



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan

Nationalekonomiska Institutionen
Kandidatuppsats, Vårterminen 2014
Handledare: Fredrik NG Andersson

Renminbin som världsvaluta

Den förestående förändringen av det globala valutaförhållandet

Axel Malmcrona och Viktor Åkerström

Sammanfattning

Ifrågasättandet av det rådande valutaförhållandet är stort, både på grund av brister som påpekas i systemet centrerat kring dollarn och på grund av den kinesiska ekonomins framfart. Genom en översikt av de teorier som beskriver användandet av internationella valutor, förutsättningar för en ökad spridning av en valuta samt en historisk översikt av tre tidigare internationellt framträdande valutor, den spanska dollarn, den brittiska sterlingen och den amerikanska dollarn undersöks mekanismerna i både skiften och dominansen. Genom att sedan se till den kinesiska situationen och de förutsättningar som finns för en ökad internationalisering sammanfattas de motsättningar som både den kinesiska staten och internationella investerare möts av. Den framtida situationen bestäms utifrån den kinesiska statens villighet att avsäga sig makt till fördel för marknadskrafter och i vilken utsträckning internationella investerare kommer att lita på den kinesiska staten i upprätthållandet av marknadsregler.

1. INLEDNING	3
2. TEORI	5
2.1 EN VÄRLDSVALUTAS SEX ROLLER	5
2.2 FÖRUTSÄTTNINGAR FÖR ATT BLI EN VÄRLDSVALUTA	8
2.3 FÖRDELAR OCH NACKDELAR MED ATT HA EN POSITION AV VÄRLDSVALUTA	12
2.4 FRAMKOMSTEN OCH SKIFTEN.....	14
2.5 FINNS DET UTRYMME FÖR FLER ÄN EN VÄRLDSVALUTA?	16
3. HISTORISK BAKGRUND	18
3.1 FRAMKOMSTEN AV EN VÄRLDSVALUTA	18
3.2 SKIFTEN MELLAN VÄRLDSVALUTOR.....	22
3.3 FLERA VÄRLDSVALUTOR	23
4. ANALYS	27
4.1 DET KINESISKA TILLVÄXTUNDRET OCH DESS FRAMTID	28
4.2 AVREGLERING AV RESTRIKTIONER I KAPITALFLÖDEN OCH DE FINANSIELLA MARKNADERNA	32
4.3 KINESISK POLITIK OCH DESS INTERNATIONELLA INFLYTANDE.....	38
4.4 EN FRAMTIDA UPPDELNING AV ROLLEN SOM VÄRLDSVALUTA	43
5. DEN VILLKORLIGA UPPGÅNGEN FÖR RENMINBIN	47
KÄLLOR	50
DATAKÄLLOR.....	50
REFERENSER.....	52

1. Inledning

Litteraturen kring den internationella användningen av valutor, främst den som med jämna mellanrum har förutsatt den amerikanska dollarns nedgång, kommer i vågor. Det finns två anledningar till en ökad debatt, den första är problem som uppstår i den amerikanska dominansen, till exempel vid upplösningen av Bretton Woodssystemet. Den andra är vid tillfällen där en annan valuta kommer fram som ett möjligt alternativ, till exempel vid införandet av euron (Subramanian, 2011a, s. 2). Dollarn har hittills överlevt alla förutsägelser om dess nedgång. I dag bidrar båda anledningarna till en aktiv debatt. Den finansiella krisen som utbröt 2008 kopplas till dagens valutasystem genom att dollarns position bidragit till billig finansiering i den amerikanska ekonomin (Richardson och Zhang, 2010, s. 337). Vidare finns idag även en uppkommande valuta som enligt många förutsägs bli den valuta som tar över rollen som världsvaluta från dollarn, den kinesiska renminbin. Frågan som nu ställs är ifall dollarn även denna gång kommer att behålla sin dominanta ställning i världsekonomin.

I litteraturen hittas argument för dollarns nedgång och till och med det önskvärda i en sådan (Richardson och Zhang, 2010, s. 337). Systemet som bygger på tillgång av den amerikanska valutan och dess bestående värde har visat sig instabilt och den globala ekonomin skulle vara mindre benägen till kriser med en annan sammansättning av världsvalutor (Eichengreen, 2011). Skillnaden mot tidigare förutsägingar av dollarns nedgång är tydliga bevis på att det finns strukturella problem i det dollardominerade systemet som skulle kunna hjälpas genom ett minskat inflytande av den amerikanska valutan (Fratzcher och Mehl, 2013, s. 1).

Den kinesiska ekonomins framfart har format den globala ekonomin och haft stora effekter på flödet av kapital, varor och arbetskraft i världen (Världsbanken, 2011, s. 13). Förändringen som landets ekonomi har genomgått de senaste 30 åren har fört med sig en genomsnittlig tillväxt på runt tio procent per år (Dobson och Masson, 2009, s. 124) och idag är landet inte bara världens andra största ekonomi utan också på väg att överta den amerikanska ekonomin som världens största (ibid, s. 127). En framstående aspekt av den snabba framgången är hur det kommer att förändra positionen av den kinesiska valutan. Litteraturen går här på flera sätt isär. Det finns svar som sträcker sig ifrån att renminbin är på randen av att ta över dollarns position

som den mest inflytelserika valutan, till att den liberalisering mot omvärlden som skulle krävas skulle vara direkt skadlig för ekonomin (Eichengreen, 2011 och Subramanian, 2011b mot Frankel, 2012).

Den här uppsatsen ämnar behandla frågeställningen om den kinesiska valutan har möjligheten att skapa de förutsättningar som krävs för att bli en världsvaluta. Genom att se till historiska världsvalutor och de förutsättningar som skapat skiften mellan dem söks ett svar på vad som krävs av renminbin. Det undersöks vilka förutsättningar den aktivt agerande kinesiska staten lyckats uppfylla för att genomdriva en internationalisering av valutan och den väg den har kvar att gå. Med förhoppningen om att kunna säga mer om den framtida situationen utvecklas också frågeställningen genom att undersöka ifall renminbins uppgång kommer att medföra dollarns nedgång eller om en situation där två världsvalutor samtidigt är möjlig.

Inom ett land är inte användningen av en valuta ett val för medborgarna och därför är det inte heller en nationalekonomisk fråga utan en fråga för politiker. Den internationella användningen av valutor präglas skiljt från den nationella av val mellan olika valutor på en fri marknad. Det är det inneboende värdet av en valuta som bestämmer om den kommer att användas eller inte. Bara genom att studera de underliggande sambanden i marknaden kan man säga någonting om en valutas användning och på så sätt skapa en uppfattning i hur den framtida situationen kommer att se ut (Rey, 1999, s. 1).

Sammanfattningsvis finns det många anledningar till att utforska förändringarna i de globala valutaströmmarna. Mycket talar för att den kinesiska valutan kommer att skapa stora förändringar de närmsta åren. Eftersom frågorna som ställs i uppsatsen inte är normativa utan positiva söker uppsatsen en konkret bild av de argument som finns för vad som kommer att hända, istället för att söka vad som är önskvärt.

Den resterande delen av den här uppsatsen är uppdelad i fyra delar. Nästa del ämnar definiera ordet världsvaluta, för att skapa en referens för argumentationen, samt lägga fram de övergripande teorierna kopplade till en internationell användning av valutor. Del tre undersöker möjligheten till ett framtida skifte och utseendet av en framtida jämvikt genom att se till tre tidigare världsvalutor; den spanska dollarn, den brittiska sterlingen samt den amerikanska dollarn. Efter det kopplas teorier och historisk erfarenhet till de kinesiska förutsättningarna för en spridning av renminbin i del fyra.

Del fem ämnar besvara frågeställningen och peka på de grundläggande motsättningar som finns i den internationella användningen av den kinesiska valutan.

2. Teori

2.1 En världsvalutas sex roller

Definitionen av begreppet världsvaluta grundas i tre användningsområden; värdeslagring, bytesmedel samt beräkningsenhet. En valutas grad av internationalisering beskrivs utifrån användningen av privata aktörer och stater. En större användning inom de olika områdena och av de olika aktörerna gör det mer legitimt att benämna en valuta världsvaluta. Det läggs inte fram några definitiva kriterier utan definitionen av en världsvaluta underbyggs av historiska exempel. Första karaktärsdraget en världsvaluta har är dess lagring av värde för privata aktörer. En världsvaluta är attraktiv för lagring av värde då aktörer slipper byta till sig en annan valuta när de utför transaktioner. I länder där den inhemska valutan visar tecken på instabilitet hålls världsvalutan i större utsträckning. I vissa fall av stark inflation kan en världsvaluta också helt ersätta den inhemska som det främsta lagliga betalningsmedlet (Subramanian, 2011a, s. 28).

Nästa aspekt av en internationell valutas status ses i användningen som bytesmedel. Denna funktion kan delas upp i två användningsområden för privata aktörer. Först används en världsvaluta i stor utsträckning vid fakturering och betalningar vid handel mellan länder. Det andra sättet på vilken en världsvaluta används vid internationella transaktioner är som mellansteg i handel mellan två andra valutor. Detta beror på att en världsvaluta handlas i större utsträckning och därför är mer likvid än mindre valutor (Goldberg och Tille, 2006, s. 11). Flera studier har visat på en mindre spridning mellan köp- och säljkurser i marknader med större omsättning, vilket leder till att exempelvis en svensk aktör först växlar till sig den frekventa använda dollarn, som i sin tur används för att växla till sig önskade kanadensiska dollar (Bessembinder, 1994). Detta understryks också av Kubarych (1978), som menar att marknaden mellan en mindre och en mer utbredd internationell valuta är mer aktiv än en marknad mellan två mindre valutor. Detta gör att större summor lättare kan handlas. Rollen som mellansteg i transaktionen mellan två mindre valutor har varit fokus i stor del av

litteraturen kring hur en valuta blir dominant (se till exempel Rey, 1999 och Matsuyama et. al., 1991).

Det sista användningsområdet av en internationell valuta för privata aktörer är som beräkningsenhet i transaktioner och fakturering. Detta har visats sig vara en mindre viktig aspekt än de övriga två funktionerna och litteraturen är motstridig inom området. Krugman (1984) diskuterar anledningar till att en internationellt dominerande valuta inte har en stor roll i fakturering. Han menar att det inte går att finna anledningen i undersökningar av risker involverade i internationell handel då båda sidor kan undvika denna genom terminskontrakt. Motsatsen läggs fram av Goldberg och Tille (2006, s. 13) som visar att det finns en koppling mellan i vilken valuta handel faktureras i och hur internationellt framstående den är. Det illustreras genom USA respektive Euroområdet export- och importsiffror, där 99 procent av USA:s export samt 92 procent av importen faktureras i dollar och samma siffror för Euro-området är 30 respektive 40 procent. Detta visar vilket av områdenas valuta som är den dominerande och analysen kan utvidgas till fler länder, även där är dollarn mycket framträdande i faktureringen (ibid, s. 14). Vad som händer när fakturering mellan länder benämns i en viss valuta är att cirkulationen av densamma ökar vilket gynnar internationaliseringen. Ett annat område där världsvalutan har inflytande är i benämningen av priser använda i handel av råvaror såsom guld och olja vilket ger stadga åt att valutan betraktas som en världsvaluta (Frankel, 2012, s. 334).

Ett första användningsområde av en internationell valuta för stater och officiella organ är att de innehar den som en del i sin valutareserv. En reservvaluta är en utländsk valuta som hålls av länders centralbanker och andra finansiella institutioner som medel för att betala av skulder och som säkerhet för svängningar i ekonomin. Dessutom stödjer valutareserver penningpolitiken i att den används för att hålla landets växelkurs på en önskvärd nivå (Galati och Wooldridge, 2009, s. 2).

Ett annat område där man kan mäta en valutas internationella inflytande är i vilken utsträckning stater använder den i interventioner på valutamarknaden för att till exempel upprätthålla en fast växelkurs. Vid en intervention för att motverka ett tryck nedåt på växelkursen köper centralbanken i en liten ekonomi landets egen valuta. Det mest effektiva sättet att göra interventionen är genom en marknad mot en världsvaluta (Krugman, 1984, s. 264). Om ingripandet istället skulle ske genom marknaden mot ett annat mindre lands valuta skulle detta få konsekvenser även för den valutans

växelkurs. En världsvalutas storlek gör att effekten inte är lika stor när den används. Ingripande av stater i syfte att stärka reserver hos banker eller andra institutioner sker också i världsvalutan, då banker och andra aktörer i stor utsträckning använder en världsvaluta eftersom hög likviditet är viktig i stora transaktioner (ibid, s. 273).

En annan egenskap en världsvaluta har är att den har andra valutors värde knutna till sig. En mindre ekonomi kan genom att knyta sin växelkurs till en annan försäkra stabilitet i växelkursen mellan de två valutorna. Landets åtagande att hålla en fast växelkurs begränsar den monetära politik landet kan föra eftersom den måste vara förenlig med växelkursen. Detta har historiskt varit ett sätt att visa på ansvarstagande. Anledningarna till att knyta sin valuta till en världsvaluta är många. Först gynnar det handeln mellan de som använder de två valutorna, eftersom det minskar risken för förändringar i växelkursen och dessutom är det mer gynnsamt desto fler som använder valutan. Vidare kan det också vara en garanti för att det mindre landets växelkurs kommer att vara stabil, om man knyter den mot en trovärdig valuta (Connoly, 1982, s. 162). Som exempel var en stor andel av de internationella valutornas växelkurser under 1970-talet bestämda utifrån dollarns värde. Idag är den andelen väldigt liten och består endast av mindre länder. Detta beror dock inte på att dollarns vikt i internationella sammanhang har minskat utan är istället en följd av att fasta växelkurser gradvis har försvunnit (Krugman, 1984, s. 269).

Funktion	Användning av privata aktörer	Användning av stater
Värdeslagring	Ersätter den inhemska valutan i fall där den är präglad av inflation och volatilitet.	Internationella valutareserver.
Bytesmedel	Används vid fakturering och betalningar inom handel. Används vid internationella valutatransaktioner som ett steg mellan två mindre valutor.	Används som mellansteg vid internationella valutainterventioner.
Beräkningsenhet	Används som mått vid handel och finansiella transaktioner.	Andra valutor förankras till världsvalutan genom att växelkursen fästs mot den.

Tabell 1. En internationell valutas funktion.
Källa: Se datakällor

2.2 Förutsättningar för att bli en världsvaluta

Skiften i världsvalutor har historiskt skett genom att ett land har fått ett ökat ekonomiskt inflytande vilket har följts av att landets valuta ökat i användning. En valuta som i stor utsträckning hålls som reservvaluta har historiskt varit positivt korrelerad med den globala användningen och används därför ofta för att beskriva en internationell valuta (Prasad och Ye, 2012, s. 564). Litteraturen kring vad som avgör om ett lands valuta hålls som reservvaluta är omfattande. Subramanian (2011a) utgår från tidigare litteratur och visar empiriskt först på ett positivt samband mellan ett lands andel av global BNP och den andel som landets valuta utgör i världens totala valutareserver. Efter det visar han på ett positivt samband mellan valutans användning i valutareserver och landets andel av den totala världshandeln. Det finns undantag som visar att det är fler variabler som avgör preferenserna för centralbanker att hålla ett lands valuta. Schweiz är en liten ekonomi men det till trots anses schweizerfranc vara en säker valuta och det är många länder som har valutan som reserv (Prasad och Ye, 2013, s. 567). Länder som samlar på sig betydande reserver av en valuta vill kunna känna sig säkra på att de kan göra sig av med innehavet om de skulle önska

det. Detta utan att vara oroliga för att påverka valutans växelkurs för mycket och därmed skapa instabilitet och potentiella växelkursförluster. Denna risk minskas ju större likviditeten är i valutan (Krugman, 1984, s. 273).

