

Kapitel 5. Underskud og Dollars – USA's finansielle hegemoni

Vi vender os nu – og i de to resterende kapitel – til USA's udenrigsøkonomi.

Dette kapitel er nok lidt vanskeligere end de øvrige. Jeg prøver at forklare de økonomiske sammenhænge så jordnært som muligt, men for den læser, der kører fast, er her et kort resumé:

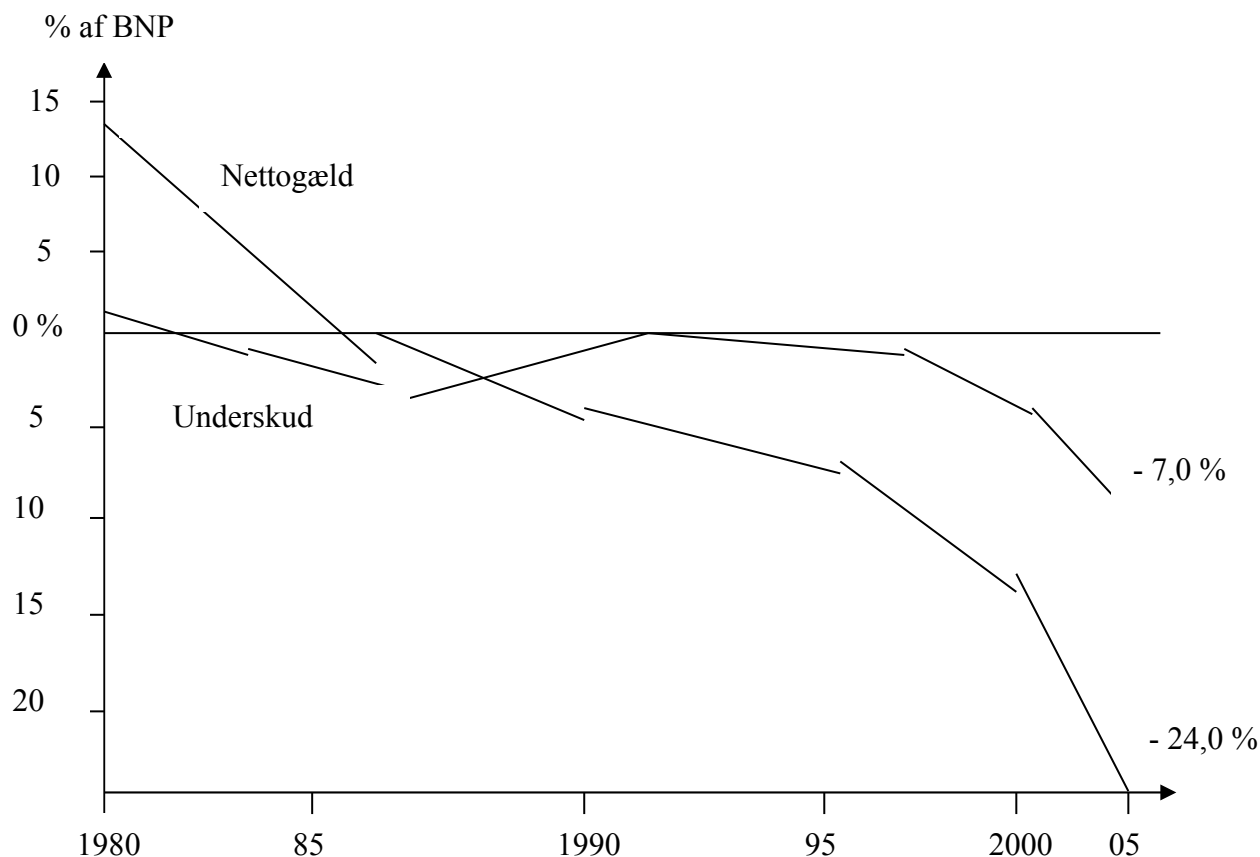
USA har et meget stort og stigende underskud overfor udlandet, fordi importen er langt større end eksporten, faktisk 50% større. Underskuddet må finansieres ved at låne i udlandet. Lån betyder tilstrømning af kapital (det er det positive), men samtidig gæld (det er det negative). Udlandet sender kapital til USA på mange måder: Direkte investeringer i amerikansk produktion, banklån, samt køb af aktier og virksomhedsobligationer. Det er imidlertid langt fra nok til at dække underskuddet. Derfor må staten træde til og låne det resterende; det sker især ved at udstede og sælge amerikanske statsobligationer.

Det er hidtil gået godt, dvs. det er lykkedes at tiltrække den nødvendige udenlandske kapital, specielt at sælge statsobligationer til en rimelig kurs, dermed lille rente. Hvorfor? Et almindeligt land med stort underskud ville se sin kreditværdighed skrumpet, men ikke USA (foreløbig). Det skyldes Dollarens særstatus blandt verdens valutaer. Den bruges ikke blot til at købe amerikanske varer. Udenfor USA's grænser bruges den til formål, der intet har med USA's økonomi at gøre: Til at købe olie, hvede og andre primære varer, som betalingsmiddel ved låneoptagelse og som reservevaluta for verdens centralbanker. Derfor har omverdenen brug for en mængde Dollars (enten sedlerne eller – bedre – de rentebærende amerikanske statsobligationer), og derfor er den villig til at købe amerikanske papirer, altså låne til USA.

Underskuddet

USA's underskud nåede over 3% af BNP midt i 80'erne, faldt derefter, men er siden 1991 vokset næsten hvert år, så det nu svarer til 7% af BNP. Allerede i midten af 80'erne skiftede landet status fra kreditor- til debitoration, og gælden er i dag er nået op på over \$3 tri (\$3.000 mia). Heraf er \$2,2 tri offentlig gæld i form af udenlandsk ejede amerikanske statsobligationer; 63% af disse holdes af udenlandske centralbanker.

USA's årlige underskud og nettogæld i forhold til udlandet



Kilde: BEA, www.bea.gov. Beregnet ud fra International Investment Position, 1976-2004 (gæld); US International Transactions, 1960-present (underskud); og Gross Domestic Product (BNP). Underskuddet refererer til de løbende poster; 90% af det skyldes handelsbalancen. Underskuddet i 2005 var på 6,5%, men svarede i 4. kvartal 2005 til 7,0%.

Underskuddet er eksploderet under Bush og er nu på \$800 mia. Så stor en del af den amerikanske velstand finansieres af os andre. Underskuddet er særlig stort overfor Kina (\$201 mia), NAFTA, dvs. Canada og Mexico (\$127 mia), EU (\$118 mia) og Japan (\$83 mia); alle tal er fra 2005. Alt i alt udgør USA's underskud 2/3 af de globale underskud.

Vi kan udtrykke sagen på en lidt anden måde. Af et lands nationalindkomst (eller nationalprodukt, – det er stort set det samme) bruges det meste til umiddelbart forbrug, mens resten (typisk 15-20%) spares op. Ideen er at denne opsparing skal investeres i ny produktion, der så kan give forbrug i fremtiden. Men de amerikanske husholdninger sparer ikke op; opsparingskvoten var i 2005 et rundt nul. Derfor må en del af forbruget og investeringerne dækkes af udlandets opsparing, som overføres til USA.

