvekst for å opprettholde sysselsettingsveksten og bevare sosial stabilitet. Hvis Kina fortsetter å kjøre store driftsbalanseoverskudd ved å eksportere til USA og andre industrialiserte økonomier, har landet få alternativer til å intervensere i valutamarkedet gjennom å kjøpe amerikanske statspapirer med reservene de akkumulerer. USA trenger villige kjøpere av statspapirene for å

²⁰ Se for eksempel “IMF Sees Global Imbalances Narrowing, But More to Be Done”, IMF 2008.

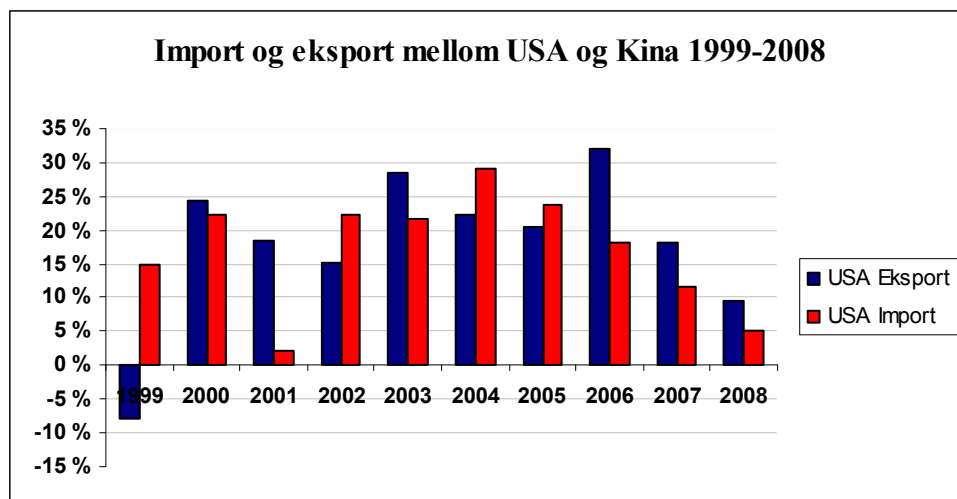
finansiere budsjettunderskuddet som øker ytterligere som følge av økonomisk hjelp og finansiell stimulans.

I følgende delkapittler sees det nærmere på den kortsiktige utviklingen for driftsbalansen beskrevet i punktene ovenfor, samt hvilken effekt slike forhold til ha på graden av dekobling.

2.3.1.1 Bilaterale handelsstrømmer

En rebalansering av handelsstrømmene mellom USA og Kina vil være en viktig faktor for å korrigere de globale finansielle ubalansene, (jf del 2.2.2). De bilaterale handelsstrømmene vil også kunne påvirke graden av dekobling mellom de to økonomiene.

Andelen av Kinas eksport til USA har sunket over tid. I 2000 utgjorde eksporten til USA 22 prosent av Kinas eksport, mens den i 2007 var på 19 prosent.²¹ Av figur 2.18 ser vi at Kinas eksport til USA har vært kraftig avtakende siden 2004. Samtidig har vekstøkningen i USAs eksport til Kina vært mye kraftigere enn vekstøkningen i USAs import fra Kina siden 2006. Mellom 2000 og 2005 øket eksporten fra USA til Kina med 157 prosent, og i 2005 gikk Kina forbi Storbritannia til å bli USAs fjerde største eksportmarked.²²



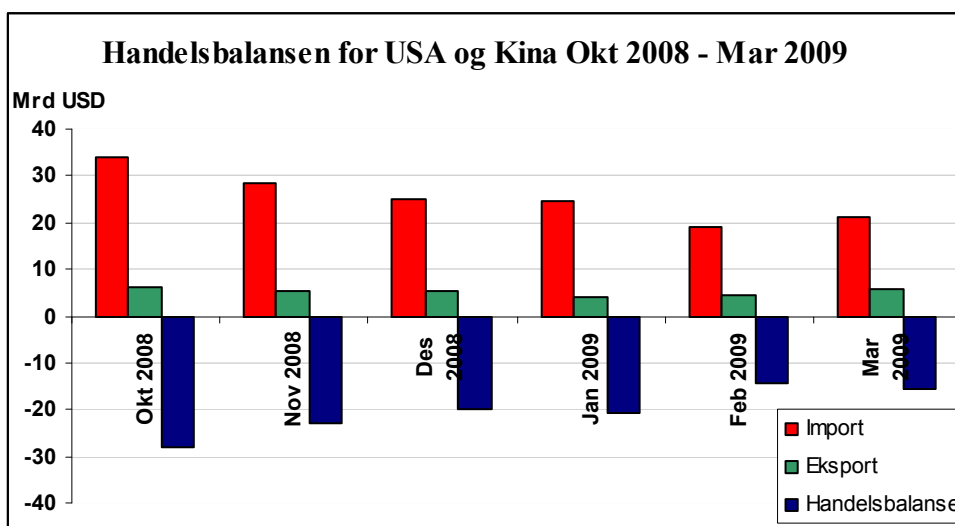
Figur 2.18: Prosentvis endring i USAs eksport til Kina og import fra Kina fra år til år i perioden 1999-2008. Kilde: The U.S. Chinese Business Council.

²¹ Disse beregninger er basert på tall fra IMF's "Direction of Trade Statistics". Dersom handelsvolumet for fastlands-Kina og Hong Kong legges til grunn, utgjorde USA 23 prosent av total eksport i 2007, en nedgang 7 prosentpoeng siden 2000.

²² "US Export to China by state 2000-2005," The US-China Business Council.

Den reduserte eksporten fra Kina til USA over tid og den økte viktigheten av det kinesiske eksportmarkedet for USA, er et tegn på en viktig endring i de bilaterale handelsstrømmene mellom de to økonomiene. USA er ikke lenger et like viktig eksportmarked for Kina som tidligere, og dette vil derfor kunne være en faktor som gir *større grad av dekobling* mellom de to landene. Til tross for dette er USA fortsatt Kinas andre største handelspartner, og en nedgang i den amerikanske importetterspørselen vil derfor ha stor innvirkning på Kinas økonomiske utvikling.

Dagens økonomiske krise har intensivert utviklingen som er skissert ovenfor, samtidig som den har ført til en kraftig nedgang i den bilaterale handelsstrømmen mellom USA og Kina, se figur 2.19 under. Mens det ikke er spesielt store endringer i eksporten fra USA til Kina, er det tydelig et massivt fall i den amerikanske importen fra Kina. Fra oktober 2008 til mars i år har importen sunket med hele 38 prosent. USAs negative handelsbalanse har gått fra minus 27,8 milliarder amerikanske dollar i oktober 2008 til minus 15,6 milliarder i mars 2009. Dette innebærer et reduksjon på hele 44 prosent. Vi ser at dagens økonomiske krise derfor trekker driftsregnskapet mellom de to landene i riktig retning, og således bidrar til *reduuerte globale finansielle ubalanser*.



Figur 2.19: Eksport og import mellom USA og Kina i perioden oktober 2008 til mars 2009. Kilde: U.S. Census Bureau, Foreign Trade Statistics.

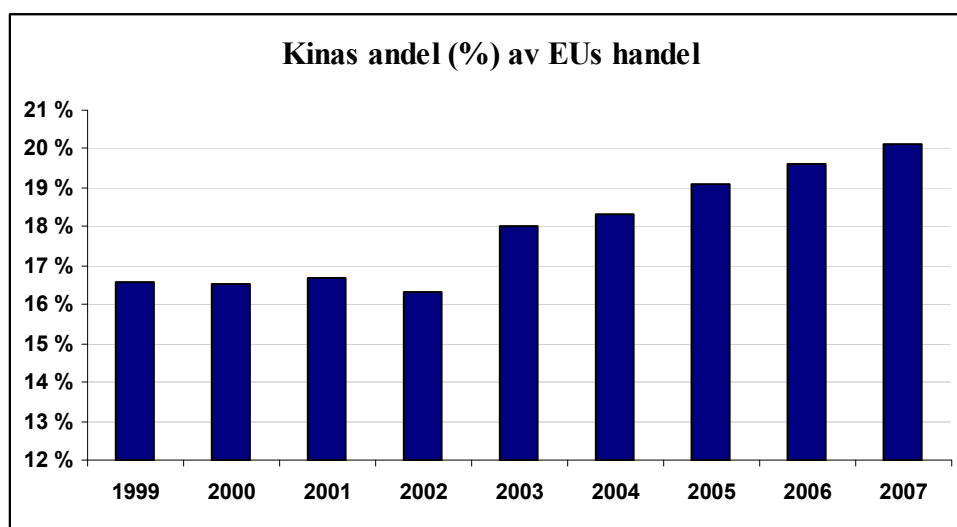
2.3.1.2 Andre handelspartnere

USA er ikke den eneste viktige handelspartneren for Kina. Tabell 2.4 under viser en oversikt over Kinas viktigste handelspartnere i 2008. Slås alle EU landene sammen, utgjorde EU Kinas viktige handelspartner med et handelsvolum på 425,58 milliarder amerikanske dollar i 2008. Det vil si en prosentvis andel på 19,5 prosent, 9 prosent høyere enn USA.

Rangering	Land	Volum	Prosentvis endring
1	USA	333,7	10,5
2	Japan	266,8	13,0
3	Hong Kong	203,7	3,3
4	Sør Korea	186,1	16,2
5	Taiwan	129,2	3,8
6	Tyskland	115,0	22,2
7	Australia	59,7	36,1
8	Rusland	56,8	18,0
9	Malaysia	53,5	15,2
10	Singapore	52,4	10,5

Tabell 2.4: Rangering av Kinas handelspartnere i 2008 målt i milliarder dollar. Prosentvis endring er målt ved forskjellen fra 2007. Kilde: The US-China Business Council.

Figur 2.20 under viser Kinas andel av EUs handel i perioden 1999-2007. Det fremkommer tydelig at EU er et viktig eksportmarked for Kina, og dette markedets betydning har økt betraktelig over tid.



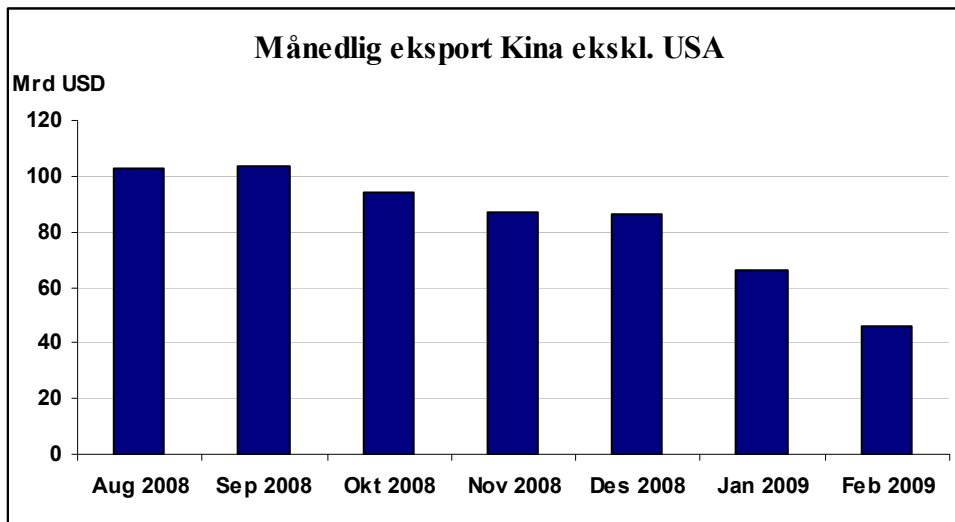
Figur 2.20: Kinas prosentvise andel av EUs handel i perioden 1999-2007. Kilde: Eurostat.

Ovenstående observasjoner tyder på muligheter for økt grad av dekobling mellom den amerikanske og kinesiske økonomien, som følge av at Kina i stor grad også kan støtte sin eksportledede vekst på etterspørsel fra andre land enn USA. Kinas økonomiske utvikling vil på denne måten også avhenge av etterspørselsutviklingen i EU, Japan og andre fremvoksende asiatiske økonomier som Sør-Korea.

Imidlertid har den økonomiske utviklingen i disse økonomiene også vært svært negativ som følge av dagens krise. Euroområdet har gått inn i en dyp resesjon drevet frem av stramme finansielle forhold, synkende aktivpriser, fall i ekstern etterspørsel og økt usikkerhet. Det samme er tilfellet for Japan, der dagens nedtur antas å bli den mest alvorlige i landets etterkrigshistorie. Japansk eksport og næringslivsinvesteringer har stupt, samtidig som yenen har appresiert substansielt og aksjeprisene har halvert seg. Vekstestimatene for 2009 for disse områdene er betydelig mer negative enn det estimatene er for den amerikanske økonomien. (OECD Economic Outlook 2009).

Den negative økonomiske utviklingen i Kinas andre handelspartnere har derfor ført til at etterspørselen fra disse landene også har sunket, og Kina har opplevet et kraftig fall i eksporten til disse markedene, se figur 2.21 under. Den globale krisen har tydeliggjort risikoen av å være for avhengig av ekstern etterspørsel for Kina. Verdien av Kinas totale handel nådde ny rekord på 2,56 billioner amerikanske dollar i 2008, men på år-til-år basis falt utenlandshandelens vekstrate til under 20 prosent for første gang på syv år. Den årlige eksportveksten sank med 8,5 prosentpoeng i 2008.²³ Dette førte til det laveste handelsoverskuddet Kina har hatt siden slutten av 1990-tallet. Dagens økonomiske krise har altså vist at verdens etterspørsel etter Kinas varer og tjenester hverken er automatisk eller garantert.

²³ Tallene er hentet fra General Administration of Customs of the People's Republic of China.



Figur 2.21: Månedlig eksport fra Kina ekskl. USA i perioden august 2008 til februar 2009. Kilde: Tradingeconomics og U.S. Census Bureau, Foreign Trade Statistics.

Basert på ovenstående observasjoner vil handelsstrømmene med andre handelspartnere trekke *graden av dekobling i negativ retning*. Dersom veksten hadde holdt seg oppe i Kinas viktige handelspartnere, ville utsiktene for dekobling mellom USA og Kina vært sterkere.

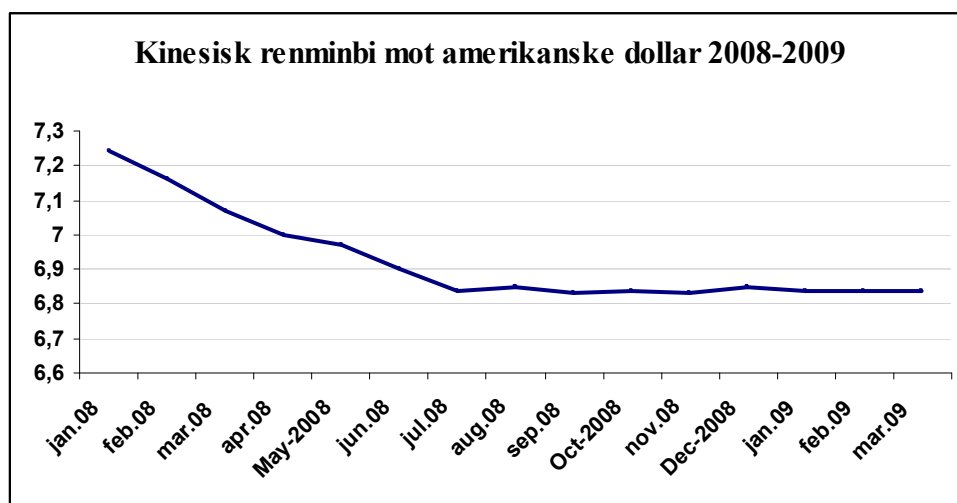
På samme måte som for de bilaterale handelsstrømmene mellom USA og Kina, vil et svakere kinesisk handelsoverskudd *redusere de globale finansielle ubalansene*.

2.3.1.3 Valutakursbevegelser

I seksjon 2.2.2 ble Kinas valutakurssystem og behovet for en appresiering av renminbi mot amerikanske dollar omtalt. Kinas valutakurspolitikk har vært og er et diskusjonsspørsmål, som har skapt politiske og økonomiske spenninger mellom USA og Kina. På grunn av sitt økende handelsoverskudd og hurtige akkumulering av utenlandske valutareserver har Kina blitt beskyldt for valutakursmanipulering. Lovgivere i USA har talt til fordel for å innføre store tariffen på import fra Kina eller gjengjelde på andre måter hvis det ikke blir fortgang i å iverksette en valutareform i Kina.

Figur 2.16 i kapittel 2.2.2 viser at Kina har latt renminbi appresiere med omtrent 21 prosent siden juli 2005 og dette svekker muligens beskyldningene om manipulering noe. Men for å stimulere veksten i eksporten til USA vil Kina muligens ønske å reversere denne utviklingen

nå som tidene har blitt vanskeligere. Av figur 2.22 under ser vi at Kina siden midten av juli 2008 ikke har latt renminbi appresiere ytterligere mot dollaren.



Figur 2.22: Kinesiske renminbi mot amerikanske dollar fra januar 2008 til mars 2009. Kilde: Data 360.

Verdens umiddelbare problemer er et dramatisk fall i etterspørselen på global basis, og dette vil ikke kunne rettes opp via valutakursskift. Valutakursskift endrer den relative etterspørselen mellom land, men skaper ikke økt etterspørsel. Kina har derimot mulighet til å flytte etterspørsel i favør av kinesiske varer og tjenester. I så måte kan stansingen av appresieringen av renminbi siden juli 2008 se ut som et strategisk valg, der de ønsker å bedre bytteforholdet sitt for å opprettholde eksporten, og således redusere virkningene av den økonomiske krisen. En slik manipulering av bytteforholdet for varer og tjenester overfor USA og andre viktige handelspartnere kan bidra til *økt grad av dekobling* på ”svært” kort sikt, ved å bidra til at de negative effektene av krisen blir mindre for den kinesiske økonomien relativt til USA. På noe lengre sikt vil imidlertid en undervurdert renminbi kunne tilsi fortsatt eksportavhengighet for Kina, og således medføre at *graden av dekobling reduseres*.

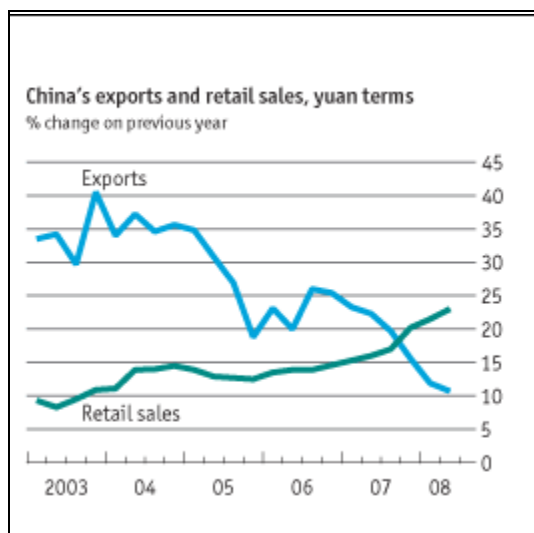
Stansingen av appresieringen av renminbi mot dollar siden juli 2008 vil føre til *mindre reduksjon i de globale finansielle ubalansene* både på kort og på noe lengre sikt.

2.3.1.4 Innenlandsk etterspørselspolitikk

Fallet i den kinesiske eksporten har gitt kinesiske produsenter et stort insentiv til å øke det innenlandske salget. Samtidig som det har gitt myndighetene et kraftig insentiv til å iverksette

tiltak som kan øke den innenlandske etterspørselen. Økt innenlandsk etterspørsel vil bidra til å rebalansere Kinas økonomiske vekst fra eksport mot innenlandsk konsum, og på denne måten vil effekten av slike tiltakspakker være spesielt avgjørende for graden av dekobling.

Allerede forut for dagens økonomiske krise så man en trend i den kinesiske økonomien mot mindre eksportavhengig vekst. Fra tredje kvartal 2007 og frem mot august 2008 vokste det innenlandske konsumet raskere enn eksporten i Kina, jf figur 2.23 under. Detaljhandelen økte med 23 prosent i nominelle termer fra juli 2007 til juli 2008, og 16 prosent i reelle termer. Dragonomics, et Beijing basert analyse firma, estimerte at konsumet bidro med to tredeler av Kinas BNP-vekst i første halvdel av 2008, opp fra 44 prosent i 2007. Disse observasjonene taler til fordel for at Kinas stimulans av innelandsk etterspørsel, vil kunne bidra til en balansering av den økonomiske veksten mot innenlandsk etterspørsel fremfor eksport, og dette vil således kunne gi *økt grad av dekobling*.



Figur 2.23: Utvikling i Kinas eksport og detaljhandel i perioden 2003-2008. Kilde: The Economist.

Allerede i november 2008 annonserte kinesiske myndigheter en enorm investeringsplan for 2009 og 2010, på hele 585 milliarder dollar. Tiltakene i denne planen er først og fremst rettet mot større infrastrukturprosjekter og storselskaper. Men myndighetene har også forsøkt å få opp det innenlandske forbruket ved for eksempel å lege til rette for prisavslag ved kjøp av kinesisk produserte hvitevarer og elektronikk. I tillegg har enkelte kinesiske storbyer iverksatt egne subsidier for å opprettholde den økonomiske aktiviteten. I Hangzhou, som har fem millioner innbyggere, fikk rundt en million mennesker utdelt gavekort på inntil 600 kroner de

siste ukene i mars.²⁴ Det kan også se ut som at tiltakene fungerer, og landets detaljhandel steg med 14,8 prosent i april i 2009 i følge Chinese National Bureau of Statistics.

Kina har også drevet ekspansiv pengepolitikk for å begrense de negative effektene av krisen, og har siden i fjor høst kuttet renten fem ganger, fra 7,5 prosent i mai i fjor til 5,31 prosent i april i år. I tillegg er bankene blitt pålagt å øke utlånene. Dette har tilført store mengder kapital til den kinesiske økonomien, og utlånsveksten har vært eksplosiv. I mars i år var utlånene nesten 2000 milliarder kroner – seks ganger høyere enn i mars i fjor.

Investeringsnivået har økt med over 26 prosent i byområdene i dette årets to første måneder og utlånene er firedoblet. Samtidig har Shanghai-børsen steget med over 30 prosent siden nyttår.²⁵

Disse tidlige tallene for utviklingen i den kinesiske økonomien tyder på at Kinas stimuleringspolitikk gir positive resultater for den innenlandske økonomiske aktiviteten. Dette taler, på samme måte som den mer generelle trenden mot en mer innenlandsk etterspørselsdrevet vekst, for at slike tiltak vil påvirke *graden av dekobling i en positiv retning*.

USA har også drevet ekspansiv etterspørselspolitikk, og i februar 2009 iverksatte Obama administrasjonen en stimuleringspakke på 787 milliarder dollar (omtrent 5,5 prosent av BNP). Pakken inkluderer skattelette, økt arbeidsledighetstrygd og andre sosial velferdstiltak, i tillegg til økt forbruk innenfor utdanning, helse og infrastruktur. Det er estimert at pakken kan skape rundt 3,6 millioner jobber i løpet av to år.²⁶ Den amerikanske sentralbanken har også kuttet styringsrenten raskt og mye. I desember 2007 var den amerikanske styringsrenten lik 4,25 prosent, mens den i desember i 2008 var kuttet helt ned til nullnivå.

Ekspansiv etterspørselspolitikk i USA vil kunne bidra svakere nedgangskonjunktur i USA, enn det som ville blitt tilfellet uten denne formen for offentlig hjelp, og gitt USAs størrelse og økonomiske tyngde vil dette gi positive ringvirkninger til hele den globale økonomien. Imidlertid medfører økt budsjettunderskudd i USA, at USA øker sin avhengighet til land med overskudd på driftsbalansen, deriblant Kina, da disse må være villige til å finansiere underskuddet. Dersom man går ut fra at overskuddslandene ikke stopper kapitalstrømmene til

²⁴ "Tegn til optimisme i Asia", Dagens Næringsliv 12.03.09

²⁵ "Kina viser muskler før G20 møtet", Dagens næringsliv 30.03. 09

²⁶ Se brev til Committee on the Budget United States Senate ved D.W Elmendorf, amerikansk senator, 11.02.09.

USA, samtidig som USAs ekspansive responspolitikk bidrar til at den amerikanske nedgangskonjunkturen reduseres, vil dette i sin tur føre til mindre eksportnedgang for Kina. På noe lengre sikt vil amerikansk innenlandsk etterspørselsstimulans derfor kunne tale for *mindre grad av dekobling* fremover i tid, samtidig som det bidrar til en mindre nedgangskonjunktur i Kina.

I relasjon til de globale finansielle ubalansene vil USAs massive tiltakspakke øke behovet for utenlandske lån, og dermed på kort sikt *øke de globale finansielle ubalansene*. Kinas enorme investeringsplan vil derimot øke det offentlige forbruket og dermed *redusere de globale finansielle ubalansene*.

I de fire siste delkapitlene ovenfor er det redegjort for ulike faktorer ved driftsbalansen og hvordan deres kortsiktige utvikling vil innvirke på de globale finansielle ubalansene og graden av dekobling. Resultatene kan oppsummeres i følgende tabell:

↓ = Reduksjon ↑ = Økning	Globale finansielle ubalanser	Dekobling
Bilaterale handelsstrømmer	↓	↑
Andre handelsstrømmer	↓	↓
Valutakurs	↑	↕
Offentlig etterspørselsstimulans i Kina	↓	↑
Offentlig etterspørselsstimulans i USA	↑	↓

Tabell 2.5: Oversikt over i hvilken retning ulike faktorer ved driftsbalansen trekker de globale finansielle ubalansene og graden av dekobling på kort sikt.

Som nevnt innledningsvis ser vi at de globale finansielle ubalansene trekkes i ulik retning på kort sikt. Det samme gjelder graden av dekobling. De bilaterale handelsstrømmene mellom USA og Kina, samt økt innenlandsk etterspørsel i Kina vil kunne medføre økt grad av dekobling, mens nedgangen i handelsstrømmene med andre handelspartnere, samt økt etterspørsel i USA vil kunne redusere graden av dekobling. Valutakursen mellom de to landene trekker i begge retninger, der en svak renminibi mot amerikanske dollar vil øke eksporten fra Kina til USA og således øke graden av dekobling, mens dette på lengre sikt vil kunne bidra til å opprettholde Kinas avhengighet til eksportledet vekst.

