

Kan BRICS+ udfordre USD's globale dominans?

Juli måned markerede bl.a. 80 året for Bretton Woods aftalerne. Siden da har USD været verdens førende reserve- og afregningsvaluta. Det giver USA politiske og finansielle fordele, som mange lande og unioner har forsøgt at overtage, men endnu uden held. BRICS+ er den økonomisk og befolkningsmæssigt hidtil største udfordrer, der kan få medvind fra den stigende "trade fragmentation" (øgede handelshindringer m.v.). Det kræver dog, at BRICS+ bliver politisk stærkere end i dag, for normalt skal der både en ydre fjende og en indre samhørighedsfølelse til, før stater er villige til at afgive finans- og pengepolitisk suveræniteten. Men hvis projektet lykkes, kan det ændre markant på global finansiell dynamik.

AF FORFATTER



Henrik Kraft Scharling

Investor & bestyrelsesmedlem
fhv. virksomhedsejer & CEO m.v.
E-mail: henrik@kraftscharling.dk

Henrik har 30 års post graduate erfaring fra den finansielle sektor og især fra udenlandske UHNWI ejede virksomheder med kriseledelse, turnaround samt kapitalplacering.

Note: En anonym referee takkes for en række kommentarer til en tidligere version af artiklen.

Mange lande har forsøgt at udfordre USD's centrale betydning ...

Risiko er produktet af mulig effekt gange sandsynlighed. En risiko med meget stor effekt for vestens økonomier er, hvis USD's centrale rolle forsvinder. Sandsynligheden er dog meget lav for, at det sker, hvis historien er en rettesnor for fremtiden. Selvom mange lande og unioner har forsøgt at overtage USD's rolle, er ingen endnu lykkedes.

For tiden giver emnet dog anledning til debat, der kan stige til oktober, når BRICS+¹ afholder deres årlige konference. Hér forventer de bl.a. at afsløre nærmere detaljer omkring deres centrale projekt: En fælles udstedt valuta, der skal fungere som deltagerlandenes primære afregnings- og reservevaluta.

Der er flere udviklinger, der kan øge mange landes interesse for optagelse i BRICS+. Det gælder især "trade fragmentation" tendenserne, der sænker de globale vækstudsigter på længere sigt, jf. Verdensbanken 2023. Alliancer er den væsentligste måde, som de fleste lande kan beskytte sig mod denne risiko for tab af eksport eller forsyninger.

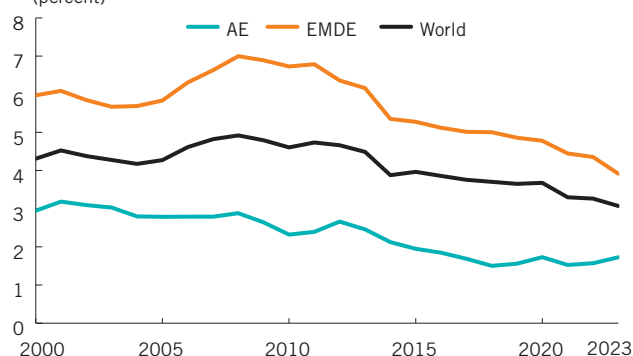
Faldet i outlook vil især ramme udviklingslandene, jf. figur 1 samt Gita Gopinath 2023, bl.a. fordi disse lande har den laveste selvforsyning af færdigvarer samt er mest afhængige af udenlandsk funding, jf. BIS 2024. Det er derfor ekstra risikabelt for disse lande at stå uden for frihandelsaftaler og bredere unioner. Desuden har mange udviklingslande en politisk skepsis mod Vesten og særligt USA, som de ofte mener blander sig i deres interne anliggender samt bruger USD dominansen som illegitimt finansielt våben.