Hvordan er det muligt for et så 'gældsplaget' land som USA fortsat at låne, altså tiltrække udenlandsk kapital? Hvorfor har kreditorerne ikke smækket kassen i, sådan som de jævnligt gør, når fattige lande oparbejder store underskud? Hvordan kan det være at denne objektive økonomiske svaghed tværtimod danner basis for USA's rolle som global finansiel hegemon?

Disse gåder skal vi søge at finde svar på i dette kapitel. De økonomiske mekanismer er sådan set enkle nok, men alligevel kan sammenhængene umiddelbart virke uigennemskuelige.

Det skyldes at gælden (lånene) består af flere, meget heterogene poster, hvor det kan være svært at få øje på fællesnævneren, samt at regnskabet med udlandet – betalingsbalancen – er indviklet, og faktisk kan vildlede, hvis man ikke gør sig klart at der er forskel på regnskabskonventioner og økonomiske sammenhænge.

Finansieringens politiske økonomi

Hvordan hænger underskud og dets (eventuelle) finansiering sammen? Ideen i det følgende er at gå fra det simple (en husholdning) over det lidt mere komplicerede (en virksomhed) til det udviklede (et land).

Hvis en *husholdning* i et år har indtægter på \$50.000 og udgifter på \$60.000, har den et underskud og dermed et problem. Hvis den er heldig, kan den finansiere underskuddet ved at låne de manglende \$10.000 af naboen eller banken. Hvis den ikke er kreditværdig må den skære ned på udgifterne. Og hvis de allerede er afholdt – således at nogen de facto har ydet kredit – risikerer den at der gøres udlæg i indboet eller (i gamle dage) gælds fængsel. Under alle omstændigheder skal den ikke regne med kredit i fremtiden.

Hvis et *selskab* har underskud, fordi indtægterne fra salg ikke kan betale omkostningerne til løn, rente osv, må det naturligvis også forsøge at låne, dvs. rejse den nødvendige kapital. Men her er mulighederne – låneformen – flere. Udover direkte banklån kan den søge at interessere andre selskaber i at skyde penge i selskabet, altså investere i det; det sidste svarer til direkte udenlandske investeringer, hvor fx Japan sender kapital til USA for at bygge en bilfabrik. Desuden kan selskabet udstede og sælge aktier og virksomhedsobligationer. Det indebærer at finansieringsvilkårene ikke aftales direkte med fx banken, men bestemmes af markedet. Hvis markedet er utrygt ved selskabet, kan dette måske kun sælge en obligation på nominelt \$1.000 til \$500; hvis den nominelle rente er 10%, skal der betales \$100 i rente om året, hvilket giver en effektiv rente på 20%. Det er svært, og det er dyrt, at få dækket underskuddet. Hvis selskabet virkelig er i problemer, med ringe indtjening og store omkostninger, og ingen af delene ser ud til at kunne repareres, kan det formentlig slet ikke få lån, dvs. obligationerne er usælgelige, selv om de lokker med tårnhøj effektiv rente. Selskabet går da fallit og kreditorerne må søge at hente deres tilgodehavende i selskabets aktiver.

Lad os dernæst betragte et mindre og *fattigt land*, der formentligt ønsker at importere for større beløb end eksportindtægterne i 'hård valuta' (måske Dollars) kan betale for. Den ønskede ekstraimport kan ikke betales med landets egen valuta (som USA gør), for den kan udlandet ikke bruge til noget, fordi der er så ringe produktion bag ved landets penge; og landets centralbank har simpelthen ikke 'hård valuta', som den kan sælge til importører. Derfor ønsker landet at låne, men ingen vil købe landets egne statsobligationer, for renter og tilbagebetaling i den lokale valuta kan stadig ikke købe interessante varer. Derfor må det forsøge at sælge internationale obligationer, dvs. lån som staten lover at honorere i fx Dollars. Men er et sådant løfte troværdigt? Hvor skal staten få den udenlandske valuta fra?

En mere lovende mulighed er at interessere udenlandske selskaber i at investere i landet, måske ved udvinding af mineraler. Den udenlandske valuta, der dermed vil strømme til landet for at betale anlæg og lønninger, er naturligvis ikke egentlige lån, der sætter landet i formel gæld, men effekten er den samme, fordi anlæggene er udenlandsk ejede, altså udenlandske tilgodehavender i landet; og betalingen for kapitalen består ikke af renter, men af den profit som investeringen genererer og som selskaber i dag har ret til at føre ud af landet (i 70'erne var investeringstilladelse ofte betinget af at en stor del af profitten blev reinvesteret i landet). Fordelen ved disse direkte udenlandske investeringer er den kapital, som landet umiddelbart får, ulempen er den fremtidige udstrømning af profit samt naturligvis at landet mister kontrollen med en del af sine ressourcer og produktionsapparat.

Antag nu at landet på en eller anden måde har opbygget en betydelig gæld, måske fordi dets økonomi tidligere var bedre, så det dengang var i stand til at låne. Det kan ikke forrente lånene eller betale dem tilbage i den eneste valuta, der gælder, nemlig den hårde. Der er nu flere muligheder. Landet kan afskrive gælden, altså erklære ikke at ville betale. Tidligere var det ikke ualmindeligt at kreditorerne og deres regeringer i så tilfælde invaderede og beslaglagde værdier (Latinamerika for 100 år siden), i dag vil konsekvensen være at landet ikke vil kunne låne i fremtiden. En anden mulighed er en aftale med kreditorerne, hvor landet lover at nedbringe udgifterne til import gennem en stram penge- og finanspolitik og hvor staten tilsvarende skærer ned på andre udgifter, så der bliver penge til at betale kreditorerne. Sådanne aftaler kendes fra de 'strukturtilpasningsrefomer', som mange fattige lande har set sig nødsaget til at indgå med IMF, som betingelse for lån.

Lad os dernæst se på et mere *almindeligt land*, uden specielle problemer. Hvordan fungerer det økonomiske forhold til udlandet her?

I vore dage varetages kapitalbevægelser – ligesom handel – af private agenter, der alene styres af profitmotivet. Disse transaktioner kaldes 'autonome', fordi de ikke bestemmes af de offentlige myndigheder og derfor ikke har det politiske sigte at balancere regnskabet med udlandet. Antag at handelen giver anledning til et underskud, fx på \$20 mia, som gerne skulle finansieres. Det sker gennem lån, altså kapitaltilstrømning, men der er jo ingen garanti for at de private kapitalbevægelser ind og ud af landet giver den krævede nettotilførsel af kapital. Måske dækker de kun \$15 ud af de \$20 mia. Her må staten så træde til, enten ved at tære på en eventuel reserve af guld og fremmed valuta, eller ved at låne de resterende \$5 mia; det sker især ved at den udsteder og sælger statsobligationer for dette beløb, naturligvis mod udenlandsk valuta. Disse kapitalbevægelser kaldes af indlysende grunde 'balancerende', og sammen med de 'autonome' udgør de betalingsbalancens *kapitalposter* (handelen registreres som den afgørende faktor i de *løbende poster*¹).