En annan viktig förutsättning när man ser till internationaliseringen av en valuta är att landets finansiella marknader är välutvecklade. För att en valuta ska vara attraktiv i internationell användning behövs möjligheter att säkert investera och låna pengar i valutan, samt att genom derivat kunna försäkra sig mot risker. I de här aspekterna av en valuta spelar de finansiella institutionerna en stor roll (Prasad och Ye, 2013, s. 566). Ett välutvecklat finansiellt centrum som skapar djup i kapitalmarknaden och erbjuder ett brett utbud av finansiella produkter är på så sätt en viktig aspekt i internationaliseringen av en valuta (Frankel, 2012, s. 334 och Prasad och Ye, 2013, s. 567). Detta underbyggs också historiskt då tidigare världsvalutor haft stats- och företagsobligationer denominerade i det inhemska landets valuta (ibid, s. 565). Politiska faktorer inom landet påverkar sannolikheten för att en stat ska kunna främja de högt utvecklade och likvida finansiella marknaderna som krävs för en internationalisering. En politiskt begränsad, konstitutionell stat och ett välutvecklat ägande- och rättssystem skapar förutsättningarna för en finansiell utveckling (Helleiner, 2008, s. 361). Ett rättssystem som ger fördelar åt långivaren gynnar ytterligare utvecklingen samtidigt som legitimiteten hos de rättskipande institutionerna i ögonen av medborgare är en viktig faktor (ibid, s. 362).

Utvecklingen av det finansiella systemet är också en viktig faktor för att marknaden ska kunna hantera de in- och utflöden som ökar i samband med en internationalisering. Om det inte finns stabilitet i den inhemska banksektorn kan kapital komma att strömma ut ur landet vid en avreglerad finansiell marknad. Det sker på grund av två marknadsmekanismer. Den första bottnar i antagandet om att investerare söker att diversifiera sina tillgångar vilket innebär att ifall möjligheten att flytta pengar utomlands ökar kommer detta skapa en ström av inhemska investerares kapital till utlandet. Den andra anledningen relateras till osäkerhetsfaktorn kring det finansiella systemet. Om ett öppnande sker kan det av säkerhetsskäl ses mer attraktivt att flytta kapitalet till utlandet. Dessa två mekanismer kan i kombination leda till en snabb depreciering av valutan vilket främst är riskfyllt för inhemska aktörer som har lån denominerade i utländsk valuta och inkomster i inhemsk valuta, detta i sin tur kan

göra det svårt att betala av räntor på ackumulerade skulder (Lardy och Douglass, 2011, s. 3).

Den friare kapitalrörligheten skapar ett inflöde av kapital, på grund av att utländska investerare får en ny investeringsmöjlighet och en väg till en ökad diversifiering. En utvecklad kapitalmarknad innebär att lokala finansmarknader har ett större djup och därför kan absorbera inflödet utan att bubblor i tillgångspriser skapas. En underutvecklad inhemsk kapitalmarknad bidrar till att utländska banker är mer attraktiva, vilket försämrar effektiviteten i samarbetet mellan företag och bankväsendet genom valuta- och förfallodagsskillnader. En liberalisering har också fördelen att den ökar konkurrensen i den inhemska banksektorn. När de inhemska bankerna blir mer självständiga från staten förbättras effektiviteten i deras verksamhet vilket skapar ännu ett alternativ i den inhemska kreditmarknaden (Lardy och Douglass, 2011, s. 6).

Det sista kriteriet för att en avreglering av de finansiella marknaderna ska kunna äga rum är att den inhemska valutans värdering ligger nära den underliggande värderingen, vilket är jämviktspriset vid en rörlig växelkurs. Om valutan är kraftigt över- eller undervärderad kommer det leda till ett ut- eller inflöde av utländskt kapital vid en avreglering vilket bidrar till ökad instabilitet i ekonomin (Lardy och Douglass, 2011, s. 7). I takt med att en valuta blir internationaliserad ökar också dess utsatthet för externa chocker. Riskerna kan minskas genom kapitalrestriktioner, vilket behövs i många länder vars ekonomier är på väg att integreras i den globala ekonomin. Det har dock visats sig att restriktioner i ett långt perspektiv leder till snedvridningar och ineffektivitet i det ekonomiska systemet, något som bromsar tillväxt och undergräver stabilitet (Prasad, Rumbaugh och Wang, 2005, s. 15). Under en regim med fast växelkurspolitik kan det då bli svårare att hålla fast vid den förutbestämde växelkursen (ibid, s. 6). Historiskt har det varit lönsamt för ett utvecklingsland att låta växelkursen bli rörlig i tider av ekonomisk expansion och stark växelkurs, än att göra det vid sämre tider då växelkursen är utsatt för större tryck utifrån (Frankel, 2004, s. 3).

Utöver de finansiella marknaderna är graden av förtroende för valutan viktigt för att den ska kunna bli en internationellt gångbar valuta. Ett förtroende för valutan grundas både i det historiska värdet av valutan, dess historiska utveckling samt i det utgivande landets egenskaper (Frankel, 2012, s. 334). Ett förtroende för det fortsatt stabila

värdet av en valuta grundas i att en valuta visat sig vara stabil över tidigare perioder, något som i sin tur vanligtvis är kopplat till de makroekonomiska grunderna i ekonomin (Helleiner, 2008, s. 357). En internationellt använd valuta är ofta blir mer stabil på grund av den stora användningen. Det beror på att den då sprids till fler aktörer vilket minskar inflytandet för varje enskild transaktion (Frankel, 2012, s. 335). Utöver de historiska egenskaperna hos valutan spelar förtroendet för den utgivande staten en stor roll (Helleiner, 2008, s. 357). Walter (2006) beskriver att en konsistent konservativ penningpolitik skapar ett större förtroende för valutan om den på ett trovärdigt sätt är del av den inhemska politiken och institutionerna.

Förtroendet för valutan är ett exempel på att den politik förd i det utgivande landet tillsammans med hur välfungerande institutionerna har en inverkan på den internationella användningen av en valuta. (Helleiner, 2008, s. 355). Helleiner (2008) bidrar med ett ramverk för på vilka sätt den politiska delen av ett land påverkar den internationella användningen av en valuta. Effekterna delas in i direkta och indirekta. Direkta effekter påverkar en valutas användning när ett land påtvingar en region sin valuta. De effekter som en införd valuta genom politiska påtryckningar får skiljer sig stort från studier av valutor vilkas användning väljs på en marknad. Utvecklingen har rört oss från den teorin vilken var applicerbar på den brittiska sterlingens dominans i större utsträckning än dagens dominans av dollarn och än mindre i den framtida användningen av valutor. Indirekta effekter som politiken förd i ett land har på en valutas position går genom förtroendet för valutan, förutsättningar för de finansiella marknaderna samt den utsträckning nätverket för landets internationella transaktioner sprids (Helleiner, 2008, s. 361).

Funktion	Förutsättningar för en världsvaluta
Värdeslagring	Förtroende för valutan.
Bytesmedel	Starka och avreglerade finansiella marknader. Landet utgör en stor del av den internationella handeln. Produktionen och finansmarknaden. De finansiella marknaderna är öppna för utländska aktörer. Likvida och djupa.
Beräkningsenhet	Landet utgör en stor del av den internationella handeln produktionen och finansmarknaden.

Tabell 2. En internationell valutas funktion
Källa: Se datakällor

2.3 Fördelar och nackdelar med att ha en position av världsvaluta

För att förstå de incitament som finns bakom länders agerande, för att antingen undvika att bli en internationell valuta eller för att aktivt jobba för det, är det viktigt att se till de fördelar och nackdelar som finns för ett land som ger ut en världsvaluta.

En fördel ett land kan åtnjuta av att ha en valuta med prominent ställning är att det förenklar för invånare och företag genom att de kan undvika risker och transaktionskostnader vid internationell handel (Tadokoro, 2010, s. 419 och Frankel, 2012, s. 331). På liknande sätt som det dominerande engelska språket underlättar för amerikaner både i arbetsliv och privatliv, ger dollarn en liknande trygghetskänsla när det kommer till affärer. Det förenklar också för både import- och exportsektorn då många produkter och råvaror är prissatta i den inhemska valutan (Subramanian, 2011a, s. 4).

Banker och andra finansiella institut i ett land gynnas om fler är intresserade av att använda landets valuta då det leder till en ökad finansiell aktivitet. Det ger fördelen för landet att dess finansiella marknader får en fördel gentemot övriga länder i att de attraherar mer kapital och transaktioner (Tadokoro, 2010, s. 420). På samma sätt som att engelska banker föredrar att handla i pund och kinesiska banker i renminbi så är

amerikanska banker nöjda med den nuvarande världsordningen där dollarn är den mest frekvent använda valutan (Frankel, 2012, s. 331-332).

En annan betydande fördel som en stat med en världsvaluta åtnjuter är seigniorage. Definitionen är att vinst skapas genom utgivning av tryckta sedlar till ett högre marknadsvärde än vad det kostar att tillverka sedlarna. Andra länder måste alltså ge upp varor och tjänster i utbyte mot valutan som efterfrågas för sitt inneboende värde, vilket grundas i att den är internationellt använd (Frankel, 2012, s. 332). Detta kan ses som möjligheten att hålla större bytesbalansunderskott som finansieras av investerare intresserade av att hålla valutan på grund av dess position (Tadokoro, 2010, s. 419).

Att ha en världsvaluta medför ett starkt finansiellt system på grund av låga räntor vid utfärdande av statsobligationer. Det är fördelaktigt i tider av finansiell oro eller nedgångar i ekonomin eftersom valutan i dess storlek ses som en säker placering (Tadokoro, 2010, s. 419). Privilegierna en världsvaluta för med sig tillfaller banker, företag och hushåll när de har möjligheten att skuldsätta sig och betala låga räntor, samtidigt som de tjänar mer på att investera utomlands. De låga räntorna som förknippas med den stora efterfrågan av valutan skapar incitament för den utgivande staten att finansiera mer av sin konsumtion genom utgivning av obligationer. I situationer med ett bytesbalansunderskott där en ekonomi med en mindre inflytelserik valuta behöver vidta åtgärder för att gå mot ett överskott, kan en ekonomi med en världsvaluta fortsätta hålla ett underskott. Den mindre ekonomin behöver depreciera valutan eller sänka räntor för att skapa en bättre bytesbalans medan ekonomin med en världsvaluta kan fortsätta hålla ett bytesbalansunderskott genom utgivning av den efterfrågade valutan (ibid). Det finns inte tillräckliga incitament för en utgivare av en världsvaluta att minska sitt bytesbalansunderskott, vilket leder till att skulden ökar vilket undergräver förtroendet för valutan (Lee, 2010, s. 1).

Den sista fördelen som förknippas med att inneha en position av världsvaluta är att det innebär en ökad politisk makt och prestige (Subramanian, 2011a, s. 5). I vissa fall kan en dominant stat påtvinga sin valuta i underordnade länder eller kolonier (Helleiner, 2008, s. 363). Detta kan exemplifieras genom Storbritannien som i många kolonier ersatt den lokala valutan med sterling eller med en ny valuta som hade sitt värde fäst till sterling. Storbritannien åtnjöt fördelar i det beroendeförhållande och handelsmönster som skapades. Det är också möjligt att genom stödpaket, löften om tillgång till inhemska marknader och militärt skydd förespråka sin egna valuta (ibid).

Det finns också ett antal negativa aspekter av att ha en världsvaluta. Först kan seigniorage innebära att valutan, oftast i nedgångar, efterfrågas som en säker placering av kapital. Det kan medföra en djupare nedgång då valutan stärks och möjligheten för landets exportsektor att vara konkurrenskraftig minskar (Frankel, 2012, s. 333). Vidare argumenterar Tadokoro (2010, s. 420) för att spridningen av världsvalutan medför risker för den inhemska finansiella marknaden. Omfattande utländsk ackumulering av valutan ger makt åt aktörer med stort innehav. Osäkerheten skapas i möjligheten för aktörerna att potentiellt påverka efterfrågan på valutan eller andra finansiella instrument. Ett exempel på detta finns under 1960-talet då Malaysia hade 14 procent av Storbritanniens valuta och använde denna hållhake för politiska påtryckningar (Subramanian, 2011a, s. 7).

Nästa negativa aspekt av att ha en världsvaluta är det ansvar ett internationellt inflytande för med sig. Penningpolitiken som förs skapar även effekter för andra länder där världsvalutan används. Svårigheten att se till det egna landets intresse ökar då andra länder är beroende av valutan eller håller den i sin reserv. Fler konsekvenser tas därför in i uträkningen kring den monetära politik som är önskvärd (Subramanian, 2011a, s. 5 och Frankel, 2012, s. 333). Exempelvis upplevde Storbritannien upprepade gånger under 1900-talet att det fanns en intressekonflikt mellan att hålla sin valuta stark för att upprätta värdet på tillgångar i sterling som andra länder höll och att gynna exportsektorn (Subramanian, 2011a, s. 7).

Den sista nackdelen med en världsvaluta är de kostnader som kommer med reformerna som krävs för att uppnå positionen. De kan bestå i alternativkostnader i form av en politik som gynnar ekonomin men som inte är förenlig med internationalisering av valutan. Till exempel är det inte förenligt att hålla en lågt värderad växelkurs för att gynna exportsektorn med de fria kapitalflöden som krävs för en världsvaluta. En liberalisering av valutaflöden skapar också en större risk för fluktuationer i efterfrågan av ett lands valuta. Det skapar kostnader i form av att det blir svårare för centralbanker att hålla fast vid uppsatta mål samt ökande kostnader för internationellt agerande företag (Subramanian, 2011a och Frankel, 2012, s. 332).

2.4 Framkomsten och skiften

Den internationella valutascenen är olik den nationella då det inte finns en stat eller institution som fastslår en valuta som ska användas och som sedan upprätthåller

förtroendet för valutan. Vilken valuta som får ett inflytande internationellt beror istället på marknadskrafter (Rey, 1999). Det skapas ett val mellan olika valutor vilket, olikt det val mellan varor som nationalekonomer vanligtvis undersöker, inte avgörs av det ekonomiska värdet utan istället bygger på användbarheten av valutan. Faktorer som påverkar användbarheten är hur likvid den är, hur väl den håller värde och i vilken utsträckning den accepteras. Ytterligare en viktig skillnad från den nationella marknaden är att en valutas internationella status inte bara speglas i användningen av aktörer på marknaden utan också av statliga myndigheters beslut, till exempel hur stor del valutan har av en centralbanks valuta-reserv eller ifall andra valutor knyter sin växelkurs till valutan. Vilka orsaker som finns till att stater använder sig av en valuta är också en viktig aspekt då de i några av fallen skiljer sig från privata aktörers (Krugman, 1984, s. 262).

En valuta som utfärdas av ett stort land i världsekonomin, sett i till exempel BNP eller handel, kommer att användas i större utsträckning i valutatransaktioner (Dobson och Masson, 2009, s. 126). En distinktion som förenklar förståelsen för hur en valuta används i valutatransaktioner är den mellan betalningsströmmar och valutaströmmar. Betalningsströmmar uppstår ur handel och investeringar mellan två länder och är den efterfrågade summan som ska betalas. Valutaströmmar är istället de faktiska strömmarna av valutor som flyttas mellan länderna. Ett land med större ekonomiskt inflytande kommer att generera större betalningsströmmar mot de mindre länderna. Detta åtföljs av större valutaströmmar då betalningarna sker. Eftersom nu en större mängd av det stora landets valuta handlas kommer marknaden av valutor mot denna att vara mer likvid än mellan de mindre länderna. Detta får implikationen att den större valutan kommer att användas som medel i transaktioner mellan två mindre använda och därför mindre likvida valutor. Detta ökar ytterligare likviditeten och genom den det inneboende värdet hos den större valutan (Krugman, 1984, s. 265).

Användningen av valutan i betalningar och som beräkningsenhet är självförstärkande vilket beror på att marknadsaktörers incitament att nyttja en valuta ökar då användningen är större. Om fler företag och institutioner betalar och tar emot betalningar i en valuta ökar fördelarna för nästa företag att också använda valutan. Att fler varors pris benämns i en och samma valuta minskar transaktionskostnader som annars uppstår i att försäkra sig mot valutafluktuationer och att beräkna priset i andra valutor (Krugman, 1984). Självförstärkande effekter i en valuta påverkar på vilket sätt

skiften mellan världsvalutor ser ut. Framkomsten av en världsvaluta sker i teorin i en process där ett land först blir den dominerande ekonomin, därefter ökar landets valuta i internationell användning och till sist blir det en världsvaluta. En viktig del av teorin är dock att den nya världsvalutan inte fyller ett vakuum i valutaanvändningen utan att den tar över rollen från eller delar den med en tidigare dominant valuta (Subramanian, 2011a, s. 14).

De självförstärkande aspekter som finns i användningen av en världsvaluta har två effekter. Först skapar det en tröghet i skiften från en världsvaluta till en annan. De underliggande betalningsströmmarna kommer därför att röra sig långt från valutaströmmarna innan ett skifte inträffar (Krugman, 1984, s. 268). De självförstärkande egenskaperna har också effekten att chocker i systemet kan få permanenta effekter. En valuta som tillfälligt används internationellt får en ökad användning och kan komma att hålla positionen trots att den underliggande förändringen i betalningsströmmar gått tillbaka (Subramanian, 2011b, s. 269). Skiften mellan världsvalutor speglar alltså både historisk användning och hysteresis (Subramanian, 2011b, s. 269).