Derfor er det værd at overveje, om BRICS+ har timingen med sig til at udfordre USD's centrale betydning. Først er det dog værd at perspektivere, hvorfor det er så attraktivt at være

FIGUR 1: Siden Covid er outlook for vækst faldet, især i udviklingslandene

Medium-term growth forecast

(percent)

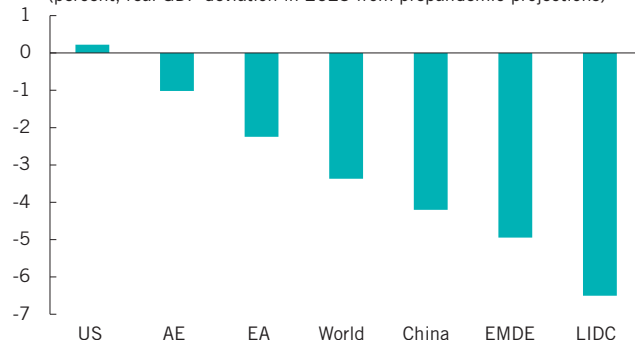


Sources: IMF World Economic Outlook, and IMF staff calculations

Note: The years on the horizontal axis refer to the year for which a forecast is made. 2000-2022 use April World Economic Outlook vintages, and 2023 uses October vintage.

Scarring

(percent, real GDP deviation in 2023 from prepandemic projections)



Sources: IMF World Economic Outlook, and IMF staff calculations

Note: "Prepandemic projections" refers to those in the January 2020 World Economic Outlook Update. AE=advanced economies, EA=euro area; EMDE=emerging market and developing economies; LIDC=low income developing countries.

udsteder af verdens førende afregnings- og reservevaluta, og hvad der skal til for at overtage den rolle, samt dernæst hvad BRICS+ nærmere er, og hvor langt de er kommet i deres plan.

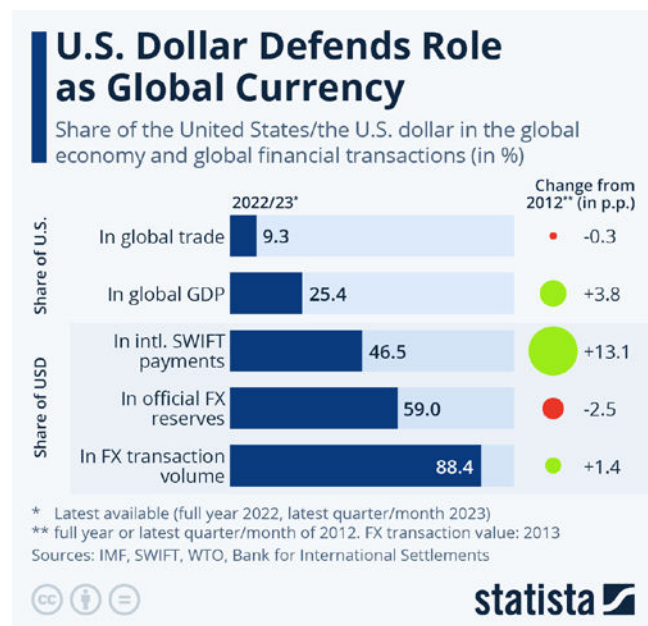
... fordi det giver store finansielle fordele ...

I løbet af de sidste 400 år har flere valutaer på skift været globalt førende, som f.eks. det britiske Pund, den hollandske Florint og den spanske (sølvbaserede) Real, jf. Gary Gensler 2023.

- For det britiske Pund og for den spanske Real var der især

1. BRICS+ er sammenslutningen af oprindeligt Brasilien, Rusland, Indien, Kina og Sydafrika, se senere

FIGUR 2: USD er central som både reserve- og afregningsvaluta



sammenhæng til deres økonomiers størrelser samt deres globale militære og politiske udstrækning.

- For den hollandske Florint var det snarere et resultat af en økonomisk og politisk kontinuitet, der gav andre lande tillid til landets finansielle system og dermed valuta. Derfor foretrak de at låne fra Holland samt at afregne med 3. lande i Florint.
- For alle tre lande var der et positivt feedback loop fra at være globalt førende reservevaluta, fordi de kunne systemisere sig med andre lande. Dermed blev deres cykliske op- og nedture bl.a. mindre, og deres globale indflydelse større, jf. Ray Dalio 2021.

Siden Bretton Woods aftalerne i 1944 og herunder indførslen af petrodollaren har USD været den globalt førende afregnings- og reservevaluta, jf. figur 2. For det første afregnes i USD i halvdelen af alle SWIFT overførsler, dvs. i internationale overførsler mellem de 11.000 deltagende banker fra 200 lande. Desuden er 59% af alle centralbankers reservevalutaer netop USD og endelig indgår USD som enten tæller eller nævner i 88% af alle valutakryds afregninger. Den store brug af USD sker således, selvom USA's økonomi "kun" udgør 25% af globalt BNP og, selvom USA kun er involveret i 9% af international handel.