I mange fremstillinger af især USA's regnskab med udlandet får man det indtryk, at det løbende underskud nærmest finansierer sig selv. Underskud betyder jo en stigning i gælden, og denne anføres af regnskabsmæssige grunde med et plus; overfor et minus på \$20 mia (underskuddet) står et plus på \$20 mia, så derfor balancerer regnskabet *altid*, deraf navnet 'betalingsbalance'. Ofte kan man læse den ret beset selvmodsigende vending 'underskud på betalingsbalancen'.²

Underskud indbegriber gæld, men gæld dækkes ikke automatisk af lån, altså kapitaltilstrømning. Var det tilfældet kunne mange familier, virksomheder og fattige lande ånde lettet op. Som vi har set er det i høj grad tænkeligt at et fattigt land simpelthen ikke kan låne for at finansiere et underskud.

Når den nævnte misforståelse kan opstå, skyldes det formentlig at mere almindelige lande altid kan låne. Derfor dækkes underskuddet, således at valutaudstrømningen grundet import bliver lig med indstrømningen fra eksport plus nettokapitaltilstrømningen, og derfor kan man se figurer hvor den øgede nettotilstrømning af kapital til USA viser sig som et eksakt spejlbillede af det stigende underskud. For sådanne lande er det ikke et spørgsmål om lån eller ej, men om hvor dyre eller billige lånene er: Skal der betales en effektiv rente på 2, 5 eller 10%? Og den trussel, som det stigende underskud udgør for USA's økonomi, består næppe i at Federal Reserve om 3 år åbner den sidste pengekasse (eller computerprogram), konstaterer at der ikke er flere relevante penge, dvs. udenlandsk valuta, og derfor må lukke bixen ved at erklære USA bankerot (det skete for Danmark i 1814). Truslen er at underskuddet gør USA så kredituværdigt, at de udenlandske investorer – eller långivere – vil kræve en meget høj rente. I vore dage, med frie kapitalbevægelser, kan rente på udenlandske og indenlandske lån ikke adskilles, så derfor vil det almene renteniveau i USA ryge i vejret og formentlig udløse en kraftig recession.

Hvad bruges den udenlandske kapital til og hvor kommer den fra?

Kapiteloverførslen til USA antager tre former:

Der er for det første de *egentlige lån*, som staten eller private aktører (især store selskaber) optager i udlandet. Det sker enten ved direkte banklån, eller ved at amerikanske selskaber eller offentlige myndigheder udsteder og sælger hhv. stats- og selskabsobligationer.

For det andet *køb af aktier* i Wall Street. Disse udenlandske investeringer har i høj grad været med til at holde de amerikanske aktiekurser oppe.

Og for det tredje har vi de egentlige investeringer i USA, kaldet *direkte udenlandske investeringer*, hvor udenlandske selskaber etablerer datterselskaber på amerikansk jord, enten ved at opkøbe amerikanske virksomheder eller ved at grundlægge nye.

Det er naturligvis tre meget forskellige aktiviteter, men i USA's regnskab med udlandet har de samme effekt, nemlig at fylde hullet i handelsbalancen op ved at øge udlandets tilgodehavender. Følgende tabel angiver størrelsesforholdet mellem de forskellige typer af investering, samt udviklingen fra 2001 til 2005. Tallene er i milliarder Dollars, og for at få en idé om størrelsesforholdene kan det være nyttigt at vide at USA's aktuelle BNP er ca. 12.500 mia.

	2001	2002	2003	2004	2005
Bruttotilstrømning til USA	658	768	843	1.307	1.191
Heraf:					
Direkte investeringer	167	81	67	107	111
Aktier	122	54	35	62	86
Selskabsobligationer	195	151	230	254	351
Offentlige lån	114	251	295	463	470
Ydet af centralbanker	55	91	225	311	182
Ydet af private	59	160	70	152	288

Kilde: Flow of Funds, marts 2006 (www.federalreserve.gov), Table F.107.

'Offentlige lån' er dels statsobligationer, dels andre offentlige værdipapirer. Ud over de fremdragne poster er der bl.a. banklån.

Bemærk først at der er tale om bruttokapitaltilførslen. USA investerer naturligvis også i udlandet, og når det trækkes fra, får vi den nettotilstrømning til USA, der dækker underskuddet. I 2005 investerede USA for \$367 mia i udlandet, udlandet for \$1.191 mia i USA, hvilket gav en nettotilførsel på \$824 mia. Handelsunderskuddet var på \$776 mia, så tilsyneladende blev det mere end dækket, men differencen kategoriseres som 'statistisk fejl', fordi det rimeligt nok antages at nettolånene netop dækker underskuddet.

Det ses at egentlige lån er den helt dominerende post (selskabsobligationer og offentlige lån, hvortil kommer banklån som ikke er anført særskilt), og at denne andel er klart stigende i perioden. Aktier og direkte investeringer, derimod, udgør en meget begrænset og vigende andel (dog en minimal fremgang i 2005).³

Dette er vigtigt ved en vurdering af den nytte, som den tilflydende kapital har gjort i USA. Det er nemlig altid usikkert i hvilken udstrækning lån omsættes i produktion, mens aktier og direkte investeringer er tættere herpå. Men denne sondring må tages med store forbehold. Noget af provenuet fra selskabernes salg af obligationer er naturligvis blevet investeret

produktivt, og skønt aktiekøb principielt er et tilskud til den produktive kapital, var de store udenlandske investeringer i Wall Street i anden halvdel af 90'erne i praksis snarere et bidrag til boblen. Og selv de direkte investeringer betyder normalt blot et ejerskifte, ikke nødvendigvis flere maskiner og arbejdspladser (overtagelser efterfølges gerne af fyringer). Tendensen til et skift fra aktier og direkte investeringer til lån kan derfor ikke automatisk tages som udtryk for mindre produktive investeringer.

Når dette spørgsmål er vigtigt, skyldes det at det kan være fornuftigt af et land at låne, såfremt pengene bruges til at forbedre produktionsapparatet; i så tilfælde bliver der basis for senere af betale tilbage.

En del af den kapital, der er flydt til USA, er gået til militær, bureaukrati, ejendomsboble og spekulation. Alligevel har den udenlandske kapital formentlig forbedret den amerikanske realøkonomi. USA's vækstrater ligger pænt over EU's og Japan's; 2003-05 var den gennemsnitlige vækst i USA, EU og Japan hhv. 3,6%, 1,5% og 1,9%. Og den amerikanske produktivitet, der er steget siden midt i 90'erne, er ca. 1% højere end den europæiske. Det er dog mere end tvivlsomt om den fremtidige merproduktion, der følger heraf, er nok til at betale de enorme lån tilbage (hvis dette overhovedet er planen).