Det viser seg altså vanskelig å si noe konkret om graden av dekobling med et rent teoretisk perspektiv. Neste kapittel av utredningen vil derfor presentere en empirisk analyse av graden av dekobling mellom USA og Kina i forbindelse med dagens økonomiske krise.

3. Analyse av dekobling

Som nevnt innledningsvis har det blitt reist tvil om deklingshypotesens relevans etter hvert som dagens krise skred frem. Krisen har utviklet seg til å bli en global finansiell og realøkonomisk krise, som også har gått hardt utover de fremvoksende økonomiene. Hvorvidt det har forekommet en grad av dekobling mellom USA og Kina undersøkes i dette kapitlet. I del 3.1 redegjøres det for viktige metodiske aspekter ved analysen, i del 3.2 presenteres resultatet for realøkonomisk dekobling i variablene BNP, konsum og investeringer, og i del 3.3 presenteres resultatene for finansiell dekobling.

3.1 Metodiske aspekter

Denne utredningens definisjon av deklingshypotesen tar utgangspunkt i at dekobling er et *konjunkturt* fenomen. Dette innebærer at det vil være nødvendig å gjøre en dekomponering av trendveksten og de sykliske utslagene i aggregerte økonomiske størrelser for å kunne si noe om graden av dekobling. En slik dekomponering vil gjøres ved hjelp av et Hodrick-Prescott filter, og denne metoden beskrives i del 3.1.3.

Denne utredningens definisjon av deklingshypotesen vurderer den også som et *gradsspørsmål*. Den sterke varianten av dekobling innebærer at konjunktursyklusen i fremvoksende økonomier skal fortsette å vise en *positiv vekstutvikling* selv om industrialiserte økonomier går inn i en nedgangskonjunktur, mens den svake varianten impliserer at den konjunkturrelle veksten i fremvoksende økonomier skal *avta mindre* enn den har gjort historisk sett, gitt utviklingen i industrialiserte land. Om det har forekommet en grad av dekobling vil undersøkes ved å beregne korrelasjonskoeffisienten, ρ ,²⁷ mellom tidsserier for ulike økonomiske variabler. Den sterke formen for dekobling impliserer dermed at det skal ha vært negativ samvariasjon mellom konjunkturutslagene, og altså at korrelasjonskoeffisienten

²⁷ Korrelasjonskoeffisienten varierer mellom minus én og pluss én. Når den er nær ett av disse ytterpunktene, er det en sterk negativ eller positiv samvariasjon mellom to serier. Når den er nær null, er det lite samvariasjon mellom to serier.

skal være mindre enn null, $\rho < 0$. Den svake formen for dekobling innebærer imidlertid kun at korrelasjonen skal være lavere enn det den normalt har vært. Dette innebærer at koeffisienten fortsatt kan være positiv, men altså mindre positiv enn den har vært historisk sett. For å kunne si noe om den hvorvidt det foreligger svak form for dekobling, vil det være interessant å sammenligne korrelasjonen over tidsrommet for dagens økonomiske krise, med korrelasjonen ved tidligere nedgangstider i USA. Dersom korrelasjonen mellom de aktuelle størrelsene som sammenliknes viser seg å være like høy som ved tidligere nedgangstider, vil dette innebære at det ikke har vært noen grad av dekobling mellom de to landene, da dette innebærer at den økonomiske veksten i begge land har avtatt forholdsmessig omtrent like mye, gitt den historiske erfaringen.

For å undersøke graden av dekobling i forbindelse med nedgangskonjunkturen vi i dag er inne i, er det nødvendig å tidfeste starttidspunktet til dagens resesjon i USA, samt identifisere tidligere perioder med nedgangstider i USA. Det finnes ulike innfallsvinkler til målingen og dateringen av de ulike konjunkturfasene i en økonomi, og i hovedsak finnes det to ulike typer sykelbegrep; *klassiske sykler* og *vekstsykler*. Hvilket av disse sykelbegrepene man velger å anvende får konsekvenser for tidfestingen av dagens resesjons starttidspunkt, og under følger en redegjørelse for distinksjonen mellom disse to sykelbegrepene.

3.1.2 Klassiske sykler og vekstsykler

En *klassisk sykel* har vendepunkter (topp- og bunnpunkter) som dateres ut ifra lokale maksimums- og minimumsverdier i en trendsykel. *Vekstsykler* defineres derimot i forhold til den langsiktige trenden i en tidsserie, slik at konjunktursykler fastlegges ut fra endringer i veksttakten i den aggregerte økonomien. Konjunkturbunnene og –toppene nåes der tallverdien på avviket mellom faktisk serie og trend er størst. Forskjellen mellom en klassisk sykel og en vekstsykel kan grafisk illustreres som i figur 3.1 under.



Figur 3.1: Grafisk fremstilling av klassiske sykler (øverst) og vekstsykler.

Konjunkturforløpet i henhold til klassiske sykler er vist øverst i figuren, mens et vekstsyklisk forløp vises i nedre del. Med en klassisk sykel tilnærming ser vi at økonomien er i en ekspansjonsfase inntil man når et lokalt toppunkt. En resesjons starttidspunkt tidfestes dermed til etter dette toppunktet, og varer helt til man når et bunnpunkt. I denne fasen har økonomien en negativ vekstutvikling. Neste fase er gjenoppheftingsfasen, som varer inntil forrige toppunkt passerer, hvorpå økonomien deretter igjen går inn i en ekspansjonsfase. En vekstsyklisk tilnærming derimot deler konjunktursykelen inn i fire faser. Under en høykonjunktur vil økonomien først ekspandere inntil den når det punktet der veksten sammenfaller med trendveksten, og går inn i en fase med avdemping. En lavkonjunkturs starttidspunkt defineres dermed til det punktet der den faktiske sykelen faller under trenden, og økonomien opplever et tilbakeslag inntil den når et bunnpunkt der veksten er lik trendveksten. Fra dette punktet går økonomien inn i en ny konjunkturoppgang, med en gjeninnhenting av veksten, før økonomien deretter er tilbake i ekspansjon når sykelen trekker over trenden.

Av figuren fremkommer det også at bunnpunktene vil komme tidligere og toppunktene senere ved den klassiske sykel tilnærmingen enn ved den vekstsykliske tilnærmingen, gitt at det er

positiv trendvekst. Dette impliserer at ekspansjonsfasen varer lenger og kontraksjonsfasen kortere i klassiske sykler.

Ikke alle bevegelser opp og ned i de økonomiske konjunktorene kan kalles en konjunktursykel, og det finnes flere ulike definisjoner på en konjunktursykel. Eksempelvis definerer NBER en konjunktursykel med utgangspunkt i en nedgangsperiode slik: “*A significant decline in economic activity spread across the economy, lasting more than a few months, normally visible in real GDP, real income, employment, industrial production, and wholesale-retail sales*”. Som vi ser stilles det krav til en konjunktursykels varighet, styrke og diffusjon. Det vil si at det må være henholdsvis et minimum av tid mellom vendepunktene, det må være en viss forskjell mellom topp- og bunnpunktene, samtidig som bevegelsene må finnes igjen i mange sentrale komponenter i økonomien.

Vekstraten for trenden og den trendsykliske kurven kan tilnærmes med henholdsvis *potensiell produksjon* og *sesongjustert faktisk produksjon* (BNP). Differansen mellom disse to størrelsene kalles *produksjonsgapet*, og gir uttrykk for den totale ressursutnyttelsen i økonomien. Når produksjonen er over trend, vil produksjonsgapet være positivt og økonomien befinne seg i en høykonjunktur. Dette innebærer et høyt aktivitetsnivå i økonomien, som kan skape press mot realressursene og tiltakende pris- og kostnadsvekst. I motsatt tilfelle, med et negativt produksjonsgap, vil økonomien være inne i en lavkonjunktur, med lav økonomisk aktivitet og fare for deflasjon. Bergo (2004) definerer potensiell produksjon som ”det produksjonen ville vært dersom priser og lønninger hadde vært helt fleksible”.

Det vil være nødvendig å benytte en tilnærming for å estimere potensiell produksjon, for videre å identifisere produksjonsgapet og klassifisere ulike faser i konjunktursykelen. Det finnes ulike metoder for dette, hver med sine fordeler og ulemper. I den følgende estimeringen av potensiell produksjon og produksjonsgapet vil det benyttes et *Hodrick-Prescott filter*. Dette er en populær metode, som brukes blant annet av Norges Bank og Finansdepartementet. Under følger en kort presentasjon av denne metoden, samt en gjennomgang av metodens fordeler og ulemper.

3.1.3 Kort om Hodrick-Prescott filteret

Hodrick-Prescott filteret (HP-filter) forutsetter at en tidsserie kan dekomponeres i en trendkomponent og en syklisk komponent (jf Bjørnland, 2004).²⁸ Metoden tillater gradvise endringer i trendmessig produksjon over tid, mens mer kortsiktige fluktuasjoner antas å gjenspeile sykliske variasjoner i etterspørselen i økonomien. Metoden er univariat, noe som innebærer at det kun benyttes informasjon fra den aktuelle tidsserien til å beregne potensiell produksjon/trend. Man trenger dermed kun tall for BNP for å beregne potensiell produksjon. Dette gjøres ved å minimere følgende uttrykk:

$$(3.1) \quad \min \left\{ \sum_{t=1}^T (y_t - \tau_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(\tau_{t+1} - \tau_t) - (\tau_t - \tau_{t-1})]^2 \right\},$$

for $t=1 \dots T$, hvor $y_t =$ faktisk produksjon og $\tau_t =$ potensiell produksjon eller trend. Det første leddet i uttrykket er produksjonsgapet, som kvadreres for å gi både positive og negative avvik like stor vekt. Det andre leddet er et mål på endringene i trend, og dette leddet vektet med parameteret λ , lambda, som må ha en verdi mellom null og uendelig.

Lambda gir uttrykk for omfanget av variasjoner i den trendmessige produksjonen, og bestemmes eksogen i forkant av analysen. Jo nærmere 0 verdien på dette parameteret settes, jo mer variasjon tillates i trenden. Dersom $\lambda = 0$ faller ledd nummer to bort, slik at trenden vil følge utviklingen i det faktiske BNP. Dersom parameteret derimot settes lik uendelig, $\lambda = \infty$, mister første ledd sin relative betydning. Endringen i trenden, $\Delta\tau$, blir da konstant og man får en lineær trend. I en studie av amerikanske konjunktursykler foreslo Kydland og Prescott (1990) en verdi for lambda på 1600 for kvartalstall, da de fant at denne verdien ga en trend i BNP som var rimelig. Dette har med tiden festet seg som en internasjonal standard, og det vil derfor benyttes en $\lambda = 1600$ i de videre analysene. HP-filteret kan også benyttes til å beregne trend i andre variabler enn produksjon (BNP), og denne metoden vil derfor også benyttes for å beregne konsum- og investeringsgap i den påfølgende analysen av realøkonomisk dekobling.

²⁸ En økonomisk tidsserie kan bestå av følgende komponenter: $Y = C + T + SES + U$, der C betegner en syklisk komponent, T er trendkomponenten, SES angir en sesongmessig komponent og U er et stokastisk feilledd som fanger opp eventuelle målefeil. Dersom vi justerer tidsserien for sesongmessig variasjon og antar at feilleddet er så lite at man kan se bort i fra det, kan en trendsyklisk kurve, X , uttrykkes slik: $X = C + T$.

Som nevnt innledningsvis er HP-filteeret et vanlig benyttet verktøy for å dekomponere tidsserier. Metoden er forholdsvis intuitiv og enkel i bruk, noe som er en klar styrke ved verktøyet. Samtidig eksisterer det visse svakheter ved filteret. For det første kan det diskuteres hvorvidt trenden i BNP, slik den avdekkes gjennom HP-filteeret, kan samsvares med potensiell produksjon – det ligger ingen økonomisk teori til grunn for å anta at trend i BNP er det samme som potensiell produksjon – eller at et HP-filteer kan benyttes til å finne denne trenden. Metoden mangler således et teoretisk fundament. I tillegg er resultatet avhengig av et skjønsmessig valg av verdien for lambda.

HP-filteeret er et tosidig filter, og benytter observasjoner både fra periode $t-1$ og $t+1$ til å bestemme potensiell produksjon i periode t . På slutten av en tidsserie finnes derimot ingen fremtidig observasjoner, og på begynnelsen finnes ingen historiske observasjoner. Konsekvensen av slike manglende observasjoner i ytterkantene av en tidsserie er at her vil størrelsen på produksjonsgapet påvirkes mer av faktisk produksjon enn i resten av tidsserien. Dette kan vanskeliggjøre tolkningen av produksjonsgapet i nåtid. Dette problemet kan i noen grad unngås dersom en forlenger dataserien, for eksempel ved hjelp av prognoser.

Det hefter også et realtidsproblem til bruken av et HP-filteer. Det knyttes ofte stor usikkerhet til de ferskeste observasjonene (realtime data) av for eksempel BNP, og disse er ofte gjenstand for revisjon i ettertid. Revisjonene kan tidvis være betydelige og medføre større endringer i opprinnelig beregnet produksjonsgap. Ved bruk av HP-filteeret forsterkes realtidsproblematikken av at de ferskeste observasjonene også gis større vekt, jf endepunktsproblematikken beskrevet ovenfor.

Til slutt kan det nevnes at dersom det eksisterer et negativt produksjonsgap over lang tid, slik at man har med svært lange konjunktursykler å gjøre, vil ikke dette fanges opp av et HP-filteer med standard verdier av lambda. I stedet for å betrakte dette som et negativt produksjonsgap vil HP-filteeret nedjustere trenden. Således vil det som i virkeligheten er et negativt produksjonsgap komme til uttrykk som avtakende potensiell produksjon. I tillegg antar HP-filteeret at positive og negative avvik har lik vekt (første ledd i likningen). Dette tilsvarer at oppgangs- og nedgangskonjunkturer er like lange i snitt. Dette er ikke nødvendigvis empirisk korrekt, jf Romer (1999), som finner at resesjonene har blitt kortere og ekspansjonene lengre etter andre verdenskrig. HP-filteerets behandling av lange konjunktursykler kan derfor omtales som en svakhet ved metoden.

Som nevnt innledningsvis forutsetter HP-filteret at en tidsserie kan dekomponeres i en trendkomponent og en syklisk komponent. For å kunne avdekke trenden i en tidsserie ved hjelp av HP-filteret, må derfor tidsseriene være sesongjustert. Under følger en kort gjennomgang av hva en sesongjustering av en tidsserie innebærer.

3.1.4 Sesongjustering

Sesongvariasjoner tilskrives økonomisk aktivitet som gjentaes med tilnærmet samme styrke hver måned, kvartal eller år. Typiske eksempler er høytider som er preget av økt handelsaktivitet. Slike sesongvariasjoner er det ønskelig å eliminere fra en dataserie, for bedre å kunne studere de underliggende bevegelsene i økonomien. Derimot ønsker man å beholde variasjoner som skyldes *uforventet* økt eller redusert aktivitet som vi eksempelvis ser i økonomien i dag. Det er derfor nødvendig å arbeide med sesongjusterte serier for å kunne avdekke trenden, og dataseriene som benyttes i den realøkonomiske analysen vil derfor være sesongjustert.²⁹

3.1.5 Konjunkturdatering

Som nevnt tidligere vil det være nødvendig å tidfeste dagens nedgangskonjunkturs starttidspunkt i USA, for å kunne undersøke om det foreligger en form for dekobling, samt identifisere tidligere perioder med resesjoner i USA for å undersøke en svak form for dekobling. Det vil også være interessant å sammenlikne konjunkturforløpet i USA og Kina over tid, som en slags første innledende analyse av dekoblingshypotesen. Konjunkturforløpet for Kina tidfestes derfor også.

For å identifisere produksjonsgapene over det siste 10-året, benyttes et HP-filter med $\lambda = 1600$, etter metoden beskrevet ovenfor. Konjunktorene vil klassifiseres både i henhold til den vekstsykliske tilnærmingen og den klassiske sykel tilnærmingen. Samtidig vil det gjøres en skjønnsmessig vurdering om sykkelens lengde og dybde er tilstrekkelig for å kunne klassifiseres som en konjunktursykel, jf definisjon av en konjunktursykel i del 3.1.2. Konjunkturforløpet vil imidlertid kun klassifiseres ut i fra svingninger i BNP, og således tas

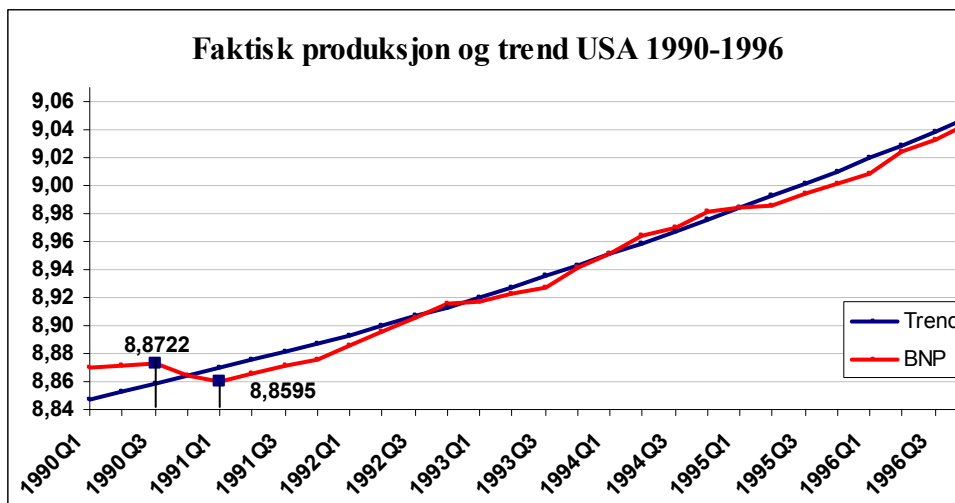
²⁹ BNP-tallene for USA finnes oppgitt som sesongjusterte variabler, mens dette ikke er tilfellet for Kina. En funksjon i statistikkprogrammet Minitab er derfor benyttet for å sesongjustere de kinesiske dataseriene.

det ikke hensyn til graden av diffusjon over ulike økonomiske størrelser ved tidfestingen av syklene.

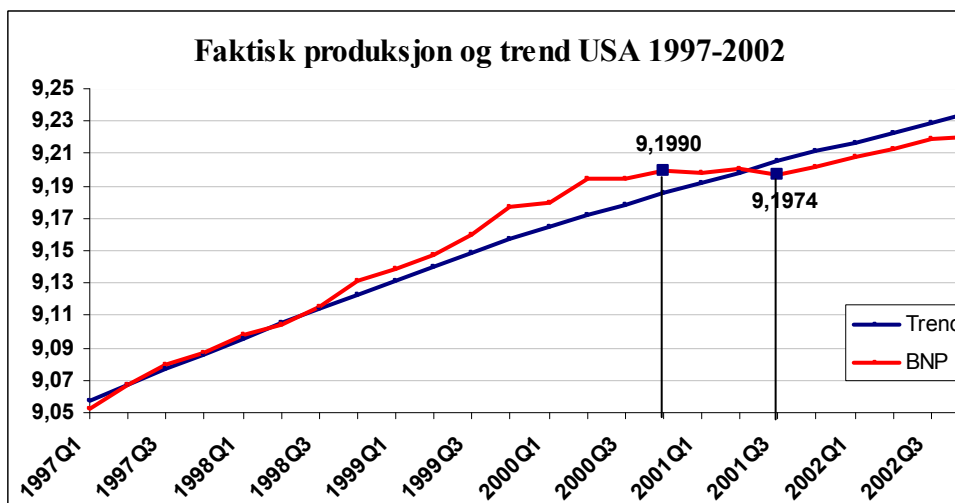
3.1.5.1 Tidfesting av konjunkturforløpet i USA

Klassisk sykel tilnærming til konjunkturforløpet i USA

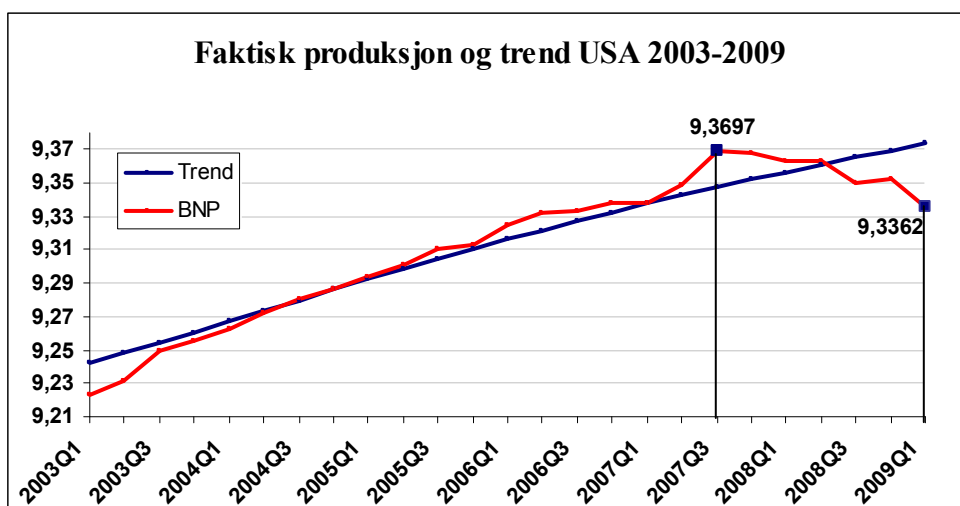
Den klassiske sykel tilnærmingen til konjunkturforløpet daterer vendepunktene i syklene ut i fra lokale maksimums- og minimumspunkter i den trendsykliske veksten. Disse kan identifiseres ut i fra figur 3.2, 3.3 og 3.4 under, som viser faktisk produksjon og trendmessig vekst over perioden 1990-2009. De lokale maksimums- og minimumspunktene er merket av spesielt.



Figur 3.2: Trendmessig vekst og faktisk BNP i USA over perioden 1990 til 1996.



Figur 3.3: Trendmessig vekst og faktisk BNP i USA over perioden 1997-2002.



Figur 3.4: Trendmessig vekst og faktisk BNP i USA over perioden 2003-2009.

Ut i fra ovenstående forklaring og figurer kan de konjunktuelle fasene oppsummeres som i tabell 3.1 under.

Klassisk sykel tilnærming			
Konjunkturfase	Start	Slutt	Antall kvartaler
Resesjon	Q4.1990	Q1.1991	2
Gjenoppheving	Q2.1991	Q1.1992	4
Ekspansjon	Q2.1992	Q1.2001	36
Resesjon	Q2.2001	Q4.2001	3
Gjenoppheving	Q1.2002	Q2.2002	2
Ekspansjon	Q3.2002	Q3.2007	21
Resesjon	Q4.2007		6

3.1: Oversikt over konjunkturforløpet for USA i perioden 1990-2009 i henhold til den klassiske sykel tilnærmingen.

Det kan identifiseres et lokalt toppunkt i tredje kvartal 1990 og et lokalt bunnpunkt i første kvartal 1991. I henhold til den klassiske sykel tilnærmingen befinner derfor USA seg i en kort resesjon fra fjerde kvartal 1990 til første kvartal 1991. Det forrige toppunktet passeres i første kvartal 1992 og perioden fra andre kvartal 1991 frem til dette tidspunktet kan derfor klassifiseres som en gjenopphevingfase. Resten av 90-tallet ekspanderte den amerikanske økonomien, og opplevet en 36 kvartaler lang ekspansjon fra andre kvartal 1992 til første kvartal 2001. Deretter gikk økonomien inn en kort resesjon på 3 kvartaler fra andre kvartal 2001 til fjerde kvartal 2001. Den påfølgende ekspansjonen begynte i tredje kvartal 2002 og

nådde sitt toppunkt i tredje kvartal 2007. Fra fjerde kvartal 2007 har den amerikanske økonomien vært i en resesjon i henhold til den klassiske sykel tilnærmingen, og denne resesjonen har vart i 6 kvartaler så langt. Det er for tidlig å avgjøre om denne resesjonens bunnpunkt ligger foran eller bak oss.

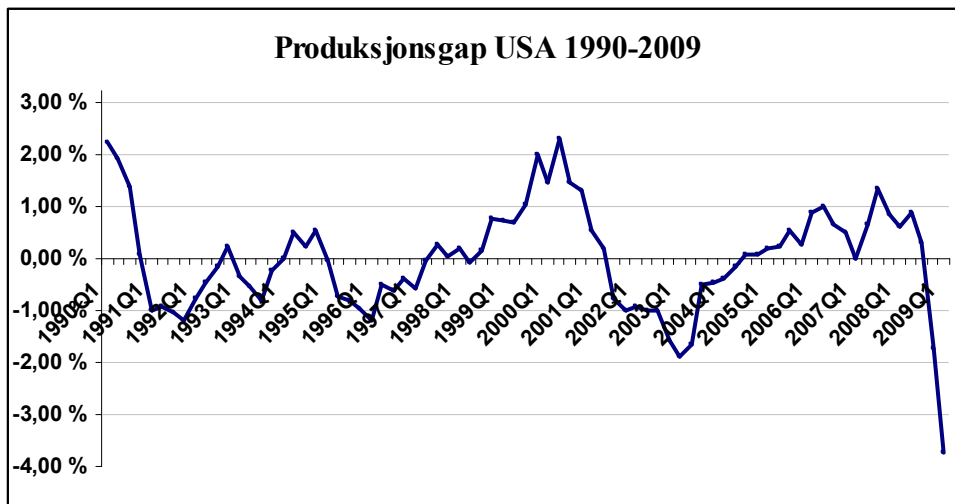
NBER er ansvarlige for dateringen av de amerikanske konjunktursyklene, og benytter det klassiske konjunkturbegrepet. Som følge av at realtidsdata ofte er gjenstand for revisjoner, benytter de en bakoverskuende tilnærming i sine dateringer. Eksempelvis daterer NBER et bunnpunkt til november 2001, og dette ble først avdekket i juli 2003. Dagens resesjons starttidspunkt tidfestes til desember 2007 og ble publisert i november 2008.³⁰

For øvrig stemmer de ovenstående identifiserte konjunktorene etter den klassiske sykel tilnærmingen godt overens med NBERs konjunkturdateringer. I følge deres datering var USA i resesjon mellom juli 1990 og mars 1991, og mellom mars og november 2001. Toppunktet for siste ekspansjon er som nevnt tidfestet til desember 2007. Denne klassifiseringen er omtrent identisk med klassifiseringen som er presentert over.