I 1965 beskrev Frankrigs finansminister (og senere præsident) Valéry Giscard d'Estaing USD's globale centrale rolle som et "exorbitant privilegium". Derfor var det netop også USA's monetære setup, som han forsøgte at eftergøre i sin senere rolle som "Euroens arkitekt".

Der er dog uenighed om, hvor stort privilegiet er i praksis. I princippet giver det en monetær systemisk bund under USD, herunder:

- 3. landes afregninger og lån i USD giver disse lande en interesse i at sikre, at valutakursen forbliver relativt stabil.
- Når USA kan afregne sin import i sin egen valuta, bliver det

desuden mindre vigtigt, om landet har over- eller underskud på handelsbalancen.

- Når andre lande køber USD som reservevaluta stabiliserer det USD's kurs og svarer til et rentefrit lån til USA. Det giver typisk rigeligt med købere til amerikanske statsobligationer.
 - Ifølge et relativt konservativt estimat fra NBER, betyder det, at det amerikanske statsunderskud mindst har kunnet øges med ekstra 30%, jf. NBER 2024. Tidligere har analytikere peget på, at det privilegium snarere er omkring 100%.
 - Ray Dalio har f.eks. formuleret det således: "The United States' greatest power comes from having the world's leading reserve currency, which gives the US enormous buying power because it gives it the ability a) to print the world's money and have it widely accepted abroad and b) to control who gets it. The United States is at risk of losing its reserve currency status".
 - Den tidligere chef for Fed, Ben Bernanke, anser dog den samlede finansielle værdi for USA som mere symbolsk end reel, jf. Brookings 2016.

... samt politiske fordele

Den finansielle fordel er, jfr. Ray Dalios punkt b) ovenfor, støttet af den mere politiske fordel, der kommer fra at have bestemmende indflydelse over det globale interbank system SWIFT. Dette har bl.a. muliggjort indefrysningen af halvdelen af Ruslands valutareserver i EuroClear i Bruxelles, og er forudsætningen for en stor del af sanktionerne mod Rusland og mod f.eks. Iran og Nordkorea.

Når lande således bruger USD som valuta til enten reserver eller afregning, giver det en indirekte accept af USA's globale indflydelse. Når de modsat er ophørt med at bruge USD, har det ofte afspejlet deres dybere politiske strategier.

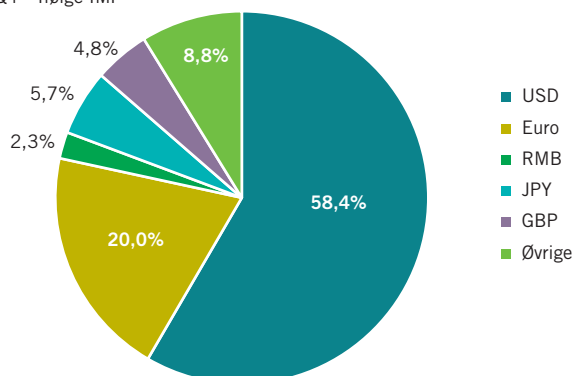
- Rusland og Kina halverede f.eks. deres brug af USD i indbyrdes handel fra 90% i 2015 til 46% i 2020. Trumps handelskrig overbeviste Kina om, at det var mere attraktivt at afregne i andet end USD.
- Da Rusland annekterede Krim i 2014, truede UK og USA med at afskære Rusland helt fra SWIFT. Hvis det var sket fra den ene dag til den næste, kunne det have sendt Rusland i default.
 - Siden 2014 har Rusland opbygget en alternativ elektronisk infrastruktur ved navn NPSK, National Payment Card System, samt har opbygget SPFS, der er det nationale system til finansielle oplysninger og meddelelser. Siden 2019 er de integreret med Irans SEPAM system samt åbnet for bl.a. tyrkiske og mellemøstlige banker. Det er således et alternativ til SWIFT.
 - I løbet af 2017 trappede Rusland helt ud af USD som reservevaluta, jf. Liu 2022.
 - Senest har Kina i 1. kvartal 2024 øget deres frasalg af amerikanske statsobligationer.

Hvis Kinas RMB kan overtage USD's rolle som førende reservevaluta, falder risikoen for en gældskrise hér derfor markant. Det vil nedsætte risikoen fra den nuværende økonomiske redningsplan væsentligt, jf. Scharling 2023/5.