Videre er det værd at hæfte sig ved, hvor stor en andel de offentlige lån udgør. Øvrige lån samt aktiekøb og direkte investeringer er som nævnt 'autonome' kapitalbevægelser, dvs. de er private og for så vidt frivillige. Det offentlige træder kun til med lån for at 'balancere' regnskabet ved at dække den resterende del af underskuddet; set fra USA's vinkel er de derfor tvungne. Det kan let beregnes fra tabellen at den offentlige andel er vokset fra 17% i 2001 over ca. 35% i 2002, 2003 og 2004 til knap 40% i 2005. Det betyder at udlandets interesse for at investere i den private amerikanske sektor har været vigende, i hvert relativt. Og det betyder at den amerikanske regering – grundet handelsunderskuddet – har måttet oparbejde en meget betydelig gæld til udlandet. Som nævnt i Kapitel 1 har det offentlige et stort underskud, og en stigende del af dette repræsenterer altså gæld til udlandet; fra 1994 til 2001 voksede udlandets andel af beholdningen af amerikanske statsobligationer fra 20% til 40%, og de sidste tal viser at i 2005 købte udlandet ikke mindre end 95% af de amerikanske statsobligationer (dvs. kun 5% af disse gik til at dække statens indenlandske underskud).

Dette er hverken sundt eller stabilt, for den offentlige gæld til udlandet støtter sig ikke på forventninger om øget produktion. Den støtter sig, i sidste instans, alene på statens magt, dvs. skat og kanoner.

Lad os dernæst se på de udenlandske agenter, der holder den amerikanske økonomi flydende. Der er private investorer, der køber alt, herunder statsobligationer; de ledes alene af profitmotivet. Og så er der de offentlige myndigheder, dvs. de udenlandske centralbanker; de køber alene statsobligationer, og deres opkøb bestemmes af overordnede politiske hensyn til især handelen.

Det ses af tabellen at i kølvandet på krisen i 2001 flygtede de private investorer fra USA; aktiemarkedet var faldende eller usikkert, Dollaren svækkedes så der var risiko for kapitaltab, og renten var faldende hvilket gav lavere afkast. USA blev i 2003 og 2004 reddet af centralbankerne i især Japan og Kina, der af overordnede politisk-økonomiske grunde leverede den nødvendige kapital. Disse lande er dybt afhængige af deres eksport til USA. Hvis Dollaren fik lov til at falde uhæmmet, ville det bedre USA's konkurrenceevne og skade deres egen. Derfor efterspurgte de Dollars for at styrke dens værdi (statsobligationer er blot Dollar-sedler, der giver en lille rente).⁴ Resultatet blev at Østasien i 2003 var nået op på at eje \$1.600 mia i dollarværdier, hvilket svarer til 70% af de udenlandske centralbankers dollarreserver. Dette er en valutarisk atombombe, for hvis disse reserver i en konfrontation med USA kastes på markedet kan de destruere Dollarens værdi, men dette er rent hypotetisk, for hvis den amerikanske økonomi går i sort vil det udløse en dyb global recession, der også

vil trække Østasien ned; vi har her en økonomisk parallel til den Kolde Krigs MAD (Mutually Assured Destruction).

I 2005 er billedet imidlertid vendt, jf. tabellen. Offentlige køb af statsobligationer (og andre officielle papirer) er svundet betydeligt ind, hvilket imidlertid er kompenseret af private opkøb. Bemærk også opsvinget i køb af selskabsobligationer. De private er lokket tilbage, fordi Dollarkursen og renten var stigende igennem 2005.

For tiden er tendensen altså at USA i stigende grad bliver afhængig af privat finansiering. Er det farligt? Mange forventer at Dollaren falder i de kommende år, grundet handelsunderskuddet, hvilket betyder at dollarværdier er en fordærvet vare; investering i sådanne papirer kan give store kapitaltab, og private aktører tager som sagt – modsat udenlandske centralbanker/regeringer – alene hensyn til profitabiliteten.

En behersket fald i Dollarens værdi, strakt ud over nogle år, vil ikke true Dollarens særstatus. Men hvis faldet kommer ud af kontrol og giver anledning til en generel mistillid til Dollaren, må Federal Reserve kompensere ved at øge dens attraktion, altså hæve renten og en kraftig rentestigning betyder amerikansk recession.

Politisk fortolkning af underskuddet

USA's store og stigende underskud er en kendsgerning, men forskellige økonomer, politikere og kommentatorer fortolker denne kendsgerning meget forskelligt. Lægges der vægt på det ubehagelige underskud eller den mere behagelige kapitaltilstrømning? Og begribes sidstnævnte positivt som investering eller negativt som en stigning i udlandets tilgodehavender i USA? Det kan virke som en leg med ord, men legen er politisk alvor.

Mange amerikanske regeringstro økonomer mener at problemet ikke er USA's underskud, men udlandets overskud. Den teori kommer i to versioner.

En del af underskuddet er i forhold til Kina, og det skyldes – siges det – at Kina kunstigt opretholder en lav værdi for sin valuta, Renminbi, hvilket gør kinesiske varer urimeligt konkurrencedygtige. Men underskuddet overfor Kina tegner sig trods alt kun for 22% af det samlede underskud, så argumentet har begrænset forklaringskraft.

Den neokonservative tænketank, Cato Institute, har gjort sig til talsmand for en mere sofistikeret teori. Sagen drejer sig ikke om det løbende underskud, men om udlandets store investeringer i USA. Og så er ubalancen jo ikke udtryk for svaghed, men for styrke, nemlig at den amerikanske økonomi er så sund at udlandet fristes over evne til at investere. Hvis der overhovedet foreligger et problem, ligger det i at udlandet 'overopsparer', dvs. ikke kan finde profitable investeringer i deres egne økonomier.

Det umiddelbare er dog at omverdenen – især Kina, Japan og EU – bliver udbyttet (eller lader sig udbytte) af USA, i og med at den betaler 7% af de amerikanske udgifter, uden at få meget til gengæld. USA fik betalt den første Golf-krig ved at vride armene om på især Japan og Saudi Arabien (faktisk blev krigen en overskudsforretning for amerikanerne), men den anden Golf-krig måtte USA selv finansiere. Tilsyneladende. Indirekte, nemlig i kraft af det amerikanske underskud, betaler vi nemlig for udgifterne til Irak.

Det store spørgsmål er imidlertid om USA nogen sinde agter at betale selve gælden tilbage, altså afdrage på den. Det er der ikke meget, der tyder på. Clinton regeringen i 90'erne var ikke særlig bekymret over handelsunderskuddet, og Bush regeringen har stort set ignoreret problemet (hvis det er et problem). Men hvis et rigt og magtfuldt land låner uden at agte at betale tilbage, er det ikke lån, men snarere udbytning.

Det er ikke mærkeligt at et fattigt afrikansk land oparbejder gæld og må forsøge at låne. Det er mere mærkeligt at verdens rigeste land nu har en gæld af samme størrelsesorden som

alle fattige lande tilsammen. Hvorfor deler det ikke ud af sin rigdom ved at låne til – investere i – mindre privilegerede lande?

Faktisk er det i strid med standard økonomisk teori, at der flyder kapital til et rigt land, der pr. definition i forvejen har masser af kapital. For ligesom et stort udbud af tomater giver en lav tomatpris, skulle rigelighed af kapital betyde at afkastet (renten eller profitraten) bliver lille; derfor skulle det være mindre attraktivt at investere i USA. Det er da også rigtigt at udlandet ikke har fået så meget ud af sine amerikanske investeringer, hvilket fra USA's vinkel er særdeles fordelagtigt, for det betyder at det har været billigt at låne. Alligevel har USA som en magnet tiltrukket verdens kapital, mens landene i Afrika og Latinamerika ikke har fået meget, skønt det er dem, der faktisk har brug for penge

Dette kan ikke forklares rent økonomisk. Vi må inddrage den politisk-økonomiske magt i forklaringen, hvilket sker i næste afsnit.