2.5 Finns det utrymme för fler än en världsvaluta?

Olika historiska perioder har definierats av en stor, ensam valuta vilket har skapat den traditionella synen att det bara finns utrymme för en världsvaluta. Att en ensam valuta varit dominant beror på de stordriftsfördelar som finns i valutaanvändningen, till exempel i valutatransaktioner, användning som beräkningsenhet och i betalningar. Den historiska användningen bestämmer alltså i stor utsträckning vilken valuta aktörer väljer att använda (Krugman, 1984, s. 261). I kontrast mot den traditionella bilden lägger Eichengreen (2011) fram anledningar till att dagens system av valutor inte nödvändigtvis karaktäriseras av lika stora stordrifts- och skalfördelar som tidigare. Utöver att det blir mindre tröghet i skiften gör det också att det finns en större möjlighet till flera samtida världsvalutor.

Självförstärkande effekter i den privata användningen av en internationell valuta har minskat i takt med att tekniken utvecklats. Det är inte lika viktigt att alla priser nämns i samma valuta då vi idag, med hjälp av informationsteknik enkelt kan jämföra dem. På samma sätt har teknikutvecklingen förenklats valutatransaktioner och minskat tiden det tar att utföra en affär vilket minskar exponering mot risker kopplade till

valutafluktuationer (Eichengreen, 2011, s. 112). Vidare talar storleken på den moderna ekonomin för att en jämvikt med flera världsvalutor är möjlig. En större global ekonomi kan skapa tillräcklig likviditet för att fler valutor ska kunna ha tillräckligt låga transaktionskostnader för att vara attraktiva (ibid, s. 150).

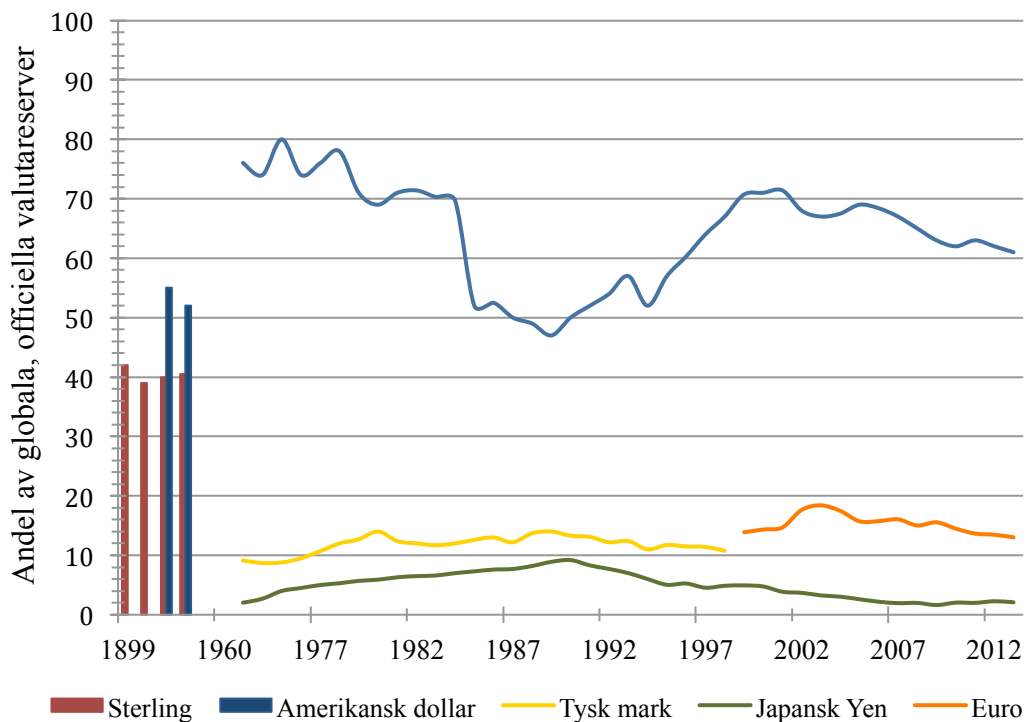
En multipolär situation i världsvalutor underbyggs också som en möjlighet i flera av de modeller som utvecklats inom internationella valutor och användningen i valutatransaktioner (Rey, 1999 och Matsuyama et. al., 1991). Framställningen av de jämviktslägen med flera dominant valutor ser olika ut i de olika modellerna som också bygger på något skilda grundantaganden. Spridningen kan sägas underbygga argumentet då olika antaganden leder till samma situation. I Krugmans modell (1984) kännetecknas jämvikten med flera valutor av olika områden där olika världsvalutor används. Det första området i modellen använder bara den ena världsvalutan och nästa område den andra. Det finns också en gemensam marknad för transaktioner mellan världsvalutorna och till sist ett område som använder båda.

Till sist har sambandet mellan storleken på det utgivande landets ekonomi och den internationella användningen av valutan effekter på hur användningen ser ut. I en situation där ett lands ekonomi är övervägande störst är sannolikheten att den ekonomins valuta också har ensam dominans (Subramanian, 2011b). På samma sätt gör en flerdelad situation i världsekonomin det mer troligt att flera valutor kommer att användas i tillräcklig utsträckning för att vara världsvalutor (Fratzscher och Mehl, 2013, s. 1). Fördelarna med att ha en värld med flera världsvalutor är framförallt möjlighet till spridning av risker genom fler alternativ för diversifiering av tillgångar, något som får stora effekter i centralbankers reserver (Krugman, 1984, s. 277-278). Nackdelarna med ett system med flera världsvalutor är att skalfördelarna med att primärt använda en valuta skulle minska. Transaktionskostnaderna i internationella affärer skulle öka på grund av ett ökat behov av valutatransaktioner. Detta skulle främst ha effekter för internationella institutioner och banker (ibid).

3. Historisk bakgrund

3.1 Framkomsten av en världsvaluta

Som medel i studien av renminbins utveckling och dess möjliga framtida position är det användbart att se till tidigare världsvalutor. Genom att studera uppkomsten och skiftena av tre valutor, den spanska dollarn, den brittiska sterlingen samt dagens världsvaluta, den amerikanska dollarn, undersöks frågor som ifall skiften kännetecknas av en tröghet eller hysteresis och ifall möjligheten för flera världsvalutor underbyggs historiskt. Figur 1 skapar en historisk översikt över vilka valutor som haft internationellt inflytande genom att visa andelen av olika valutor som använts i officiella valutareserver sedan slutet på 1800-talet.



Figur 1. Tidsserie över framstående valutors andel i procent av världens globala, officiella valutareserver.

Källa: Se datakällor

I de tre undersökta världsvalutorna har en uppgång i ekonomisk storlek föregått internationaliseringen av valutan. Den spanska dollarn fick ett större inflytande genom ett växande spanskt imperium under 1500- och 1600-talen som ställde krav på en internationellt gångbar valuta. Valutan fick sedan spridning genom det spanska

inflytandet på världshandeln (Osborne, 2012, s. 31). En efterfrågan på silvermynt i Sydostasien och upprättandet av en handelsväg mellan Sydamerika och Asien gjorde att den spanska valutan befästes som betalningsmedel i de två världsdelarna, utöver Europa där Spanien också hade ett stort inflytande. Förutsättningarna fanns för första gången för en internationell valutas uppkomst och den spanska ekonomins storlek gjorde att den spanska dollarn fick positionen (ibid, s. 32).

Sterlingen uppstod på liknande sätt ur den framträdande roll som den brittiska staten höll under 1700- och 1800-talen (Eichengreen, 2005). Genom territoriella anspråk, kolonier och en stor flotta skapade sig den brittiska staten en stark ställning i världsekonomin. Under 1860-talet var brittiska aktörer den mottagande parten i 30 procent av den övriga världens export (ibid, s. 4). Den amerikanska dollarns spridning föregicks också av en ökad amerikansk andel i världens handel och produktion. I början på 1870-talet gick den amerikanska ekonomin om den brittiska i termer av produktion av varor och tjänster och 1912 var även exporten större. Detta gjorde att betalningarna mot amerikanska företag ökade samtidigt som de brittiska aktörerna tappade inflytande (Eichengreen, 2011, s. 17). Dollarn fick sin spridning några år senare när de finansiella marknaderna avreglerades och skapade förutsättning för en internationell användning av dollarn (Eichengreen och Flandreau, 2011, s. 18).

Framkomsten av en internationell valuta påverkas till stor del av de stordriftsfördelar som finns i användningen av en valuta vilka skapar fäste för en valuta vars användning ökat (Krugman, 1984). Den spanska dollarn skiljer sig från de andra två världsvalutorna i varför den kom att bibehålla en internationell position. De spanska kolonierna var baserade på merkantilism, vilket innebar att de tvingades köpa produkter dyrt från spanska handelsmän. Ekonomin i kolonierna var på så sätt styrd av den spanska staten och blev naturligt betonad till stor del av den spanska valutan. Användningen av den spanska valutan valdes inte utifrån dess inneboende ekonomiska värde utan som en följd av den politiska situationen (Helleiner, 2008, s. 363).

De självförstärkande effekterna av en valutas användning beror på marknadsaktörers incitament att använda en valuta, vilka ökar då användningen är större. Både den brittiska och amerikanska internationaliseringen av valutan stärktes genom en påbörjad internationell användning. Privata aktörers val av valuta gjorde att priser på världsmarknader under 1800-talet i stor utsträckning benämndes i sterling, vilket

förenklade för brittiska företag (Eichengreen, 2011, s. 117). Utöver prissättningen fakturerades 60 procent av världens handel i sterling under slutet av 1800-talet (Frankel, 2012, s. 337). Att fler varors pris benämns i en och samma valuta minskar transaktionskostnaderna som uppstår i att försäkra sig mot valutafluktuationer och att beräkna priset i andra valutor (ibid, s. 335). Detta gjorde att också transaktionerna utfördes i sterling vilket naturligt ökade placeringarna av kapital i brittiska finansiella institutioner. Det här är ett exempel på att det finns samordningsfördelar mellan de olika användningsområdena av en valuta (Krugman, 1984, s. 269). Utöver detta förde en stark sterling med sig makt över det finansiella centret som under denna tid låg i London. Kontroll av det finansiella centret ökade dominansen genom att stater som sökte att låna pengar kom till London. Det var då naturligt att denominera skuldsedlarna i sterling (Eichengreen, 2005, s. 5).

Samma situation uppstod senare för den amerikanska dollarn som åtnjöt jämförbara fördelar. Priser och betalningar gick mot att denomineras och utföras i dollar. Det finansiella centret skiftade från London till New York vilket även skiftade makten och prissättningen av skuldsedlar till dollar (Eichengreen och Flandreau, 2010, s. 7). En valutas användning av stater har också självförstärkande effekter. Med dollarns internationalisering blev den också mer attraktiv att hålla för centralbanker. Med en växande andel av kredit och internationella skuldsedlar utfärdade i New York och denominerade i dollar blev det naturligt för centralbanker att hålla en större andel av valutan i sina reserver. Dollarn gick om sterlingen som andel av de globala valutareserverna 1924. Att en centralbank i större utsträckning föredrar att hålla en världsvaluta snarare än en mindre valuta beror på att den är mer likvid vilket möjliggör att snabbt kunna använda reserven i interventioner i marknader. Länder använde både i perioden efter första världskriget och idag sin dollarreserv för att köpa eller sälja den valuta man intervenerar (Krugman, 1984).

Vidare ökar användningen av en internationell valuta i penningpolitiken, som fokuserar på att stabilisera den egna valutan, beroende på hur inflytelserik den är. Aktörer som använder sig av dollarn har dels fördelen att andra valutor väljer att stabilisera sin valuta mot dollarn men också att de sällan behöver hantera valutatransaktioner. De senaste 50 åren har valet av vilken valuta ett land fäster sin växelkurs mot konvergerat mot antingen dollarn eller euron, båda inflytelserika valutor. Ungefär 40 procent av alla fasta växelkurser är bestämda mot dollarn

(Meissner och Oomes, 2009, s. 525). Det beror på att det är viktigare att se till fluktuationer i det relativa värdet mellan valutor med vilka länder man har ett stort utbyte med än mindre valutor. Mindre öppna ekonomier väljer att knyta sitt värde mot dollarn både eftersom de har ett stort utbyte med den amerikanska ekonomin men också för att andra länder valt att knyta sin växelkurs mot dollarn. Det finns alltså även här en självförstärkande effekt (Krugman, 1984).

För att en valuta ska kunna gå mot en internationalisering är en av förutsättningarna att det finns ett utvecklat finansiellt centrum för användningen av valutan (Prasad och Ye, 2013, s. 565). Avsaknaden av en finansiell sektor denominerad i dollar berodde på förbehåll i lagar och regleringar av amerikanska banker. De bestämde att amerikanska banker inte fick bedriva verksamhet utanför USA. För att kunna låna ut pengar till internationella aktörer krävdes information om deras verksamhet utomlands, något som brittiska banker hade tillgång till genom utländska förgreningar (Eichengreen och Flandreau, 2010, s. 6). Som komplement till det utvecklade finansiella nätverket sterlingen vilade på fanns under dess period av världsvaluta också en stor andrahandsmarknad av skuldsedlar tillgängliga för privata och offentliga investerare som sökte att minska sin riskexponering (Eichengreen, 2005, s. 6). Den brittiska centralbanken var tidig med att ta en aktiv roll i marknaden och agerade under perioden som en sista säkerhet vid utlåning och skapade på så sätt ett ökat förtroende och handlingsfrihet för bankerna (Eichengreen och Flandreau, 2010, s. 4). Tillsammans med den utbredda användningen av valutan skapade dessa faktorer djupa och likvida marknader för sterlingen (Eichengreen, 2005, s. 6).

Internationaliseringen av den amerikanska dollarn hämmades av avsaknaden av en utvecklad finansiell marknad. Under *The Federal Reserve Act* 1913 instiftades en centralbank i USA och många av de regleringar som hindrat den finansiella sektorns spridning togs bort. Det var inte bara en milstolpe för den amerikanska ekonomin utan innebar också en stor förändring av de rådande spelreglerna på de internationella marknaderna (Eichengreen och Flandreau, 2010, s. 4-5).

I samband med de genomgripande reformerna sjönk den avgift associerad med att låna ut pengar på den amerikanska marknaden. Den hade under en lång period ansetts mer riskfull och därför krävt högre räntor (Eichengreen och Flandreau, 2010, s. 6). Genom att studera utlåningsräntor på de båda marknaderna visar Eichengreen och Flandreau (2010) på hur konkurrenskraftiga de två marknaderna var. De båda

ländernas marknadsräntor jämfördes mot varandra och trots att de avgifter som togs ut på marknaden speglar flera komponenter som kan skilja sig mellan de olika marknaderna, till exempel skatter, bankens avgifter eller försäkring mot valutarisk så var riskpremien för utlåning den största delen.

Fram till perioden innan första världskriget var räntorna på den amerikanska marknaden, dock inte räntan på centralbankens papper eftersom dessa inte fanns, markant högre än Storbritanniens. Efter 1913 innebar införandet av *The Federal Reserve Act* en tydlig förändring i förhållandet och åren karaktäriserades av att räntorna låg närmare varandra. När marknadsräntan för dollar började registreras 1917 låg den under den brittiska marknadsräntan. Detta innebar att amerikanska aktörer fick ett alternativt sätt att finansiera sin verksamhet och under andra halvan av 1920-talet var mer än hälften av finansieringen av den amerikanska importen och exporten uttryckt i dollar, något som karaktäriserade dollarns framkomst som världsvaluta (Eichengreen och Flandreau, 2010, s. 7).

En andra anledning till dollarns underläge i internationella sammanhang var de fördelar brittiska institutioner hade i och med den långa period under vilka de haft en stark ställning. London hade vid den här tiden redan en stor mängd aktiva investerare till vilka finansiella papper kunde säljas på en andrahandsmarknad. Detta skapade tillsammans med en aktiv brittisk centralbank en likvid och djup marknad. De amerikanska finansiella institutionerna saknade den säkerhet som en centralbank utgör för systemet samtidigt som de nämnda restriktionerna på finansiell verksamhet hindrade en tillräckligt likvid marknad att skapas. Detta i sin tur gjorde att kostnadsfördelar fanns för Londons banker. Trögheten i skiftet berodde alltså inte bara på de fördelar som de brittiska marknaderna höll utan också på att dollarn inte var tillräckligt utvecklad (Eichengreen, 2011, s. 18).