Vekstsyklisk tilnærming til konjunkturforløpet i USA

Når den vekstsykliske tilnærmingen benyttes til å identifisere oppgangs- og nedgangskonjunkturer, er fortegnet på produksjonsgapet det relevante målet. Når produksjonsgapet er positivt er økonomien inne i en høykonjunktur, mens den befinner seg i en nedgangskonjunktur når det er negativt. Figur 3.5 under viser utviklingen i produksjonsgapet i den amerikanske økonomien fra 1990 frem til i dag.

³⁰ NBERs hjemmeside: www.nber.org.



Figur 3.5: Produksjonsgapet i USA i perioden 1990 til 2009.

I henhold til forklaringen og figuren ovenfor kan følgende tabell stilles opp for konjunkturforløpet i USA de siste tyve årene:

Vekstsyklisk tilnærming				
Konjunktur	Start	Slutt	Topp- /bunnpunkt	Antall kvartaler
Lavkonjunktur	Q4.1990	Q1.1994	Q4.1991	14
Høykonjunktur	Q2.1994	Q4.1994	Q4.1994	3
Lavkonjunktur	Q1.1995	Q1.1997	Q1.1996	9
Høykonjunktur	Q2.1997	Q2.2001	Q2.2000	17
Lavkonjunktur	Q3.2001	Q2.2004	Q1.2003	12
Høykonjunktur	Q3.2004	Q4.2008	Q3.2007	18
Lavkonjunktur	Q1.2009			1

Tabell 3.2: Oversikt over konjunkturforløpet for USA i perioden 1990-2009 i henhold til den vekstsykliske tilnærmingen.

Vi ser at USA befant seg i en lavkonjunktur fra fjerde kvartal 1990 frem til første kvartal 1994, med et bunnpunkt i siste kvartal 1991. Deretter gikk økonomien inn i en svært kort høykonjunktur på tre kvartaler, før den gikk inn i en nedgangsperiode som varte i overkant av to år. Neste høykonjunktur varte i hele 17 kvartaler og strakk seg fra andre kvartal 1997 til og med andre kvartal 2001, med et toppunkt i andre kvartal 2000. Påfølgende lavkonjunktur hadde sitt bunnpunkt i første kvartal 2003, og varte i 12 kvartaler. Den siste høykonjunktoren begynte i tredje kvartal 2004 og sluttet i fjerde kvartal 2008. Denne hadde da vart i 18 kvartaler, og har et tilhørende toppunkt i tredje kvartal 2007. Dagens nedgangskonjunkturs starttidspunkt tidfestes dermed til første kvartal i 2009, og der befinner vi oss nå.

Sammenliknes konjunkturforløpet gitt ved den klassiske sykel tilnærmingen og den vekstsykliske tilnærmingen, fremkommer det tydelig at ekspansjonsfasen er lengre og kontraksjonsfasen kortere dersom man benytter den klassiske sykel tilnærmingen. Den klassiske sykel tilnærmingen tilsier for eksempel at omtrent hele 90-tallet har vært en uavbrutt ekspansjonsfase. Dersom denne perioden derimot vurderes i henhold til den vekstsykliske metoden, kan man identifisere en lavkonjunktur fra første kvartal 1995 til første kvartal 1997.

Den ovenstående klassifiseringen av konjunkturforløpet har implikasjoner for analysen av dekobling. I henhold til den *klassiske sykel* tilnærmingen begynte den amerikanske resesjonen i *fjerde kvartal 2007*, mens den *vekstsykliske* tilnærmingen tidfester den pågående økonomiske nedgangskonjunkturen i USA fra og med *første kvartal 2009*. Det vil si at man ved analysen av dekobling skal sammenligne korrelasjonen mellom amerikanske og kinesiske dataserier i perioden fjerde kvartal 2007 til første kvartal 2009 dersom førstnevnte tilnærming legges til grunn. Dersom sistnevnte tilnærming derimot legges til grunn, skal kun korrelasjonen over første kvartal 2009 sammenliknes.

De realøkonomiske dataseriene består av kvartalsvise data, og den vekstsykliske tilnærmingen innebærer dermed at man for de realøkonomiske dataseriene kun beregner korrelasjonen for *én* observasjon. Intuitivt gir ikke dette noen mening. Ved den finansielle analysen derimot eksisterer det daglige observasjoner for hele første kvartal 2009, og det er dermed mulig å gjøre en analyse av korrelasjonen. Dette betyr at den klassiske sykel tilnærmingen vil legges til grunn for tidfestingen av dagens nedgangskonjunkturs starttidspunkt ved den realøkonomiske analysen for dekobling. Mens begge sykeltilnærmingene vil legges til grunn ved den finansielle analysen.

3.1.5.2 Tidfesting av konjunkturforløpet i Kina

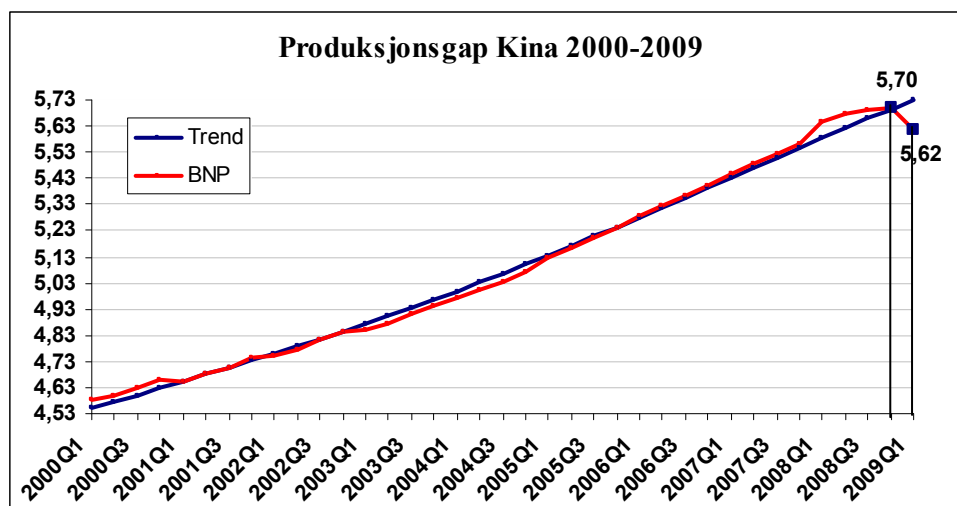
Klassisk sykel tilnærming til konjunkturforløpet i Kina

Den klassiske sykel tilnærmingen egner seg ikke for klassifiseringen av det kinesiske konjunkturforløpet. Dette kommer av at den klassiske sykel tilnærmingen ikke gjør noen

forutsetning om økonomisk vekst, og klassifiserer syklene som gjentatte fluktuasjoner rundt et steady state. Trendveksten i både den amerikanske og kinesiske økonomien er positiv. Det vil si at man hele tiden ser en økning i landets produksjon, og den trendsykliske kurven for BNP er derfor også generelt stigende. Etter den klassiske sykeltilnærmingen er økonomien i en resesjon dersom veksten i BNP blir så negativ at økonomien når et punkt som er lavere enn det som var tilfellet før veksten ble negativ – det vil si et lokalt bunnpunkt.

Kina er en fremvoksende økonomi og har hatt en gjennomsnittlig årlig økonomisk vekst på 10 prosent siden 1990. Som vi ser av figur 3.6 under er det perioder i Kinas økonomiske utvikling der det er en liten nedgang i BNP, men denne nedgangen er aldri stor nok til at man faktisk når et lokalt bunnpunkt. I henhold til den klassiske sykeltilnærmingen har derfor den kinesiske økonomien befunnet seg i en ekspansjonsfase i hele perioden fra år 2000. For dette landet blir det derfor lite meningsfullt å benytte det klassiske sykkel begrepet.

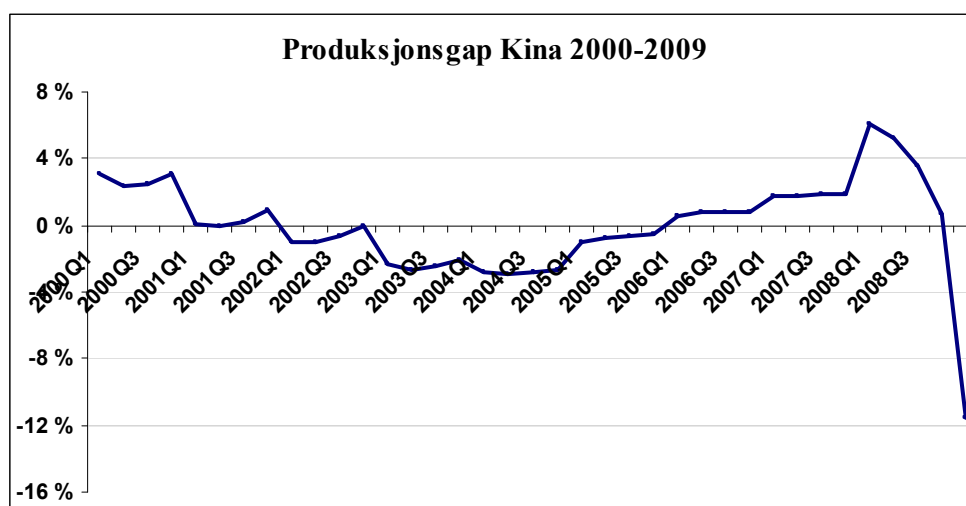
Det finnes imidlertid et unntak i den helt nylige økonomiske utviklingen. I første kvartal 2009 er BNP på et lavere nivå enn det som var tilfellet i tredje kvartal 2008, og det kan derfor tidfestes et lokalt bunnpunkt i tredje kvartal 2008. I henhold til den klassiske konjunkturdateringen var altså den kinesiske økonomien i en resesjon fra og med fjerde kvartal 2008.



Figur 3.6: Trendmessig vekst og faktisk BNP i Kina over perioden 2000-2009.

Vekstsyklisk tilnærming til konjunkturforløpet i Kina

Den vekstsykliske tilnærmingen til konjunkturforløpet gjør en forutsetning om hva som er vekstraten i økonomien. Deretter klassifiseres konjunktursyklusene ut i fra om økonomien har et positivt eller negativt produksjonsgap. Å klassifisere det kinesiske konjunkturforløpet ved hjelp av den vekstsykliske tilnærmingen til konjunkturforløpet fungerer derfor godt. Figur 3.7 under viser utviklingen i produksjonsgapet for den kinesiske økonomien i perioden 2000-2009. På samme måte som tidligere representerer et negativt produksjonsgap en lavkonjunktur og et positivt produksjonsgap en oppgangsperiode. Kinas konjunkturfaser kan dermed oppstilles som i tabell 3.3 under.



Figur 3.7: Produksjonsgapet i Kina over perioden 2000-2009.

Vekstsyklisk tilnærming				
Konjunktur	Start	Slutt	Topp- /bunnpunkt	Antall kvartaler
Høykonjunktur	2000	Q4.2001	Q4.2000	
Lavkonjunktur	Q1.2002	Q4.2005	Q2.2004	16
Høykonjunktur	Q1.2006	Q4.2008	Q1.2008	12
Lavkonjunktur	Q1.2009			1

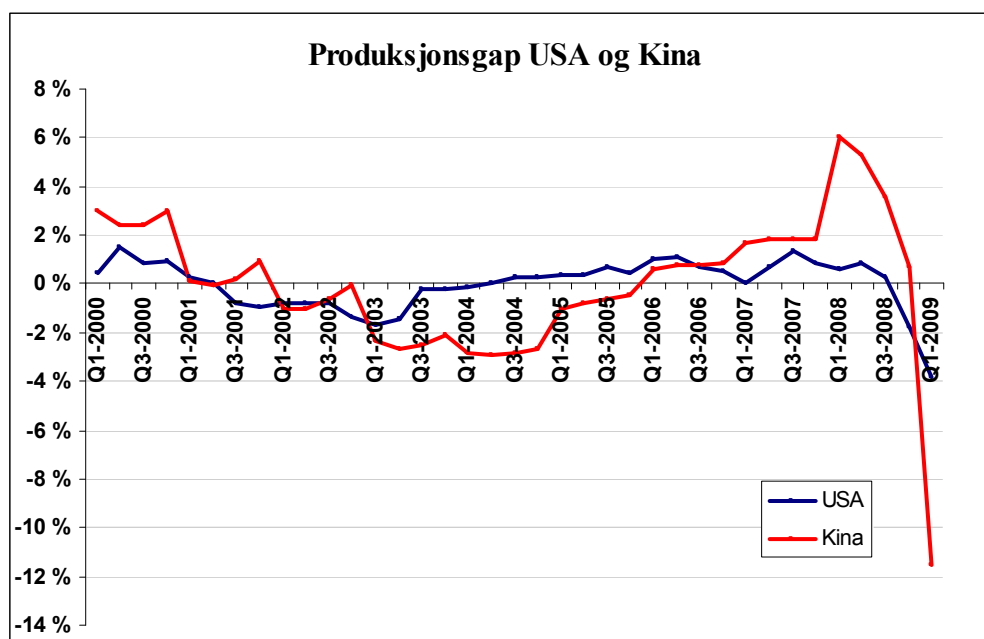
Tabell 3.3: Oversikt over konjunkturforløpet for Kina i perioden 2000-2009 i henhold til den vekstsykliske tilnærmingen.

Den kinesiske økonomien var forut for år 2000 inne i en høykonjunktur som tok slutt i fjerde kvartal 2001. Deretter beveget økonomien seg inn i en 16 kvartaler lang lavkonjunktur med tilhørende bunnpunkt i andre kvartal 2004. Fra og med første kvartal 2006 opplevet

økonomien en oppgangskonjunktur som ble avløst av begynnelsen på dagens økonomiske krise i første kvartal 2009.

Som en første innledende analyse av dekolpling mellom den amerikanske og den kinesiske økonomien kan det være interessant å gjøre en rask sammenlikning av hvordan det ovenstående konjunkturforløpet for Kina passer sammen med konjunkturforløpet i USA.

Figur 3.8 viser utviklingen i produksjonsgapet for både USA og Kina, og det er helt tydelig at utviklingen i de to økonomiene følger hverandre relativt tett.



Figur 3.8: Utviklingen i produksjonsgapet i USA og Kina i perioden 2000-2009.

Konjunktur	USA			Kina		
	Start	Slutt	Topp-/bunnpunkt	Start	Slutt	Topp-/bunnpunkt
Høykonjunktur	Q2.1997	Q2.2001	Q2.2000	2000	Q4.2001	Q4.2000
Lavkonjunktur	Q3.2001	Q2.2004	Q1.2003	Q1.2002	Q4.2005	Q2.2004
Høykonjunktur	Q3.2004	Q4.2008	Q3.2007	Q1.2006	Q4.2008	Q1.2008
Lavkonjunktur	Q1.2009			Q1.2009		

Tabell 3.4: Sammenlikning av konjunktorene i USA og Kina etter den vekstsykliske tilnærmingen til konjunkturforløpet.

Tabell 3.4 over sammenstiller start og slutt tidspunktene, samt topp- og bunnpunktene for den amerikanske og kinesiske økonomien. Det fremkommer tydelig at de to økonomiene følger et relativt likt konjuncturelt mønster. Topp- og bunnpunktet i den kinesiske økonomien har

imidlertid konsekvent funnet sted etter topp- eller bunnpunktet i den amerikanske økonomien ved alle de fire identifiserte konjunkturfasene. Samtidig er de to høykonjunktorene lengre og den ene lavkonjunktoren kortere i den amerikanske økonomien enn i den kinesiske økonomien. Starttidspunktene for de konjunkturrelle fasene varierer også, der den amerikanske økonomien leder an. Unntaket er imidlertid dagens lavkonjunktur, som tidfestes til første kvartal i år for begge landene.

Sammenlikningen over viser at utviklingen i den amerikanske og kinesiske realøkonomien har vært relativt lik både historisk sett, og med tanke på den siste tids utvikling. Samtidig som det er tydelig at USA har ledet an i den økonomiske utviklingen. Det er også tydelig av figur 3.8 over at det i hvert fall over de to siste kvartalene ikke har forekommet en sterk grad av dekobling i BNP – da skulle produksjonen ha øket i Kina når den avtok i USA. En nærmere analyse av realøkonomisk dekobling følger under.

3.2 Analyse av realøkonomisk dekobling

Analysen av realøkonomisk dekobling omfatter variablene BNP, konsum og investeringer. For hver av disse vil det undersøkes om det har forekommet sterk og/eller svak dekobling. Dagens økonomiske krise pågår fortsatt, og det vil derfor også forsøkes å gi noen indikasjoner på hvordan fremtidsutsiktene for deklingshypotesen arter seg. Under følger en kort redegjørelse for datagrunnlaget som er benyttet i den realøkonomiske analysen, samt en gjennomgang av eventuelle svakheter ved analysen.

Datagrunnlaget for den realøkonomiske analysen

De kvartalsvise BNP tallene for USA er hentet fra U.S. Bureau of Economic Analysis. Disse er reelle (2000-priser) og oppgitt på sesongjustert form.

Data fra Kina kan ofte være vanskelige både med hensyn til tilgjengelighet og troverdighet. De realøkonomiske dataseriene for Kina som vil benyttes i denne utredningen er hentet fra databasen EcoWin. Imidlertid er disse dataseriene noe ufullstendige, i form av at de fem siste kvartalene (fra og med første kvartal 2008 til og med første kvartal 2009) ikke er inkludert. BNP-serien er derfor forlenget med kvartalsvise data fra ”National Bureau of Statistics of

China” (NBSC). BNP-tall fra tidligere år fra NBSC stemmer relativt godt overens med tilsvarende tall fra EcoWin, slik at denne forlengelsen fra en annen kilde ikke er spesielt problematisk.³¹

BNP-dataene for Kina er oppgitt i løpende priser, og det vil derfor være nødvendig å estimere en reell BNP-dataserie. Dette er gjort ved å benytte årlig realvekst i BNP som er oppgitt på y/y format, det vil si realvekst fra år til år. Ved å anta at den kvartalsvise veksten har vært lik for hvert kvartal innen hvert år, er årlig realvekst omgjort til kvartalsvis realvekst,³² og den kvartalsvise realveksten er videre benyttet til å lage en volumserie for BNP. Deretter er volumveksten fra kvartal til kvartal brukt til å lage en indeks for BNP på nivåform. Observasjonen i førte kvartal 2000 er satt lik 100.

Den årlige realveksten for BNP er kun oppgitt fra og med første kvartal 2000, og dette gjør at det kun er mulig å lage en reell dataserie for BNP for de åtte siste årene. Dette setter noen begrensninger for spesielt analysen av svak dekkobling.

Dataseriene for privat konsum og private investeringer manglet data for de fem siste kvartalene, på samme måte som dataserien for BNP. Disse dataene er derfor estimert med henholdsvis vekst i *detaljhandel* og *vekst i investeringer i de store byene*.³³ Dette medfører derfor at dataene for disse kvartalene er både usikre og unøyaktige. Reelle dataserier for konsum og investeringer ble beregnet ved å finne den prosentvise andelen av nominell BNP av hver av disse. Deretter ble denne prosentandelen tatt tilbake til real-nivå serien for BNP for å beregne de reelle seriene for konsum og investeringer.

Som nevnt over kan data for Kina være problemfylte, og offisielle kinesiske data har derfor blitt diskutert av flere forskere. Rawski (2002) gir et kritisk overblikk for status for denne diskusjonen. Generelt poengteres tre områder for potensielle vanskeligheter ved kinesiske data. (1) Målinger av data i Kina er en vanskelig oppgave på grunn av landets størrelse, og ressursene som er allokeret til statistikkinnhenting er små. (2) Datarevidering og nye definisjoner er hyppige og ofte ikke klart formidlet. (3) Ved kapitaliseringen og

³¹ Se appendiks, vedlegg 3 for en sammenlikning av de kvartalsvise BNP tallene fra EcoWin og NBSC.

³² Den kvartalsvise realveksten er beregnet fra den årlige realveksten ved hjelp av kontinuerlig vekst på formen $r_{k \text{ kvartal}} = (1 + r_{\text{år}})^{(1/n)} - 1$, der r = vekst og n = antall kvartaler = 4.

³³ Se appendiks for en oversikt over vekstanslagene for både detaljhandel og investeringer.

liberaliseringen av økonomien har det vært voksende insentiver for lokale administratorer å møte eller overdrive økonomiske mål, slik at regionale produksjonsvariabler kan være for positive. Spesielt kritiserer Rawski (2002) BNP-data etter 1998. Til tross for svakheter ved offentlige kinesiske data konkluderer likevel flere forskere med at dataene kan benyttes i analyser, og at de ikke inneholder systematiske skjevheter.³⁴

På grunn av manglene og usikkerheten ved de kinesiske dataene er det i den følgende analysen av dekobling viktig å være klar over svakhetene ved datagrunnlaget, og hvilke skjevheter det eventuelt kan gi analyseresultatene. En gjennomgang av svakheter ved analysen følger derfor under.

Svakheter ved den realøkonomiske analysen

At dataene fra Kina er noe usikre er en klar svakhet ved analysen. Spesielt usikre er de fem siste kvartalene, samtidig som disse kvartalene er de mest interessante i forbindelse med dekoblingshypotesen. Spesielt dataene for konsum og investeringer over disse kvartalene er usikre da de er estimert ved hjelp av vekst i detaljhandel og investeringer i store byer. Disse dataene er også mer volatile enn det som er tilfellet for tidligere kvartaler. Om dette skyldes større svingninger som følge av at økonomien er i inne en usikker krisetid eller om det har sitt utspring i den noe unøyaktige estimeringen er vanskelig å si. Dersom det siste er tilfellet, vil dette gi utslag for analysen av dekobling ved at korrelasjonen muligens blir lavere enn det den egentlig er – og altså gi en skjevhet mot sterkere dekobling.

Dataene som benyttes i analysen er realtidsdata, og som nevnt tidligere er det knyttet stor usikkerhet til helt ferske data. Realtidsdata er ofte gjenstand for store revisjoner i ettertid, og slike revisjoner vil helt klart kunne påvirke resultatene av analysen, men i hvilken retning er det ikke mulig å si noe om. For å kunne undersøke graden av dekobling mellom ulike økonomier, finnes det imidlertid per i dag ingen andre data enn realtidsdata.

Dagens økonomiske krise pågår fortsatt. Dette medfører også en utfordring med hensyn til analysen av dekobling. Krisens sluttidspunkt er ennå ikke fastslått, og ingen vet heller om

³⁴ Se for eksempel Holz (2003).

dette vendepunktet for øyeblikket ligger bak eller foran oss. Dette gjør at man ikke har mulighet til å undersøke graden av dekobling over den nøyaktige perioden som det faktisk har vært en resesjon. Dette vil derfor høyst sannsynlig skape skjevheter i analysen.

De realøkonomiske dataseriene for Kina strekker seg kun tilbake til 2000. Dette setter begrensninger for spesielt analysen av svak dekobling, da det historiske sammenligningsgrunnlaget blir kort. Dette skaper ingen skjevheter i analysen, men gjør at analysen av svak form for dekobling blir noe mangelfull, da dette i praksis innebærer at det kun eksisterer *én* tidligere resesjonsperiode å sammenlikne med.

I tillegg til svakhetene som har bakgrunn i datamaterialet som benyttes, medfører også valget av metode enkelte svakheter. Enkelte av periodene det er ønskelig å beregne korrelasjonen over, er svært korte og inneholder få dataobservasjoner. Korrelasjon er da en lite egnet metode, da denne metoden krever en viss lengde på dataseriene for at den skal gi noen mening.

3.2.1 BNP

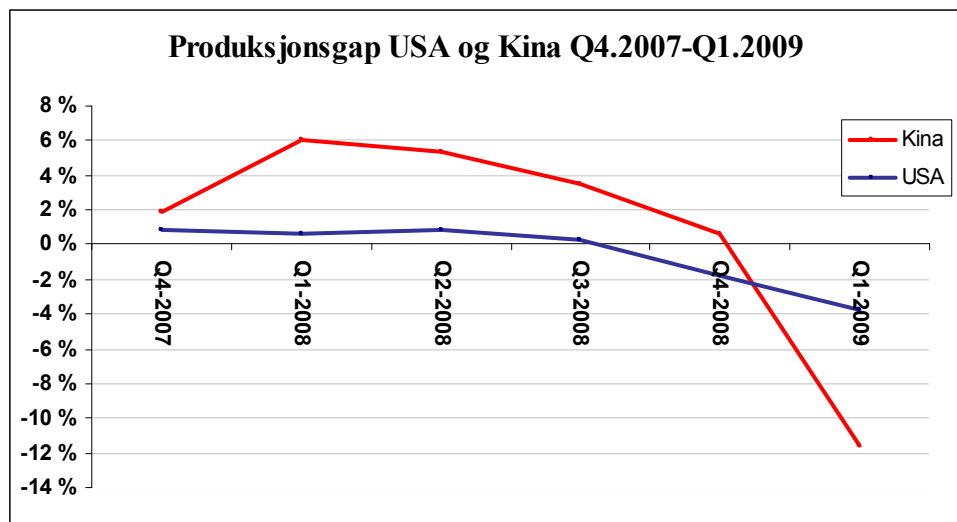
For å sammenlikne utviklingen i BNP for USA og Kina beregnes korrelasjonen mellom de kvartalsvise produksjonsgapene for hvert av landene. Produksjonsgapene er beregnet ved hjelp av et HP-filter, beskrevet i del 3.1.3. Nedgangskonjunktorens starttidspunkt følger den klassiske sykel tilnærmingen jf diskusjonen i del 3.1.5.1.