Dollaren som global supervaluta

Ovenfor har vi paralleliseret mellem USA's og fattige landes underskud, og en families eller virksomheds økonomiske situation er blevet inddraget for at illustrere USA's situation. Det må nu kvalificeres, for USA er ikke en familie eller en virksomhed, og det er ikke et land som andre. USA har særstatus og det har det i kraft af Dollarens særstilling.

Under det såkaldte Bretton Wood system fra 1945 til 1971 var de forskellige valutaer knyttet i et nogenlunde fast forhold til Dollaren, som så på sin side var værdisikret gennem et fast bytteforhold til guld (\$35 = 1 ounce guld). Dollarens privilegerede stilling gav sig selv efter 2. Verdenskrig, fordi USA da var det eneste sted i verden – stort set – hvor der var varer at købe; derfor ville alle have Dollars.

I slutningen af 60'erne havde USA – også dengang – underskud i forhold til udlandet. Verden blev oversvømmet af Dollars, dels grundet udgifterne til Vietnam krigen, dels fra den store amerikanske import der jo blev betalt med Dollars. Dette overudbud af Dollars pressede værdien. Udlandet begyndte at tvivle på om Dollaren i bogstavelig forstand var sin vægt værd i guld. Man frygtede at amerikanerne ville devaluere i forhold til guld, og derfor bad kreditorerne i stor stil USA om at indløse deres dollarpapirer med guld. Guld strømmede ud af USA. USA kunne selvfølgelig have løst problemet ved at eliminere underskuddet, – trække sig ud af Vietnam og sørge for at amerikanerne spændte livremmen ind og købte færre udenlandske varer. Men det ønskede man ikke i 1971. I stedet annullerede Nixon forpligtelsen til at indløse Dollars med guld. Det betød at Dollarens værdi faldt betydeligt i forhold til guld, men det betød først og fremmest at hele det tidligere finansielle system brød sammen. Det havde ikke længere en fast basis i en realværdi som guld.

I det nye valutasystem, det vi lever under i dag, flyder hovedvalutaerne, dvs. kursforholdet mellem Dollars, Euro og Yen bestemmes af markedet; de fleste andre lande hæfter sig så på ('peg') en af disse hovedvalutaer, fx Danmark til Euroen.

Men det betyder ikke at de tre hovedvalutaer er ligestillet. Dollaren er en *global supervaluta*, og det er den af tre grunde, svarende til penges tre hovedfunktioner:

Cirkulationsmiddel eller det medium hvori varer handles: Olie, hvede og en række andre primære varer prissættes i Dollars og skal betales med Dollars; hvis man vil have fx olie, skal man først sikre sig Dollars. Skønt USA's udenrigshandel kun udgør 13% af verdenshandelen, anslås det at knap halvdelen af alle internationale handler involverer Dollars (Euroen har knap 20%).⁵

Betalingsmiddel eller det medium hvori lån optages og tilbagebetales: 76% af internationale obligationer udstedes i Dollars.⁶

Reservevaluta eller værdiopbevaringsmiddel: Dollaren er den dominerende reservevaluta, idet verdens centralbanker holder ca. 2/3 af deres reserver i form af Dollars (ene af de rige lande holder USA stort set ikke reserver, landet har i stedet sin seddelpresse).

De tre funktioner hænger sammen, for når centralbankerne foretrækker Dollars er det fordi det er dette papir, der kan bruges som internationalt cirkulations- og betalingsmiddel, så det er misvisende at fremhæve den ene funktion ved at karakterisere Dollarens særstilling gennem dens status som reservevaluta. 'Global supervaluta' er mere dækkende. På den globale arena forholder Dollaren sig til danske kroner som danske kroner forholder sig til køleskabe i Danmark. Det er begrænset hvad man kan 'købe' med køleskabe i Danmark, og på samme måde kan man med danske kroner stort set kun købe danske varer på det globale marked; men med kroner eller Dollars kan man købe eller låne alt i hhv. Danmark og verden.

Dette system giver USA en meget stor økonomisk fordel, og det er den fordel, der er baggrunden for landets globale økonomiske magt.

Man kan udtrykke fordelene på denne måde:

I Danmark har Nationalbanken/staten en fordel derved at den er ene-udsteder af kroner. Staten kan i et vist omfang dække sine udgifter ved at Nationalbanken trykker sedler og betaler regningen ('i et vist omfang', for hvis seddelpressen kører for hurtigt mister kronen sin værdi). Formelt er den hundredekrone-seddel, vi holder i hånden, et krav på Nationalbanken/staten, altså udtryk for at vi har lånt staten penge. Men denne formelle statsgæld indløses jo aldrig. Værdien af denne offentlige fordel, der kaldes 'seignorage', er meget omstridt; den sættes til alt fra nogle få promiller til nogle procent af BNP.

På globalt plan har USA en tilsvarende fordel, fordi landet er ene-udsteder af den dominerende globale valuta. USA kan finansiere en del af sine udgifter ved simpelthen at trykke Dollars og betale med dem. Nogle af disse Dollars bruger udlandet naturligvis til at købe amerikanske realværdier – til at finansiere import fra USA og (i mindre udtrækning) til at købe amerikanske virksomheder – men en god del vender aldrig tilbage til USA. De bliver i omverdenen, hvor de ophobes som reserver i verdens centralbanker eller cirkulerer evigt ved køb og salg af olie, hvede osv. på verdensmarkedet. Fx skal Tyskland bruge Dollars, når landet køber olie af Saudi Arabien, hvorefter Saudi Arabien bruger disse Dollars til at købe hvede af Canada eller beløbet indsættes måske på en dollarkonti i en europæisk bank. Disse Dollars, der aldrig kommer i nærheden af de amerikanske kyster, kaldes meget misvisende for 'Eurodollars', fordi de først optrådte i Europa, men i dag er de et globalt fænomen. Omkring halvdelen af alle dollarsedler cirkulerer udenfor USA. Da de stort set er unddraget enhver offentlig kontrol, véd man ikke meget om deres bevægelser; de er en permanent joker i den globale økonomi.

Hvis Danmark havde underskud i forhold til udlandet (det har vi ikke, tværtimod), kunne vi i første omgang finansiere det ved at betale ekstraimporten med kroner. Men udlandet kan som nævnt ikke bruge disse kroner til meget andet end at købe danske varer eller danske virksomheder, så på et tidspunkt ville de udenlandske kreditorer banke på døren og forlange kronerne indløst med realværdier. Det er denne regel, der ikke gælder for USA.

Sålænge dette system kører – men heller ikke længere – vil en stor del af USA's gæld aldrig blive indløst. Det er derfor man kan sige at det egentlig ikke er gæld, altså penge der vil blive betalt tilbage. Når udlandet betaler for 7% af amerikanernes forbrug og investeringer er det snarere at ligne med den tribut, som provinserne i Romerriget betalte til Rom. Mekanismen er mere indviklet og vanskelig at gennemskue, men nettoresultatet er det samme.