Modsat vil et tab af USD-privilegiet kunne give USA finansielle udfordringer, for USA er pt. udfordret af en kraftigt

FIGUR 3: Trods fald i de senere år er USD stadig den førende reservevaluta

Brug af reservevalutaer
2023Q4 - Ifølge IMF



stigende statsgæld, der er forværret af rentestigningerne siden 2022. Federal Reserve (Fed) har købt store dele af statsobligationerne, og ruller derfor store urealiserede kurstab foran sig. Fed er således i en usædvanlig situation, og derfor er det i USA's interesse at forsvare USD's rolle.

Det er dog både svært og dyrt at overtage USD's rolle ...

Men der skal meget til, før RMB kan overtage USD's rolle. I praksis er det f.eks. umuligt for PBoC "blot" at købe sig til øget brug af RMB som reservevaluta. Det vil bl.a. kræve, at man tilbyder markant højere renter end Fed's, jf. New York Fed 2024. Afhængigt af markedets vurdering af finansiel og geopolitisk risiko ved Kina skal rentespread (risikopræmien) til den nuværende reservevaluta USD typisk overstige 100-200 bp, før det for alvor kan få andre lande til at flytte deres valutaeserver. I dag ville det f.eks. betyde, at Kinas MLF rente skal stige fra 250 bp til 625-725 bp, fordi den amerikanske FFR er på 525 bp. Det vil være katastrofalt for Kinas økonomi, hvis renten næsten 3-dobles, for Kina er i dag især udfordret fra en overdreven gældsætning på samlet næsten 300% af BNP.

Derfor skal der noget større til, for at udfordre USD som førende reservevaluta, jf. figur 3.

Det er heller ikke lykkedes for hverken EU eller Kina at ændre på afregningsdelen af USD dominansen trods mange års forsøg.

- Generelt denomineres meget få råvarer f.eks. i Euro eller i RMB, især fordi de store og mest likvide råvarebørser er knyttet til USA.
- Desuden er RMB ikke fri men tværtimod underlagt kontrol fra PBoC. Kina har forsøgt at indføre kompenserende tiltag som f.eks. etablering af den Kina-styrede Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB), Belt and Road Initiative (BRI) siden 2013, Petroyuan olie futures på Shanghai Exchange siden 2018, blockchain-baserede selv-eksekverende kontrakter samt en markant stigning i antal, størrelse og længde af currency swaps, jf. Liu 2022 samt Scharling 6/2023. Men endnu uden væsentlig effekt.

Der skal således meget til for at bryde verdens dybere tillid til USD og til USA's geopolitiske indflydelse.

FIGUR 4: I følge Atlantic Council er kun Euroen en reel udfordrer til USD's globale dominans

	USD	EUR	GBP	JPY	RMB	INR	RUB
A sizeable domestic economy	●	●	●	●	●	●	●
Importance of the economy in international trade	●	●	●	●	●	●	●
Size, depth, openness of the financial markets	●	●	●	●	●	●	●
Convertibility of the currency	●	●	●	●	●	●	●
Use of the currency as a currency peg or anchor	●	●	●	●	●	●	●
Stable domestic macroeconomic conditions and policies	●	●	●	●	●	●	●

... og kræver især tillid fra andre

Hverken historien eller litteraturen giver entydige svar på, hvad det kræver, for det er ultimativt et spørgsmål om tillid, og tillid er ingen endnu lykkedes med at sætte på simpel formel. Generelt handler tillid hér dog om, at valutaen skal være omsættelig, dvs. likvid og fri. Dét kræver typisk en stor økonomi, store og likvide finansielle markeder samt en stabil politisk ledelse, der bygger på retsstats-principper og således giver tillid til, at love og aftaler følges, f.eks. at lån tilbagebetales. Desuden kan positive feedback loops påvirke, f.eks. når andre lande har så stor tillid til valutaen, at de vælger at have et "peg" til den. Vi skæver generelt til de, som vi føler ligheder med, når vi afgør vores egen tillid til tredjeparter.