3.2 Skiften mellan världsvalutor

Skiften mellan två världsvalutor har historiskt skett som följd av att ett land tagit över den dominerande ekonomiska ställningen i världen (Subramanian, 2011a, s. 14). En viktig grund till hur skiften mellan två valutor sker är de självförstärkande aspekterna av en världsvaluta. De påverkar på olika sätt, först gör de att en valuta som varit världsvaluta har en fördel i sin dominerande position. Detta skapar tröghet i skiften iväg från en dominerande valuta. Den spanska dollarns spridning var inte starkt

förankrad i områden där den användes, varken politiskt eller ekonomiskt utan användningen var påtvingad (Marichal, 2007, s. 3-8). Spanien höll trots detta kvar sina kolonier i Nord- och Latinamerika och därigenom sin internationella valuta fram till 1825 vilket var längre än de andra kolonialmakterna i samma områden. Detta berodde på det spanska skattesystemet, baserat på silvret som utvanns, och finansierade inte bara administrationen av kolonierna utan också de krig som Spanien deltog i runt om i världen. Efter 1790-talet började, utöver de skatter i form av silver som skeppats över från Mexiko och de andra kolonierna, också andra avgifter och donationer utkrävas. Den utökade utarmningen av kolonierna kom slutligen att leda till en inflation av värdet på silver i det spanska imperiet (Marichal, 2007, s. 3-9). Den svaga politiska förankringen gjorde att den till slut byttes ut i mitten av 1800-talet, i samband med det spanska inflytandets nedgång, mot en ökad dominans av sterling (Marichal, 2007, s. 9, Nadeau och Marlow, 2013, s. 157).

Det skifte som får störst implikationer för vad vi kan säga om framtida skiften är det mellan sterlingen och den amerikanska dollarn (Frankel, 2012, s. 329). Den amerikanska ekonomin växte om den brittiska i både produktion och export under början av 1900-talet (Eichengreen, 2011, s. 17), men innan avregleringen var den amerikanska ekonomin beroende av London som finansiellt centrum och dollarn spelade ännu ingen nämnvärd internationell roll. När förutsättningarna skapades kom även dollarns roll att öka, vilket skedde under mitten av 1920-talet (Eichengreen och Flandreau, 2010, s. 3-5).

Det andra sättet på vilket de självförstärkande effekterna av en internationell valuta påverkar övergångar är att enstaka händelser som skiftar användningen av valutor får större effekt (Subramanian, 2011b, s. 269). Övergången från sterling till dollar gjordes möjlig av en förflyttning av den ekonomiska makten från Storbritannien mot USA (Eichengreen och Flandreau, 2010, s. 3). Den utlösande faktorn till skiftet var två specifika händelser som utspelade sig under 1910-talet, vilken den ena är införandet av *The Federal Reserve Act* och den andra är första världskriget och de konsekvenser denna kris fick (Eichengreen, 2011, s. 26).

3.3 Flera världsvalutor

En valutas internationella användning gynnas av en ökad användning då detta gör att transaktioner kan utföras fortare eftersom det finns fler motparter som handlar i

valutan. Den globala ekonomin har sedan 1960 vuxit från att ha en global BNP på lite över 9 biljoner dollar till att 2012 motsvara nästan 55 biljoner dollar (Wolframalpha, 2014). Den ökade globala produktionen och handeln har ökat efterfrågan på internationella valutor, en efterfrågan som inte alltid har mötts av den rådande världsvalutan. En oro för att en brist på betalningsmedel skulle skada handeln och världsekonomin gjorde att Internationella Valutafonden 1969 skapade särskilda dragningsrätter i syfte att bredda likviditeten på kapitalmarknaderna. Målet var att skapa ett alternativ till den stigande efterfrågan på dollar som fanns från världens centralbanker (IMF, 2014 och Williamson, 2009, s. 2). Oron skapades ur ett strukturellt problem i uppbyggnaden kring Bretton Woodssystemet som styrde valutasystemet under perioden. Grundproblemet var att USA ensam behövde tillfredsställa den globala efterfrågan på likviditet, eftersom det var det enda landet vars valuta var konvertibel mot guld. I takt med att mer pengar trycktes undergrävdes guldets värde. Eftersom guld endast finns i en begränsad mängd medan dollar kunde tryckas i obegränsad mängd (Williamson, 2009, s. 1).

De särskilda dragningsrätternas värde definierades initialt genom en korg av 16 valutor men kom senare att ändras till att innehålla endast de då fem största valutorna: dollar, franc, D-mark, sterling och yen. Dragningsrätterna kunde växlas mot någon av valutorna som ingick i korgen och motparten kunde antingen vara IMF eller någon av medlemmarna i unionen men däremot inte privata aktörer (Williamson, 2009, s. 3). IMF har genom de särskilda dragningsrätterna tagit på sig rollen som utgivare av likvida medel i tider då dollarn inte har tryckts i takt med den efterfrågade mängden (ibid, s. 2).

Den globala ekonomins sammansättning spelar också in i hur användningen av valutor ser ut. Eftersom det finns ett samband mellan den ekonomiska storleken av det utgivande landets ekonomi och det inflytande en valuta har på den internationella marknaden, kommer en värld som är mer uppdelad i produktion också ha en större delning i användningen av valutor (Subramanian, 2011b). Den globala produktionen har under olika perioder varit olika uppdelad i olika stor utsträckning. I samband med dominansen av ett land i produktion har dominansen av en världsvaluta också varit olika stor. Dollarns internationella dominans problematiseras genom att den har utmanats vid ett flertal tillfällen, dock utan att ett skifte har skett (Eichengreen, 2010a, s. 1). Andra världskriget innebar stora förändringar i den globala ekonomin,

förändringar som gynnade den amerikanska ekonomin vilket innebar att dollarn tog rollen som den främsta internationella valutan. Vid införandet av Bretton Woodssystemet 1945 fanns ingen annan kandidat till vilken valuta som skulle vara i centrum (McKinsey Global Institute, 2009, s. 15). Oreglerade amerikanska kapital- och valutamarknader ökade också dess position (Dooley et. al., 2003, s. 307). Europas och Japans ekonomier tog stor skada av kriget och de inledde en strategi för återuppbyggnad genom en undervärderad valuta, inhemsk kapitalreglering och ackumulering av utländska reserver, framförallt av amerikanska dollar. USA utfärdade då långsiktiga lån och investerade stora summor till de behövande länderna (ibid).

Under 1960-talet ifrågasattes dollarn med grund i en icke tillfredsställd efterfrågan på dollar. Tillsammans med ett växande betalningsbalansunderskott och en minskande grad av guldreserver mot de amerikanska skulderna skapades en diskussion kring dollarns långsiktiga hållbarhet. Dollarn tog bort konvertibiliteten till guld 1973 vilket innebar slutet för Bretton Woodssystemet. Det internationella valutasystemet har efter det dominerats av flytande växelkurser. Trots detta har dollarn behållit en inflytelserik roll, främst på grund av den amerikanska ekonomins storlek och ett flertal valutor har fortsatt att definiera sitt värde mot dollarn (Dooley et. al., 2003, s. 307). En amerikansk inflation och en depreciering mot andra valutor har ändå gjort att andelen dollar som hållits för lagring av värde under de följande årtiondena minskade från toppnivåerna under Bretton Woods. Tillsammans med en minskad amerikansk dominans i produktion hade utvecklingen öppnat upp för främst två utmanande valutor: den tyska D-marken och den japanska yenen. Dessa valutor nådde båda sina högsta nivåer av internationalisering i början av 1990-talet (Frankel, 2012, s. 341).

Den tyska markens ökade användning tillskrivs den växande storleken av den tyska ekonomin, en växande del av världshandeln och den tyska centralbankens höga förtroende skapat ur en historik av en stark och stabil valuta mätt i både inflation och växelkursfluktuationer. Jämfört med samtidens länders inflationsciffror var Tyskland framgångsrikt med att hålla sin på en låg nivå, med en genomsnittlig inflationsnivå på 4 procent mellan 1970-1988. Japan hade under samma period 5,9 procent, USA 6,4 procent och Storbritannien hela 10,4 procent (Tavlas, 1990, sid 13). I Tysklands fall var intresset större av att bibehålla en lågt värderad valuta för att inte skada den etablerade och stora exportsektorn, än för att gå mot att bli en mer internationaliserad

valuta. Frankel (2012) menar att beslutet berodde på att det finns en skillnad mellan olika sektorer i hur man förhåller sig till en internationalisering av landets valuta. Den finansiella sektorn, som har mycket att tjäna på en ökad användning av valutan, är positiva till att öka den internationella användningen. Som motsats befarar tillverkningssektorn en apprecierande valuta som undergräver landets konkurrenskraft på den internationella marknaden. I ekonomier som Tysklands med en mindre inflytelserik finansiell sektor och en betonande tillverkningssektor kommer politiken att undvika en internationalisering av valutan.

En annan aspekt av att Tyskland inte valde att internationalisera sin valuta är kopplat till den finansiella sektorns storlek och utveckling. Det saknades ett tillräckligt utvecklat finansiellt centrum. Detta skulle dock ändras under 1970- och 1980-talen, då en rad strukturella förändringar ledde till att kapitalkontrollen avreglerades (Tavlas, 1990, s. 22-23). Frankel (2012) påvisar att andelen tyska mark som reserver utomlands växte starkt under 1970- och 1980-talen och nådde sin högsta nivå 1989 på en andel nära 20 % av totala reserver i världen. Två faktorer kom att motverka denna spridning, dels fick USA på nytt ett ökat globalt inflytande efter upplösningen av Sovjetunionen, och dels påbörjades arbetet med att skapa euron för en ökad europeisk integration som ett resultat av Maastrichtfördraget, vilket innebar slutet för D-marken (ibid, s. 341-343).

Japans situation liknade Tysklands på många sätt i perioden efter andra världskriget. Japanska beslutsfattare var också kritiskt inställda till en appreciering av valutan och staten gjorde omfattande ingripanden på valutamarknaden, samtidigt som den finansiella sektorn inte var lika väl utvecklad som produktionsindustrin. Yen hade en liten roll i Japans tidiga exportledda tillväxt. År 1979, efter en lång period av export, var fortfarande bara 25 procent av deras export denominerad i yen och 2 procent av importen. Samma siffror steg efter det markant. År 1988 var siffrorna 34 respektive 14 procent vilket främst berodde på en ökning av handeln med länderna i Sydostasien. Handeln med USA benämndes fortfarande nästan uteslutande i dollar (Taguchi, 1994, s. 337).

Efter påtryckningar från USA slöts ett avtal år 1984 mellan länderna som gjorde att kapitalregleringar i Japan lättades och ett djupare ekonomiskt samarbete främjades där amerikanska banker nu lättare kunde investera i Japan (Frankel, 2012, s. 345). Utfärdandet av japanska obligationer ökade vilka även internationella investerare fick

lättare tillgång till. Ett inflöde av kapital kunde därefter bredda finansieringen för japanska företag och de inhemska bankerna började i större utsträckning etablera sig utomlands, vilket också bidrog till den ökade internationella spridningen av yen (Taguchi, 1994, s. 338). Användningen av yen toppades, likt D-marken, runt 1990 då 10 % av världens valutareserver bestod av yen. Perioden innan och under 1990-talet betonades av osäkerhet i den Sydostasiatiska ekonomin med bland annat spekulationsattacker mot valutor och en kraftig nedgång i bostadspriser på grund av en tillgångsbubbla (Frankel, 2012, s. 346). Samtidigt påverkade USA:s återtagande av den ekonomiska dominansen också användningen av yen. De historiska episoderna med en ökad användning av d-marken och yen visar att en minskad amerikansk ekonomisk dominans skapade möjlighet för fler valutor att få en ökad internationell användning. En internationell användning som också minskade i samband med att den amerikanska ekonomin fick tillbaka sitt momentum.

4. Analys

Ur kinesisk synpunkt finns det en rad fördelar med att renminbin uppnår en position av världsvaluta. Inhemska företag, banker och investerare skulle gynnas av att minska sin exponering mot växelkursfluktuationer eftersom det skulle vara möjligt att utföra transaktioner i hemvalutan. Shanghais möjligheter att utvecklas till att bli ett stort finansiellt centrum skulle öka vilket i sin tur skulle locka mer utländskt kapital till den kinesiska ekonomin. Även finansiella tjänster prissatta i renminbi inom Kina och utomlands skulle öka. Kinas inflytande över världsekonomin skulle utökas tillsammans med prestige i att fler länder använder den kinesiska valuta. Den främsta effekten av en ökad splittring i den internationella användningen av valutor skulle trots allt detta vara att bryta dagens system av dollardominans (Eichengreen, 2010b, s. 7).

Kina har hittills genomfört liberaliseringar i en rad aspekter av valutan. Till exempel tillåts användningen av renminbi i internationell handel, möjligheten att föra valutan in och ut ur Kina har ökat och man har också satt upp bilaterala valutaavtal med andra länders centralbanker (Prasad och Ye, 2013, s. 564). Trots en kraftig ökning i den internationella användningen av renminbi utgör den hittills en marginellt liten del av det internationella valutasystemet (Bank of International Settlements, 2014). Tabell 3, som avser procentuell andel av genomsnittlig daglig valutahandel länder emellan, ett

mått på den internationella användningen, visar dagens situation. Renminbin har klättrat från 29:e till 9:e plats i världen mellan 2004 och 2013. Den har därmed haft den största ökningen i användning under perioden.

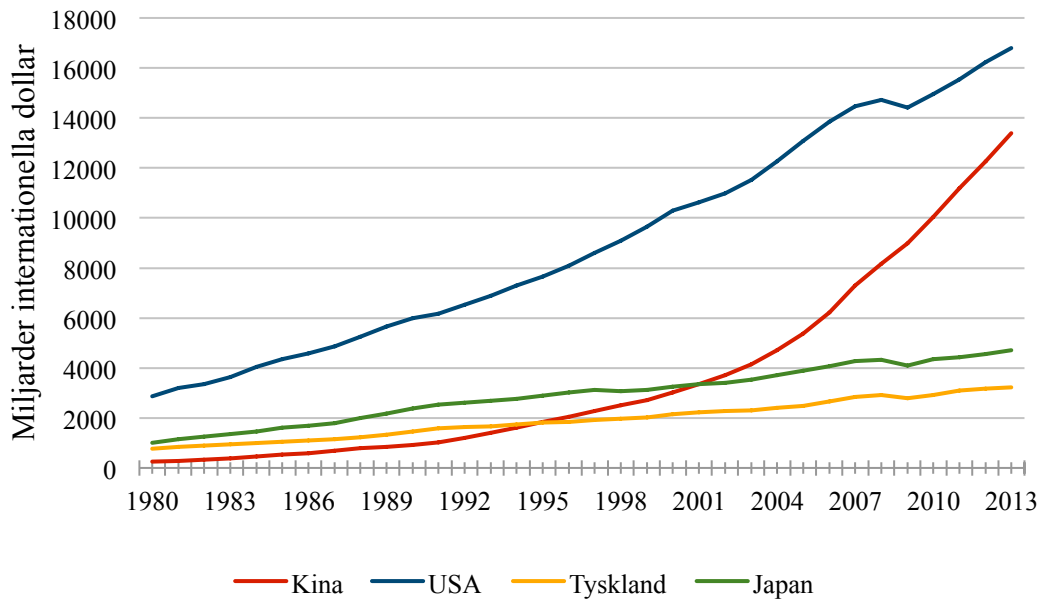
Valuta	2004		2007		2010		2013	
	Andel	Rank	Andel	Rank	Andel	Rank	Andel	Rank
US Dollar	88,0%	1	85,6%	1	84,9%	1	87,0%	1
Euro	37,4%	2	37,0%	2	39,1%	2	33,4%	2
Yen	20,8%	3	17,2%	3	19,0%	3	23,0%	3
Brittiska Pund	16,5%	4	14,9%	4	12,9%	4	11,8%	4
Australisk Dollar	6,0%	6	6,6%	6	7,6%	5	8,6%	5
Schweizisk Franc	6,0%	5	6,8%	5	6,3%	6	5,2%	6
Kanadensisk Dollar	4,2%	7	4,3%	7	5,3%	7	4,6%	7
Mexikansk Peso	1,1%	12	1,3%	12	1,3%	14	2,5%	8
Renminbi	0,1%	29	0,5%	20	0,9%	17	2,2%	9
Nyzeeländsk Dollar	1,1%	13	1,9%	11	1,6%	10	2,0%	10

Tabell 3. Topp 10 valutor, procentuell andel av genomsnittlig daglig valutahandel. Summeras till 200 % eftersom det är två valutor inblandade i varje transaktion.