Men hertil kan indvendes at omverdenen accepterer at blive udnyttet, og derfor gør hvad den kan for at fastholde det skæve mønster. Hvorfor?

Som nævnt har USA især underskud i forhold til Østasien, med Kina og Japan i spidsen; samlet står denne region for over 40% af USA's underskud. Det amerikanske marked er vitalt for disse økonomier, så derfor ser de meget nødt til at USA bringer orden i sit eget hus ved at føre en politik, der på en eller anden måde reducerer importen. USA udbytter Asien (og den øvrige omverden) i kraft af sit finansielle hegemoni, men Asien har en interesse i at blive udbyttet! Når de private investorer svigter, træder deres centralbanker derfor til og opkøber amerikanske statsobligationer. Dollarens værdi holdes oppe, værdien af deres egne valutaer og varer dermed nede, således at de fortsat kan sælge langt mere til USA end de køber. Men prisen er at de må købe dollarværdier, der for det første ikke kan bruges til meget (de ligger som passiv reserve), for det andet giver et ringe afkast (renten på amerikanske statsobligationer er lille), og for det tredje formentlig bliver mindre værd i fremtiden. De sidder i saksen, og forholdet kan bedst karakteriseres som et eksempel på økonomisk sado-masochisme, hvor USA spiller rollen som sadist, Østasien som masochist.

Der er kun én måde at komme ud af dette usunde forhold på, og det er at mindske handelsafhængigheden af USA ved at opdyrke andre markeder. Det er præcis hvad Kina har gjort i de senere år, med fremstød i Asien, Latinamerika, Rusland og Afrika; især er det vigtigt at ASEAN landene nu handler mere med Kina end med USA. Men den dag, hvor det amerikanske marked er blevet mindre væsentligt for Asien, vil blive den dag, hvor støtteopkøbene af Dollaren ophører. Og så vil det se slemt ud for USA's finansielle hegemoni.

Den skjulte krig mellem Dollar og Euro

Om USA's store og stigende underskud er en stabil situation eller ej, afhænger i sidste instans af om USA's finansielle hegemoni kan vedvare, altså om Dollaren kan bevare sin rolle som global supervaluta.

Den væsentligste begivenhed er her introduktionen af Euroen for nogle få år siden.

Der var mange grunde hertil, men en af disse var at etablere en global finansiell konkurrent til Dollaren. Altså høste de samme fordele som amerikanerne har af Dollaren, ved at en større del af verdenshandelen og de globale lån afregnes i Euro og ved at Euroen bliver en reservevaluta på lige fod med Dollaren.

Den realøkonomiske baggrund er i orden. EU's økonomi – nationalprodukt – er på størrelse med USA's og EU's andel af verdenseksporten er noget større end USA's, jf. den første tabel i næste kapitel. Finansielt står Europa imidlertid betydeligt svagere end USA og England (som politisk-økonomisk er knyttet til USA), med et langt mindre kapital- og aktiemarked; der er ingen EU parallel til Wall Street og City. Hertil kommer at den europæiske centralbank (ECB) er meget svag i forhold til Federal Reserve, specielt fordi den ikke selv kan udstede obligationer; det betyder at den ikke kan bidrage til finansiering af EU's udgifter.

Der er en objektiv, økonomisk interesse modsætning mellem EU og USA, mellem Euroen og Dollaren, og den kan ikke andet end påvirke de økonomiske beslutninger. Dette er imidlertid en *skjult krig*. Ingen ansvarlig europæisk politiker eller økonom har erklæret at formålet med Euroen var at underminere Dollaren, for iflg. ECB er det 'markedet' der skal bestemme i hvilken grad Euroen globaliseres, og ingen Greenspan eller amerikansk præsident har erklæret at formålet med at hæve den amerikanske rente siden begyndelsen af 2005 var at gøre dollarværdier mere attraktive end papirer i Euro.

Hvordan går det i denne skjulte krig? Der er to umiddelbare målestokke, nemlig dels værdiforholdet mellem de to valutaer, dels deres globale udbredelse.

Værdiforholdet er forløbet på den måde at Euroen efter sin introduktion faldt i forhold til Dollaren, hvilket formentlig skyldtes at dens oprindelige værdi var sat for højt. Fra begyndelsen af 2002 til begyndelsen af 2005 steg den, i 2005 faldt den, men i begyndelsen af 2006 synes den atter at styrkes. Det er meget omdiskuteret, hvad der betinger disse bevægelser, altså hvordan en valutas værdi bestemmes.

Tidligere mente man at prisen på fx Dollaren bestemmes på samme måde som prisen på tomater, altså af udbud og efterspørgsel. Hvis udlandet vil købe mange amerikanske varer, altså hvis den amerikanske eksport er stor, er efterspørgslen efter de Dollars, der kan købe disse varer, høj, og Dollarens værdi derfor høj. Men hvis USA's import overstiger eksporten, således at landet har underskud, vil det presse kursen. Da USA har underskud, mens EU's samlede udenrigshandel stort set er i balance, skulle dette tilsige at Euroen bliver stedse mere værd i forhold til Dollaren. 'Fundamentals' er på Euroens side; om en dyr Euro også er på europæernes side kan diskuteres, for det betyder dyre europæiske varer, dermed en ringe konkurrenceevne, med alt hvad deraf følger i form af ringe vækst og stor arbejdsløshed. Parallellen til dette realøkonomiske synspunkt er at betragte USA's handelsunderskud som amerikanernes store udenrigsøkonomiske problem, der måske midlertidigt kan løses af udenlandsk finansiering, men i sidste instans kræver at USA får orden i sit eget hus ved at balancere eksport og import. Synspunktet afspejler en tro på, at der nedenunder al finanskapitalisme og spekulation er en rationel kerne, altså at kapitalismen i sidste instans er funderet i realøkonomien.

Indtil 2001 øgedes underskuddet faktisk, når Dollaren styrkedes og faldt når den svækkedes, men i 2002, 2003 og 2004 voksede underskuddet samtidig med at Dollaren *faldt*. Det tyder på at andre mekanismer er blevet vigtige ved bestemmelsen af kursen.

Et nyere synspunkt tager udgangspunkt i, at ønsket om at købe importvarer kun forklarer 2-3% af den globale valutaefterspørgsel (for 25 år siden var det 95%). Resten er en blanding af efterspørgsel efter udenlandske lån, ren spekulation og centralbankers 'politiske' valutaefterspørgsel.

Når dette er virkeligheden må man, siges det, som hovedregel betragte fremmed valuta som kapital – ikke vare – og køb af fremmed valuta som en investering. Her kan man argumentere at Dollaren styrkedes i 2005 i forhold til Euroen, fordi den amerikanske rente steg til nu 4,75% (marts 2006), mens ECB fastholdt en rente på omkring 2,5%.⁷

En dansk investor har fx 100 millioner danske kroner, som han kan placere i dansk ejendom, i amerikanske selskabsobligationer, i japanske Yen eller i et brasiliansk bryggeri, alt efter hvor afkastet formodes at blive størst. Tusinde forhold vil afgøre valget: Vil det danske ejendomsmarked fortsat boble? vil aktierne på det pågældende amerikanske selskab stige i værdi? vil Yen'en falde? kan der sælges flere øl i Brasilien?