Analyse av sterk form for dekobling for BNP

Hypotesen om sterk form for dekobling for BNP mellom USA og Kina sier at Kinas konjunkturrelle vekst skal fortsette å være positiv, selv om USA går inn i en nedgangskonjunktur. Korrelasjonen mellom produksjonsgapene skal altså være negativ innenfor krisens tidsrom.

Figur 3.9 under viser utviklingen i produksjonsgapet for de to økonomiene fra og med fjerde kvartal 2007 til første kvartal 2009. Det fremkommer tydelig at også Kina har hatt en negativ

utviklingen i sitt produksjonsgap, og den beregnede korrelasjonen mellom de to landenes produksjonsgap er på 0,9192. Dette viser stor samvariasjon mellom de to økonomiens utvikling, og på bakgrunn av dette kan man slå fast at det ikke har eksistert noen form for sterk dekobling i BNP mellom de to økonomiene. Dette gjelder over perioden fjerde kvartal 2007 til første kvartal 2009.



Figur 3.9: Produksjonsgap for USA og Kina fra og med fjerde kvartal 2007 til og med første kvartal 2009.

Denne utredningen betrakter dekoblingshypotesen som et kortsiktig konjunkturt fenomen, noe som innebærer at Kinas konjunktursykel kan ”kobles av-og-på” den amerikanske konjunktursykelen relativt raskt. På denne måten kan det oppstå en form for midlertidig dekobling, der konjunkturykelen er ”koblet av” for en periode, mens den i perioden etter er ”koblet på” igjen.

Den konjunkturrelle veksten i Kina ble negativ fra og med første kvartal 2008. Dette var noe senere enn USA, som fikk negativ konjunkturrell vekst fra og med tredje kvartal 2007. På bakgrunn av denne observasjonen kan det være interessant å beregne korrelasjonen fra kvartal til kvartal, for å se om det kan ha forekommet en grad av sterk dekobling innledningsvis av dagens resesjon. Tabell 3.5 under presenterer glidende korrelasjon over fire kvartaler for tidsrommet fjerde kvartal 2006 til og med første kvartal 2009.

Periode		Glidende korrelasjon over fire kvartaler
Q4-2006	Q3-2007	0,2452
Q1-2007	Q4-2007	0,8754
Q2-2007	Q1-2008	-0,5296
Q3-2007	Q2-2008	-0,7194
Q4-2007	Q3-2008	-0,0542
Q1-2008	Q4-2008	0,9424
Q2-2008	Q1-2009	0,9500

Tabell 3.5: Glidende korrelasjon over fire kvartaler mellom produksjonsgapene i USA og Kina i perioden fjerde kvartal 2006 til første kvartal 2009.

Resultatene i tabellen over er interessante: Fra å ha positiv samvariasjon mellom produksjonsgapene over fire kvartaler helt frem til fjerde kvartal i 2007, ble korrelasjonen negativ i perioden andre kvartal 2007 til første kvartal 2008. Samvariasjonen over fire kvartaler fortsetter å være negativ helt til tredje kvartal 2008, mens den deretter igjen blir positiv fra og med første kvartal til fjerde kvartal 2008. Disse observasjonene indikerer altså at det forekom en *midlertidig* sterk form for dekobling i begynnelsen av krisen (i tre fire-kvartalsperioder), men at den kinesiske konjunktursykelen nå har koblet seg på den amerikanske sykelen igjen (over de to siste fire-kvartalsperiodene). Per i dag eksisterer det altså ingen sterk form for dekobling i BNP mellom USA og Kina.

Ut fra de overstående resultatene kan man også se hvorfor dekoblingshypotesen oppsto, og deretter ble mindre populær etter hvert som krisen skred frem. Helt frem til første kvartal 2008 hadde Kina et positivt og økende produksjonsgap, mens dette snudde allerede i tredje kvartal 2007 for USA. At hypotesen deretter ble sett på som død, skyldes da også at når det først begynte å gå nedover i Kina gikk det svært bratt ned, og korrelasjonen mellom landenes produksjonsgap over det siste året viser nær perfekt samvariasjon.

Analyse av svak form for dekobling for BNP

Svak form for dekobling i BNP kan analyseres ved å beregne korrelasjonen mellom produksjonsgapene for de to landene innenfor tidsrommet av dagens krise, for deretter å sammenlikne denne med korrelasjonen mellom produksjonsgapene over tidligere resesjoner. Som nevnt under svakhetene ved analysen, innebærer imidlertid manglende historiske data for

Kina at sammenlikningsgrunnlaget blir kort, og det er derfor kun én tidligere resesjon å sammenlikne med i tidsrommet 2000-2009. Samtidig varer denne resesjonen kun 2 kvartaler, og da dataseriene for BNP består av kvartalsvise observasjoner, blir beregning av korrelasjon en lite hensiktsmessig metode.

Tabell 3.6 under presenterer korrelasjonen mellom det kinesiske og amerikanske produksjonsgapet for de ulike konjunkturfasene i USA siden 2000, og vi ser at korrelasjonskoeffisienten for den sammenlignbare resesjonen er lik 1. Denne korrelasjonen er beregnet over kun to observasjoner, og siden både USA og Kina hadde et positivt og økende produksjonsgap over disse to kvartalene gir dette perfekt samvariasjon. Dette illustrerer problemet med å beregne korrelasjon over få observasjoner.

Klassisk sykel tilnærming				
Konjunkturfase	Start	Slutt	Antall kvartaler	Korrelasjon
Resesjon	Q3.2000	Q4.2001	6	1,0000
Gjenopphenting	Q1.2002	Q2.2002	2	-0,7568
Ekspansjon	Q3.2002	Q3.2007	21	0,5071
Resesjon	Q4.2007	Nå	6	0,9192

Tabell 3.6: Korrelasjon mellom det amerikanske og kinesiske produksjonsgapet over de ulike konjunkturfasene i USA i tidsrommet 2000-2009, klassifisert i henhold til den klassiske sykel tilnærmingen.

Korrelasjonen mellom produksjonsgapene over de seks kvartalene som dagens resesjon i USA har eksistert, er som tidligere nevnt positiv og høy, lik 0,9192. Siden dette er lavere enn 1 kan man, helt isolert sett, si at en sammenlikning av disse to korrelasjonskoeffisientene gir en indikasjon på at det har funnet sted en grad av svak form for dekobling. Imidlertid er en sammenlikning av disse to korrelasjonskoeffisientene svært mangelfull og usikker, og kan ikke brukes til å trekke noen konkrete konklusjoner for om det har forekommet en svak form for dekobling mellom amerikansk og kinesisk BNP.

3.2.2 Konsum

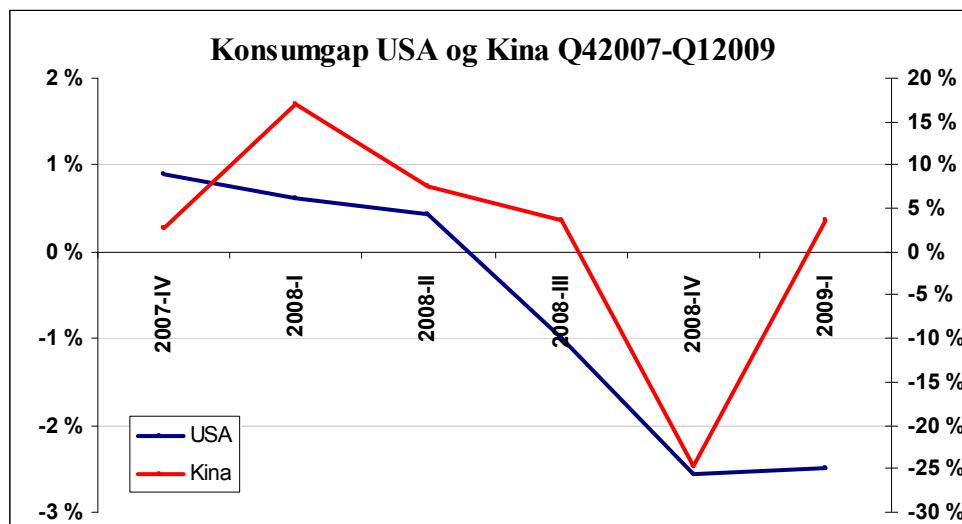
BNP er ikke det eneste relevante målet for den økonomiske utviklingen i et land. Som nevnt innledningsvis klassifiseres for eksempel en konjunkturedgang eller –oppgang også med bakgrunn i ned- eller oppganger i flere aggregerte økonomiske størrelser. Kinesiske myndigheter har iverksatt massive stimuleringsiltak for å stimulere innenlandsk etterspørsel i

form av privat konsum og investeringer. Av analysen av de kortsiktige forholdene ved driftsbalansen i del 2.3.1 fremgikk det også at økt innenlandsk etterspørsel vil kunne øke graden av dekobling. Om denne stimuleringen har hatt noen effekt, og om den eventuelt kan bidra til en større grad av *fremtidig* dekobling undersøkes i analysen av konsum i avsnitt 3.2.2 under. I avsnitt 3.2.3 gjøres tilsvarende analyse for investeringer.

Analyse av sterk form for dekobling for konsum

På samme måte som for BNP beregnes korrelasjonen mellom konsumgapene for den amerikanske og kinesiske økonomien over dagens resesjons tidsperiode, for å undersøke om det har forekommet sterk grad av dekobling i konsumet mellom de to økonomiene.

Korrelasjonen mellom det amerikanske og det kinesiske konsumgapet over dagens nedgangskonjunktur er beregnet til 0,6736, noe som ikke indikerer sterk form for dekobling i konsum for de to økonomiene. Korrelasjonskoeffisienten mellom produksjonsgapene var på 0,9192, slik at det har vært noe mindre samvariasjon mellom konsumgapene i de to økonomiene enn mellom produksjonsgapene.



Figur 3.10: Konsumgap i USA (venstre akse) og Kina (høyre akse) i perioden fjerde kvartal 2007 til første kvartal 2009.

Av figur 3.10 over ser vi at konsumgapet i Kina fortsatte å stige til og med fjerde kvartal 2007, men hadde fra da av en kraftig nedgang frem til fjerde kvartal 2008. I første kvartal 2009 har Kina imidlertid igjen gått fra negativt til positivt konsumgap. USA hadde i

kvartalene før første kvartal 2009 en stor nedgang i sitt konsumgap. I første kvartal 2009 ble landets negative konsumgap noe redusert, men langt mindre enn det som var tilfellet for den kinesiske økonomien.

Den glidende korrelasjonen mellom konsumgapene over fire kvartaler viser også omtrent det samme bildet som analysen for BNP gjorde, se tabell 3.7 under. Over tre fire-kvartalsperioder er korrelasjonen negativ, før den går over til å bli positiv og økende etter hvert som resesjonen utvikler seg. Vi ser imidlertid at den negative korrelasjonen begynner en fire-kvartalsperiode tidligere enn det som var tilfellet for BNP, og også går over til å bli positiv en fire-kvartalsperiode tidligere. Korrelasjonen mellom de to konsumgapene var på sitt høyeste over de fire kvartalene i 2008, og var da på 0,9501. Dette er nær perfekt samvariasjon, og hele 90 prosent av bevegelsene i det ene konsumgapet kan da relateres til tilsvarende bevegelser i det andre konsumgapet. Neste fire-kvartalsperiode, det vil si fra og med andre kvartal 2008 til første kvartal 2009, er korrelasjonen fortsatt positiv, men sunket til 0,682.

Periode		Glidende korrelasjon over fire kvartaler
Q4-2006	Q3-2007	0,8787
Q1-2007	Q4-2007	-0,8478
Q2-2007	Q1-2008	-0,8826
Q3-2007	Q2-2008	-0,6222
Q4-2007	Q3-2008	0,3295
Q1-2008	Q4-2008	0,9501
Q2-2008	Q1-2009	0,6282

Tabell 3.7: Glidende korrelasjon over fire kvartaler mellom konsumgapene i USA og Kina fra fjerde kvartal 2006 til første kvartal 2009.

Den negative korrelasjonen i begynnelsen av dagens resesjon gir en indikasjon på at det forekom en grad av sterk dekobling innledningsvis av resesjonen, mens de positive koeffisientene indikerer at dette ikke lenger er tilfellet. Man kan altså slå fast at det fra fjerde kvartal 2006 til og med andre kvartal 2008 forekom en *midlertidig* sterk form for dekobling i konsum mellom de to økonomiene.

Korrelasjonen mellom det amerikanske og kinesiske konsumgapet er lavere over den siste fire-kvartalsperioden (andre kvartal 2008 til første kvartal 2009), enn det den er for fire-kvartalsperioden før dette (første kvartal 2008 til fjerde kvartal 2008). Kan dette være et tegn

på at den kinesiske konjunktursyklusen nå er i ferd med å koble seg av den amerikanske sykelen igjen?

Kinesiske myndigheter har forsøkt å få fart på økonomien igjen gjennom økt innenlandsk konsum, og overgangen fra et negativt til et positivt konsumgap i første kvartal 2009 kan være en tendens til at dette fungerer. Samtidig har de amerikanske husholdningene i forbindelse med dagens resesjon strammet inn på konsumet, for eksempel var det en nedgang i privat konsum fra 2008 til 2009 på -2,4 prosent. I følge OECD er det også ventet at de amerikanske husholdningene vil fortsette å stramme inn noe fremover i tid.

Under disse forutsetningene – altså at det private konsumet øker i Kina, men ikke øker/øker mindre i USA over de neste kvartalene – vil dette bety at man går i retning av større dekobling i konsumet for de to økonomiene fremover i tid.

I hvilken grad BNP og konsum følger hverandre over tid kan i sammenheng med ovenstående resonnement være interessant å undersøke. Dersom det er stor samvariasjon mellom BNP og konsum over tid, vil en fortsatt sterk økning i konsumet i Kina, og således et positivt konsumgap, også indikere at utviklingen i kinesisk BNP vil bli mer positiv fremover i tid. Tidligere undersøkelser av egenskaper ved konjunktursykler viser at konsum og BNP følger hverandre relativt tett, slik at dette vil være en sannsynlig utvikling, jf Sørensen m.fl (2005).

Tabell 3.8 under viser samvariasjonen mellom produksjonsgapet og konsumgapet i Kina. Konsumet er datert både bakover og fremover i tid. Generelt vil en variabel anses som sammenfallende med produksjonsgapet, dersom korrelasjonskoeffisienten er størst og har riktig fortegn når variabelen er datert til samme tidspunkt som produksjonsgapet. En variabel er ledende dersom korrelasjonskoeffisienten er størst og har riktig fortegn når den er tilbakedatert i forhold til produksjonsgapet, og etterslepene dersom korrelasjonen er størst når variabelen er datert framover i tid i forhold til BNP, jf Gerdrup m.fl (2006). Samvariasjonen over tid mellom variablene sier altså noe om *når* i konjunktursyklusen de får sitt vendepunkt.

Kina	Korrelasjonskoeffisient mellom BNP og Konsum Kvartalsvise tilbake- og fremoverdateringer				
	-2	-1	0	1	2
Produksjonsgap	0,338	0,615	1,000	0,615	0,338
Konsumgap	0,295	0,858	0,329	0,222	0,068

Tabell 3.8: Korrelasjon mellom produksjonsgapet og konsumgapet i Kina i perioden 2000-2009.

Ut fra tabell 3.8 over ser vi at korrelasjonen mellom produksjons- og konsumgapet i Kina er positiv og sterkest når konsumgapet er tilbakedatert med ett kvartal. Dette gir en indikasjon på at konsum er en *ledende* variabel i forhold til BNP i den kinesiske økonomien per i dag.

Konsum utgjør en stor andel av BNP, og det kan derfor virke noe overraskende at konsumet leder i forhold til BNP. Intuitivt virker imidlertid resultatet riktig, gitt de kinesiske myndighetenes store satsning på å øke det innenlandske konsumet.

Det positive konsumgapet for første kvartal 2009 er derfor et positivt tegn for den generelle økonomiske utviklingen i Kina. Under forutsetning av at konsumet i Kina fortsetter å øke, mens det amerikanske konsumet ikke øker (eller øker mindre enn de kinesiske) taler dette altså for at graden av dekobling både med hensyn til konsum og BNP kan bli større fremover i tid.

Analyse av svak form for dekobling for konsum

Analysen av svak form for dekobling for konsum forløper nærmest identisk som analysen for BNP, og korrelasjonskoeffisientene over de ulike periodene er oppgitt i tabell 3.9 under. Det samme problemet med at den tidligere resesjonen som det er mulig å sammenlikne med kun består av to observasjoner er fortsatt til stede, og dette gjør analysen vanskelig og mangelfull. Det er derfor ikke mulig å trekke noen slutninger om det har forekommet en svak grad av dekobling i konsum mellom USA og Kina.

Klassisk sykel tilnærming				
Konjunkturfase	Start	Slutt	Antall kvartaler	Korrelasjon
Resesjon	Q3.2000	Q4.2000	2	1,0000
Gjenoppheiting	Q1.2001	Q4.2001	4	0,4712
Ekspansjon	Q1.2002	Q3.2007	23	0,5235
Resesjon	Q4.2007		6	0,6736

Tabell 3.9: Korrelasjon mellom det amerikanske og kinesiske kosnumgapet over de ulike konjunkturfasene i USA i perioden 2000-2009, klassifisert i henhold til den klassiske sykel tilnærmingen.

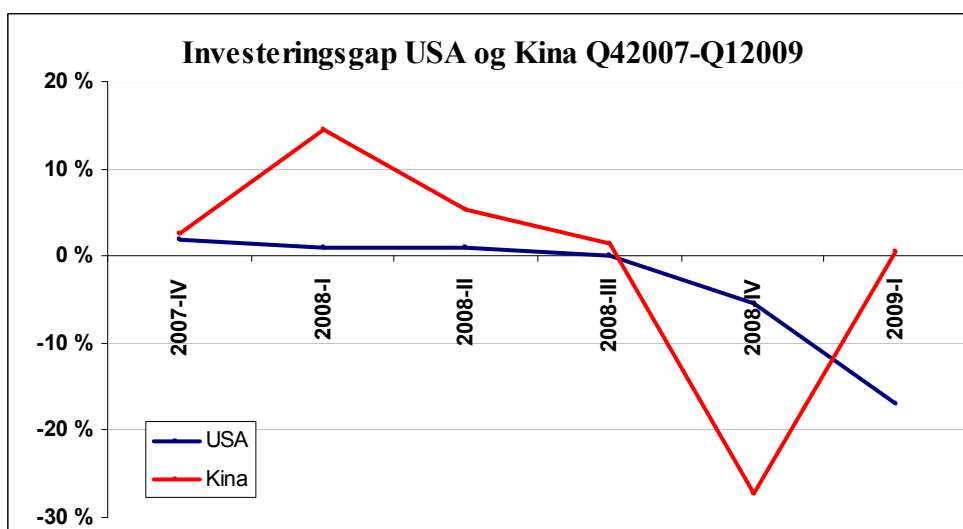
3.2.3 Investeringer

For å sammenlikne utviklingen i private investeringer for USA og Kina beregnes korrelasjonen mellom de kvartalsvise investeringsgapene for hvert av landene, på samme måte som det har blitt gjort for BNP og konsum.

Analyse av sterk form for dekobling for investeringer

Den beregnede korrelasjonen mellom investeringsgapene for den amerikanske og kinesiske økonomien over dagens resesjons tidsperiode er positiv, noe som indikerer fravær av sterk form for dekobling i investeringer for de to økonomiene. Korrelasjonskoeffisienten er lik 0,3084, og dette er lavere enn koeffisientene for BNP og konsum. Dette betyr at det har vært mindre samvariasjon mellom investeringene i de to økonomiene enn det som har vært tilfellet for BNP og konsum over perioden.

Av figur 3.11 under ser vi at investeringsgapet i Kina fortsatte å stige til og med fjerde kvartal 2007, men hadde fra da av en kraftig nedgang frem til fjerde kvartal 2008. I første kvartal 2009 har Kina imidlertid igjen gått fra negativt til positivt investeringsgap. USA har derimot hatt en reduksjon i sitt investeringsgap hele perioden, og dette er også tilfellet for første kvartal 2009. Årsaken til at korrelasjonen mellom investeringsgapene i de to økonomiene utpeker seg som noe lavere enn korrelasjonen for BNP og konsum, kommer derfor først og fremst av at korrelasjonen over dette siste kvartalet er negativ.



Figur 3.11: Investeringsgapet i USA og Kina fra fjerde kvartal 2007 til og med første kvartal 2009.

Den glidende korrelasjonen mellom investeringsgapene over fire kvartaler viser at korrelasjonen var negativ fra og med de fire kvartalene i 2007, se tabell 3.10 under. Korrelasjonskoeffisienten forble deretter negativ over de neste fire fire-kvartalsperiodene, før den snudde til nær perfekt samvariasjon på 0,9703 fra første til fjerde kvartal i 2008. I perioden fra andre kvartal 2008 til første kvartal 2009 er korrelasjonen fortsatt positiv, men mye lavere, lik 0,1133. Fra og med første kvartal 2007 til og med tredje kvartal 2008 eksisterte det derfor en *midlertidig* sterk form for dekopling i investeringer mellom den amerikanske og kinesiske økonomien. I kvartalene etter dette er det ingen tegn til en sterk form for dekopling.

Periode		Glidende korrelasjon over fire kvartaler
Q4-2006	Q3-2007	0,6628
Q1-2007	Q4-2007	-0,2115
Q2-2007	Q1-2008	-0,8774
Q3-2007	Q2-2008	-0,7007
Q4-2007	Q3-2008	-0,0035
Q1-2008	Q4-2008	0,9703
Q2-2008	Q1-2009	0,1133

Tabell 3.10: Glidende korrelasjon over fire kvartaler mellom investeringsgapene i USA og Kina fra fjerde kvartal 2006 til første kvartal 2009.

Imidlertid er det tegn til noe avtakende korrelasjon over de to siste fire-kvartalsperiodene. Korrelasjonen mellom det amerikanske og kinesiske investeringsgapet er lavere over perioden andre kvartal 2008 til første kvartal 2009 enn det den er for fire-kvartalsperioden før dette

(første kvartal 2008 til fjerde kvartal 2008). Dersom de private investeringene fortsetter å øke mye i Kina, og de private investeringene i USA forsetter å avta (eller øker mindre enn de kinesiske), vil dette trekke i retning av større dekobling mellom investeringene i de to økonomiene fremover i tid. På samme måte som under analysen av konsum, vil det derfor være interessant å undersøke samvariasjonen mellom produksjonsgapet og investeringsgapet, for å kunne gi en indikasjon på hvordan fremtidsutsiktene for dekobling utvikler seg under gitte forutsetninger.

Tabell 3.11 under viser samvariasjonen mellom produksjonsgapet og investeringsgapet i Kina. Konsumet er datert både bakover og fremover i tid.

Kina	Korrelasjonskoeffisient mellom BNP og Investeringer Kvartalsvise tilbake- og fremoverdateringer				
	-2	-1	0	1	2
Produksjonsgap	0,338	0,615	1,000	0,615	0,338
Investeringsgap	0,384	0,819	0,242	-0,012	-0,207

Tabell 3.11: Korrelasjon mellom produksjonsgapet og investeringsgapet i Kina over perioden 2000-2009.

Ut i fra tabell 3.11 over ser vi at korrelasjonen mellom produksjons- og investeringsgapet er positiv og sterkest når investeringsgapet er tilbakedatert med ett kvartal. Dette gir en indikasjon på at investeringer er en *ledende* variabel i forhold til BNP i den kinesiske økonomien per i dag. På samme måte som for konsum virker dette resultatet intuitivt riktig, gitt de kinesiske myndighetenes massive satsning på å øke de innenlandske private investeringene.

Det positive investeringsgapet for første kvartal 2009 er derfor et positivt tegn for den generelle økonomiske utviklingen videre. Under forutsetning av at investeringene i Kina fortsetter å øke, mens de amerikanske investeringene ikke øker (eller øker mindre enn de kinesiske), taler dette for at graden av dekobling både for investeringer og BNP kan bli større fremover i tid.

Analyse av svak form for dekobling for investeringer

Analysen av svak form for dekobling for investeringer forløper nærmest identisk som analysen for BNP og konsum. Det samme problemet med at den tidligere resesjonen som det er mulig å sammenlikne med kun består av to observasjoner er fortsatt til stede, og dette gjør analysen vanskelig og mangelfull. Analysen skiller seg imidlertid på det punkt at korrelasjonen for resesjonen fra tredje til fjerde kvartal 2000 nå er negativ, lik minus 1 i stedet for pluss 1, se tabell 3.12 under. Helt isolert sett har det derfor ikke eksistert noen grad av svak dekobling mellom investeringer i den amerikanske og kinesiske økonomien. Men som påpekt og poengtert tidligere er denne observasjonen svært usikker og mangelfull, og det er ikke mulig å trekke noen slutninger om det har forekommet en svak grad av dekobling i investeringer mellom USA og Kina basert på dette.

Klassisk sykel tilnærming				
Konjunkturfase	Start	Slutt	Antall kvartaler	Korrelasjon
Resesjon	Q3.2000	Q4.2000	2	-1,0000
Gjenoppheving	Q1.2001	Q4.2001	4	0,8934
Ekspansjon	Q1.2002	Q3.2007	23	0,7798
Resesjon	Q4.2007	Nå	6	0,3084

Tabell 3.12: Korrelasjon mellom investeringsgapene over de ulike konjunkturfasene i USA, klassifisert i henhold til den klassiske sykel tilnærmingen.

3.2.4 Oppsummering og konklusjon av den realøkonomiske analysen av dekobling

Oppsummert kan følgende momenter trekkes frem fra den realøkonomiske analysen av dekobling mellom USA og Kina:

- Det har ikke forekommet sterk konjunkturrell realøkonomisk dekobling mellom USA og Kina dersom man ser på hele perioden dagens resesjon strekker seg over, det vil si over perioden fjerde kvartal 2007 til første kvartal 2009. Dette gjelder for de realøkonomiske variablene BNP, privat konsum og private investeringer.
- Det er tegn til at det har eksistert en form for midlertidig sterk form for realøkonomisk dekobling innledningsvis i resesjonen, det vil si over perioden første kvartal 2007 til tredje kvartal 2008. I perioden etter dette er det imidlertid ingen tegn til sterk realøkonomisk dekobling. Dette resultat gjelder for variablene BNP, konsum og investeringer.