Källa: Se datakällor

4.1 Det kinesiska tillväxtundret och dess framtid

Den historiska analysen av de tre världsvalutorna har visat på en tydlig följd i internationaliseringen av en valuta. En tidig faktor i förloppet är en ökad ekonomisk storlek. Den kinesiska ekonomin har under de senaste 30 åren haft en genomsnittlig tillväxt på runt tio procent, långt över den genomsnittliga tillväxten i världen, vilket har ökat landets ekonomiska inflytande (Dobson och Masson, 2009, s. 124). Den kinesiska ekonomin är i PPP-baserad BNP idag världens andra största ekonomi, efter USA. Den är ungefär tre gånger så stor som den japanska samt fyra gånger storleken av Tysklands (Pritchett och Summers, 2013, s. 2). Detta illustreras i figur 2, där PPP-baserad BNP uttryckt i internationella dollar jämförs mellan nämnda länder under tidsperioden 1980 till 2013.



Figur 2. En historisk jämförelse på total PPP-baserad BNP mellan USA, Kina, Tyskland och Japan.
Källa: Se datakällor

Den kinesiska staten underbygger i sitt agerande en internationalisering av renminbin, en ambition som stöds av den kinesiska ekonomins storlek vilken är tillräcklig för att skapa likvida och djupa finansiella marknader för valutan (Prasad och Ye, 2013, s. 563 och Lardy och Douglass, 2011, s. 2). Storleken på den kinesiska ekonomin gör att dess medverkan i den internationella handeln och storleken på de summor som kinesiska investeringar attraherar från utlandet skapar en utbredd bas för transaktioner i renminbi. Till storleken följer också en centralbank och en stat med tillräcklig ekonomisk vikt för att ha möjligheten att påverka både inhemska och internationella marknader (Eichengreen, 2010b, s. 5).

Den framtida betydelsen av den kinesiska ekonomin skiljer sig i litteraturen i två olika inriktningar. Den första argumenterar för att det finns en konvergens i världsekonomin som gör att mindre utvecklade ekonomier går mot BNP per capita-nivån av de mest utvecklade länderna över tid (Subramanian, 2011b, s. 69). Detta för med sig en hög, ihållande tillväxt för utvecklingsekonomier tills de kommer ikapp de utvecklade ekonomierna. Den andra skolan menar att länders tillväxt över tid inte upprätthålls, utan går tillbaka mot den genomsnittliga i världen. Detta ger implikationen att alla projektioner där man antar en fortsatt tillväxt högt över genomsnittet ifrågasätts (Pritchett och Summers, 2013, s. 1).

Argumenten för konvergensteorin bygger på empirisk analys av tillväxt i utvecklingsländer. Efter andra världskriget började den period av konvergens vi nu befinner oss i då en grupp länder började, i per capita termer, växa fortare än de redan utvecklade länderna vilket tillät dem att minska gapet mellan rika och fattigare länder. Tillväxten baseras i att utvecklingsländer har möjligheten att använda den teknologi som de utvecklade länderna redan använt för att skapa sin tillväxt (Abramovitz, 1986, s. 385). Gruppen av länder innehöll stater som under förekommande århundraden präglats av en svag ekonomisk utveckling, till exempel Brasilien, Thailand, Chile, Tunisien och senare även Kina och Indien. De empiriska bevisen pekar också på att konvergensten i världsekonomin tilltar (Subramanian, 2011b, s. 71). I perioden 1870 till 1960 växte två, utav totalt 38, icke oljebaserade, stora utvecklingsländer snabbare än USA, den ekonomi som används som utgångspunkt i konvergensanalys. Perioden 1960 till 2000 växte 21 av 72 länder snabbare och minskade gapet med omkring 1,5 procent per år. Under perioden fram till finanskrisen med start 2008 växte mellan 75 och 90 procent av de studerade utvecklingsekonomierna snabbare än den amerikanska ekonomin, beroende på vilken data som används. De minskade gapet med omkring 3 procent årligen (ibid, s. 72).

Utöver argumenten för en fortsatt inhämtning av skillnaderna mellan redan utvecklade och utvecklingsländer pekar den historiskt stabila tillväxten i Kina på att den kommer fortsätta. Ekonomin har gått från att vara beroende av den agrara sektorn till att sätta prägel på en stor del av världens varuproduktion. Ett starkt argument för en fortsatt hög tillväxt, som också är en viktig faktor i landets möjlighet att skapa en världsvaluta, är att den medföljts av en ansvarsfull makroekonomisk politik vilken undvikit både icke-önskvärd inflation och valuta- och finanskriser (Helleiner, 2008, s. 363 och Subramanian, 2011b, s. 78).

Teorin som förespråkar konvergens i tillväxten baseras på att det finns en ström av teknologi från utvecklade länder till länder med en lägre tillväxt. Ekonomier i olika tillväxtfaser är sammankopplade på fler sätt samtidigt som de ställs inför olika förutsättningar vilket problematiserar teorin för konvergens. Ett lands tillväxt och utveckling av nya teknologier kan påverka ett annat lands tillväxt negativt genom den internationella konkurrensen. Samtidigt kan ett land som tidigare varit ledande i tillväxt hämmas i förändringar i teknologi eftersom de har en större specialisering och

utveckling i realkapitalet som kan göra det svårare att skifta det mot en ny användning. Genom att se till bredare faktorer än teknologispredning berättar teorin varför ett lands tillväxt kan minska och varför skiften mellan vilka länder som leder utvecklingen sker (Abramovitz, 1986). Detta utmanar den kinesiska tillväxten samtidigt som det också kan beskriva en situation där den amerikanska ekonomin blir övertagen av en mer flexibel kinesisk ekonomi.

Den skola som ifrågasätter världsbilden med ett fortsatt växande Kina förespråkas av Pritchett och Summers (2013, s. 1) som menar att den kinesiska tillväxten istället kommer att gå mot den genomsnittliga tillväxttakten i världen. Förutsägelser om en fortsatt kinesisk tillväxt baseras ofta på ett avtagande av dagens tillväxt men projektioner bygger fortfarande på en tillväxt som ofta ligger högt över genomsnittet i världsekonomin. Enligt Pritchett och Summers (2013) har teorin följden att all projektion som använder sig av den historiska tillväxttakten för att i stor utsträckning bestämma den framtida, både över en längre period men också med en kortare tidshorisont, har en svag vetenskaplig underbyggnad. Det mest etablerade faktumet om ekonomisk tillväxt är istället att den tenderar att gå tillbaka till mot världens genomsnitt. Tillbakagången bland utvecklingsländer brukar vara starkare än i länder med en längre historia av tillväxt. Anledningen är att institutionerna i utvecklingsländer generellt inte är lika robusta institutioner, till exempel saknas ofta neutralitet i rättsstaten, vilka krävs för att skapa en långvarig ekonomisk tillväxt (ibid, s. 3).

Det har historiskt funnits flera exempel där en lång period av hög tillväxt följts av en återgång i tillväxttakten. Venezuela hade en tillväxttakt i BNP på omkring sju procent under 30 års tid efter att olja hittades på 1920-talet. Ekonomin genomgick efter det inte bara en tillbakagång i tillväxttakten utan har också sett en signifikant tillbakagång i BNP per capita, från toppen 1997 på 11 250 dollar till 7 000 dollar 2003. Tillbakagången kan i det här fallet förklaras av att tillväxten var driven av oljeproduktion och att de underliggande institutionerna och den politiska situationen under hela perioden varit instabil. Den brasilianska ekonomin såg under 30 år en tillväxt omkring 4,75 procent mellan 1950 och 1980 för att sedan uppleva 20 år av stagnation. I det här fallet var tillväxten driven av produktion men utvecklingen kom

inte i närheten av den kinesiska tillväxt eller framväxten av handel och har historiskt haft nära till politisk instabilitet (Subramanian, 2011b, s. 78).

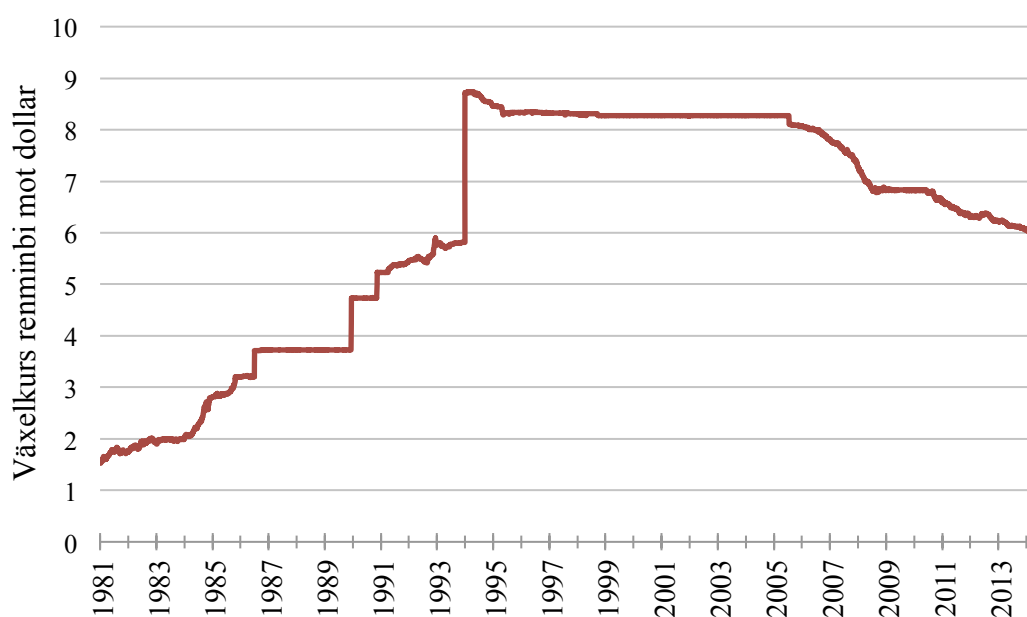
Beroende på vilken av skolorna som visar sig bäst beskriva den kinesiska utvecklingen kommer storleken av maktskiftet i världsekonomin att bestämmas. Teorierna appliceras, när vi ser till valutaanvändningen, på ett bredare plan då maktskiftet består i att den kinesiska, indiska och en grupp andra asiatiska ekonomier tillsammans skiftar det ekonomiska inflytandet från Europa och USA (Pritchett och Summers, 2013, s. 2).

4.2 Avreglering av restriktioner i kapitalflöden och de finansiella marknaderna

En av förutsättningarna för att en valutas internationella status ska kunna gå mot den av en världsvaluta är att den handlas utan restriktioner på en marknad som sätter priset (Prasad och Ye, 2013, s. 567). Den kinesiska valutan har idag stora begränsningar i kapitalflöden. Frågan kring restriktionerna på renminbin visar på en motsättning mellan att gynna tillväxt eller internationalisera valutan. De finansiella restriktionerna är en del av den strategi för tillväxt som den kinesiska ekonomin följer. Tillväxten har genererats genom fokus på exportsektorn genom ett främjande av utländska investeringar och en bibehållen konkurrenskraftig växelkurs. Den starka exportsektorn har varit en viktig del för den kinesiska ekonomin då problem med de inhemska faktorerna, så som en svag finansmarknad och en låg inhemsk konsumtion, gjort en effektivt inhemskt baserad tillväxt svår (Prasad och Wei, 2007, s. 22). Eftersom en internationalisering av valutan kräver full tillåtelse för utländska investerare att köpa kinesiska tillgångar och valuta kommer efterfrågan om detta tillåts av renminbin att öka. Det skulle i sin tur skapa ett tryck på en appreciering av valutan vilket inte är förenligt med strategin som hittills förts i gynnandet av exportsektorn (Subramanian, 2011a, s. 5).

För att Kina ska kunna röra sig mot en öppning av transaktioner krävs att växelkursen rör sig mot den jämvikt som skulle uppstå på en fri marknad. En rörelse mot ett öppnande av kapitalflöden i en över- eller undervärderad valuta leder till stora kapitalflöden vilka skulle vara destabiliserande för ekonomin som helhet och finanssektorn specifikt (Lardy och Douglass 2011, s. 7). Lardy och Douglass (2011) har gjort en sammanställning av 18 olika studier av den kinesiska valutans växelkurs.

Alla utom en avslutar att den kinesiska valutan är undervärderad. Utöver litteraturens samstämmighet talar den kinesiska statens interventioner på valutamarknaden för att de aktivt agerat för att hålla nere valutans värde mot omvärlden. Interventionerna har skapat en uppbyggnad av kinesiska valutareserver, från 412 miljarder dollar 2003 till 2850 miljarder dollar 2010. I figur 3 ses den historiska växelkursen mellan renminbi och dollar mellan 1980 och 2013. Trenden är att renminbin har stärkts mot dollarn, sedan 2005 har den apprecierat med 27 procent (Lardy och Douglass, 2011, s. 8 och Peoples Bank of China, 2014).



Figur 3. Historisk växelkurs mellan renminbi och dollar.
Källa: Se datakällor

I takt med en liberalisering av valutaflödena blir det statliga upprätthållna målet för växelkursen, vilket definieras mot dollarn, svårare att jobba mot (Prasad och Ye, 2013, s. 567). Undervärderingen av renminbin uppskattades 2009 till 21 procent (Cline och Williamsson, 2009) och 14 procent 2010 (Cline och Williamsson, 2010). Det råder delade meningar om hur värdet på renminbin har utvecklats senaste åren. Enligt Kessler och Subramanian (2014) har apprecieringen av växelkursen fortsatt och menar att den var undervärderad med 1,7 procent 2011 och att den idag är värderad motsvarande det värde den hade haft på en fri marknad. Detta skulle vara ett tydligt steg av den kinesiska staten för att skapa förutsättningarna för en internationalisering. Det råder dock ingen konsensus om att renminbin nu är rätt

värderad. Att den har varit stabil mot dollarn under perioden talar istället för att den fortfarande är undervärderad (McKinnon och Schnabl, 2014, s. 8). Målsättningen att hålla renminbin fast mot dollarn har lättats på. I dag tillåts valutan röra sig i ett band på två procent, från tidigare en procent. Motiveringen bakom förändringen var att gynna kapitalallokeringen och stötta den finansiella utvecklingen i landet. Det ligger i linje med den utveckling som hittills har skett med deras växelkurs, som har gått från att vara fast i ett band på 0,3 procent 2005 (Peoples Bank of China, 2014).

En förutsättning för att en valuta ska kunna bli en världsvaluta är att det finns en avreglerad finansiell marknad där valutan används. Det betyder att de kinesiska valuta- och kapitalmarknaderna måste vara öppna och fria från statlig kontroll, något den kinesiska staten agerat för (Frankel, 2012, s. 334 och Prasad och Ye, 2013, s. 567). Restriktioner av de kinesiska och amerikanska finansiella marknaderna kan ses i tabell 4 som visar mått från två olika källor, IMF och Fraser Institute. De kinesiska marknaderna har tydligt gått mot en större frihet. Trots detta är den kinesiska valutan inte konvertibel i användning för många internationella transaktioner. I praktiken kan utländska aktörer bara använda den kinesiska valutan för att köpa varor och tjänster inom Kina, med ett fåtal undantag. Detta är den största anledningen till den kinesiska valutans begränsade internationella användning (Subramanian, 2011a, s. 17).