Tænketanken Atlantic Council vurderer, at det kun er Euroen, der reelt kan udfordre USD, jf. figur 4. Her er det vigtigt at huske, at landene bag Euroen endnu ikke har ambitioner om at overtage USD's dominans, men blot gradvist at øge deres egen indflydelse. Ifølge Emmanuel Macron har EU bl.a. ikke "strategisk autonomi", jf. Macron 2024, fordi EU har for stor knaphed på råstoffer (inkl. energi) og har for svage forsyningskæder, samt er militært afhængige af NATO og USA. Tilsvarende er Olaf Scholz' "Zeitenwende", jf. Scholz (2022), en langsom og langsigtet proces uden klare finansielle mål.

Skal USD's dominans derfor udfordres, er det mest realistisk, hvis det sker fra en alliance af lande snarere end fra et enkelt land. Dét vil desuden være i tråd med den historiske erfaring, hvor både Florint og Real blev afløst af alliancer af lande/valutaer. Brugen af reservevalutaer har været klare finansielle markører for globale magtbalancer.

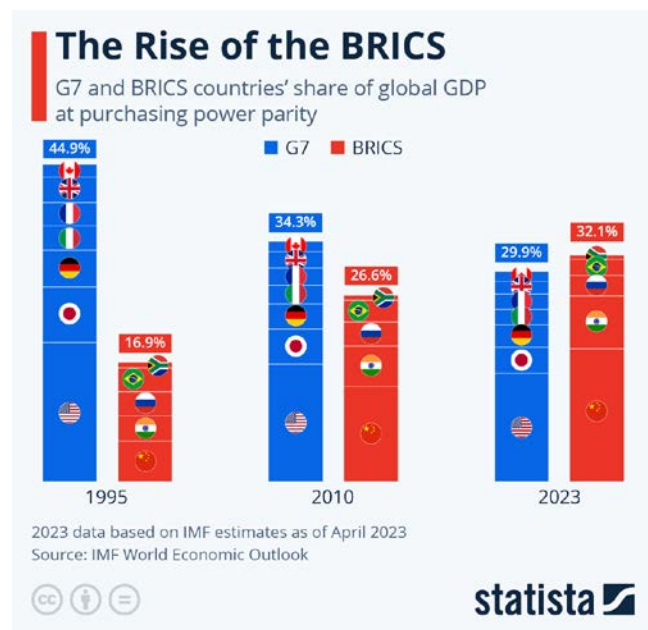
I dag er BRICS+ det eneste seriøse bud på en sådan udfordrer.

BRICS+ er verdens største union ...

BRICS+ er en sammenslutning af oprindeligt fem store lande hhv. Brasilien, Rusland, Indien, Kina og Sydafrika, der tilsammen repræsenterer +40% af verdens befolkning og knap en fjerdedel af verdens BNP.

Alle de 5 oprindelige medlemslande har lavere BNP/capita end nogen af G7 landene. Men målt på købekraft er deres samlede økonomier større end G7. Desuden er de i kraftig vækst modsat G7, jf. figur 5.

FIGUR 5: BRICS landene udgør en stigende andel af global BNP, især når der måles på købekraft (PPP)



BRICS+' formål er at fremme økonomisk samarbejde og vækst samt, at styrke deltagernes indflydelse på global politik og økonomi. Udgangspunktet er således en politisk og finansiel unionstankegang. Dermed var frihandelsaftaler ikke udgangspunktet, de blev et efterfølgende produkt.

I januar i år blev BRICS formelt til BRICS+ da Egypten, Etiopien, Iran, Saudi Arabien og UAE blev optaget. Det øgede BRICS+' geopolitiske potentiale. For eksempel steg andelen af global råolieeksport fra 15% til 36%, og i dag står medlemslandene bl.a. for 51% af global sojabønne eksport, 42% af global ris eksport, 51% af magnesium eksport og 53% af grafit eksport, jf. Banque de France 2024.

Udvidelsen øgede modsat også Vestens anstrengelser for at skabe samarbejdsaftaler med flere råstofkritiske lande, inden disse blev optaget i BRICS+, se senere.

At netop de 5 lande blev optaget samtidig i BRICS+ antyder dog, at samarbejdet vil forblive forholdsvist løst i en del år frem.