Ser vi specielt på interessen for dollarinvesteringer, vil denne kun marginalt afhænge af den amerikanske handelsbalance; det centrale bliver i stedet kapitalposterne, altså om udenlandske investorer finder det attraktivt at investere i USA ved at yde banklån eller købe amerikanske værdipapirer. Og det afhænger igen af to ting. For det første det generelle investeringsklima i USA; hvis Dollaren eller renten forventes at falde vil det afskrække køb af dollarværdier (hvilket i sig selv vil få Dollaren til at falde!), og disse forventninger afhænger i høj grad af noget så luftigt som tilliden til de økonomiske og politiske ledere, i første række chefen for Federal Reserve og præsidenten (hvis det går skidt i Irak kan det true Dollaren). For det andet de specifikke forventninger til fx det selskab, man overvejer at investere i, hvad enten man påtænker at købe dets aktier eller dets obligationer.

Der er næppe tvivl om at det sidste synspunkt – at valuta er kapital snarere end vare – i dag er det relevante på kortere sigt. Det store spørgsmål er om en sund eller usund realøkonomi vil afspejle sig i kursen på langt sigt, i sidste instans.

Værdiforholdet er altså den første, kvalitative målestok for, hvordan det går i 'krigen' mellem Dollar og Euro. Frem til begyndelsen af sidste år vandt Euroen terræn, men i skrivende stund er udfaldet – rettere: tendensen – uafklaret.

Den anden målestok er kvantitativ: Hvordan er tendensen mht. *udbredelsen* af de to valutaer på globalt plan?

Som sagt er Dollaren i dag klart dominerende, og de stigende oliepriser øger stedse efterspørgslen efter Dollars og dermed denne valutas internationale vægt. Samtidig har de udenoms-amerikanske Dollars ('Eurodollars') fundet øget indpas i mange asiatiske og afrikanske lande, men især i Latinamerika.

Her må vi skelne mellem forskellige grader af intensitet i udbredelse.

I den ene ende har vi lande som Ecuador, El Salvador, Panama og Guatemala, der har nedlagt deres penge- og valutapolitik ved simpelthen at indføre Dollars som den officielle valuta, oftest grundet en ukontrollabel inflation. Costa Rica, Nicaragua og Honduras diskuterer muligheden, og endog Canada har været nævnt i denne forbindelse. Denne *officielle Dollarisering* betyder at landenes rentefod og de internationale priser på deres handelsvarer bestemmes i Washington, ligesom amerikanske banker – der i praksis sidder på pengekasen – kan bestemme udlåne til det lokale erhvervsliv (som de nok ikke har den store interesse for).⁸ Officiel Dollarisering betyder at seignorage-fordelen går til USA; derfor forsøgte Ecuador og El Salvador at få en vis kompensation, men uden held.

Tæt herpå har vi den såkaldte *currency board*, der herskede i Argentina indtil den nyliberale model brød sammen for et par år siden. Her havde man stadig sin lokale valuta, men den var bundet i et jernhardt forhold til Dollaren, idet der var et helt fast forhold mellem centralbankens reserver af Dollars og mængden af pesos i omløb, så den kapitalflugt, der faktisk indtrådte, medførte automatisk at den argentinske pengemængde blev reduceret, med en dyb recession til følge.

Næste trin er *uofficiel Dollarisering*, hvor myndighederne fastholder den lokale valuta, samtidig med at Dollars i vidt omfang cirkulerer i økonomien, oftest fordi tilliden til den lokale valuta er ringe. Dette er situationen i en stor del af den fattige verden, især i latinamerikanske lande som Bolivia, Peru og – bemærkelsesværdigt – Venezuela; forud for den officielle Dollarisering udgjorde Dollars 90% af pengemængden i El Salvador. Også Rusland og Canada er de facto dollariseret i betydelig grad.

Den svageste form for tilknytning til Dollaren består i at et land stræber efter at dets valuta følger Dollarens værdi op eller ned ('*pegging*'); det sikrer at valutausikkerhed undgås ved handel med USA og ved optagelse af lån i Dollars, men tilknytningen er ikke stærkere end at landet kan frigøre sig fra Dollaren, hvis den økonomiske situation tilsiger det. Frem til den østasiatiske krise i 1997/98 var de fleste af disse lande knyttet til Dollaren på denne måde, men siden er tilknytningen løsnet lidt, senest af Kina i midten af 2005. Det er klart at et sådant system styrker Dollaren, selv om det er svært at sætte tal på den ekstra-efterspørgsel efter Dollars, der flyder heraf.

Lad os dernæst se på Euroen, hvis kerneområde – ud over de egentlige Eurolande – er det øvrige Europa, fx Danmark og de baltiske lande der har knyttet deres valutaer til Euroen i et nogenlunde fast værdiforhold; desuden bruger visse af Frankrigs tidligere kolonier i Afrika Euro.

Sterling og Yen flyder, men er klart knyttet nærmere til Dollaren end til Euroen.

England har valgt den angelsaksiske forbindelse frem for kontinentet (dvs. EU) – jf. Irak-krigen – og vil derfor aldrig adoptere Euroen; de nationalistiske strømninger i vælgerkorpset understøtter blot de politisk-økonomisk betingede forbehold overfor Euroen. I realiteten er

England og USA økonomisk integreret, fx mht. olieselskaber og militærindustri, og verdens gamle finansielle centrum, City, er en vigtig medspiller for Wall Street. Sammen med New Zealand og Australien udgør de en Angelsaksisk blok, karakteriseret ved en mere radikal nyliberalisme end den der findes på Kontinentet. De Gaulle ville have sukket bekræftende fra sin grav: Englands EU-medlemskab er rent pro forma.

Japan har tidligere balanceret mellem Asien og USA og foreslog fx i 1998 et asiatisk alternativ til IMF, men under Koizumi er de tidligere økonomiske – især handelspolitiske – modsætninger til USA begravet. Landet har bøjet sig for de amerikanske ønsker om at liberalisere finanssektoren – og dermed åbne den for amerikansk kapital – ved at privatisere postvæsenet, der i realiteten er en gigantisk offentlig bank; og både militært og politisk er Japan ved at indrullere sig i den amerikanske koalition imod Kina, som er ved at tegne sig. Yen'en er ikke 'pegget' til Dollaren, men i udenrigsøkonomien (handel og lån) benyttes i høj grad denne valuta.

Meget tyder imidlertid på at Euroen er ved at vinde frem. Fra 1999 til 2003 voksede Euroens andel af de officielle reserver fra 14% til 20%, mens andelen af internationale obligationer – altså Euro som betalingsmiddel – øgedes fra 20% til 30%. I 2001 anbefalede Europaparlamentet at EU begyndte at købe olie for Euro.

Da Kina løsne forbindelse til Dollaren begyndte man i stedet at 'pegge' Renminbi til en kurv af valutaer, hvori bl.a. Euroen indgik, og i begyndelsen af 2006 antydede den kinesiske centralbank at man fremover i højere grad ville 'diversificere' sine reserver, hvilket betyder færre Dollars og flere Euro. Sydkorea har antydnet det samme. Rusland, der i slutningen af 2004 holdt en tredjedel af sine reserver i Euro, har også flere gange erklæret at ville foretage et sådant skift og gassen til Europa betales allerede i Euro; et skift er naturligt, i betragtning af at landet handler mere med Europa end med USA, altså i højere grad har brug for Euro end for Dollars (hvortil kommer at landet selv har olie og gas og derfor ikke behøver Dollars for at købe denne energi).