Databas över finansiella reformer

Kina

	1980	1985	1990	1995	2000	2005
Index över finansiell reform		1.75	1.75	3.75	7.25	10.25
Internationella kapitalflöden		1	0	1	1	1
Marknadsbaserade räntor		1	1	1	2	2
Marknader för räntebaserade tillgångar		0	1	1	1	2

USA

Index över finansiell reform	16.25	18	18	19	21	21
Internationella kapitalflöden	3	3	3	3	3	3
Marknadsbaserade räntor	3	3	3	3	3	3
Marknader för räntebaserade tillgångar	3	3	3	3	3	3

(Index mellan 0 och 3, index över finansiell reform innefattar sju mått och går mellan 0 och 21)

Fraser, ekonomisk frihet

Kina

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010
Summerat betyg (ranking)	3.74 (92)	4.74 (78)	4.43 (94)	5.17 (93)	5.75 (100)	5.88 (102)	6.08 (98)
Rättssystem och äganderätt		6.78	5.79	5.49	4.95	5.60	6.25
Frihet i internationell handel	2.72	4.17	2.72	5.51	6.46	6.64	6.68
Makroekonomisk stabilitet	6.18	6.19	6.73	5.77	8.12	8.18	7.89

USA

Summerat betyg (ranking)	7.92 (3)	8.11 (3)	8.35 (3)	8.50 (4)	8.65 (2)	8.21 (8)	7.75 (16)
Rättssystem och äganderätt	8.35	8.35	8.35	8.76	9.23	7.54	7.14
Frihet i internationell handel	8.97	8.92	8.74	8.65	8.78	8.07	7.73
Makroekonomisk stabilitet	9.22	9.36	9.68	9.76	9.78	9.76	9.68

(Index mellan 1 och 10)

Tabell 4. Mått på finansiell öppenhet och ekonomisk frihet, en jämförelse mellan Kina och USA.

Källa: Se datakällor

Trots att det finns motstridiga intressen syns en avreglering av restriktionerna på kapitalflöden. Från 2010 har kinesiska importörer och vissa exportörer möjligheten att betala bilaterala avtal i renminbi (Yam, 2011, s. 21 och Frankel, 2004, s. 3). I samband med denna reform infördes också möjligheten för utländska företag att hålla valutan i Hongkong. Detta har skapat en drastisk ökning i betalningar utförda i renminbi, men trots detta utgjorde de bara ungefär två procent av de kinesiska internationella betalningarna ett år senare (Chen och Cheung, 2011, s. 5-6). En stor majoritet av betalningarna görs fortfarande i amerikanska dollar (Lardy och Douglass, 2011, s. 12). Den utökade möjligheten för företag att använda renminbin internationellt ökar efterfrågan på valutan. Eftersom den inte är fullt liberaliserad utan fortfarande hålls inom ett fast växelkursband av centralbanken kräver den utökade internationella användningen att centralbanken behöver sätta in större åtgärder för att hålla valutan på en konkurrenskraftig nivå. Användningen som betalning i kinesisk import skapar utländska innehav av renminbi vilket också skapar ett ökat tryck på en appreciering av valutan. (Lardy och Douglass, 2011, s. 13).

Kina har också tagit steg inom den finansiella sektorn mot att skapa förutsättningar för en internationalisering av valutan (Prasad och Ye, 2013, s. 563 och Lardy och Douglass, 2011, s. 2). Först har ett tydligt mål att göra Shanghai till ett finansiellt centrum till 2020 satts upp, vilket skulle vara en viktig byggsten mot en internationalisering (Lardy och Douglass, 2011, s. 2). I mer övergripande kommunikation av de politiska målsättningarna har också en liberalisering av finansmarknaderna gjorts tydlig. I slutet av 2013 bestämde Centralkommittén i Kinas kommunistiska parti, den beslutsfattande makten i Kina, för en minskning av restriktioner för finanssektorn och dessutom lades det fram en ambition att öppna upp för utländska transaktioner av renminbin (Jingu, 2014, s. 1). Ambitionen lades fram i femårsplanen för de kommande åren, det är den andra direkt följande femårsplanen i vilken det varit tydligt framlagt (Yam, 2011, s. 2). Till detta finns uttalanden av högt uppsatta kinesiska statstjänstemän vid centralbanken som förmedlat att en fullt konvertibel renminbi utgör det övergripande målet i de reformer som genomförs i samband med växelkursen och valutan (Lardy och Douglass, 2011, s. 2).

Vidare är en stark och utvecklad kinesisk finansiell sektor en förutsättning för en fortsatt internationalisering av renminbin. Utvecklingen av det finansiella systemet är

viktig då internationella investerare behöver ha tillgång till en mängd olika finansiella tillgångar för att en valuta ska bli internationellt använd. Användningsområdena är att kunna hålla tillgångar i valutan och att kunna försäkra sig mot risk. De kinesiska marknaderna för statliga obligationer samt företagsobligationer, vilka är viktiga instrument för finansiering, är relativt outvecklade (Prasad och Ye, 2013, s. 567). På samma sätt är marknaden för räntebärande tillgångar, vilken erbjuder företag en stor del av de instrument som är attraktiva för en innehavare av utländsk valuta, en lång väg från att vara tillräcklig för en världsvaluta (Dobson och Masson, 2009, s. 129). De finansiella marknaderna kopplade till renminbin har ökat i omfattning men är fortfarande långt från att vara tillräckligt stora för en världsvaluta, vilket stöds av tabell 5. 2013 utgjorde internationella obligationer utgivna i renminbi endast 0,356 procent av de totala (Bank of International Settlements, 2014).

Valuta	Genomsnitt 06-10		2011		2012		2013	
	Nivå	Andel	Nivå	Andel	Nivå	Andel	Nivå	Andel
Euro	8843,2	48,533%	10285,1	47,509%	9848,7	45,490%	9821,5	44,423%
Dollar	5665,4	31,093%	6825,3	31,528%	7275,0	33,602%	7953,7	35,975%
Yen	635,6	3,488%	762,1	3,520%	708,5	3,272%	534,3	2,417%
Renminbi	6,7	0,037%	31,2	0,144%	54,1	0,250%	78,8	0,356%
Övriga valutor	3070,1	16,849%	3744,9	17,299%	3764,1	17,386%	3720,6	16,829%
Total	18221,0	1	21648,5	1	21650,4	1	22108,9	1

Tabell 5. En jämförelse av värde och andel av utgivna obligationer mellan 2001-2013.

Källa: Se datakällor

Den finansiella marknaden behöver gå genom en gradvis liberalisering för att kunna bli internationellt konkurrenskraftig. Först krävs en liberalisering av räntan. Utlånings- och inlåningsräntan som banker sätter är idag bestämd av staten, i ett intervall vilket gör att kinesiska banker har en marginal som är nästan dubbelt så stor som den hade varit i marknad med en liberaliserad ränta (Lardy och Douglass, 2011, s. 5). En liberalisering av räntan skulle minska vinsterna i de kinesiska bankerna vilka skulle bli svagare i jämförelse med internationella konkurrenter. För att inte kapital i stor utsträckning ska flyttas ut från de kinesiska bankerna och potentiellt leda till en

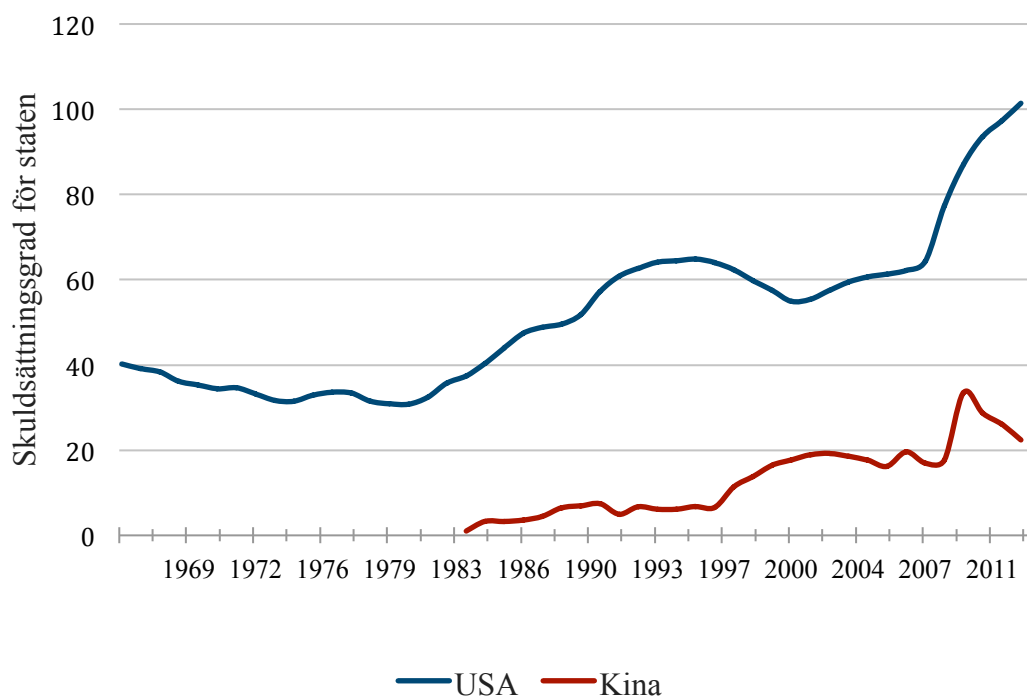
likviditetskris i samband med ett öppnande av kapitalflöden, behöver kinesiska sparare mötas av marknadsmässiga villkor innan liberaliseringen genomförs. Dagens system saknar incitament för banker att skapa en konkurrenskraftig organisation (ibid).

De stora förändringarna som krävs av det kinesiska ekonomiska systemet för att uppnå en internationalisering av renminbin och en större internationell integration medför signifikanta kostnader och kommer att ta tid att genomföra. Reformerna kan också komma att möta motstånd då de tvingar ekonomin från den tillväxtstrategi man hittills förlitat sig på (Eichengreen, 2010b, s. 7). Den politiska makten i Kina befinner sig därmed i en svår situation; de vill ha förändringar på lång sikt i valutasystemet, men samtidigt är de beroende av stabilitet för att deras ekonomi ska fortsätta växa. På den inhemska scenen har båda målen kunnat behandlas samtidigt, men internationellt är det många mäktiga spelare som strävar efter andra mål (Chin och Yong, 2010, s. 14-15). Det går att ifrågasätta hur lång tid reformerna kommer att ta, till exempel ifall Shanghai kommer att vara ett internationellt finansiellt centrum till 2020. Det går dock inte att ifrågasätta den riktning förändringarna som genomförts hittills pekar mot, en ökad internationalisering (Eichengreen, 2010b, s. 7).

4.3 Kinesisk politik och dess internationella inflytande

Den politiska situationen i Kina påverkar på många sätt förutsättningarna för en internationalisering av renminbin, först är förtroendet för valutan viktigt där penningpolitiken tillsammans med institutioners legitimitet och landets säkerhetspolitiska position har inverkan (Helleiner, 2008, s. 361). Den kinesiska regeringen jobbar mot att ha ett lågt inflationsmål och kontrollera förväntningarna på inflationen. Vidare skall de effektivt kontrollera penningmängden och på ett kontrollerat sätt släppa reglerna på räntan (Yam, 2011, s. 2). Historiskt har den kinesiska valutan också visat på en låg och stabil inflation tillsammans med en ansvarsfull penningpolitik. Samma kan inte sägas för den amerikanska ekonomin som beskylls för en oansvarig politik vilken bidrog till finanskrisen (Fratzcher och Mehl, 2013, s. 1). Till detta präglas den amerikanska ekonomin av höga nivåer av skulder, både inom den offentliga och den privata sektorn, det medför att styrkan i de politiska medlen för att bekämpa inflation kan ifrågasättas. Figur 4 visar hur skuldsättningsgraden för USA:s respektive Kinas stat historiskt har sett ut, vilket

understryker skillnaden mellan länderna inom detta område. En aspekt av penningpolitiken är hur politiskt sammankopplad centralbanken är. Centralbankers möjlighet att fatta beslut, oberoende av politiska påtryckningar är ett sätt att skapa förtroende då en policy satt för en centralbank att arbeta mot skapar en långsiktighet och förutsägbarhet i agerandet (Keefer och Stasavage, 2003, s. 407).



Figur 4. USA och Kinas statliga skuldsättningsgrad som andel av BNP.

Källa: Se datakällor

Nästa aspekt där den politiska situationen spelar stor roll är i att skapa förutsättningarna för de utvecklade finansmarknader som en världsvaluta kräver (Helleiner, 2008, s. 361). Litteraturen har visat att ett begränsat, konstitutionellt styre tillsammans med ett rättssystem som gynnar fordringsägare har främjat utvecklingen av det finansiella systemet (Stasavage, 2003 och Walter, 2006). En annan aspekt som visat sig gynna den finansiella utvecklingen är legitimitet i det politiska systemet (Helleiner, 2008, s. 359). Den kinesiska staten kännetecknas i liten grad av de egenskaper som beskrivs. Begränsningen av styret är obefintligt och ett svagt rättssystem har skapat en stor skepsis till att låna ut pengar. Statliga banker lånar i liten utsträckning ut pengar till kinesiska företag vilket har lämnat företag att skapa ett system av förtroende mellan varandra för att hitta finansieringsmöjligheter (Nee och Opper, 2012). Legitimiteten av det politiska systemet och den finansiella sektorn är i

en diktatur vanligtvis svag, så är även fallet i Kina, vilket också motverkar utvecklingen av det finansiella systemet. Dagens situation illustreras i tabell 6 genom index över politisk frihet och stabilitet. Den kinesiska ekonomin har i båda indexen rört sig i rätt riktning men associeras idag med större ekonomisk risk än den amerikanska. Den största skillnaden hittas i indexet över ekonomisk frihet där Kina ligger långt efter USA. Det här är viktiga aspekter som talar för att den ökande kinesiska ekonomiska makten inte kommer att följas av en utveckling av det finansiella systemet, en av förutsättningarna för en internationell spridning av renminbin, inom den närmaste tiden (Helleiner, 2008, s. 360).

IRCG, politiska indikatorer på risk**Kina**

	1985	1990	1995	2000	2005	2010
Genomsnittligt index	5.63	4.74	5.74	5.20	5.77	5.37
Frihet från korruption	4.00	4.00	4.00	1.08	2.00	2.00
Statlig stabilitet	8.08	4.00	7.67	12.00	11.00	10.25
Rättssäkerhet	3.00	3.00	5.00	4.75	4.50	4.08

USA

Genomsnittligt index	7.25	6.79	6.62	7.45	6.81	6.82
Frihet från korruption	5.00	5.00	5.00	4.00	4.83	4.00
Statlig stabilitet	9.33	8.75	5.58	10.83	9.13	8.33
Rättssäkerhet	6.00	6.00	6.00	6.00	5.00	5.00

(Index mellan 0 och 10),
ett högre index indikerar lägre risk.

Genomsnittligt index är
sammansatt av 12 mått på
risk.

Index på ekonomisk frihet**Kina**

	1995	2000	2005	2010	2014
Summerat betyg (ranking)	52 (71)	56.4 (97)	53.7 (113)	51 (139)	52.5 (137)
Frihet från korruption	30	35	34	36	35
Frihet i handel	20	42.6	54.4	72.2	71.8
Frihet i investeringar	70	70	70	75	70

USA

Summerat betyg (ranking)	76.7 (4)	76.4 (7)	79.9 (5)	78 (8)	75.5 (12)
Frihet från korruption	90	75	75	73	72
Frihet i handel	78.4	78.4	79.8	86.9	86.8
Frihet i investeringar (index mellan 0 och 100)	50	50	30	20	30

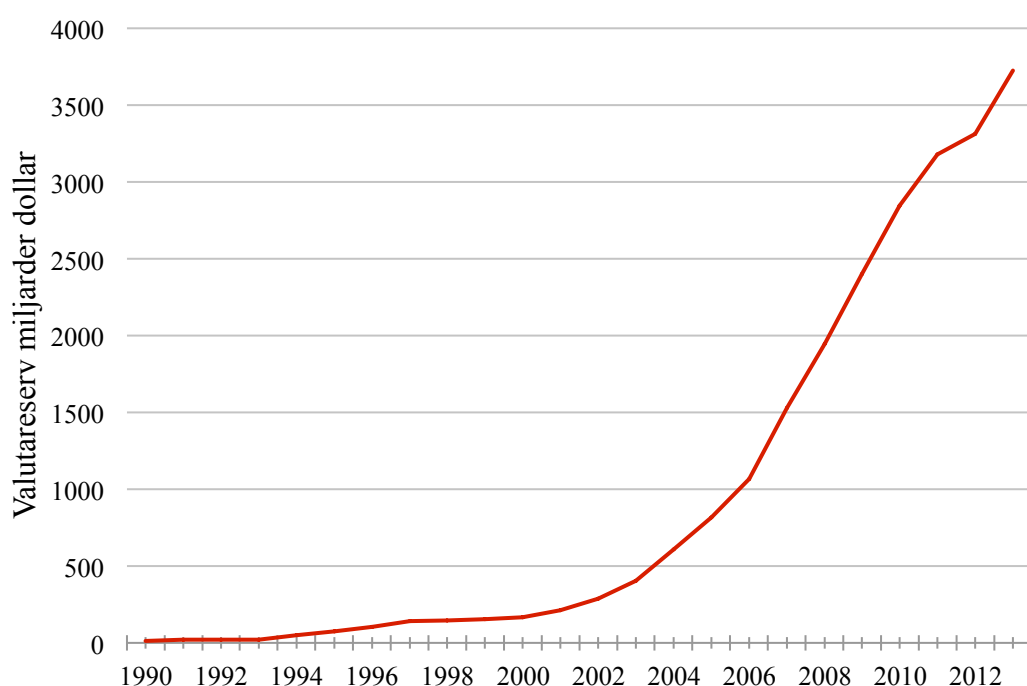
Tabell 6. Mått på ekonomisk frihet, en jämförelse mellan Kina och USA.
Källa: Se datakällor

En inverkan det politiska systemet har på valutans spridning är nätverket för landets internationella transaktioner. Både den brittiska ekonomin längre tillbaka i historien och den amerikanska ekonomin mer nyligen har genom dominans kommit att sprida de inhemska företagen över världen, vilket bidragit till att stärka valutans (Eichengreen, 2005, s. 4). Till exempel ökade USA sin finansiella position i världen efter andra världskriget genom Marshallhjälpen och militär närvaro, som har skapat beroendeförhållanden som än idag verkar för dollarns användning (Helleiner, 2008, s. 362). En parallell kan dras till liknande aktiviteter som idag görs av den kinesiska staten. De uppmuntrar sina företag till investeringar i främst Afrika genom "*bilateral investment treaties*". Kinesiska investeringar i Afrika är idag omfattande. Under perioden mellan 2003 och 2008 mottog 45 av totalt 53 afrikanska nationer investeringar direkt från Kina. Den kinesiska staten kommunicerar utåt att investeringarna är ett sätt för utvecklingsländer att arbeta tillsammans för en ökad tillväxt. Kritiker hävdar att andra anledningar, så som kontroll av råvaror, istället ligger bakom. Nödvändig tillsyn inom diverse områden kopplat till investeringarna, liksom arbetsvillkor, miljö och företagsansvar ifrågasätts också (Bezuidenhout et. al., 2014 och Kidane, 2013, s. 225-227).