- Det er vanskelig å trekke noen slutninger om hvorvidt det har forekommet en form for realøkonomisk svak dekobling for BNP, konsum og investeringer basert på analysen i denne utredningen.
- Utviklingen i kinesisk BNP var negativ over første kvartal 2009, mens både konsum og investeringer viser en kraftig oppgang. Både konsum og investeringer fremstår som ledende i forhold til BNP i den kinesiske økonomien per i dag. Under forutsetning om at den videre utviklingen i kinesisk konsum (investeringer) fortsetter å øke, mens det amerikanske konsumet (investeringene) ikke øker/øker mindre, taler dette for at graden av dekobling vil øke fremover i tid.
- En innledende analyse av konjunkturforløpet i USA og Kina viser at de to økonomiene følger et relativt likt konjunkturtelt mønster. Starttidspunktene for de konjunkturrelle fasene varierer imidlertid noe, der den amerikanske økonomien leder an. Unntaket er imidlertid dagens lavkonjunktur, som tidfestes til første kvartal i år for begge landene. Denne nedgangskonjunkturen skiller seg dermed fra de tidligere konjunkturfasene over det siste tiåret.

De to sistnevnte punktene er interessante også i en annen relasjon til dekobling, der man ser på den globale økonomiske maktbalansen. Konsum og investeringer i den kinesiske økonomien bunnnet ut i fjerde kvartal 2008. Til tross for en svak oppgang for konsum i samme kvartal for USA, ser det ut til at de amerikanske størrelsene har en lengre vei å gå før de når sine bunnivåer og/eller opplever den samme sterke økningen som man ser tegn til i den kinesiske økonomien. Dette betyr at Kina viser positive tegn til vekst *før* USA. Mot normalt kan dette tyde på at det nå er Kina som leder an for en eventuell oppgang, noe som kan indikere at det har skjedd et skifte i *det økonomiske tyngdepunktet* fra USA (de industrialiserte økonomiene) til Kina (de fremvoksende økonomiene). I så fall kan dagens nedgangskonjunktur være et vendepunkt for den globale økonomiske maktbalansen. Hvis dette er tilfellet, vil det kunne gi opphav til ytterligere og sterkere dekobling i tiden fremover.

Vi skal nå se nærmere på om det har eksistert noen form for finansiell dekobling mellom USA og Kina i forbindelse med dagens økonomiske krise.

3.3 Analyse av finansiell dekobling

I analysen av finansiell dekobling vil det også benyttes korrelasjon for å analysere om det foreligger dekobling mellom USA og Kina. Aksjeindekser for de to landene vil anvendes som variabel for å undersøke om det er en tilstedeværelse av finansiell dekobling.

I tillegg til å undersøke om det finnes en form for kontinuerlig dekobling vil det undersøkes om det finnes en form for episodevis finansiell dekobling. Dette vil si en analyse av om det finnes enkelthendelser som har hatt stor innvirkning på aksjemarkedet i USA over en kort periode, men som ikke har hatt samme innvirkning på aksjemarkedet i Kina. Denne formen for dekobling vil undersøkes ved å identifisere episoder der den amerikanske aksjeindeksen viser et betydelige daglig fall. Deretter sammenliknes denne endringen med endringen for den kinesiske indeksen den tilsvarende dagen. Endringene er målt ved differansen mellom åpnings- og stengingskursen. De tilsvarende episodene vil også sammenliknes med utviklingen for en europeisk indeks.

Datagrunnlag

Som et mål på utviklingen på de kinesiske børsene benyttes daglige noteringer av Shanghai Composite SE Index (SSE Composite) oppgitt i dollar.³⁵ Denne indikatoren er det vanligste målet på markedsutviklingen på Shanghai Stock Exchange (SSE), og i denne indeksen inngår alle noterte aksjer, både A og B aksjer,³⁶ som handles på SSE. SSE er den største børsen i Kina blant annet med hensyn til antall listede selskaper, antall noterte aksjer og total markedsverdi. Som et mål på den finansielle utviklingen i USA benyttes daglige noteringer av Dow Jones Industrial Average (DJIA) notert i dollar. Omtrent to tredeler av denne indeksens 30 selskaper er store produsenter av industri- og konsumvarer. Den siste tredelen representerer store og viktige selskaper innen ulike industrier som finansielle tjenester, media/underholdning og IT. Historiske data for SSE Composite finnes tilbake til 1991, og analyseperioden vil derfor strekke seg fra 1991 frem til i dag.

³⁵ Datamaterialet for analysen av sterk og svakt dekobling er hentet fra Datastream. Datamaterialet for den episodevise formen for dekobling er hentet fra yahoo.finance.

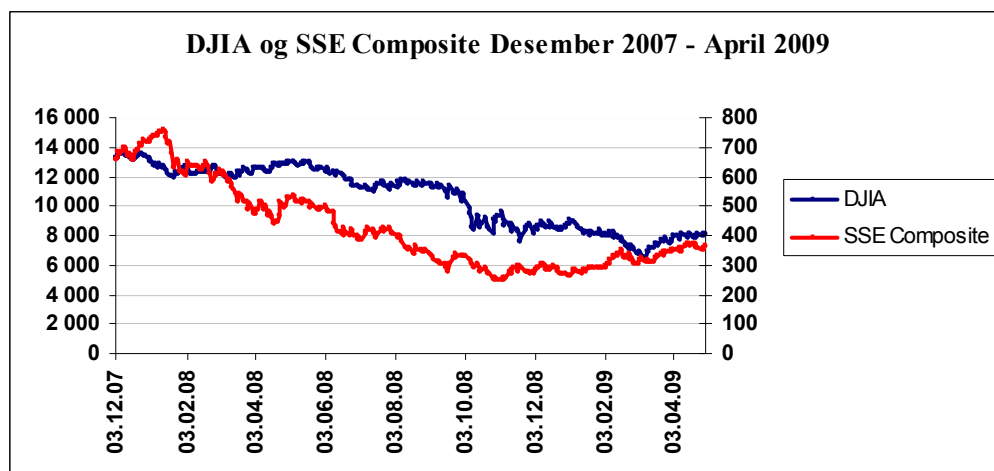
³⁶ A-aksjer er kun tilgjengelige for kinesiske investorer, mens B-aksjer er tilgjengelige for både utenlandske og innenlandske investorer.

Ved analyse av episodevis dekobling vil også en indeks for det europeiske markedet benyttes, DJ Euro Stoxx 50. Denne indeksen dekker 50 aksjer fra 12 land i Euroområdet.

Analyse av sterk form for finansiell dekobling

Den sterke formen for finansiell dekobling sier at aksjemarkedet i Kina fortsetter å vise en positiv vekstutvikling selv om veksten i det amerikanske aksjemarkedet avtar. Som vi har sett vil dateringen av dagens amerikanske nedgangskonjunkturs startpunkt variere med hvilket sykelbegrep som legges til grunn. I henhold til konjunkturdateringen i del 3.1.5 og den klassiske sykel tilnærmingen gikk den amerikanske økonomien inn i en resesjon i fjerde kvartal 2007. Den vekstsykliske tilnærmingen daterer imidlertid ikke krisens startpunkt før første kvartal i år. Dette vil få implikasjoner for konklusjonen om grad av finansiell dekobling.

Figur 3.12 under viser utviklingen for DJIA og SSE Composite i perioden desember 2007 til april 2009, altså perioden for nedgangskonjunktoren etter den klassiske sykel tilnærmingen. Som vi ser av denne har det vært kraftig nedgang på aksjemarkedet i begge land over denne perioden, og man ser med det blotte øyet at det ikke har forekommet sterk grad av finansiell dekobling mellom de to økonomiene – da skulle den kinesiske kursen ha økt når den amerikanske falt.



Figur 3.12: Utviklingen i DJIA og SSE Composite fra desember 2007 frem til april 2009. SSE Composite vises på den høyre aksel. Kilde: Datastream.

Den kinesiske indeksen har falt med hele 67 prosent fra toppnoteringen i januar i fjor til bunnnoteringen i oktober samme år. DJIA hadde sin toppnotering i oktober i fjor, og har falt med omtrent 53 prosent frem til begynnelsen i mars i år. Historisk sett er dette en normal utvikling, da vekstmarkedene som regel faller mer enn industrialiserte økonomier i forbindelse med økonomiske kriser, noe som ofte skyldes blant annet kraftig likvidering av risikoposisjoner og stor usikkerhet i markedet.

Korrelasjonskoeffisienten mellom indeksene i kriseperioden gitt av det *klassiske* sykelbegrepet er beregnet til 0,7886. Dersom en sterk variant av dekobling hadde foreligget skulle korrelasjonen mellom de to indeksene ha vært negativ, og vi kan helt klart slå fast at det ikke har vært noen sterk form for finansiell dekobling mellom USA og Kina i forbindelse med dagens økonomiske krise. Til grunn for denne konklusjonen ligger altså at det klassiske sykel begrepet er brukt i konjunkturdateringen.

I henhold til det *vekstsykliske* konjunkturbegrepet gikk ikke den amerikanske økonomien inn i en nedgangskonjunktur før i første kvartal i år. Korrelasjonen mellom de to indeksene for dette kvartalet beregnes til minus 0,5773 – altså en negativ korrelasjon som impliserer en sterk form for dekobling. Den negative korrelasjonen skyldes at Kina har hatt en kraftig økning på aksjemarkedet siden årsskiftet, som følge av litt mindre dystre tall for verdensøkonomien. Det amerikanske aksjemarkedet har også opplevet økning, men ikke på langt nær så kraftig økning som det kinesiske markedet.

I henhold til det vekstsykliske konjunkturbegrepet har dagens lavkonjunktur kun vart i ett kvartal, og som nevnt tidligere vet ingen foreløpig når denne resesjonen vil bunne ut, og produksjonsgapet igjen blir positivt. Hvordan korrelasjonen vil utvikle seg videre er det derfor vanskelig å si noe om. Likevel gir ovenstående observasjon en indikasjon på at det har vært en form for sterk finansiell dekobling i første kvartal i år, og det kan tyde på at dette også vil bli fortsettelsen.

På samme måte som i den realøkonomiske analysen er det beregnet glidende korrelasjon over fire kvartaler i perioden fra fjerde kvartal 2006 frem til første kvartal 2009. Resultatet for aksjeindeksene er vist i tabell 3.13 under:

Periode	Glidende korrelasjon over fire kvartaler
Q4-2006 Q3-2007	0,8581
Q1-2007 Q4-2007	0,7497
Q2-2007 Q1-2008	0,2343
Q3-2007 Q2-2008	0,5498
Q4-2007 Q3-2008	0,8502
Q1-2008 Q4-2008	0,7900
Q2-2008 Q1-2009	0,8114

Tabell 3.13: Glidende korrelasjon over fire kvartaler mellom DJIA og SSE Composite fra fjerde kvartal 2006 til første kvartal 2009.

Vi ser at i motsetning til den realøkonomiske analysen viser ikke de to aksjemarkedene noe tegn på sterk form for dekobling underveis i kriseperioden. Man kan se at korrelasjonen synker noe i begynnelsen av krisen, og fra andre kvartal 2007 til første kvartal 2008 er den på sitt laveste lik 0,2342. Over de neste fire-kvartalsperiodene stiger imidlertid korrelasjonen igjen. Det har altså ikke forekommet noen midlertidig form for sterk finansiell dekobling innledningsvis av dagens økonomiske krise, slik som var tilfellet i den realøkonomiske analysen.

Under definisjonen av dekolblingshypotesen i del 1.1 ble det påpekt at finansielle størrelser som regel reagerer umiddelbart og unisont på tvers av landegrenser når markedene mottar ny informasjon. Det ble derfor poengtert at det var mindre sannsynlig med finansiell dekobling på kort sikt, noe ovenstående analyse ser ut til å bekrefte. På lengre sikt vil imidlertid finansielle størrelser respondere på underliggende økonomiske verdier. Dersom det viser seg at den økonomiske utviklingen i Kina snur før USA, slik vi ser tegn til i den realøkonomiske analysen, vil det være sannsynlig at man på lengre sikt også vil kunne se en form for finansiell dekobling. En realøkonomisk dekobling må imidlertid ligge til grunn for en slik finansiell dekobling, og de positive tegnene for sterkere realøkonomisk dekobling noe fremover i tid som vi så i del 3.2, samt den sterke formen for finansiell dekobling over første kvartal i år, kan i så måte stemme godt overens med ovenstående resonnement.

Analyse av svak form for finansiell dekobling

Av analysen av sterk finansiell dekobling over så vi at det kan være en tendens til sterk finansiell dekobling når det vekstsykliske konjunkturbegrepet legges til grunn for

konjunkturdateringen. Det vil derfor ikke være nødvendig å undersøke for svak dekobling i henhold til dette begrepets konjunkturfaser. Analysen under konsentreres derfor om tidligere resesjoner identifisert ved hjelp av klassiske sykler.

Tabell 3.14 under viser fasene i den amerikanske konjunktursykelen identifisert med den klassiske sykel tilnærmingen, samt korrelasjonen mellom indeksene (DJIA og SSE Composite) over disse fasene.

Klassisk sykel tilnærming				
Konjunkturfase	Start	Slutt	Antall kvartaler	Korrelasjon
Resesjon	Q4.1990	Q2.1991	3	-0,5743 ³⁷
Gjenoppheving	Q3.1991	Q1.1992	3	0,7376
Ekspansjon	Q2.1992	Q2.2000	33	0,4681
Resesjon	Q3.2000	Q4.2000	2	0,1996
Gjenoppheving	Q1.2001	Q4.2001	4	0,6002
Ekspansjon	Q1.2002	Q3.2007	23	0,6992
Resesjon	Q4.2007	nå	6	0,8273

Tabell 3.14: Korrelasjon mellom SSE Composite og DJIA over de ulike konjunkturfasene i USA siden 1990 identifisert med den klassiske sykel tilnærmingen.

Over perioden for dagens økonomiske resesjon er korrelasjonen mellom den amerikanske og den kinesiske indeksen på hele 0,8273. Dette er faktisk den høyeste korrelasjonen på tvers av alle fasene, og dette resultatet gir ingen tegn til svak finansiell dekobling.

Resesjonen vi nå er inne i har vart i seks kvartaler basert på tilgjengelige tall for BNP. Som nevnt tidligere er det et problem at man foreløpig ikke vet om vi har bunnen i den amerikanske økonomien bak eller foran oss. Å kunne slå fast med sikkerhet at det ikke har vært noen grad for svak finansiell dekobling er derfor vanskelig, men resultatene basert på tilgjengelige tall viser ingen tegn til at dette er tilfellet så langt.

Den videre analysen konsentreres om episodevis finansiell dekobling mellom den amerikanske og kinesiske økonomien.

³⁷ Beregnet fra og med januar 1991.

Analyse av episodevis finansiell dekobling

Tabell 3.15 under viser tilfeller der det er en form for episodevis finansiell dekobling mellom USA og Kina. Episodene er eksempler på betydelige fall i DJIA (fra fall på 245 til hele 678 poeng) i løpet av en dag, samt en mulig forklaring på hvorfor kursen opplevet et kraftig fall akkurat denne dagen.

Dato	Hendelse	DJ		SSE		DJ EURO STOXX 50	
		Absolutt endring	% endring	Absolutt endring	% endring	Absolutt endring	% endring
04.09.2008	Negative tall for detaljhandel og ledighetstrygd	-344,25	-2,99 %	6,89	0,30 %	-96,59	-2,86 %
17.09.2008	Ustabilitet i globale aksjemarkeder, og likviditetskrise i AIG	-446,92	-4,04 %	-42,89	-2,18 %	-91,51	-2,94 %
07.10.2008	Det Islandske Kredittilsynet tok over Landsbanki	-508,31	-5,11 %	56,75	2,70 %	-45,81	-1,57 %
22.10.2008	Svake inntjeningstall og kraftig reduksjon i oljeprisen	-508,63	-5,63 %	-36,86	-1,91 %	-92,33	-3,62 %
05.11.2008	Obama ble valgt som ny president i USA	-477,33	-4,96 %	44,39	2,59 %	-37,43	-1,36 %
06.11.2008	Eftervirkninger av presidentvalget	-438,22	-4,80 %	-2,7	-0,16 %	-110,84	-4,18 %
12.11.2008	Frykt for resesjon	-401,86	-4,63 %	38,67	2,12 %	-115,47	-4,59 %
19.11.2008	Stor usikkerhet rundt bilindustrien	-423,41	-5,03 %	128,12	6,78 %	-93,81	-3,93 %
20.11.2008	Stor usikkerhet rundt bilindustrien	-443,24	-5,54 %	6,55	0,33 %	-25,61	-1,14 %
01.12.2008	Tegn på at resesjonen vil bli langvarig - frykt i markedet	-677,8	-7,68 %	28,87	1,55 %	-139,24	-5,74 %
14.01.2009	Tegn på at resesjonen vil bli langvarig - frykt i markedet	-245,87	-2,91 %	66,56	3,57 %	-125,72	-5,19 %
20.01.2009	Obama blir innsatt som ny president i USA	-330,54	-3,99 %	12,96	0,65 %	-45,53	-2,03 %
10.02.2009	Obamas første pressekonferanse	-380,48	-4,60 %	46,67	2,10 %	-58,41	-2,51 %
02.03.2009	Laveste notering siden 25. april 1997, frykt i markedet	-293,19	-4,15 %	27,22	1,32 %	-58,87	-3,03 %

Tabell 3.15: Oversikt over episoder der den amerikanske DJIA indeksen har falt kraftig innenfor et tidsrom på en dag, samt utvikling i SSE Composite og DJ Euro 50 over samme periode.

Ved de fleste tilfellene viser endringen på Shanghai børsen seg å være positiv når det amerikanske markedet faller kraftig. Dette gjelder både innenlandske hendelser i USA, som negative tall for den amerikanske detaljhandelen eller usikkerhet rundt den amerikanske bilindustrien, men også ved mer globale hendelser som kollektiv frykt for omfanget av resesjonen og Islands konkurs. Utviklingen på den kinesiske børsen stiller seg i stor kontrast til utviklingen til DJ Euro Stoxx 50, som en representant for det europeiske aksjemarkedet. Denne indeksen opplever et fall i kursen i alle de utvalgte tilfellene. I de fleste tilfellene er dette fallet en del mindre enn fallet på den amerikanske indeksen.

Observasjonene i tabellen ovenfor viser tydelig at det har forekommet en form for episodevis finansiell dekobling mellom USA og Kina. Til tross for at aksjemarkedene følger den samme utviklingstrenden (jf analysen av sterk grad av finansiell dekobling over), finnes det altså et stort antall episoder der det amerikanske aksjemarkedet opplever et betydelig fall som ikke smitter over til det kinesiske aksjemarkedet. Sammenlikningen med euromarkedet gir indikasjoner på at en slik episodevis form for dekobling ikke forekommer mellom USA og Europa, og dermed er en spesiell egenskap for den finansielle relasjonen mellom USA og Kina.

Under følger en kort oppsummering av resultatene for den finansielle analysen av dekobling mellom USA og Kina i forbindelse med dagens resesjon.

Oppsummering og konklusjon for analysen av finansiell dekobling

Oppsummert kan følgende momenter trekkes frem fra den finansielle analysen av finansiell dekobling:

- Hvilken tilnærming man benytter til konjunkturforløpet får innvirkning på konklusjonene for graden av finansiell dekobling.
- I henhold til den vekstsykliske tilnærmingen til konjunkturdateringen har det forekommet en sterk grad av finansiell dekobling mellom det amerikanske og det kinesiske aksjemarkedet.
- Dette er ikke tilfellet dersom den klassiske sykel tilnærmingen legges til grunn.
- Det er ingen tegn til midlertidig sterk form for finansiell dekobling i begynnelsen av nedgangskonjunkturen, slik som var tilfellet for realøkonomien.

- Realøkonomisk dekobling vil være en forutsetning for finansiell dekobling på lang sikt. Dersom det viser seg at den økonomiske utviklingen i Kina snur før USA, slik vi så tegn til i den realøkonomiske analysen, vil det være sannsynlig at man på lengre sikt også vil kunne se en form for finansiell dekobling.
- Det er ingen indikasjoner på at det har forekommet en form for svak finansiell dekobling, når den klassiske sykel tilnærmingen benyttes for å definere konjunkturforløpet. Denne analysen vanskeliggjøres imidlertid av at vi foreløpig ikke vet med sikkerhet lengden på dagens økonomiske resesjon i USA.
- Det har tydelig forekommet en form for episodevis finansiell dekobling mellom USA og Kina. En sammenlikning med euromarkedet indikerer at en slik episodevis finansiell dekobling er en spesiell egenskap for den finansielle relasjonen mellom USA og Kina.

Observasjonene over er på samme måte som ved den realøkonomiske dekoblingen interessante også i en mer generell kontekst til dekoblingsbegrepet. I den finansielle analysen kan man også se tegn på at dagens økonomiske krise muligens representerer et vendepunkt for maktbalansen i verdensøkonomien. Mot normalt viser de finansielle markedene i Kina tegn til vekst før USA: Den absolutte bunnen for SSE Composite kom i oktober 2008, jf figur 3.14 over, mens DJIA opplevet bunnivåer først i november i fjor og deretter i mars i år. Disse bunnivåene ble ikke bekreftet av den kinesiske indeksen. Disse observasjonene kan tyde på at det er Kina som nå leder an også i de finansielle markedene, og man vil derfor muligens kunne se ytterligere og sterkere dekobling i fremtiden.

Tabell 3.16 under oppsummerer resultatene for den finansielle analysen av dekobling i henhold til de ulike konjunkturbegrepene.

Finansiell dekobling		
	Klassisk sykel	Vekstsykel
Sterk dekobling	Nei	Ja
Svak dekobling	Nei	-
Episodevis dekobling	Ja	

Tabell 3.16: Oppsummering av resultatene for den finansielle analysen av dekobling.

Analysen av dekobling gir indikasjoner på at man i tiden fremover vil kunne se sterkere tegn til dekobling mellom den amerikanske og kinesiske økonomien – både realøkonomisk og finansielt. Også for utviklingen på mange andre økonomiske områder vil dagens økonomiske nedgangskonjunktur få stor innflytelse, og i neste del av utredningen følger en skisse av fremtidsutsiktene for den globale økonomien.

4. Fremtidsutsikter: Globale finansielle ubalanser og dekobling

Utviklingen og temaene i verdensøkonomien skifter stadig. Etter år med sterk synkronisert vekst fra 2002 til 2007 rammet den såkalte subprimekrisen verdensøkonomien. I 2007 og i første halvdel av 2008 så man som følge av denne krisen tegn til stagflatoriske trekk – lavere vekst og høyere inflasjon – i realøkonomien. Man begynte å frykte at det som inntil da hadde blitt omtalt som en finanskrisen skulle bli en global realøkonomisk krise. I andre halvdel av 2008 tørket kredittmarkedene fullstendig inn som følge av systemsvikt, høy risikoaversjon og tillitssvikt til markedet. Samtidig falt global etterspørsel og inflasjon dramatisk og synkronisert, og en global krise i realøkonomien ble et faktum. Nå, i begynnelsen av 2009, er det tegn til at finansmarkedene begynner å fungere noe bedre, samtidig som enkelte indikatorer spesielt i USA og Kina kan tyde på at det begynner å snu også i realøkonomien. Usikkerheten er imidlertid stor, og hvordan utviklingen i verdensøkonomien vil arte seg fremover er fortsatt det store spørsmålet.

Dette kapittelet av utredningen tar for seg noen viktige momenter vedrørende den fremtidige utviklingen på et relativt generelt nivå. Det vil legges spesiell vekt på det som har vært denne utredningens hovedtemaer; nemlig de fremvoksende økonomienes bidrag til fremtidig økonomisk vekst, de globale finansielle ubalansene, dekobling og maktbalansen i den globale økonomien. I del 4.1 presenteres et hovedscenario med en positiv innfallsvinkel til den fremtidige økonomiske utviklingen. I del 4.2 redegjøres det for faktorer og handlinger som vil kunne ligge til grunn for at man oppnår situasjonen som beskrives i dette scenarioet, mens det i del 4.1.3 presenteres ulike risikomomenter som kan føre til at scenarioet ikke blir en realitet. Implisitt vil dermed også et slags nedsidescenario presenteres, da dette kan tolkes som det motsatte av det positive hovedscenarioet.

4.1 Hovedscenario for den fremtidig økonomiske utviklingen

Et positivt hovedscenario for den fremtidige utviklingen i verdensøkonomien kan kort oppsummeres via punktene under:

- Fortsatt høy økonomisk trendvekst i verdensøkonomien.
- Ytterligere globalisering av verdensøkonomien.
- Korrigering av de globale finansielle ubalansene.
- Høy grad av politisk og økonomisk samarbeid.
- Sterk vekst i Kina som drar veksten i verdensøkonomien med seg.
- Anerkjennelse av den skiftende maktbalansen i verdensøkonomien, og en sterk involvering av Kina i løsningen på dagens økonomiske krise.

Høy bærekraftig økonomisk vekst er det overordnede og grunnleggende målet for verdensøkonomien. Økonomisk vekst innebærer økt velstand og tilgang til nye varer og tjenester, og gir således en bedring av levestandarden til verdensbefolkningen totalt. Globalisering har gjennom økt flyt av varer og tjenester, kapital og arbeidskraft vært en viktig faktor for den høye veksten vi har hatt i verdensøkonomien i moderne tid. Globalisering bidrar til at ressursene blir utnyttet der de har høyest effektivitet, og således høyere økonomisk vekst enn hva som ellers ville vært tilfellet. De store globale finansielle ubalansene i verdensøkonomien er ikke bærekraftige på lang sikt, og representerer derfor et destabiliserende moment som vil kunne gi grobunn for fremtidige kriser. En korrigering av ubalansene vil derfor være avgjørende for å kunne oppnå scenarioet beskrevet ovenfor. Aktiv politikk i respons på den økonomiske krisen vil også ha stor betydning for den videre utviklingen både for å oppnå fortsatt høy økonomisk vekst, og for å rebalansere de globale finansielle ubalansene. I forhold til de to sistnevnte momentene vil også Kinas videre økonomiske utvikling kunne tillegges stor vekt. Samtidig vil det være viktig at verdens politikere anerkjenner den skiftende globale maktbalansen i verdensøkonomien for at konsekvensene av krisen skal bli så små som mulig.