Det mest sprængfarlige er rumlerierne i visse arabiske lande og i OPEC om at skifte fra Dollars til Euro ved afregningen af olien; OPEC har allerede øget andelen af reserver, som holdes i Euro, fra 12% til 20%. Det kommer vi ind på i næste kapitel.

Sammenfatning

USA's store underskud viser at landet mangler konkurrenceevne i forhold til udlandet. I en anden henseende er realøkonomien imidlertid stærk, idet den økonomiske vækst er højere end i EU og Japan. Denne vækst beror i høj grad på at USA har været i stand til at finansiere underskuddet, altså tiltrække enorme kapitalmængder; disse har mere end kompenseret for det forhold at USA ikke selv afsætter beløb til investering ved at spare op.

Når USA – ene af alle lande – kan nyde en så fordelagtig økonomisk situation, beror det på Dollarens særstatus som global supervaluta. En meget stor del af de globale handler og lån eksekveres i Dollars, hvilket betyder at efterspørgslen efter denne valuta langt overstiger, hvad USA har at byde på af varer og virksomheder; derfor kan USA betale en stor del af sine regninger med dækningsløst papir.

Både doktor og patient har en umiddelbar interesse i dette syge forhold. Afkastet til USA er åbenbart, men omverdenen – specielt Kina – værdsætter også underskuddet, fordi det er ensbetydende med stor eksport til USA. På længere sigt har omverdenen imidlertid ikke en interesse i USA's finansielle hegemoni, og det kan allerede nu aflæses i politisk-økonomiske initiativer. Kina synes at 'diversificere' væk fra Dollaren, ved at reducere sine Dollarreserver og ved at gøre sig mindre afhængig af eksporten til USA. Også Rusland synes mindre

interesseret i Dollaren. EU's aktuelle politiske svaghed hæmmer aktive bestræbelser for at Euroisere verdensøkonomien, men andre lande trækker så småt i denne retning.

Den politisk motiverede finansiering af USA's underskud er i de sidste to år svundet ind, men er indtil nu blevet kompenseret af private midler. Dollaren er blevet mindre afhængig af politik og mere afhængig af økonomi. Fra USA's synsvinkel er det en fordel at Kina's evne til i en krisesituation at lukke den amerikanske økonomi ved at sælge ud af reserveerne af amerikanske statsobligationer reduceres, men på den anden side øges afhængigheden af private investorer, som ikke har en handelspolitisk interesse i at holde Dollaren oppe. Hvis den tendens fortsætter, afhænger Dollarens skæbne så alligevel af den rent økonomiske udvikling i USA, nemlig af profitabiliteten af investeringer i landet.

NOTER

¹ Udover handelen (import og eksport af varer og service) registrerer de løbende poster også såkaldt 'usynlige poster' såsom rentebetalinger ind og ud af landet. Da handelsunderskuddet udgør 90% af underskuddet på de løbende poster, ser jeg bort fra de øvrige poster og betragter handelsunderskud og løbende underskud som synonyme.

² Vi har en tilsvarende divergens mellem regnskab og økonomi i nationalregnskabet, hvor investering *defineres* så begrebet inkluderer usolgte varer ('investering i lageropbygning'). Det indebærer – kan det vises – at 'investering' *altid* er lig med opsparing. Generationer af ulykkelige økonomistuderende har forvekslet denne begrebsleg med økonomiske sammenhænge, og derfor troet at opsparing altid investeres, altså går til virkelige investeringer. Hvis det var så vel, eksisterede der ingen nationaløkonomiske balanceproblemer, ingen problemer med den effektive efterspørgsel, ingen lav- og højkonjunkturer. En god forståelse af økonomi begynder derfor med at springe det indledende kapitel om nationalregnskabet over. Revisorer definerer begreberne så pengene passer, men det gør de sjældent i den virkelige økonomi.

³ Alligevel er det udenlandske eje af amerikanske aktier vokset fra 4% i 1975 over 10% i 2001 til 13% i 2005. For selskabsobligationer er stigningen langt større, fra 4 over 21 til 26% (Foreign Markets Center: www.fmcenter.org/foreignholdings_Q405).

⁴ Dette hensyn gælder især Japan, hvis Yen flyder i forhold til Dollaren. Kina kunne umiddelbart være ligeglad, fordi landets valuta var låst til Dollaren, altså fulgte den ned, men landet har i flere år været udsat for et kraftigt amerikansk pres for at opskrive Renminbi i forhold til Dollaren for at afskrække den kinesiske eksport til USA; og jo billigere Dollaren er, jo større er dette pres. Midt i 2005 bøjede Kina sig tilsyneladende ved delvis at løsrive deres valuta fra Dollaren, men det gav kun en minimal opskrivning af Renminbi, så presset er der stadig.

⁵ Mere præcist: Hvis import og eksport lægges sammen og sættes til 200%, har vi Dollars på den ene side af transaktionen i 90% af tilfældene (Krugman og Obstfeld, 2003, s. 331).

⁶ Fattige lande kan ikke låne i egen valuta og de foretrækker ofte Dollars. Også Asien låner overvejende i Dollars, hvilket kom landene dyrt at stå under krisen i 1997/98: Da de vestlige kreditorer trak deres dollarværdier ud, måtte landene devaluere kraftigt, hvilket betød at et givet dollar-afdrag nu kostede langt mere i lokal valuta. USA låner altid i Dollars og har derfor ingen kursrisiko.

⁷ Fra 2002 til ind i 2004 fastholdt ECB en rente, der var dobbelt så høj som den amerikanske (Financial Market Center 2005). Federal Reserve sænkede i denne periode renten drastisk for at bekæmpe krisen, mens ECB tilsyneladende prioriterede en styrkelse af Euroens internationale styrke over bekæmpelsen af den høje europæiske arbejdsløshed. Dette harmonerer med at ECB's mandat er ortodokst monetaristisk, idet bekæmpelsen af inflation – der udhuler Euroens værdi – er eneste målsætning, mens Federal Reserve også kan tage hensyn til arbejdsløsheden. Så hvordan forklare den 'omvendte' rentepolitik i 2005? Den umiddelbare forklaring er at konjunkturopsvinget i USA har sænket arbejdsløsheden og øget inflationsrisikoen så meget at en rentestigning var påkrævet, mens den fortsatte stagnation i Europa har gjort det politisk umuligt for ECB at hæve renten, trods ECB's institutionelle uafhængighed. Bl.a. UNCTAD (2005) har argumenteret at ECB bør sænke renten, dels for at afhjælpe arbejdsløsheden, dels for at bidrage med købekraft til en skrantende global økonomi.

⁸ Meget forvirrende betegner 'Dollarisering' ofte at et land benytter et andet lands valuta, hvad enten det er Dollars, Euro eller en tredje valuta. I denne bog skelnes mellem Dollarisering, Euroisering etc.