Den politiska makten kan också påverka valutans spridning negativt om det skapas en rörelse iväg från användningen på grund av kritik mot agerandet eller oansvarig politik. Krig i Mellanöstern tillsammans med finanskrisen har ökat ifrågasättandet av den amerikanska dominansen som inte har samma stöd som tidigare (Rapkin och Braaten, 2009, s. 113-114).

Till sist gynnar det internationella politiska inflytandet tillsammans med utländska investeringar valutans spridning. Dollarns dominans har i tider av global politisk instabilitet gynnats av USA:s ställning som militärmakt (Helleiner, 2008, s. 360). Genom den ökande ekonomiska storleken har det kinesiska inflytandet i säkerhetspolitiska och andra internationella frågor ökat, vilket skapat ett större förtroende. Den kinesiska staten har också utvidgat det internationella systemet av transaktioner genom omfattande internationella investeringar och en utökning av den kinesiska närvaron utomlands (Helleiner, 2008, s. 362). Den kinesiska staten har genom en stor mängd budgetöverskott skapat stora fordringar utomlands och innehar idag världens största dollarreserv (Tadokoro, 2010, s. 437). Detta illustreras i figur 5,

som visar att Kinas totala valutareserv har ökat kraftigt de senaste åren och den del som utgörs av tillgångar denominerade i dollar förväntas ha växt med liknande hastighet (Salidjanova, 2014, s. 1). Andelen amerikanska statsobligationer av Kinas valutareserver är ungefär 35 % och de totala tillgångarna denominerade i dollar estimeras till 60-70 %. Den senare siffran tolkas med försiktighet då både tidsfördröjning och Kinas ovilja att redovisa korrekta uppgifter hämmar en rättvisande bild (ibid, s. 2). Ställningen mellan de två stormakterna bidrar till en osäkerhet kring den framtida situationen. Att Kina kan använda sitt dollarinnehav för att skapa ett minskat inflytande av dollarn är inte troligt då en signifikant mängd kinesiska tillgångar är beroende av dollarns fortsatta värde (Tadokoro, 2010, s. 437 och Chin och Yong, 2010, s. 10).

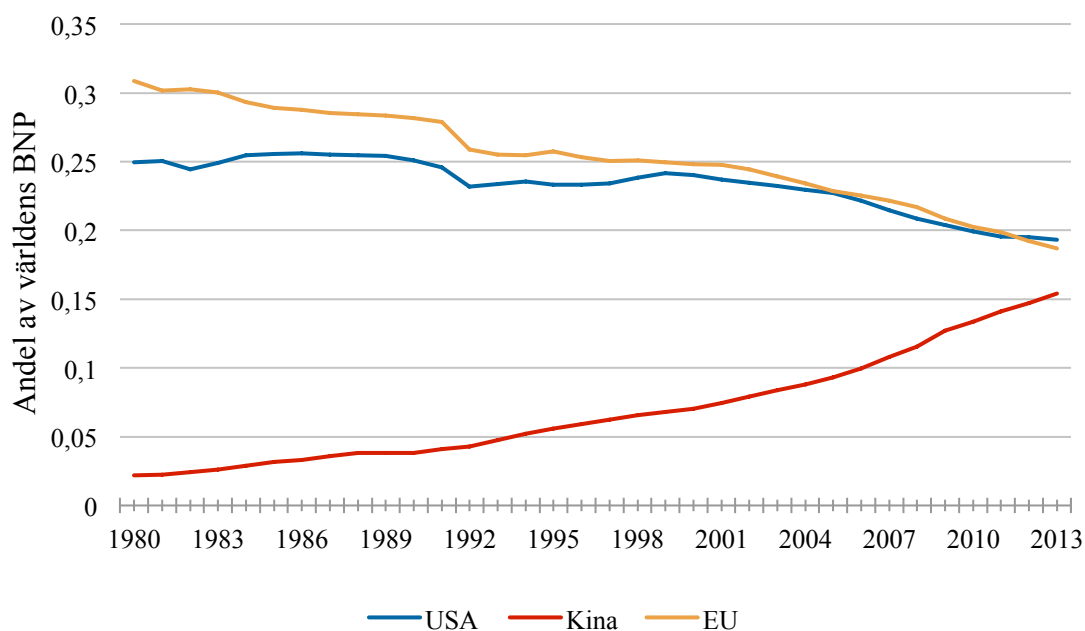


Figur 5. Tidsserie på Kinas valutareserv.
Källa: Se datakällor

4.4 En framtida uppdelning av rollen som världervaluta

Världsekonomin karakteriseras idag, i större utsträckning än under de tidigare decennierna, av en uppdelning av det ekonomiska inflytandet (Subramanian, 2011b). Den kinesiska ekonomins framfart tillsammans med andra asiatiska ekonomier har skapat en tredelning av världsekonomin i USA, EU och Asien (Lee, 2010, s. 18).

Figur 6 visar på USA:s, Kinas och EU:s andel av världens PPP-baserade BNP. En tydlig trend kan urskiljas där USA:s och EU:s andelar har minskat sedan 1980, medan Kinas är på stark frammarsch. Användningen av både euron och den amerikanska dollarn speglar till viss del utsträckningen av deras ekonomiska storlek vilket visar på en avsaknad av en stor asiatisk valuta.



Figur 6. Tidsserie på USA:s, Kinas och EU:s andel av världens PPP-baserade BNP.
Källa: Se datakällor

Mot en uppdelning av valutaanvändandet ligger de stordriftsfördelar som associeras med en världsvaluta, och därmed den fördel en etablerad valuta erhåller, vilken verkar för att en eller ett fåtal valutor får fördelar i den internationella användningen (Tadokoro, 2010, s. 437). Teorierna kring stordriftsfördelar implicerar inte att ett skifte är omöjligt utan att det finns en fördröjning mellan att betalningsströmmarna skiftar och att användningen av valuta ändras (Lee, 2010, s. 6). I litteraturen hittas också argument för att stordriftsfördelarna minskat i och med modern teknik och att storleken på den globala ekonomin skapar möjlighet för en jämvikt där flera valutor används i tillräcklig utsträckning för att vara likvida och ha korta transaktionstider och låga kostnader (Eichengreen, 2010a, s. 3 och Krugman, 1984). I linje med denna argumentation finns historiska exempel på att flera valutor samtidigt används i stor internationell utsträckning (Lee, 2010, s. 8).

Vägen för den kinesiska valutans internationalisering kan med fördel gå genom ett ökat inflytande i Asien för att sedan spridas i större utsträckning genom världsekonomin. Det asiatiska monetära samarbetet är idag begränsat, speciellt om man jämför med Europa, men mycket talar för att det kommer att öka. Ett ökat samarbete skulle hjälpa närliggande ekonomier att acceptera en större användning av den kinesiska valutan (Lee, 2010, s. 16). En asiatisk användning skulle ha stora effekter för den internationella användningen av valutor. Till exempel finns utöver Kina sex till av världens tio största innehavare av reservvalutor i Asien: Japan, Indien, Sydkorea, Taipei, Singapore och Hong Kong. De är starkt knutna till Kina och skapar en väg för valutan att internationaliseras (Lee, 2010, s. 3).

De ökande kapitalströmmarna mellan de asiatiska ekonomierna och Kina i samband med Kinas ökande ekonomiska storlek talar också för att incitamenten för att använda den kinesiska valutan kommer att öka (Subramanian, 2011a, s. 16). Det skulle också föra med sig en mer begränsad påverkan för asiatiska ekonomier av konjunktur i USA och Europa. Länderna i Sydostasien påverkades mer av den senaste finanskrisen än nödvändigt, eftersom dollarns position av världsvaluta kopplar ihop världens finansiella system. Exponeringen av liknande chocker skulle begränsas om man minskade beroendet av dollarns situation och istället hade ett ökat samarbete inom ett mer närliggande område (Asian Development Bank, 2009, s. 4). Spridningen av renminbins internationella användning hittills talar också för att den sker främst i Asien. Efter Hong Kong, som är det överlägset största centret för internationella betalningar i renminbi med 72,8 procent av betalningarna, är Singapore nu den andra största med 6,8 procent. Det har därmed skett en ökning på 375 procent under ett års tid i Singapore. London tappade positionen som näst största geografiska position för handel i renminbi trots att en ökning på 200 procent under samma tidsperiod (Asean Briefing, 2014).

På samma sätt har utgivandet av stats- och företagsobligationer denominerade i renminbi fått fäste främst i Asien. Utfärdandet påbörjades 2009 i Hong Kong, vilken är den naturliga marknaden för testprogram i renminbins internationalisering där även de flesta obligationerna ges ut. Efter det har tillåtelse givits till internationella banker i Singapore samt en del europeiska länder (FTSE Global Market, 2014). Möjligheten för en spridning av användandet av renminbin i Asien talar för att det skulle uppstå en

uppdelad värld där olika valutor används som betalningsmedel, medel i valutatransaktioner, benämning av priser och i valutareserver i olika delar av världen.

Kinas centralbankschef, Zhou Xiaochuan, gjorde 2009 ett uttalande kring problemen med dagens internationella valutasystem som speglar en växande politisk aktiv roll från kinesisk sida. Det var första gången tydliga signaler om ämnet officiellt togs upp och han ifrågasatte dollarns idag starka roll i det internationella valutasystemet, då USA som land har stora budgetunderskott och åtnjuter fördelar med att vara ensam världsvaluta. Förslaget som förespråkades var att SDR:s bör ges mer utrymme och vikt, alternativt en mer uppdelad valutaställning, för att skifta maktförhållandet i världen (Subramanian, 2011a, s. 18 och Chin och Yong, 2010, s. 5).

Den utlösande faktorn för en ökad debatt och den kinesiska statens ökade intresse är tillsammans med finanskrisen USA:s växande statsskuld (Council of Foreign Relations, 2010). Dagens internationella valutasystem har tillåtit USA att hålla ett underskott i sin budget, vilket har lett till stigande nivåer av utlandsskulder (Chin och Yong, 2010, s. 7). Ett land med en världsvaluta åtnjuter fördelen av låga räntor på lån av utländskt kapital. Detta skapar incitament för landet att finansiera större delar av utgifterna med lånade pengar. USA har idag ett stort och konstant inflöde av kapital i utbyte mot statsobligationer som finansierar landets import av produkter. Så länge deras räntor befinner sig på låga nivåer är det troligt att detta förhållande kommer fortsätta. Under finanskrisen med start 2008 steg räntorna som USA behöver betala vilket var oroande för investerare världen över. Denna risk kan ses som ett problem kopplat till att landets valuta är den dominerade i världsekonomin då investerare ser dollarn som en tillgång associerad med låg risk (Council of Foreign Relations, 2010).

Ur ett globalt perspektiv hade världens finansiella system på vissa sätt förbättrats av att inte styras av en dominerande valuta. Om fler valutor delar på positionen som världsvaluta skulle oansvarigt beteende kunna förebyggas i framtiden. Exempelvis hade det inte varit möjligt för USA att finansiera sitt budgetunderskott på samma sätt som de gjorde under den senaste finanskrisen om rollen som världsvaluta hade delats (Tadokoro, 2010, s. 433). I en värld där fler än en valuta har lika stor vikt i länders centralbanker ställs det större disciplinära krav på dem och konkurrensen kommer bidra till att oansvarigt beteende straffas genom en försäljning av innehav (Eichengreen, 2010b, s. 7). Eichengreen (2011) sträcker sig så långt som att hävda att

USA har kunnat behålla sin konsumtionsnivå under lång tid just på grund av billig finansiering från utlandet. I ett uppdelat valutasystem undviker man att lägga alla privilegier och allt ansvar på ett ensamt land. Istället kan man röra sig mot ett kollektivt beslutstagande och delat ansvar, vilket kan minska risken för att ensamt land gynnas av situationen (Chin och Yong, 2010, s. 15).

Nackdelen med ett system med flera världsvalutor är att skalfördelarna med att primärt använda en valuta skulle minska. Detta får följden av högre transaktionskostnader på marknaden för banker och en högre kostnad för internationella banker i den utökade spridningen i hanteringen av valutor. De här kostnaderna är inte inflytelserika i systemet som helhet. De största kostnaderna hittas istället som följd av problem med beräkning i en värld med flera valutor som beräkningsenheter. Kostnaderna skulle dock uppvägas av den ökade makroekonomiska stabiliteten som skulle följa (Krugman, 1984, s. 278).

5. Den villkorliga uppgången för renminbin

Kinas ekonomiska inflytande kommer i framtiden vara större än vad det i nuläget är, oberoende av vilken av teorierna kring den fortsatta ekonomiska tillväxten som appliceras. Frågan som utretts i den här sammanställningen av dagens situation och de underliggande sambanden som styr den internationella valutaanvändningen behandlar möjligheten för den kinesiska valutan, renminbin, att få ett tillräckligt stort internationellt inflytande för att benämnas en världsvaluta. Den framtida utvecklingen på lång sikt och därmed svaret på frågan beror främst på två motsättningar som påverkar de förutsättningar som krävs för en utbredd internationalisering.

Den första motsättningen kommer ur den förändring som krävs av det inhemska kinesiska systemet för att uppnå en internationell användning av renminbin. De faktorer som styr förändringen beror på den politiska riktningen i Kina och motsättningen ligger i de incitament som den kinesiska makten drivs utav. Det som avgör riktningen för den kinesiska utvecklingen är vilken avvägning som görs mellan att minska det statliga inflytandet över ekonomin till förmån för en än mer marknadsbaserad ekonomi. En omfattande liberalisering krävs på en mängd områden, exempelvis i växelkursen, kapitalflöden, räntesättning och i utlåning av pengar. För att uppnå målet med en internationaliserad valuta och ett inhemskt finansiellt centrum

i Shanghai, vilket är ett avgörande krav för att målet ska kunna uppnås, krävs att den kinesiska makten avsäger sig en stor del av det inflytande de nu har över ekonomin. En sådan rörelse kan möta motstånd då liberaliseringen medför kostnader för den kinesiska ekonomin i form av att de måste frångå gynnet av exportsektorn vilken varit grunden för den tillväxtstrategi som de förlitat sig på de senaste trettio åren. Utöver det kan den osäkerhet det medför komma att riskera den stabilitet som talar för en fortsatt kinesisk tillväxt. Den kinesiska utvecklingen mot en mer marknadsstyrd ekonomi går hittills inte att ifrågasätta (Eichengreen, 2010b, s. 7). Vad som inte går att säga är om den kommer att ske i tillräckligt stor utsträckning för att renminbin ska ges förutsättningarna för att bli en världsvaluta. Många av de faktorer som påverkar utsträckningen av liberaliseringen går inte att förutsäga, till exempel vilka beslut den kinesiska staten kommer att ta och i vilken utsträckning investerare kommer att lita på en totalitär stat. Det går därför inte att förutsäga framtiden mer än i att peka på de faktorer som vi tror kommer att ha en avgörande effekt.