4.2 Faktorer som underbygger sannsynligheten for et positivt hovedscenario

Det er ikke gitt at verdensøkonomien vil havne i en positiv utviklingssituasjon som beskrevet ovenfor. Det er tilstedeværende faktorer i verdensøkonomien i dag som kan underbygge og øke sannsynligheten for at det blir en realitet, samtidig som det eksisterer ulike risikomomenter som kan gjøre at den fremtidige utviklingen i verdensøkonomien blir langt mer negativ. Avsnittene under vil se nærmere på hvilke faktorer og handlinger som vil kunne underbygge sannsynligheten for at man får et positivt fremtidig utfall for verdensøkonomien.

4.2.1 De grunnleggende vekstdriverne i de fremvoksende økonomiene er fortsatt intakte

De fremvoksende økonomiene har vært de fremste vekstdriverne i verdensøkonomien det siste tiåret, jf diskusjonen i del 1.2. Til tross for at også de fremvoksende økonomiene har blitt rammet hardt av dagens økonomiske resesjon, kan det argumenteres for at de underliggende driverne til vekst i disse økonomiene vil kunne gi opphav til fortsatt fremtidig global økonomisk vekst. Disse vekstdriverne kan oppsummeres som følger:

- Fortsatt urbanisering og industrialisering.
- Folkerike befolkninger med økende kunnskapsnivå.
- Rom for betydelig økning av innenlandsk konsum.
- Tilbudssidebetraktning viser solid vekstpotensial.
- Gode utgangsposisjoner for å møte krisen.

Under følger en nærmere gjennomgang av hvert av disse punktene.

I de fremvoksende økonomiene pågår det en kraftig urbanisering og industrialisering. Kina har for eksempel en urbaniseringsrate på rundt 40 prosent, og denne prosessen vil kunne pågå i lengre tid fremover (Jaeger, 2008). Urbanisering representerer en positiv utvikling i økonomien da dette medfører at arbeidskraft fra mindre produktive landlige områder overføres til den mer produktive urbane økonomien.

Flere av de fremvoksende økonomiene er også svært folkerike. Som nevnt tidligere utgjør for eksempel befolkningen i Kina og India til sammen omtrent to tredeler av verdens befolkning. I dette ligger det både et enormt etterspørsels- og tilbudspotensiale, som vil kunne bidra til høy økonomisk vekst for verdensøkonomien i lang tid fremover. Samtidig blir befolkningen i de fremvoksende økonomiene stadig mer kunnskapsrike, og flere og flere tar høyere utdanning. Dette er med på å fremme urbaniseringen og industrialiseringen i disse landene, og bidrar således til økonomisk vekst.

Flere av de asiatiske fremvoksende økonomiene, deriblant Kina, har som vi har sett hatt en vekststrategi tuftet på eksport (jf del 2.1.2.2). Dette medførte at de ble hardt rammet av det kraftige fallet i den globale etterspørselen. Kina, og flere av de andre fremvoksende økonomiene, har gjennom økt innenlandsk etterspørsel et stort vekstpotensial. Som vi har sett utgjør privat konsum en relativt lav andel av BNP i Kina, og en økning i privat konsum vil derfor være mulig, samtidig som det vil kunne gi svært positive vekstimpulser fremover. Det samme gjelder private investeringer. Jamfør analysen av dekobling i kapittel 3 ser man muligens allerede tegn til en økning i disse størrelsene.

Den realøkonomiske krisen kom først og fremst som følge av en avdemping i etterspørselen. Dersom man legger et tilbudssideperspektiv til grunn har imidlertid de fremvoksende økonomiene et solid underliggende vekstpotensial, i form av store produksjonsmuligheter innenfor blant annet høyteknologi industri og stor tilgang på billig arbeidskraft.

Flere av de fremvoksende økonomiene ser ut til å være godt rustet til å takle den økonomiske krisen. Dette gjelder spesielt de asiatiske fremvoksende økonomiene. Kina, som i et vekstperspektiv ansees som den viktigste av de fremvoksende økonomiene, har eksempelvis betydelige midler til å drive ekspansiv finanspolitikk på grunn av sine store valutareserver og lave eksterne gjeld. I tillegg har bank- og finanssektoren i Kina begrenset eksponering mot kortsiktige utenlandske lån, og i juni 2008 utgjorde disse mindre enn 9 prosent av landets utenlandske valutareserver (Garcia-Herrero, 2009).

De ovenstående strukturelle vekstfaktorene ved de fremvoksende økonomiene forventes å kunne generere positiv økonomisk vekst for verdensøkonomien i lang tid fremover, og kan derfor underbygge en fremtidig utvikling mot hovedscenariot.

4.2.2 Korrigering av de globale finansielle ubalansene

Dagens økonomiske krise har igjen satt korrigeringen av de globale finansielle ubalansene på toppen av dagsordenen, og det fremkommer tydeligere enn noen gang at ubalansene ikke er bærekraftige på lang sikt. Argumentet for sistnevnte, bygger på observasjonen om at de globale finansielle ubalansene kan regnes som en av de underliggende årsakene til dagens økonomiske krise.

De globale finansielle ubalansene har skapt en situasjon i verdensøkonomien som man paradoksalt nok har kunnet betrakte som en likevektssituasjon – den amerikanske økonomien har blitt tilført store kapitalmengder og slik fått mulighet til å finansiere et svært høyt konsum, mens Kina har fått et enormt eksportmarked og har slik kunnet gjennomføre sin vekststrategi basert på høy eksport. Kapitalstrømmene til USA har i hovedsak gått til kjøp av amerikanske statspapirer, noe som har vært med på å holde de lange rentene lave. De lave rentene stimulerte til kraftig gjeldsoppbygging og vekst i formuespriser i USA. Lave renter og god tilgang på kreditt medførte også at investorer søkte etter høyere avkastning, enten ved å øke belåningsgraden på investeringene, eller ved å investere i stadig med risikable og komplekse produkter. Samtidig førte den kraftige veksten i formuespriser til en boligboom og økt forbruk. Som følge av dette begynte dagens økonomiske krise i boligmarkedet i USA, og den spredde seg raskt videre til finansielle investorer som hadde tatt på seg for stor risiko.

På bakgrunn av ovenstående resonnement kan de globale finansielle ubalansene ansees som en underliggende årsak til dagens økonomiske krise. For å oppnå et stabil makroøkonomisk situasjon i fremtiden vil det derfor være avgjørende for verdensøkonomien at de globale ubalansene korrigeres til et nivå som kan forsvares i et intertemporalt likevektsperspektiv. En korrigering av de globale ubalansene vil derfor være helt nødvendig for å unngå nye kriser i fremtiden. Samtidig er det sannsynlig at de finansielle ubalansene, og korreksjonene av dem, vil medføre store forskjeller i hvordan trendveksten i USA og Kina påvirkes. USA vil på kort sikt kunne få vanskeligheter med å nå opp til de vekstnivåene landet har opplevet det siste tiåret, mens det kan være grunn til å tro at det kinesiske vekstpotensialet i større grad er opprettholdt.

Forut for krisen var det tegn til at de globale ubalansene begynte å bli mindre, samtidig som dagens økonomiske krise på mange måter har intensivert korrigeringen. Nærmere om dette,

samt hvilke tiltak som bør iverksettes av USA og Kina for å igangsette en korrigerende av de globale finansielle ubalansene er omtalt i henholdsvis del 2.2 og 2.3 av utredningen, og det henvises til denne delen for en nærmere omtale av dette.

4.2.3 En generell global vilje til å drive aktiv penge- og finanspolitikk

Da verdens økonomer og politikere innså hvor alvorlig og omfattende dagens økonomiske krise ble, viste de en voldsom politisk vilje til å bidra til å håndtere den vanskelige situasjonen både i penge- og kredittmarkedene, og etter hvert også i realøkonomien. Innenfor pengepolitikken har det for eksempel blitt foretatt ekstreme kutt i styringsrentene. Rentene er kuttet til rekordlave nivåer på svært kort tid i omtrent alle de industrialiserte økonomiene, og også de fremvoksende økonomiene har foretatt store rentekutt. I USA er rentenivået nå nede på et nullnivå, noe som innebærer at ”rentevåpnet” innenfor pengepolitikken er oppbrukt. Den amerikanske sentralbanken har derfor gått enda et skritt videre og begynt å ”trykke penger” for å tilføre likviditet i markedet. Banker og andre finansielle institusjoner har også mottatt betydelig økonomisk hjelp fra myndighetene i form av tilførsel av ekstraordinær likviditet, kjøp av ”råtne” lån og lignende.

Etter hvert ble også enorme tiltakspakker iverksatt for å stimulere etterspørselen i realøkonomien i flere land, jf omtalen av USAs og Kinas tiltakspakker i del 2.3.1.4.

Dersom den aktive økonomiske politikken fungerer som forventet, er det sannsynlig at krisens dybde og lengde begrenses, og således legger et godt grunnlag for fremtidig økonomisk vekst.

4.2.4 Høy økonomisk vekst i Kina og anerkjennelse av en skiftende maktbalanse i verdensøkonomien

Følgende avsnitt vil se nærmere på hvordan fortsatt høy økonomisk vekst i Kina vil kunne bidra til høy vekst i verdensøkonomien.

Kina har blitt rammet hardt av dagens økonomiske krise. Den reelle årlige BNP veksten sank til 6,1 prosent i første kvartal i år, og dette er den laveste veksten på nesten tyve år og det

syvende kvartalet med reduksjon.³⁸ Per mars i år hadde eksporten falt med nesten en femtedel fra årsskiftet, minst 20 millioner mennesker hadde mistet jobben siden høsten 2008, halvparten av leketøysprodusentene hadde stengt dørene og tillegg opplevet man et fall i utenlandske investeringer. Kinesiske forbrukere hadde også strammet inn, og i februar falt prisene med 1,6 prosent.³⁹ Samtidig var lagrene smekkkfulle med elektronikk, klær og leker i industrisonene i hele Asia.

De kinesiske myndighetene har vist stor vilje til å motvirke den økonomiske krisen ved hjelp av finans- og pengepolitiske tiltak. Deres viktigste økonomiske målsetning er en minimumsvekst på 8 prosent. En slik vekst vil være nok til å skape arbeidsplasser og dermed være viktig for å unngå sosial uro. I april i år begynte flere private analytikere å oppskalere vekstestimatene for den kinesiske økonomien for 2009 fra rundt 6-7 prosent til 7-8 prosent. Begrunnelsen for denne oppjusteringen er generelt de positive tallene for private investeringer og konsum i første kvartal i år (jf del 3.2), som kan antyde at den kinesiske økonomien muligens har nådd bunnen. Positiv utvikling i sentimentindikatoren for innkjøpsjefene trakk også positivt opp, da denne i april i år steg til over 50 for første gang siden august 2008.⁴⁰ Den kinesiske økonomien er imidlertid langt fra friskmeldt, og det kan ta tid før den igjen opplever tosifret vekst.

Tegnene til bedring i den kinesiske økonomien kan være viktig for den fremtidige vekstutviklingen globalt sett. Nayyar (2008) viser at siden 1980 har den kinesiske økonomien ledet på verdens BNP med en forskyvning på ett eller to år. Denne korrelasjonen er imidlertid mye mindre enn det som er tilfellet for USA, slik at det er tydelig at USA fortsatt har større innvirkning på den økonomiske veksten i verden enn Kina. Rask økonomisk vekst i ledende økonomier driver veksten i land andre steder i verden ved at de tilbyr markeder for eksport, ressurser og finansiering som kan benyttes til investeringer og ny utvikling, samt teknologi som kan øke produktiviteten. Det klassiske eksempel på slike vekstmotorer i verdensøkonomien er Storbritannia i det 19. århundret og USA i det 20. århundre. Kina er ikke foreløpig en økonomisk vekstdriver innenfor alle disse dimensjonene, men er antatt å stimulere til vekst i andre land hovedsaklig som et marked for eksport og investeringer. Fortsatt høy økonomisk vekst i Kina vil derfor kunne bidra til økt global vekst.

³⁸ ”Tegn til optimisme i Asia”, Dagens Næringsliv 12.03.09.

³⁹ Noe av dette prisfallet kan imidlertid skyldes at matvareprisene i fjor vinter var svært høye.

⁴⁰ Sentimentindikatoren for innkjøpsjefene kan ha verdier fra 0 til 100, og verdier over 50 impliserer derfor at flere av sjefene rapporterer bedre utsikter enn negative utsikter.

Som poengtert tidligere vil det enorme potensialet for økt innenlandsk etterspørsel være en av de grunnleggende vekstdriverne i den kinesiske økonomien, og økt innenlandsk etterspørsel kan også bidra til fortsatt høy global økonomisk vekst. Økte investeringer i Kina vil bidra til økt etterspørsel etter råvarer og andre innsatsfaktorer, og således gi positive ringvirkninger til blant annet råvareeksporterende land og transportsektoren. Økt privat konsum kan gi opphav til økt import fra andre land og gi positive ringvirkninger gjennom dette. På kort sikt er det sannsynlig at disse positive effektene vil spre seg først og fremst til andre asiatiske land. På grunn av sin sterke finansielle stilling har Kina også hjulpet andre fremvoksende asiatiske økonomier gjennom lån eller midlertidige gjensidige valuta ordninger (swap lines) i løpet av dagens økonomiske nedgangstid.

4.2.5 Skiftende maktforhold i den globale økonomiske maktbalansen

En av de store problemstillingene i dagens økonomiske debatt er om maktbalansen i verdensøkonomien vil skifte fra USA og andre OECD land til Kina og andre store fremvoksende økonomier som India og Brasil. Et slikt skifte i maktbalansen vil kunne føre til større grad av dekobling i fremtiden, og i relasjon til dette er ikke dekolingshypotesen bare et interessant begrep i forhold til dagens resesjon, men også relevant for å vurdere mer langsiktige trender etter denne krisen. Økt dekolbing og skiftende maktbalanse fremmer også behovet for å inkludere Kina og andre viktige fremvoksende økonomier i løsningen på dagens krise.

Trendmessig dekolbing mellom de industrialiserte og de fremvoksende økonomiene

Denne utredningen har benyttet en definisjon som tilsier at dekolingshypotesen er et konjunktorelt kortsiktig begrep. Det vil si at man ut i fra denne definisjonen er interessert i om *konjunktursykelen* i Kina har koblet seg fra konjunktursykelen i USA. Analysen av dekolbing i kapittel 3 viste at det har vært en form for midlertidig realøkonomisk dekolbing mellom USA og Kina i begynnelsen av dagens økonomiske krise, men at denne ikke lenger eksisterer. Videre viste analysen at dekolbingen muligens vil bli sterkere fremover i tid, da det var indikasjoner på at Kina muligens er i ferd med å koble seg av nedgangssykelen i USA, og nå er på vei oppover igjen. En slik konjunktorell dekolbing av den kinesiske økonomien vil tilsi økt positiv vekst i Kina i tiden fremover, og således positive vekstimpulser også globalt sett.

Dekoblingshypotesen kan også være interessant i et mer langsiktig perspektiv, og da som et *trendmessig* begrep. En trendmessig dekobling mellom de industrialiserte og fremvoksende økonomiene vil innebære at gapet i veksttakten mellom dem blir større over tid. I følge IMF har gapet mellom realveksten i fremvoksende økonomiene og de industrialiserte økonomiene gått fra ingenting i 1991 til omtrent 5 prosentpoeng i 2007. Utviklingen mot en slik trendmessig dekobling vil kunne sees ved at de fremvoksende økonomiene går inn i en høyere vekstbane enn de industrialiserte økonomiene, enn det som tidligere har vært tilfellet, etter dagens økonomiske nedgangskonjunktur.

Dagens økonomiske krise kan i så måte fungere som et vannskille for en slik trendmessig dekobling. Krisen i USA og Kina skiller seg på det punkt at USA i mye større grad er offer for de strukturelle problemene i finansnæringen enn det Kina er. Mens en stor del av tiltakspakkene derfor må gå til reparering av ødelagt soliditet hos slike finansinstitusjoner i USA, er ikke dette tilfellet i Kina. Tiltakspakkene vil derfor kunne være en større vekstdriver i den kinesiske økonomien enn det som er tilfellet i USA. Samtidig kan det se ut som at de industrialiserte økonomienes aktive responspolitikk gir en indirekte stimulans og en ekstra ”gearing effekt” til de fremvoksende økonomiene. Dette kommer også som en følge av at banksystemet har virket omtrent som det skal i de fremvoksende økonomiene i mesteparten av kriseperioden. De globale stimulansepakkene kan derfor få en høyst utilsiktet effekt, ved at de kan forsterke mer enn redusere, forskjellen i veksttakten mellom den industrialiserte verden og vekstmarkedene.⁴¹

Dersom det forekommer en slik trendmessig dekobling vil dette med sikkerhet ha implikasjoner for maktbalansen i verdensøkonomien, i form av at de fremvoksende økonomiene får et økonomisk overtak på dagens industrialiserte økonomier. På lengre sikt vil dermed disse økonomiene bli de dominerende i det globale vekstbildet.

Kina bør involveres i løsningen på dagens økonomiske krise

Det kan være tegn til at Kina ønsker å ta på seg en større rolle og et større ansvar i den globale økonomiske politikken. I fjor høst ble det iverksatt globale koordinerte rentekutt, og Kina valgte å følge disse. Dette kan tolkes som en kinesisk vilje til å takle krisen på en multilateral

⁴¹ Kristoffer Stensrud, porteføljeforvalter i Skagen fondene, Dagens Næringsliv 12.03.09.

basis. Basert på ulike økonomisk-politiske utspill fra Kina den senere tiden, kan det også se ut til at landet anerkjenner at rollen som eier av verdens største valutareserve, gir dem en viktig rolle i den globale økonomiske stabiliseringspolitikken.

I forbindelse med dagens økonomiske krise har Kina kommet med ulike økonomiske utspill. Ett av disse er å innføre en ny global referansevaluta i stedet for amerikanske dollar. Dette forslaget har bakgrunn i en mening om at dollarenes innflytelse på de finansielle markedene er for stor, og at dagens krise har avdekket dype og alvorlige svakheter og systematisk risiko i det internasjonale valutasystemet. Kina foreslår en ny internasjonal reservevaluta der kursen fastsettes som et gjennomsnitt av et utvalg valutaer og styres av IMF. Forslaget vil gi IMF langt mer slagkraft, og vil redusere innflytelsen den amerikanske sentralbanken har på land over hele verden med sin pengepolitikk.

For Kina representerer den pågående økonomiske krisen en unik mulighet for å øke sin innflytelse i internasjonale økonomiske organisasjoner. Per i dag har Kina like stor innflytelse i IMF som Nederland og Belgia. En økt kinesisk innflytelse vil etter all sannsynlighet måtte skje på bekostning av USA, og således bidra til skiftet i det økonomiske tyngdepunktet i verdensøkonomien. En slik involvering vil imidlertid kunne være viktig for å komme frem til gode løsninger på dagens økonomiske problemer.

Omtrent like viktig som at Kina involveres i løsningen på dagens økonomiske krise, vil det være at Kina selv anerkjenner sin rolle for å opprettholde stabilitet i den globale økonomien. Kun ved en slik gjensidig anerkjennelse vil det være mulig å finne multilaterale gode løsninger på systemsviktene i de finansielle markedene, samt en korrigerende av de globale finansielle ubalansene.

4.2.6 Globalt samarbeid og globalisering

Globalisering innebærer en større integrering av verdensøkonomien. I denne konteksten kan globalisering sees som en prosess som gjøre verden ”mindre”, med positive effekter som fallende transportpriser og kommunikasjonskostnader. I tillegg vil utveksling av varer og tjenester, kapital og arbeidskraft medføre at ressursene utnyttes på en mest mulig effektiv

måte, og slik gi positive effekter som høyere økonomisk vekst. I lys av dette vil et tilbakeslag i globaliseringen av verdensøkonomien være negativt.

Det fremste eksempelet man har sett på negative effekter av proteksjonisme og redusert integrasjon i verdensøkonomien var etter den store depresjonen på 1930-tallet. Tariffer og tollbarrierer økte kraftig og medførte fall i handels- og kapitalstrømmer. Totalt opplevet man et fall på to tredeler i verdenshandelen. Ved å redusere mobiliteten til handelsvarer og kapital hindret dette gjenoppbyggingen av økonomien, og forverret problemene med ødelagt investortilitt og misforstått finans- og pengepolitikk.

I forbindelse med dagens økonomiske krise har det vært stort fokus på at man ikke skulle gjøre de samme feilene som ble gjort etter den store depresjonen. Det har derfor blitt satset på aktiv stimuleringspolitikk og globalt samarbeid (jf del 4.1.3 over). Samtidig binder WTO-avtalen medlemslandene til å ikke iverksette proteksjonistiske tiltak på flere områder. At verdensøkonomien ikke går inn i en bane med redusert globalisering og redusert fri handel vil være en svært viktig forutsetning for videre høy global økonomisk vekst.

I de seks delkapitlene ovenfor er ulike momenter som vil kunne innebære og bidra til en positiv utvikling i verdensøkonomien gjennomgått. Som nevnt innledningsvis er det imidlertid ikke gitt at økonomien vil følge denne utviklingsbanen, da det eksisterer ulike risikomomenter som vil kunne inntreffe og medføre at utviklingen blir mer negativ. I følgende delkapittel omhandles disse risikoene.

4.3 Risikomomenter som kan føre til at man ikke når hovedscenarioet

Det eksisterer ulike risikomomenter i verdensøkonomien som kan være med å frembringe et mindre positivt scenario enn det som ble omtalt i forrige delkapittel. Et nedsidescenario for den fremtidige utviklingen i verdensøkonomien vil naturlig nok innebære det motsatte av det positive hovedscenarioet beskrevet ovenfor, og kan kort oppsummeres via følgende momenter:

- Et fall i den økonomiske trendveksten i verdensøkonomien.
- Redusert globalisering av verdensøkonomien.
- Mislykket korrigerende av de globale finansielle ubalansene.
- Utilstrekkelig og mislykket finans- og pengepolitikk.
- Bobletendenser i Kina.
- Lav grad av anerkjennelse av den skiftende maktbalansen i verdensøkonomien, og påfølgende konflikter i den globale økonomiske politikktutforming.

Generelt vil økt proteksjonisme, vedvarende problemer i bank- og finanssektoren som skaper kredittrasjonering og ”for høy” risikoaversjon kunne føre til redusert vekstutvikling i verdensøkonomien i fremtiden. Risiko for økte skattebyrder i mange land og sementering av de globale finansielle ubalansene vil også kunne ha en slik negativ effekt på den fremtidige veksten. Totalt sett eksisterer det dermed en risiko for lavere trendvekst de neste fem til ti årene i mange land, særlig i de moderne industrilandene.

Dette avsnittet vil se nærmere på hvilke faktorer som vil kunne føre til at verdensøkonomien går inn i et nedsidescenario.

4.3.1 Risikomomenter for avtagende vekst i fremvoksende økonomier

Fremvoksende økonomier kan være mindre stabile samfunn enn industrialiserte økonomier både økonomisk og politisk sett. Det eksisterer derfor ulike former for risiko som vil kunne ha negativ effekt på vekstutviklingen. Disse kan listes som følger:

- Politisk risiko i form av mangelfullt styresett og institusjonalisering.
- Sosial risiko i form av misnøye, opptøyer og annen uro.
- Risiko for korrupsjon og annen konkurransevridding.
- Sterk nedgang i utenlandske kapitalstrømmer til de fremvoksende økonomiene som følge av dagens økonomiske krise.
- Vedvarende ”for høy” risikoaversjon som følge av dagens økonomiske krise.
- Enkelte av de fremvoksende økonomier har dårlig utgangsposisjon for å takle dagens økonomiske krise.

Disse risikomomentene vil det redegjøres nærmere for i avsnittene under.

I mindre utviklede samfunn eksisterer det ofte en risiko for sosial uro med politisk utspring; for eksempel misnøye rundt landets styrende organer. Rask vekst uten velfungerende systemer for en mer rettferdig fordeling av den økte inntekten skaper ofte økte forskjeller mellom ulike lag av befolkningen, og dette kan oppleves som urettferdig. For eksempel oppstår det ofte et inntektsskille mellom byområdene og mer landlige områder, jf diskusjonen om urbanisering i del 4.2.1. Slike politiske og sosiale faktorer kan være en rot til misnøye i befolkningen, som kan skape sosial uro i form av demonstrasjoner og opptøyer. Denne type hendelser er ofte svært skadelig for den økonomiske utviklingen.

Dagens økonomiske krise kan forsterke denne typen sosial og politisk risiko da krisen medfører høy arbeidsledighet og redusert levestandard for mange. I så måte kan krisen være en utløsende faktor for politiske opptøyer og andre sosiale protestansamlinger. Dette vil kunne ha svært negative konsekvenser for den innenlandske økonomien, samtidig som det vil kunne øke investeringsrisikoen for, og også skremme bort, utenlandske investorer.

En økonomisk risiko som ofte eksisterer i mindre institusjonaliserte land er korrupsjon. For eksempel er det estimert at ulovlige aktiviteter som bestikkelser, tyveri og utnyttelse av offentlige midler til egen vinning kostet det kinesiske samfunnet minst 3 prosent av BNP i 2006.⁴² Korrupsjon vil også kunne undergrave regjeringens styresett, oppildne til sosial uro og bidra direkte til økningen i sosioøkonomiske ulikheter, jf de sosiale og politiske risikoene beskrevet i forrige avsnitt. Korrupsjon kan således være en stor trussel mot den fremtidige økonomiske utviklingen og den politiske stabiliteten i de fremvoksende økonomiene.

I forbindelse med dagens økonomiske krise har vi sett en sterk nedgang i utenlandske kapitalstrømmer til de fremvoksende økonomiene. Institute of International Finance estimerte i januar i år at netto private kapitalstrømmer til fremvoksende økonomier vil ligge rundt 165 milliarder amerikanske dollar i 2009 – en nedgang på 82 prosent sammenlignet med rekordvolumet på 929 milliarder i 2007. Dette innebærer en stor nedgang i kapitaltilgangen for flere av de fremvoksende økonomiene, og kan være en betydelig kilde til finansielt stress.