Den andra motsättningen beror på faktorer som ligger utanför den kinesiska statens kontroll och bygger på det förtroende den kinesiska marknadsplatsen och valutan kan skapa. Motsättningen finns mellan den ekonomiska vikt den kinesiska ekonomin har skapat och de fördelar som kommer att associeras med att använda renminbin, mot osäkerheten kopplad till dess finansiella system. Frågan är ifall den osäkerhet som skapas i ekonomiska aktiviteter under en totalitär stat, som utan en lång publik beslutsprocess kan ändra reglerna för marknaden där investeringarna gjorts, är förenlig med den utvecklade inhemska ekonomi och finansmarknad som krävs för en världsvaluta (Lee, 2010, s. 9). Ett scenario som förebygger en ökad användning av den kinesiska valutan är att en historik av en stabil och välfungerande marknad kommer att verka för att övertyga investerare. Alternativet skulle istället kräva att det kinesiska systemet måste omformas på ett sätt som i större utsträckning finns i en konstitutionell stat med spridning av makten, likställt med ett system som liknar de länder som tidigare åtnjutit förtroendet som krävs för att vara en världsvaluta.

Den här diskussionen har behandlat renminbins möjligheter att bli en världsvaluta. Trots att bevisen talar för att ett skifte mellan vilken valuta som används som världsvaluta ligger långt bort i tiden finns det utrymme för en större internationell användning av den kinesiska valutan. Den ökande tredelningen av den globala

ekonomin och det ökande asiatiska inflytandet med den kinesiska ekonomin i spetsen talar starkt för en tilltagande internationell roll för den kinesiska valutan, om inte som världsvaluta, så åtminstone som en internationellt använd valuta inom Asien (Fratzcher och Mehl, 2013, s. 4). Olika användningsområden i en internationell valuta har olika omfattande stordriftsfördelar vilket också skapar möjligheten för en internationalisering av renminbin. Fördelarna i det internationella valutasystemet av att fler valutor skulle användas som reservvaluta vid sidan av dollarn visar på incitament för centralbanker att sprida sina investeringar och en avtagande effekt av stordriftsfördelarna i dollaranvändningen. Renminbin kan då bli ett alternativ vilket skulle skapa en spridning vid sidan av dollarn och euron.

Källor

Datakällor

Tabell 1. En internationell valutas funktion.	Subramanian, 2011b, s. 53.
Tabell 2. En internationell valutas funktion.	Subramanian, 2011b, s. 53.
Tabell 3. Topp 10 valutor, procentuell andel av genomsnittlig daglig valutahandel, 2004-2013.	Bank for International Settlements, 2013, Triennial Central Bank Survey.
Tabell 4. Finansiella reformer (IMF) och ekonomisk frihet (FRASER) i USA och Kina mellan 1980-2010.	Internationella Valutafonden och Federal Reserve Archive
Tabell 5. En jämförelse av värde och andel av utgivna obligationer mellan 2001-2013.	Bank for International Settlements, 2014.
Tabell 6. Politiska indikationer på risk och index på ekonomisk frihet i USA och Kina, 1985-2014.	ICRG: https://www.prsgroup.com/ och The Heritage Foundation: http://www.heritage.org/index/ranking
Figur 1. Sammansättning av officiella valutareserver mellan 1899-2014.	IMF Statistics Department COFER database and International Financial Statistics, Eichengreen och Flandreau, 2008, Lindert, 1969, Kennedy, 1989 och Triffin, 1961.
Figur 2. PPP-baserad global BNP mellan 1980-2012.	Internationella Valutafonden, Economic Outlook Database, April 2014.
Figur 3. Historisk växelkurs mellan renminbi och dollar på dagsbasis mellan 1981 och 2014.	China / U.S. Foreign Exchange Rate. Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic Research Division. http://research.stlouisfed.org/fred2/series/DEXCHUS

Figur 4. Skuldsättningsgrad för den amerikanska och kinesiska staten.

Federal Debt: Total Public Debt as Percent of Gross Domestic Product. Central government debt, total (% of GDP) for China. Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic Research Division.

Figur 5. Tidsserie på Kinas valutareserv mellan 1990 och 2013.

SAFE (State Administration of Foreign Exchange).

Figur 6. Tidsserie på USA:s, Kinas och EU:s andel av världens PPP-baserade BNP mellan 1980 och 2013.

Internationella Valutafonden, Economic Outlook Database, April 2014.

Referenser

Abramovitz, Moses. 1986. "Catching Up, Forging Ahead, and Falling Behind". *The Journal of Economic History*, Vol. 46, s. 385-406. *Cambridge University Press*, Cambridge.

Asean Briefing. 2014. "RMB Builds Presence in ASEAN as Singapore Becomes Second Largest Clearing Center." Tillgänglig på Internet: <http://www.aseanbriefing.com/news/2014/04/30/rmb-builds-presence-asean-singapore-becomes-second-largest-clearing-center.html> (Hämtad 2014-05-12).

Asian Development Bank. 2009. "Exchange Rate Regimes in the Asia-Pacific Region and the Global Financial Crisis." Asian Development Bank, Working Paper Series on Regional Economic Integration Nr. 36.

Bessembinder, Hendrik, 1994. "Bid-ask spreads in the interbank foreign exchange markets." *Journal of Financial Economics*, Elsevier, Vol. 35(3), s. 317-348.

Bezuidenhout, Henri, Coetzee, Zahné och Claassen, Carike. 2014. "Profiling Sectoral Risks of Foreign Direct Investment in Africa". *Economic Research Southern Africa*, working paper 415.

Chen, Xiaoli och Cheung, Yin-Wong. 2011. "Renminbi Going Global". *China World & Economy*, Vol. 18, Nr. 2, s. 1-18.

Chin, Gregory och Yong, Wang. 2010. "Debating the International Currency System: What's in a Speech?" *China Security*, Vol. 6, Nr. 1, s. 3-20.

Cline, William R. och Williamson, John. 2009. "2009 Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates." Washington, Peterson Institute for International Economics, Policy Briefs in International Economics 09-10.

Cline, William R. och Williamson, John. 2010. "Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, May 2010." Washington, Peterson Institute for International Economics, Policy Briefs in International Economics 10-15.

Connoly, Michael. 1982. "The Choice of an Optimum Currency Peg for a Small, Open Country." *Journal of International Money and Finance* 1, s. 153-164.

Dobson, Wendy och Masson, Paul R. 2009. "Will the Renminbi Become a World Currency?" *China Economic Review*. Vol. 20, s. 124-135.

Dooley, Michael, Folkerts-Landau, David och Garber, Peter. 2003. "An Essay on the Revived Bretton Woods System." National Bureau of Economic Research, Working Paper Nr. 9971.

Eichengreen, Barry och Flandreau, Marc. 2010. "The Federal Reserve, the Bank of England, and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914-1939." Förbered för Bank for International Settlements årliga forskningskonferens, Lucerne.

- Eichengreen, Barry. 2010a. "Managing a Multiple Reserve Currency World." University of California, Berkeley.
- Eichengreen, Barry. 2010b. "The Renminbi as an International Currency." University of California, Berkeley.
- Eichengreen, Barry. 2011. *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System.* Oxford University Press, Oxford.
- Eichengreen, Barry. 2005. "Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition." National Bureau of Economic Research, Working Paper Nr. 11336.
- Frankel, Jeffrey. 2004. "On the Renminbi: The choice between adjustment under a fixed exchange rate and adjustment under a flexible exchange rate." Kennedy School of Government, Harvard University.
- Frankel, Jeffrey. 2012. "Internationalization of the RMB and Historical Precedents." *Journal of Economic Integration*, Nr. 27, s. 329-365.
- Fratzcher, Marcel och Mehl, Arnaud. 2013. "China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-Polar Global Currency System." *The Economic Journal*. John Wiley & Sons, Oxford.
- FTSE Global Markets. "Frankfurt Lists First Renminbi Bond." Tillgänglig på Internet: <http://www.ftseglobalmarkets.com/news/frankfurt-lists-first-renminbi-bond.html> (Hämtad 2014-05-14).
- Galati, Gabriele och Wooldridge, Philip. 2009. "The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?" *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 14, s. 1-23.
- Goldberg, Linda och Tille, Cédric. 2006. "The International Role of the Dollar and Trade Balance Adjustment." Group of Thirty, Washington, Occasional Paper Nr. 71.
- Helleiner, Eric. 2008. "Political determinants of international currencies: What future for the US dollar?" University of Waterloo, Review of International Political Economy Nr. 15:3, s. 354-378.
- Internationella Valutafonden. 2014. "Special Drawing Rights." Tillgänglig på Internet: <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.HTM> (Hämtad 2014-04-11).
- Investopedia. 2014. "Reserve Currency Definition." Tillgänglig på Internet: <http://www.investopedia.com/terms/r/reservecurrency.asp> (Hämtad 2014-04-07).
- Jingu, Takeshi. 2014. "Chinas financial reform road map unveiled at Third Plenum." Nomura Research Institute, Ltd, Beijing. Iakyara Vol. 185.
- Keefer, Philip och Stasavage, David. 2003. "The Limits of Delegation: Veto Players, Central Bank Independence, and the Credibility of Monetary Policy." *The American Political Science Review*. Vol. 97, Nr. 3, s. 407-423.

Kessler, Martin och Subramanian, Arvind. 2014. "Is the Renminbi Still Undervalued? Not According to New PPP Estimates." Peterson Institute for International Economics. Tillgänglig på Internet: <http://blogs.piie.com/realtime/?p=4300> (Hämtad 2014-05-01).

Kidane, Won. 2013. "Reflections on China-Africa BITs". Proceedings of the Annual Meeting in *American Society of International Law*, Vol. 107, s. 225-227.

Kindleberger, Charles. 1981. "International Money." London: Georgen Allen & Unwin, s. 35-41.

Krugman, Paul. 1984. "The International Role of the Dollar: Theory and Prospect." University of Chicago Press. Tillgänglig på Internet: <http://www.nber.org/chapters/c6838> (Hämtad 2014-03-31).

Kubarych, Roger M. 1978. "Foreign Exchange Markets in the United States." New York, Federal Reserve Bank.

Lardy, Nicholas och Douglass, Patrick. 2011. "Capital Account Liberalization and the Role of the Renminbi." Peterson Institute for International Economics, Working Paper Nr. 11-6.

Lee, Jong-Wha. 2010. "Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency?" Asian Development Bank. Tillgänglig på Internet: <http://aric.adb.org/grs/papers/Lee.pdf> (Hämtad 2014-05-20).

Mauldin, John. 2013. "The Renminbi: Soon to be a Reserve Currency?" Mauldin Economics; Thoughts from the Frontline.

Marichal, Carlos. 2007. "*Bankruptcy of Empire: Mexican Silver and the Wars Between Spain, Britain and France, 1760–1810.*" Cambridge University Press, New York.

Matsuyama, Kiminori, Kiyotaki, Nobuhiro och Matsui, Akihiko. 1991. "Toward a Theory of International Currency." *Oxford Journals*, Discussion Paper Nr. 931.

McKinnon, Ronald och Schnabl, Gunther. 2014. "China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the RMB as an International Currency". *China & World Economy*, Vol. 22, Nr. 3, s. 1-35.

McKinsey Global Institute. 2009. "An Exorbitant Privilege? Implications of Reserve Currencies for Competitiveness." McKinsey Global Institute, Discussion Paper.

Meissner, Cristopher och Oomes, Nienke. 2009. "Why do countries peg the way they peg? The determinants of anchor currency choice." *Journal of International Money and Finance*, Nr. 28, s. 522-547.

Nadeau, Jean-Benoit och Barlow, Julie. 2013. "The Story of Spanish." St. Martins Press, New York.

- Nee, Victor och Opper, Sonja. 2012. *“Capitalism from Below: Markets and Institutional Change in China.”* Harvard University Press, Harvard.
- Osborne, Thomas J. 2012. *“Pacific Eldorado: A History of Greater California.”* John Wiley & Sons Ltd, West Sussex.
- Peoples Bank of China. 2014. “Peoples Bank of China Announcement Nr. 5”. Tillgänglig på Internet: http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2014/20140315174346779226550/20140315174346779226550_.html (Hämtad 2014-05-19).
- Portes, Richard, Rey, H el ene, De Grauwe, Paul och Honkapohja, Seppo. 1998. “The Emergence of the Euro as an International Currency.” National Bureau of Economic Research, Economic Policy, Vol. 13, Nr. 26, s. 305-343.
- Prasad, Eswar, Rumbaugh, Thomas och Wang, Qing. 2005. “Putting the Cart before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China.” International Monetary Fund, Policy Discussion Paper.
- Prasad, Eswar och Wei, Shang-Jin. 2005. “The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations.” International Monetary Fund, Working Paper 79.
- Prasad, Eswar och Ye, Lei. 2013. “The Renminbi’s Prospects as a Global Reserve Currency.” Cato Institute, *Cato Journal*, Vol. 33, Nr. 3.
- Pritchett, Lant och Summers, Lawrence H. 2013. “Asiaphoria Meet Regression to the Mean.” Federal Reserve Bank of San Francisco, Issue Nov, s. 1-35.
- Rapkin, David F och Braaten, Dan. 2009. “Conceptualising Hegemonic Legitimacy.” *Cambridge University Press*, Review of International Studies, Vol. 35, Issue 01, s. 113-149.
- Rey, H el ene. 1999. “International Trade and Currency Exchange.” Princeton University and Centre for Economic and Policy Research.
- Richardson, Gary och Zhang, Cathy. 2010. ”Exorbitant Privilege. The Rise and Fall och the Dollar and the Future of the International Monetary System” Bokrecension p a Barry Eichengreen, s. 337-345. *Oxford University Press*, Oxford.
- Salidjanova, Nargiza. 2014. “China’s Foreign Exchange Reserves and Holdings of U.S. Securities.” U.S-China Economic and Security Review Commission, Economic Issue Brief, Nr. 2.
- Stasavage, David. 2003. “Public Debt and the Birth of the Democratic State.” *Cambridge University Press*, Cambridge.
- Subramanian, Arvind. 2011a. “Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition.” Peterson Institute for International Economics, Working Paper No. 11-14.
- Subramanian, Arvind. 2011b. *“Eclipse: Living in the Shadow of China’s Economic Dominance.”* Peterson Institute for International Economics, Washington.

- Tadokoro, Masayuki. 2010. "After dollar?" *Faculty of Law*, Keio University, Tokyo.
- Taguchi, Hiroo. 1994. "On the Internationalization of the Japanese Yen." National Bureau of Economic Research. Tillgänglig på Internet: <http://www.nber.org/chapters/c8538.pdf> (Hämtad 2014-05-20)
- Tavlas, George. 1990. "On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark." International Monetary Fund, Working Paper Nr. 90/3.
- Världsbanken, 2011, "Multipolarity: Then New Global Economy". *Världsbanken*, Washington.
- Walter, Andrew. 2006. "Domestic Sources of International Monetary Leadership." Från Andrews, David M., (ed.) *International Monetary Power*, s. 51-71, Cornell University Press, Ithaca.
- Warnock, Francis E. 2010. "How Dangerous Is U.S. Government Debt?" Council on Foreign Relations. Tillgänglig på Internet: <http://www.cfr.org/financial-crises/dangerous-uzsz-government-debt/p22408> (Hämtad 2014-04-15).
- Williamson, John. 2009. "Understanding Special Drawing Rights." Peterson Institute for International Economics, Working Paper Nr. 09-11.
- Wolframalpha. 2014. "Global GDP". Datan hämtad från Världsbanken, World Development Indicators. Tillgänglig på Internet: <https://www.wolframalpha.com/input/?i=global+gdp> (Hämtad 2014-05-28).
- Yam, Joseph. 2011. "A Safe Approach to Convertibility for the Renminbi." Institute for Global Economics and Finance, Chinese University of Hong Kong, Working Paper Nr. 5.