⁴² Carnegie Policy Brief 55, October 2007.

Etter tall fra Verdens Banken kan 104 av 129 fremvoksende økonomier ha utilstrekkelige driftsbalanser for å dekke privat gjeld som forfaller i 2009.⁴³

Nedgangen i den eksterne finansieringen til de fremvoksende økonomiene kommer først av fremst av høy risikoaversjon blant investorene og liten tillit til det finansielle systemet som følge av den pågående finanskrisen. Samtidig innebærer de politiske og økonomiske risikoene, redegjort for innledningsvis, at fremvoksende økonomier oppleves som spesielt risikofylte. Dersom risikoaversjonen forblir ”for høy” over lengre tid kan dette medføre økte såkalte home bias,⁴⁴ som vil medføre at kapitalstrømmene til de fremvoksende økonomiene blir lave over lengre tid. Dette kan medføre at de fremvoksende økonomiene får en lavere økonomisk vekst fremover enn det som har vært tilfellet de siste årene, og representerer således en stor risiko for bidraget til den fremtidige globale vekstutviklingen.

Som nevnt tidligere er det relativt store forskjeller mellom dagens fremvoksende økonomier, der noen har dårligere utgangsposisjoner for å takle dagens økonomiske krise enn andre. De østeuropeiske fremvoksende økonomiene er her i en særs dårlig stilling, og flere av disse, som Polen, Romania og Ungarn, har måttet be IMF og EU om finansiell hjelp. I løpet av de siste månedene har IMF lovet over 65 milliarder amerikanske dollar i økonomisk støtte til ulike kriserammede østeuropeiske økonomier. De fremvoksende økonomiene som har blitt rammet svært hardt av krisen, og heller ikke har offentlige statsfinanser til å hjelpe seg selv ut av krisen, kan dermed komme svært svekket ut av dagens krise. Store lån og en skakkjørt økonomi, vil dermed føre til bidraget fra disse økonomiene til den globale veksten blir svakere enn det som har vært tilfellet tidligere.

4.3.2 Mislykket korrigerings av de globale finansielle ubalansene

Under hovedscenariot for utviklingen i verdensøkonomien, beskrevet i forrige delkapittel, ble det poengtert at de globale finansielle ubalansene må korrigeres for at de ikke skal gi grobunn for nye alvorlige kriser i fremtiden. Det finnes imidlertid ulike risikoer og

⁴³ Verdensbankens hjemmeside: www.worldbank.org

⁴⁴ “Home bias” er tendensen til at investorer plasserer store beløp i innenlandske aksjer og papirer, til tross for (de antatt teoretiske) fordelene ved å diversifisere porteføljen med utenlandske aktiva. Det antas at denne skjevheten kommer som et resultat av ekstra vanskeligheter assosiert ved investeringer i utlandet, for eksempel i form av juridiske restriksjoner og transaksjonskostnader.

mekanismer som kan forhindre at en slik korrigering av ubalansene settes i gang. Kort oppsummert er disse risikoene:

- Økt offentlig gjeldsopptak i USA.
- Mangelfullt hensyn til korrigeringen av ubalansen i den kortsiktige responspolitikken.
- Mangel på eksplisitte tiltak for å korrigere ubalansene.
- Økt markedsvolatilitet som medfører økt reserveakkumulasjon i overskuddsland.

Under følger en utdypning av hvert av disse punktene.

Økt gjeldsopptak i USA

De globale finansielle ubalansenes utvikling de kommende årene vil være kritisk avhengig av hvilken effekt politiske tiltak og reformer som iverksettes, både i dag og senere, har på langsiktig sparing og investeringer i både overskudds- og underskuddsland.

USA har iverksatt en massiv politikkrespons for å motvirke effektene av nedgangskonjunkturen. Siden USAs utgangsposisjon er underskudd på driftsbalansen, må dette finansieres ved hjelp av enda større offentlig gjeldsakkumulasjon. Det budsjetterte underskuddet på statsbudsjettet for 2009 er det største noen gang på hele 1,75 billioner amerikanske dollar, det vil si 12,3 prosent av BNP (Hugh, 2009). Landets gjeldssituasjon fremstår derfor nå som enda mer sårbar enn tidligere. Økt offentlig gjeld bidrar til en svekkelse av driftsbalansen, og USAs fortsatt økte gjeldsopptak kan derfor sees som en risiko for at korrigeringen av ubalansene skal mislykkes.

Ett av formålene med den aktive finanspolitikken til USA er å prøve å få fart på den private etterspørselen i økonomien. I del 2.2 så vi at en måte å korrigere de globale finansielle ubalansene var ved å øke sparingen relativt til investeringen i land med underskudd på driftsbalansen. Dagens økonomiske krise har medført at den private sparingen i USA har økt, og således satt i gang denne korreksjonsprosessen. Finanspolitisk stimuli i USA innebærer derfor i realiteten at disse korreksjonene motvirkes, da bakgrunnen for stimulien nettopp er å forsøke å holde det private konsumet oppe.

På kort sikt kan den ekspansive finanspolitikken forsvares ved at tiltakene er nødvendige for å håndtere mer kortsiktige konjunkturelle problemer. Slike problemer er for eksempel sosiale

konsekvenser av høy arbeidsledighet og finansielle konsekvenser av ikke-fungerende finansmarkeder. Ved slike problemer anses den langsiktige kostnaden ved å ikke reagere som større enn den kortsiktige kostnaden ved å reagere. Det økte budsjettunderskuddet i USA fremstår imidlertid som et problem dersom tiltakene er iverksatt på grunnlag av en langsiktig målsetning om å komme tilbake til "likevektssituasjonen" man befant seg i før krisen. Det vil si at det langsiktige målet er å komme tilbake til en situasjon der høyt belånte amerikanere skal låne enda mer for å opprettholde både etterspørselen innenlandsk i USA og i Kina. En slik målsetning innebærer at det ikke tas høyde for de langsiktige problemene en opprettholdelse av de globale finansielle ubalansene representerer.

Med bakgrunn i de ovenstående resonnementer ser vi altså at det eksisterer en risiko i dagens økonomi for at responspolitikken i USA er for kortsiktig. Det kan være fare for at den langsiktige korrigeringen av ubalansene ikke i tilstrekkelig grad tas med i beslutningsgrunnlaget for pengebruken i dag, og at man dermed er mer opptatt av å løse problemene som eksisterer i økonomien akkurat nå, enn å ta inn over seg de problemene som vil kunne komme som følge av ubalansene. En slik politikk vil kunne medføre at de globale ubalansene befester seg og således gir grobunn for nye fremtidige kriser. Helt til det gjøres noe med ubalansene vil det være en sannsynlighet til stede for at det vil komme nye destabiliserende kriser.

Mangel på eksplisitte tiltak for å korrigere ubalansene

På samme tid eksisterer det en risiko for at det heller ikke blir iverksatt tilstrekkelige eksplisitte tiltak for å korrigere ubalansene. Dette innebærer blant annet en korrigerende av produksjons- og etterspørselsfordelingen i verdensøkonomien. I dette ligger det at landene med overskudd på driftsbalansen må øke innenlandsk etterspørsel i forhold til innenlandsk produksjonen, mens underskuddslandene må øke innenlandsk produksjon i forhold til innenlandsk etterspørsel.

Kina har iverksatt eksplisitte tiltak for å øke sin etterspørsel relativt til produksjonen. Dersom de ikke lykkes med dette kan det få negative konsekvenser for både korrigeringen av ubalansene og den frie handelen. I normale tider vil land som har et positivt driftsbalanseoverskudd være nyttige fordi de absorberer etterspørsel som ikke ville ha blitt dekket av innenlandsk produksjon. I krisetider med manglende etterspørsel derimot kan overskuddsland bli et problem, nettopp fordi de faktisk importerer etterspørsel fra andre land.

Hvis overskuddsland som Kina belager seg på å fortsette å importere denne etterspørselen i like stor grad som før, til tross for at hele verdensøkonomien er i en dyp etterspørselsledet resesjon, kan dette virke provoserende på andre land. Dersom det viser seg at Kinas tiltak for å skape ny innenlandsk etterspørsel er utilstrekkelige, eller enda verre, at Kina bedriver valutamanipulasjon for å øke eksporten, vil dette implisitt bety at landet oppnår fordeler for sin egen økonomi på bekostning av andre land. En slik økonomisk politikk fra overskuddslandene vil gjøre en korrigerende ubalansene bortimot umulig. I tillegg vil en slik form for merkantilistisk politikk medføre økt proteksjonisme og dermed redusert fri handel.

Mulige eksplisitte tiltak som kan iverksettes for å rebalansere ubalansene er gjennomgått i delkapittel 2.2, og det henvises til denne delen for nærmere beskrivelse av disse.

Behov for økt beskyttelse for markedsvolatilitet i de fremvoksende økonomiene

Et siste risikomoment for korrigeringen av de globale finansielle ubalansene, er at de fremvoksende økonomiene kan føle enda større behov for beskyttelse mot markedsvolatilitet. Enkelte mener at de asiatiske fremvoksende økonomienes store valutareserver kommer som følge av at de føler behov for å beskytte seg mot store kapitalbevegelser, som de man så under Asia-krisen på slutten av 1990-tallet, jf diskusjon i del 2.1.2.2. Dersom dagens økonomiske krise medfører at de fremvoksende økonomiene utvikler en persepsjon om at de trenger større beskyttelse nå enn tidligere, vil dette medføre at de øker valutareservene sine ytterligere. Dette betyr at de vil opparbeide seg større driftsbalanseoverskudd, og gjøre en korrigerende vanskelig.

4.3.3 Utilstrekkelig og mislykket global politikkrespons

Det eksisterer ulike risikomomenter for at den globale politikkresponsen på dagens økonomiske krise mislykkes og at effekten ikke blir som tilsiktet:

- Global uenighet fører til utilstrekkelige løsninger.
- Vedvarende problemer i bank- og finanssektoren skaper kredittrasjonering.
- Den aktive politikken i USA viser seg som utilstrekkelig.
- Pengetrykningen i USA kan få negative effekter for verdensøkonomien.
- Uheldige signaleffekter av den aktive responspolitikken.

Global uenighet fører til utilstrekkelige løsninger

Det har vært en generell global enighet om at det er nødvendig å samarbeide om tiltak for å prøve å begrense de negative økonomiske og sosiale konsekvensene av dagens krise. Det vil imidlertid alltid være diskusjon og uenighet om hvilke tiltak som er best egnet.

I forbindelse med G20-møtet i april så vi eksempelvis at flere av EU-landene ikke var villige til å iverksette like store realøkonomiske tiltak som USA ønsket, da de mente at det også må tas høyde for de automatiske stabilisatorene som virker gjennom de veletablerte velferdssystemene i disse landene. EU-landenes standpunkt var at USAs velferdssystem er mindre enn de fleste EU-landenes, og at de direkte tiltakene derfor bør være større der enn i EU-landene. Også om reguleringen av de internasjonale finansmarkedene var det stor uenighet på det samme G20-møtet, der Tyskland og Frankrike ønsket seg strengere regulering enn USA og Storbritannia.

Generelt vil det altså kunne være en risiko for at de store toneangivende økonomiene i verdensøkonomien ikke blir enige, og at man derfor ikke får i stand gode bærekraftige løsninger på de strukturelle problemene dagens økonomiske krise har avdekket – både i de finansielle markedene og i realøkonomien. Eksempelvis vil mangelfulle løsninger for de strukturelle problemene i bank- og finanssektoren kunne skape vedvarende kredittrasjonering, noe som vil virke svært veksthemmende. Verdens beslutningstakere har en stor oppgave foran seg ved å skulle skape fremtidens kapitalistiske system. Det eksisterer en stor risiko for at det kan begås ”feil” i denne beslutningsprosessen, der mindre heldige vedtak blir besluttet.

Den aktive politikken viser seg som utilstrekkelig til å løfte USA ut av krisen

Det har blitt hevdet at de amerikanske realøkonomiske tiltakspakkene er utilstrekkelige for å løfte landet ut av dagens økonomiske krise (Wolf, 2009). Da vil USA på det ”verste” kunne befinne seg i en situasjon om to til tre år med fortsatt høy arbeidsledighet, lav vekst, enorme offentlige budsjettunderskudd og et stort driftsbalanseunderskudd. Gitt at USA fortsatt er en viktige vekstmotor i verdensøkonomien kan dette få svært negative konsekvenser for den globale veksten.

Det kan også være grunn til å frykte at amerikanske husholdninger i en slik situasjon ikke lenger vil godta at så mye av etterspørselen deres eksporteres til Kina for å opprettholde arbeidsplasser der, når de trenger den for å skape arbeidsplasser til seg selv. Dette vil kunne være en kime for iverksettelse av proteksjonistiske tiltak for å holde etterspørselen innenfor de

amerikanske grensene. Dette vil kunne skape alvorlige konsekvenser for verdensøkonomien i form av redusert fri handel og økt proteksjonisme.

En analyse presentert i IMF's World Economic Outlook fra april i år finner at effekten av finanspolitiske tiltak er dårligere jo større gjeld myndighetene i utgangspunktet har. I følge deres beregninger vil effekten gå fra positiv til negativ dersom offentlig gjeld overstiger 60 prosent av BNP. USAs gjeld utgjør i dag omtrent 70 prosent av BNP, og i verste fall kan derfor USAs tiltakspakke føre til lavere total aktivitet i økonomien enn det som hadde vært tilfellet hvis de ikke hadde blitt iverksatt. Forklaringen hviler på at forbrukerne øker spareraten fordi de frykter at staten ikke vil kunne betale tilbake gjelden, uten å måtte øke skattene eller stramme inn på velferdstilbudet, (jf diskusjonen om effekten av høyt offentlig forbruk på spareadferden til forbrukerne i del 2.1.2.1). Det eksisterer dermed en risiko for at forbrukerne skal motsvare økningen i den offentlige pengebruken ved å øke sin private sparing like mye eller mer.

Det kan også være verdt å merke seg at de responspolitiske tiltakene som er iverksatt i forbindelse med dagens økonomiske krise, er iverksatt på bakgrunn av økonomisk teori. Teorien har sin bakgrunn i at det kan se ut til at tidligere kriser har blitt forsterket av at myndighetene ikke har drevet motsyklisk politikk. At det er riktig å innføre stimulerings tiltak er det ikke så mye tvil om, men størrelsen på og hvor langvarige slike tiltak bør være er mer usikkert. Det er ventet at slik motsyklisk politikk vil ha en positiv effekt, også på lang sikt, men man befinner seg her på et område med lite tidligere sammenlignbar erfaring.

USAs trykking av penger kan ha negativ effekt på verdensøkonomien

Den amerikanske styringsrenten er som nevnt tidligere nede på et nullnivå, og den amerikanske sentralbanken har derfor begynt å ”trykke penger” for å tilføre likviditet i markedet. I praksis innebærer dette at de skal kjøpe tilbake gjeld for omtrent 1,2 billioner amerikanske dollar for å forsøke å øke bankenes utlån og promotere økonomisk gjenoppbygging.⁴⁵

USA er i en særstilling i verdensøkonomien siden landets valuta benyttes som reservevaluta, og kan derfor finansiere sine utenlandske lån ved å trykke flere penger. Et land som ikke har

⁴⁵ “Fed pumps \$1.2tn into US economy”, BBC 18.03.09.

en valuta som anses som en reservevaluta vil kunne gå tom for utenlandske valutareserver, og vil derfor være tvunget til å låne utenlandsk valuta (for eksempel fra IMF).

En massiv økning av pengemengden i en økonomi vil kunne føre til inflasjon, og således et fall i valutaens verdi. Kina har som nevnt tidligere ytret bekymring for sine valutareserver notert i dollar, og ønsker seg derfor en ny referansevaluta i verdensøkonomien. En av begrunnelsene for dette er at landet som utsteder reservevalutaen alltid vil møte en avveining mellom innenlandsk og internasjonal stabilitet. Og i forlengelsen av dette hevder Kina at pengeprintingen til den amerikanske sentralbanken støtter økonomien fra et nasjonalt perspektiv, men kan skade dollarens verdi som følge av inflasjon. Dette vil videre føre til en verdireduksjon på Kinas valutareserver notert i dollar.

I så måte representerer USAs trykking av penger en risiko for verdensøkonomien – både som en unaturlig inflasjonsdriver og som en risiko for et mulig fall i dollarverdien. Et stort fall i dollarverdien vil kunne medføre at Kina stopper finansieringen av USAs underskudd på driftsbalansen, jf diskusjonen i del 2.2.3. Kinas kjøp av amerikansk gjeld har vært en av de faktorene som har holdt hjulene i gang i den globale økonomien etter at den økonomiske krisen ble et faktum, og en plutselig stopp vil kunne få alvorlige konsekvenser for verdensøkonomien.

Negative signaleffekter av den aktive politikken

Både i USA, Storbritannia og Island har myndighetene gitt økonomisk støtte til flere store finansinstitusjoner. Flere av disse var kommet i en vanskelig økonomisk situasjon fordi de hadde tatt for stor risiko. Aksjonærer og bankledelse i disse institusjonene har fått godt betalt i gode tider, og i prinsippet burde de også ta konsekvensene av sine beslutninger når det går dårlig. Både denne og tidligere kriser har imidlertid vist at dette prinsippet ikke gjelder for banker som er store eller viktige nok. Hvis en stor bank går overende eller må stoppe utlånene for å gjenopprette balansen, vil en nedgangskonjunktur forsterkes. Fallet i produksjonen og økningen i ledigheten blir større enn nødvendig, og myndighetene velger å gi økonomisk hjelp. Dette kan gi uheldige signaleffekter for fremtiden, og redningspakkene kan slik lede til nye kriser dersom bankene over tid *systematisk* tar for høy risiko. Det vil derfor være avgjørende at reguleringen av finans- og banksektoren endres, slik at man kan unngå lignende situasjoner i fremtiden.

4.3.4 Boble i Kina og mindre anerkjennelse av det skiftende maktforholdet i verdensøkonomien

Også for den videre vekstutviklingen i den kinesiske økonomien finnes det enkelte risikomomenter. Disse kan oppsummeres via følgende punkter:

- Fare for en boble i børser- og eiendomsmarkedene i Kina.
- Høye investeringer kan føre til overkapasitet.
- Manglende anerkjennelse av Kina på den internasjonale beslutningsarenaen.
- Proteksjonisme i andre land kan gå hardt utover den kinesiske økonomien.
- Utilstrekkelig overgang til innenlandsk konsumdrevet økonomi.
- Enkelte tegn til at den kinesiske veksten ikke er bærekraftig på lang sikt.

Under følger en nærmere utdypning av disse punktene.

Fare for en boble og overkapasitet i den kinesiske økonomien

En massiv utlånsvekst kan øke risikoen for at det skapes bobler i den kinesiske økonomien. Som et ledd i strategien for å begrense nedgangskonjunkturen i Kina har myndighetene pålagt bankene å øke utlånene, jf del 2.3.4.1. Dette har tilført store mengder kapital til den kinesiske økonomien, og pengemengden i den kinesiske økonomien øket med 25,5 prosent i mars (Katsenelson, 2009). De kinesiske myndighetene eier en stor del av de systemene som står for pengeskapingen og pengeforbruket i økonomien. Bankene er i relativt stor grad styrt av myndighetene, og kan derfor "tvinges" til å øke utlånene. I tillegg vil muligheter for kortsiktig profitt, og lavere renter være en drivfaktor for å låne ut mer. Sistnevnte faktor innebærer synkende marginer for bankene, og for å motvirke dette vil bankene øke utlånsvolumet. Ovenstående faktorer kan medføre at lånene som nå gis i den kinesiske økonomien er lån til mindre lønnsomme investeringer, og som derfor kan føre til tap i fremtiden. En slik kraftig utlånsvekst kan også på lengre sikt gi grobunn til nye bobler i den kinesiske økonomien, tilsvarende hva landet opplevde i børser- og eiendomssektoren for 3-4 år siden.⁴⁶

Tilsvarende effekt kan også myndighetene ha på statlig eide selskaper, som kan *pålegges* å låne og investere. Dersom investeringene ikke er basert på profittmaksimerende

⁴⁶ "Frykt for nye bobler", Dagens Næringsliv 17.04.09

investeringsbeslutninger kan dette medføre overkapasitet i enkelte deler av den kinesiske økonomien. Denne typen investeringer vil dermed gi et mindre bidrag til økt fremtidig vekst.

Manglende anerkjennelse av Kina på den internasjonale beslutningsarenaen

En manglende anerkjennelse av Kinas standpunkter i den globale økonomiske debatten kan medføre et anstrengt diplomatisk forhold mellom spesielt USA og Kina. Dette kan forhindre bærekraftige og gode løsninger på viktige økonomiske problemstillinger som angår de to landene, som for eksempel handelsunderskudd, renminbi appresiering, markedstilgang og beskyttelse av intellektuelle eiendomsrettigheter. Spesielt viktig vil et godt samarbeid være for å få til en koordinert korrigerende av de globale finansielle ubalansene. Press, trusler om ødeleggende handlinger og lignende vil kun skade den fremtidige utviklingen i verdensøkonomien. Eksempler på handlinger som kan ødelegge et godt bilateralt forhold mellom de to landene kan være at Kina truer med å slutte å finansiere det amerikanske underskuddet på driftsbalansen. Mens USA kan true med å innføre proteksjonistiske tiltak ovenfor Kinas eksport.

Fortsatt svært eksportavhengig kinesisk vekst

En mislykket innenlandsk rebalansering av den kinesiske økonomien vil også kunne utgjøre et risikomoment for den fremtidige vekstutviklingen i Kina. En langvarig nedgangskonjunktur i de industrialiserte økonomiene vil medføre en langvarig nedgang i Kinas eksport. Dersom landet ikke klarer å legge om til en mer innenlandsk etterspørselsdrevet vekst, vil dette derfor kunne få svært negative vekstkonsekvenser for Kina.

Til tross for positive veksttendenser i konsum og investeringer i den kinesiske økonomien den siste tiden, er ikke virkningen av de kinesiske tiltakspakkene gitt. Trenden i spareraten for de kinesiske husholdningene har vært økende de siste årene (jf diskusjonen i del 2.1.2.2), og den økonomiske usikkerheten i forbindelse med dagens økonomiske krise vil kunne øke den forsiktighetsbaserte sparingen ytterligere. Derfor kan ekspansiv finanspolitikk føre til at den innenlandske vekstbalansen forverres, slik at veksten blir enda mer avhengig av eksport fremfor privat konsum.

I tillegg er det enkelte tegn til at den kinesiske vekststrategien per i dag ikke er bærekraftig med hensyn til ressursutnyttelse, miljøhensyn og lignende. Det er sannsynlig at det vil komme et økende press fra verdenssamfunnet ovenfor Kina om å utbedre dette. Iverksetting av slik

utbedringstiltak vil kunne være svært kostnadskrevenne, og slik svekke lønnsomheten til kinesiske bedrifter og den fremtidige veksten.

For øvrig vil de mer generelle risikomomentene for veksten i fremvoksende økonomier beskrevet i del 4.3.1 også kunne ha negativ effekt på den kinesiske vekstutviklingen.

4.3.5 Proteksjonisme og et tilbakeslag for globaliseringen

Dagens økonomiske krise har medført en kraftig nedgang i flyten av varer og tjenester, kapital og arbeidskraft. WTO estimerer at den globale handelen vil falle med 9 prosent dette året – det største fallet siden andre verdenskrig.⁴⁷ Det har også vært en nedgang og et skifte i de internasjonale kapitalstrømmene jf del 4.3.1.

Selv om strømmene av de ovenstående faktorene har minnet betyr ikke dette nødvendigvis at verden har blitt mindre globalisert. Mesteparten av denne nedgangen skyldes den pågående nedgangskonjunkturen, og ikke økt proteksjonisme. En nedgang i de globale byttestrømmene representerer ikke et problem i relasjon til globalisering, før den kommer som et resultat av økt proteksjonisme. Det vil imidlertid være helt avgjørende for den fremtidig veksten i verdensøkonomien at det ikke iverksettes proteksjonistiske tiltak som fører til en vedvarende og strukturell nedgang i handelsstrømmene. Man ønsker ikke å se en tilbakevending av ”Smoot Hawley” – den amerikanske tariffloven som bidro til at 1930-tallets depresjon ble så stor.

Det har imidlertid vært tegn til proteksjonistiske tiltak i enkelte land den siste tiden. India har økt noen av sine ståltariffer og forbudt innførsel av kinesiske leker. EU har reintrodusert eksportsubsidier på noen meieriprodukter. Russland har økt importavgiften på kjøretøyer. Kina har innført forbud mot belgisk sjokolade. Mens USA har sagt at de gjerne vil se tariffen på kinesiske varer hvis ikke Beijing reduserer sine CO₂-utslipp. Disse tiltakene kan imidlertid ikke ansees som omfattende i en global kontekst, og den negative effekten av dem har vært begrenset.

⁴⁷ WTOs hjemmeside: www.wto.org

Tiltak som ikke virker direkte hemmende på byttestrømmene mellom ulike land, men som kan ha en viss konkurransevridende effekt i favør av innenlandske selskaper, har i noe større grad vært utbredt. Disse tiltakene har i hovedsak tatt form som kapitaltilførsel til hjemlige banker og utvalgte innenlandske industrier, spesielt bilindustrien. Eksempler på slike tiltak er de amerikanske myndighetenes redning av nasjonale banker, og franske myndigheters subsidierte lån til Renault og Peugeot-Citröen mot en garanti om at ingen bilfabrikker skal stenges i Frankrike.

WTO avtalen binder sine medlemsland til å ikke innføre proteksjonistiske tiltak. Det er imidlertid flere tiltak, som anti-subsidie avgifter, anti-dumping regler og importbannlysning som legger helse-, sikkerhets- eller miljöhensyn til grunn, som ikke forbys av avtalen. Dette er tiltak som også vil kunne virke proteksjonistiske, og disse utgjør således en risiko for de fremtidige handelsstrømmene.

En annen risikofaktor for globaliseringen er visse tegn til at verdens befolkning er mindre vennligstilt ovenfor fri handel nå enn tidligere. Sommeren 2008 viste en undersøkelse foretatt av EU at to tredeler av EUs borgere så globalisering kun som lønnsomt for store selskaper, og ikke for innbyggerne. I følge en undersøkelse utført av Pew Research Center mente 78 prosent av amerikanerne i 2002 at internasjonal handel er fordelaktig for USA, mens i 2007 var dette tallet nede i 59 prosent. En undersøkelse av CNN viste i juli 2008 at man for første gang så en liten majoritet av amerikanerne som så handel som en trussel og ikke en mulighet for USA.⁴⁸

Til tross for den alvorlige nedturen i økonomien har det altså ikke blitt iverksatt spesielt mange proteksjonistiske tiltak. Det eksisterer imidlertid en risiko for at ropene om proteksjonistiske tiltak kan bli høyere dersom nedgangskonjunktoren blir mer alvorlig og langvarig. Økt arbeidsledighet vil muligens være den mest kritiske faktoren for om dette vil bli en realitet eller ikke. Hvis det viser seg at enkelte land innfører proteksjonistiske tiltak vil dette fort kunne spre seg til flere land, og ha en svært negativ påvirkning på den fremtidige økonomiske utviklingen – både med hensyn til global vekst og globalt samarbeid.

⁴⁸ "Turning their backs on the world", The Economist 19.02.09.

5. Oppsummering og konklusjon

De fremvoksende økonomiers inntreden i verdensøkonomien har ført til at det økonomiske landskapet har endret seg mye de siste tiårene. For den globale økonomien har dette hatt (minst) to viktige implikasjoner: De fremvoksende økonomiene er nå hoveddriverne av den globale veksten, samtidig som de er viktige finansieringskilder for andre industrialiserte lands driftsbalanseunderskudd.

Jeg har i denne utredningen foretatt en teoretisk analyse av årsakene bak de globale finansielle ubalansene, samt hvilke langsiktige korreksjoner som vil være nødvendige for å oppnå en bærekraftig balanse i vare- og kapitalstrømmene i verdensøkonomien. I tillegg har jeg sett nærmere på kortsiktige implikasjoner av dagens økonomiske krise for de globale ubalansene og graden av dekobling. I henhold til en intertemporal driftsbalansemodell, viser jeg at årsakene bak de store globale finansielle ubalansene kan forklares ut i fra høy produktivitetsvekst og/eller høyt offentlig forbruk i USA. Implisitt kan hver av disse forklaringene også ha medvirket til lave amerikanske sparerater, som igjen kan fungere som forklaring på driftsbalanseunderskuddet. Kinas overskudd kan forklares ved et eksogent ønske om høy sparing, slik at sparingen overgår investeringene, og/eller en eksportledet vekststrategi og undervurdert valutakurs.

Med utgangspunkt i at de globale finansielle ubalansene ikke er bærekraftige på lang sikt, argumenter jeg for at USA må iverksette tiltak for å øke nasjonal sparing, inkludert en reduksjon av budsjettunderskuddet, mens Kina bør iverksette tiltak for å øke innenlandsk etterspørsel, samt tillate større valutakurs fleksibilitet. Dagens økonomiske krise har ført til kortsiktige endringer i driftsregnskapet mellom de to landene. Slike forhold ved driftsbalansen trekker korrigeringen av ubalansene i ulik retning. Dette er også tilfellet for graden av dekobling.

I denne utredningen presenteres også en empirisk undersøkelse av graden av realøkonomisk og finansiell dekobling mellom USA og Kina i forbindelse med dagens økonomiske krise. Jeg har definert dekolingshypotesen som et konjunkturelt gradsspørsmål, og undersøker i så måte om det har forekommet sterk og/eller svak form for dekobling mellom den kinesiske og amerikanske konjunktursyklusen. Jeg finner at det ikke har forekommet *sterk* realøkonomisk

dekobling mellom USA og Kina over den totale nedgangsperioden. Det er tegn til at det har eksistert en *midlertidig* sterk form for dekobling innledningsvis av resesjonen, det vil si over perioden første kvartal 2007 til tredje kvartal 2008. I perioden etter dette er det ingen tegn til sterk realøkonomisk dekobling. Imidlertid finnes det visse indikasjoner på at den realøkonomiske dekoblingen vil bli sterkere noe fremover i tid.

Hvilken tilnærming man benytter til konjunkturforløpet får innvirkning på konklusjonen for graden av finansiell dekobling. Jeg finner i henhold til den vekstsykliske tilnærmingen til konjunkturdateringen at det har forekommet en *sterk* grad av finansiell dekobling mellom det amerikanske og det kinesiske aksjemarkedet. Dette er ikke tilfellet dersom den klassiske sykel tilnærmingen legges til grunn. Jeg finner ingen tegn til *midlertidig* finansiell dekobling av konjunktursykel, slik som var tilfellet for realøkonomien. Det har tydelig forekommet en form for *episodevis* finansiell dekobling mellom USA og Kina, og en sammenlikning med euromarkedet indikerer at en slik episodevis finansiell dekobling er en spesiell egenskap for den finansielle relasjonen mellom USA og Kina.

Jeg finner det vanskelig å trekke noen slutninger om hvorvidt det har forekommet en form for *svak* dekobling både i den realøkonomiske og finansielle analysen.

I relasjon til en skiftende maktbalanse i verdensøkonomien finner jeg under analysen av dekolingshypotesen også en annen interessant observasjon: Per i dag kan det se ut til at Kina viser tegn til vekst *før* USA både innen realøkonomien og på de finansielle markedene. Dette betyr at det nå er den kinesiske økonomien som *leder an* i forhold til den amerikanske økonomien. Dette taler til fordel, og ser ut til å bekrefte at det kan ha skjedd et skifte i det økonomiske tyngdepunktet fra de industrialiserte økonomiene til de fremvoksende økonomiene. I så måte kan dagens økonomiske nedgangskonjunktur fungere som et slags vendepunkt for den globale maktbalansen.

Avslutningsvis i utredningen skisserer jeg et hovedscenario for den fremtidige utviklingen i verdensøkonomien på et relativt generelt nivå. Spesielt redegjøres det for viktigheten av at man får til en korrigering av de globale finansielle ubalansene for å unngå nye kriser i fremtiden. Det argumenteres også for at dekolingshypotesen ikke bare er et interessant begrep i forhold til den dagens resesjon, men også relevant for å vurdere mer langsiktige trender etter denne krisen. En *trendmessig* dekobling mellom de industrialiserte og

fremvoksende økonomien vil innebære et økende gap i veksttakten mellom dem over tid, og således et strukturelt skille i veksttakten mellom de industrialiserte og fremvoksende økonomiene.

Analysen av deklingshypotesen gir altså noe sprikende resultater. I innledningen av resesjonen eksisterte det en midlertidig realøkonomisk deklingshypotese. Ser man hele resesjonen under ett, eksisterer det imidlertid ingen form for hverken realøkonomisk eller finansiell deklingshypotese. Visse indikasjoner tyder imidlertid på at deklingshypotesen igjen vil kunne få en sterkere stilling noe fremover i tid. Hva man skal mene om deklingshypotesen per i dag kan det derfor ikke gis et entydig svar på. Det vil bli interessant å se den videre utviklingen for deklingshypotesen når dagens økonomiske krise kommer mer på avstand, samt hvilken effekt dagens økonomiske krise faktisk vil få på den globale maktbalansen og finansielle ubalanser i fremtiden. Det kan synes som at dette kan være et interessant analysetema for senere utredninger.

Appendiks

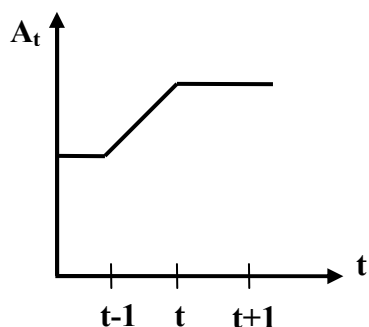
Vedlegg 1: Kilder til produktivitetsvekst i USA og EU-15.

	1980–1995	1995–2001
EU-15		
Average labor productivity	2.33	1.37
Contribution of capital deepening	1.21	0.90
Information technology	0.32	0.42
Noninformation technology	0.88	0.48
Total factor productivity	1.13	0.46
Production of IT		0.27
Other		0.19
Total IT contribution		0.69
U.S.		
Average labor productivity	1.37	1.85
Contribution of capital deepening	0.67	1.05
Information technology	0.48	0.72
Noninformation technology	0.19	0.32
Total factor productivity	0.70	0.80
Production of IT		0.44
Other		0.36
Total IT contribution		1.16
Source: Timmer et al. (2003).		

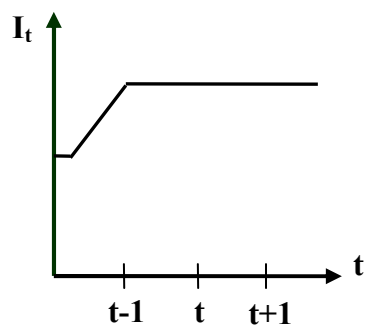
Tabell 5.1: Oversikt over ulike kilder til produktivitetsvekst i USA og EU-15 i perioden 1980-2001.

Vedlegg 2: Driftsbalansedynamikk for et land i permanentendring

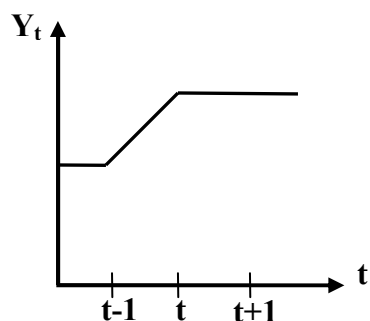
Kina defineres som en fremvoksende økonomi – et utviklingsland med rask industrialisering og høy vekst. Det kan derfor argumenteres for at Kinas er inne i en endringsfase mot et høyere permanente investeringsnivå og produksjonsnivå enn det de har hatt som et mindre utviklet land. Dette vil bety en endring i de permanente nivåene for variablene i den fundamentale driftsbalanselikningen. Generelt kan dette illustreres slik:



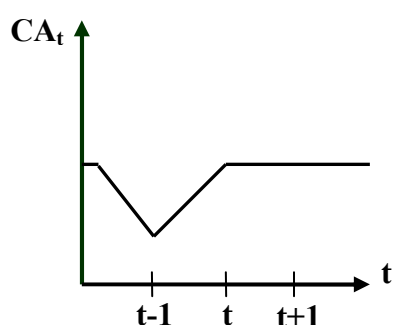
Figur 5.1: Permanent høyere produktivitet fra og med periode t, som følge av industrialisering.



Figur 5.2: Permanent høyere investeringer fra og med periode t, som følge av høyere produksjonsnivå.



Figur 5.3: Permanent høyere produksjonsnivå i periode t, som følge av industrialisering.



Figur 5.4: Landet har et økende driftsbalanseunderskudd i periode t-1 og et synkende driftsbalanseunderskudd i periode t.

Hvis vi utgangspunktet tenker oss at økonomien er i balanse, slik at differansen mellom variablene og permanentnivåene er lik null: $Y_0 - Y^* = 0$, $I_0 - I^* = 0$ og $G_0 = G^*$, vil driftsbalansen være i balanse, det vil si at landet har hverken overskudd eller underskudd. Som en konsekvens av økt industrialisering øker produktiviteten permanent i periode t, se figur 5.1. Dette vil medføre at man får en permanent økning i innenlandske investeringer i perioden før, se figur 5.2. Som følge av dette vil produksjonsnivået øke til et permanent høyere nivå i periode t, se figur 5.3. Driftsbalansen vil være negativ i periode t-1 som følge av de økte investeringen, men øke igjen i periode t på grunn av høyere produksjon. Dersom vi forutsetter at permanentnivåene for investeringer og produksjon øker med forholdsmessig like mye, og at det tar like lang tid å komme opp på de permanente nivåene for både investeringer og produksjon, vil driftsbalansen igjen være i balanse fra og med periode t+1, se figur 5.4.

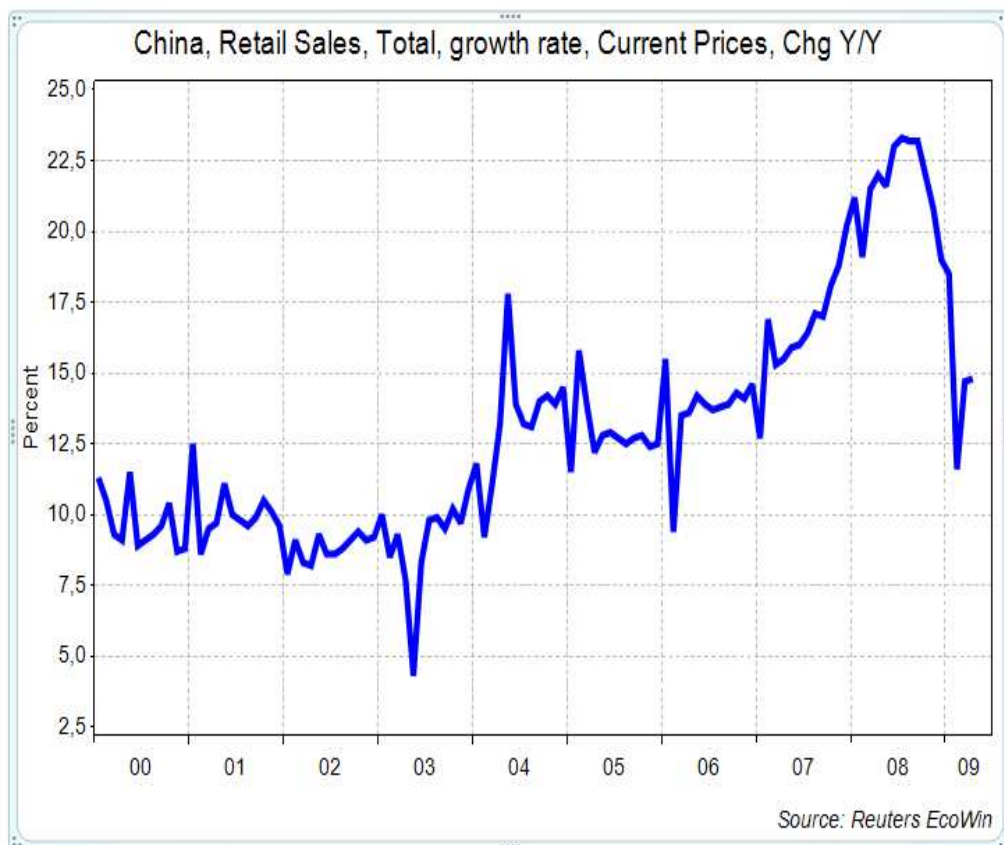
Vedlegg 3: Sammenlikning av kvartalsvise BNP-tall fra EcoWin og NBSC

Kvartalsvis BNP					
Tid	EcoWin	NBSC	Differanse Renminbi	Differanse Dollar	Differanse Kroner
2005Q1	45619	38764	6856	836	5328
2005Q2	46951	42443	4508	550	3503
2005Q3	47839	44371	3468	423	2695
2005Q4	48283	57640	-9357	-1142	-7272
Årlig differanse			5475	668	4255
2006Q1	53610	44420	9191	1153	7256
2006Q2	55155	49192	5964	748	4708
2006Q3	56185	50958	5227	656	4127
2006Q4	56700	67353	-10653	-1337	-8410
Årlig differanse			9728	1220	7680
2007Q1	65161	53058	12103	1591	8832
2007Q2	66460	59400	7060	928	5152
2007Q3	66460	61970	4490	590	3277
2007Q4	65161	82878	-17717	-2329	-12929
Årlig differanse			5937	781	4332

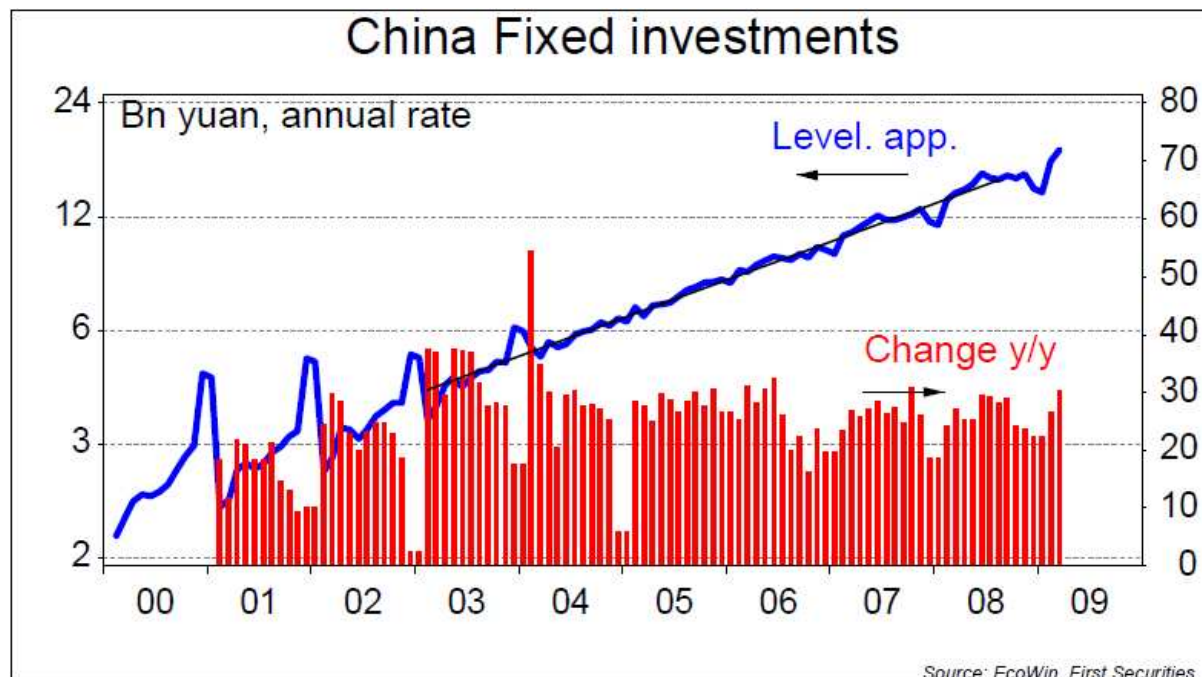
Tabell 5.2: Sammenlikning av kvartalsvise BNP-tall fra databasen EcoWin og NBSC for Kina i perioden 2005-2007.

Differansen i dollar og kroner er beregnet ut i fra et årlig gjennomsnitt for valutakursen i det respektive året.

Vedlegg 4: Vekstanslag for detaljhandel og investeringer i store byer i Kina



Figur 5.5: Vekst i detaljhandel i Kina over perioden 2000-2009.



Figur 5.6: Vekst i investeringer i store byer i Kina over perioden 2000-2009.

Referanseliste

Amiti, M. og C. Freund (2007): "China's Export Boom", Finance and Development, September 2007, Volume 44, Number 3, IMF.

"Asian Development Outlook 2009: Rebalancing Asia's Growth," Asian Development Bank, Mars 2009.

"Australia's national saving revisited: Where do we stand now?", The Allen Consulting Group, Report to Investment and Financial Services Association, August 2007.

Aziz, J. og S. Dunaway (2007): "China's Rebalancing Act", Finance and Development, September 2007, Volume 44, Number 3, IMF.

Bernanke, B. (2005): "The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit", Board of Governors of the Federal Reserve System, 10.03.05, Washington D.C.

Bjørnland, H. C. (2004): "Produksjonsgapet i Norge – en sammenligning av beregningsmetoder", Penger og Kreditt, nr. 4, 199-209.

Calmfors, L. et al. (2006): "Report on the European Economy 2006", Ifo Institute For Economic Research, München.

Carnegie Policy Brief 55: "Endowment for international Peace", October 2007, <<http://www.carnegieendowment.org>> (24.05.09).

Corsetti G. og G. Mueller (2005): "Twin Deficits: Squaring theory evidence and common sense", EUI Economics Working Paper 2005-22.

Dooley, M, D. Folkerts-Landau og P. Garber (2004), "Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery," NBER Working Paper no. 10626.

Dooley, M, D. Folkerts-Landau og P. Garber (2005): "Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe", NBER Working Paper no. 11520.

El-Erian, M. A. (2008): "A crisis to remember", Finance and Development, December 2008, Volume 45, Number 4, IMF.

Elmendorf, D.W. (2009): Brev til Committee on the Budget United States Senate, 11.02.09, <<http://www.cbo.gov>> (25.05.09).

"Fed pumps \$1,2tn into US economy", BBC 18.03.09, <<http://news.bbc.co.uk>> (27.05.09).

"Flying on one engine", The Economist 18.09.03, <<http://www.economist.com>> (11.02.09).

"Frykt for nye bobler", Dagens Næringsliv 17.04.09.

Garcia-Herrero, A. (2009): "Are the BRIC(M)s shaken?", Coface Country Risk Conference 2009, Economic Research, BBVA Hong Kong.

General Administration of Customs of the People's Republic of China's hjemmeside:
<http://english.customs.gov.cn>

Gerdrup K. R., R. Hammersland og B. E. Naug (2006): "Finansielle størrelser og utviklingen i realøkonomien", Penger og Kreditt 2/06, 129-152.

Grønn, A. (2006): "Rammer for internasjonal økonomi – kapitalmobilitet og "arkitektur"", Norges Banks skriftserie nr. 34.

Holthe, M.B. (2004): "Saving and Investing in America", SNF Rapport Nr. 19/2004, SNF, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Holz, C. A. (2003): "Fast, clear and accurate: How reliable are Chinese output and growth statistics?", China Quarterly, Number 173, 122-63.

Hugh, E. (2009): "US Fiscal Deficit Projected at 12,3% of GDP in 2009",
<<http://wallstreetblips.dailyradar.com>> (25.05.09).

"IMF Sees Global Imbalances Narrowing, But More to Be Done", IMF Survey Magazine: IMF Research, 19.02.09.

Institute of International Finance; "2009 to see sharp declines in capital flows to emerging markets", Press releases 27.01.09, <<http://www.iif.com>>, (30.05.09).

Jaeger, M. (2008): "BRIC outlook: Structural growth drivers favour China and India", Deutsche Bank Research, <<http://www.dbresearch.com>> (25.05.09).

Katsenelson, V. (2009): "The Next Great Bubble: China".

"Kina viser muskler før G20-møtet", Dagens Næringsliv 30.03.09

Kohn, D.L. (2008): "Global Economic Integration and Decoupling", tale på The International Research Forum on Monetary Policy, Frankfurt, 26.06.08.

Kuijs, L. (2005): "Investment and Saving in China", World Bank Policy Research Paper Series No. 3633.

Kuijs, L. (2006): "How Will China's Saving-Investment Balance Evolve?", World Bank Policy Research Working Paper No. 3958.

Kydland, F. og E. Prescott: "Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth," Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review (1990).

Llewellyn, D. (2006): "Global and financial imbalances and their resolution: Implications for financial stability", SARB Conference 2006, <<http://www.reservebank.co.za>> (23.02.09).

National Bureau of Economic Analysis' hjemmeside: www.nber.org

Nayyar, D. (2008): "China, India, Brazil and South Africa in the World Economy: Engines of Growth?", United Nations University, Wider World Institute for development economics research, Discussion Paper No.2008/05.

Norges Bank (2009), "Finansiell Stabilitet 1/09".

Obstfeld, M. og K. Rogoff (1996): "Foundations of International Macroeconomics", Cambridge: The MIT Press.

Obstfeld, M. og K. Rogoff (2004): "The unsustainable US Current Account Position Revisited", NBER Working Paper 10869.

Rajan, R. (2005): "Global Current Account Imbalances: Hard Landing or Soft Landing", tale på the Crédit Suisse First Boston Conference Hong Kong, 15.03.05.

Rawski, T. G. (2002): "Recent developments in China's labour economy", University of Pittsburg, Department of Economics.

Romer, C. D. (1999): "Changes in business cycles: Evidence and explanations", Journal of Economic Perspectives 13, 23-44.

Roubini, N og B. Setser (2004): "The U.S. as a Net Debtor: The Sustainability of the U.S. External Imbalances", Stern School of Business, New York University.

Stensrud, C. (2009): "Sell in may and stay away", innlegg i Dagens Næringsliv 12.03.09.

Sørensen, P. B. og H. J. Whitta-Jacobsen (2005): "Introducing Advances Macroeconomics", McGraw-Hill Publishing Company, ch 14, The economy in the short run – Some facts about business cycles.

"Tegn til optimisme i Asia", Dagens Næringsliv 12.03.09.

"The OECD Economic Outlook Interim Report 2007", OECD, Economics Department, November 2007.

"The OECD Economic Outlook Interim Report 2009", OECD, Economics Department, Mars 2009.

The OECD Economic Outlook No. 84, Annex Table 24

Tille, C. (2003): "The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt, Current Issues in Economics and Finance", Federal Reserve Bank of New York, Vol. 9, Nr 1, Januar.

Timmer, M. P, G. Ypma og B. Ark (2003): "IT in the European Union: Driving Productivity Divergence?", GGDC Research memorandum GD-67, University of Groningen.

Truman, E. (2005): "Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances", Working Paper No. WP05-6, Institute for International Economics, Washington D.C.

”Turning their backs on the world”, The Economist 19.02.09.

U.S. Census Bureau – Foreign Trade Statistics’ hjemmeside: www.census.gov

“US Export to China by state 2000-2005”, The US-China Business Council.

“US faces global funding crisis, warns Merrill Lynch”, Telegraph.co.uk 18.07.08,
<<http://www.telegraph.co.uk>> (26.02.09).

Verdensbankens hjemmeside: www.worldbank.org

“When a flow becomes a flood”, Economist 22.01.09, <<http://www.economist.com>>
(23.05.09)

Wolf, M (2009): “Why Obamas’s plan is still inadequate and incomplete”, Financial Times
14.01.09.

“World Economic Outlook Update - Global Economic Slump Challenges Policies, January
2009”, World Economic and Financial Surveys, IMF.

“World Economic Outlook – Crisis and Recovery, April 2009”, World Economic and
Financial Surveys, IMF.

WTOs hjemmeside: www.wto.org