- Egypten og Etiopien balancerer på kanten af konflikt pga. opdæmninger af Nilen, der truer Egyptens vandforsyning (dvs. eksistens).
- Saudi Arabien har bl.a. haft brudt alle diplomatiske forbindelser med Iran mellem 2016 og 2023, ligesom Den Arabiske Liga typisk har handlet imod Irans interesser.
- Desuden har UAE overtaget rollen som långiver til en del af de lande, der søger at bryde med Kinas BRI. UAE betinger ofte, at disse lande først får gældssaneringer fra BRI lån, før UAE vil træde til. Til Kinas stigende irritation.
- Endelig er forholdet mellem de to største BRICS+ lande, Indien og Kina, alt andet end tillidsfuldt. De har forskellige geopolitiske interesser og er ofte uenige i både FN og i G20 sammenhæng.
- Samlet har de fleste af de 10 medlemslande fundamentalt forskellige økonomiske og strategiske udfordringer, der ofte går på tværs af hinanden.

- Mens Kina, Saudi Arabien og UAE har nogle af verdens største valutareserver, har Sydafrika, Etiopien og Egypten f.eks. modsat optaget store lån i IMF og hos BRI.
- Saudi Arabien, UAE, Rusland og til dels Iran og Brasilien er meget store olieeksportører og har derfor interesse i høje energipriser. Det modsatte gælder for Kina, Indien og Egypten.
 - Indien, Egypten, Etiopien, Brasilien og Sydafrika har meget store årgange på vej ind på arbejdsmarkedet modsat de øvrige lande.
 - Endelig er der stor spredning i velfærd og indkomster. Målt på købekraft er BNP per capita f.eks. 25 gange så stort i UAE, som det er i Etiopien.
 - Kina er den største, mest sofistikerede og diversificerede økonomi i BRICS+ og udgør bl.a. 62% af samlet BNP for BRICS+.

Så forskellige strategiske og økonomiske interesser kan gøre det svært at finde den indre samling.

... og oplever stigende interesse

Den globale interesse for BRICS+ er dog steget i takt med, at verden er blevet mere multipolær. Over de seneste år har mere end 40 lande udtrykt interesse for optagelse herunder Indonesien, Argentina, Egypten og Kazakhstan.

- Argentina afmeldte sig dog igen, da Javier Milei blev præsident i december 2023. Milei ønsker at afskaffe Pesoen til fordel for USD.
- I oktober 2023 meddelte Indonesien tilsvarende, at de havde brug for en tænkepause. Den blev i februar i år vekslet til en hensigtserklæring om indmeldelse i OECD i stedet.

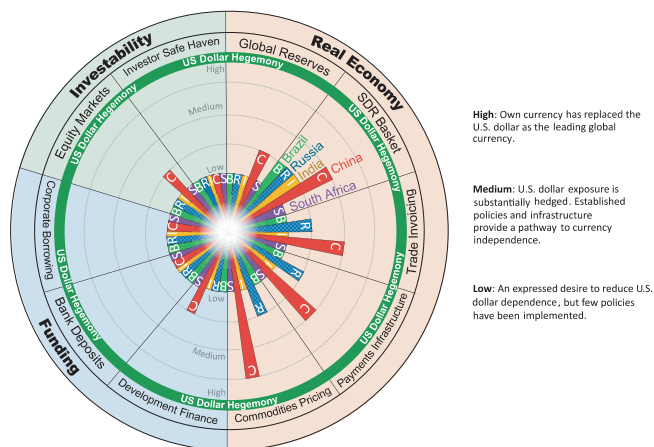
Men for mange lande er BRICS+ den mest attraktive union at søge optagelse i pga. adgangen til det store indre marked, som det tilbyder. I dag er det dog ofte også den eneste mulighed, efterhånden som alternativer som f.eks. ECOWAS og Mercosur mister indflydelse og dermed relevans fra hhv. Sahel konflikterne samt Argentinas kursskifte siden Mileis tiltræden.

Endelig stiger BRICS+' relevans i takt med, at Kinas FDI flow til Afrika er faldet. I 2022 var samlet flow f.eks. på blot 10% af niveauet i 2016, jf. Scharling 6/2023. Mange ansøgerlande ser således BRICS+' egen bank, New Development Bank (NDB), som deres eneste alternativ til BRI ud over USA's og EU's PGII. Når verden opdeler sig (fragmenterer), stiger vigtigheden af stærke forsyningskæder for både varer og for funding.

Momentum er steget efterhånden som visionen er blevet udvidet. Blandt de oprindelige BRICS medlemmer var det (officielt) kun Sydafrika og Brasilien, der fra starten insisterede på at etablere egen valuta.

- Brasiliens Lula da Silva udtalte bl.a. i 2019, mens han var ekspræsident: "BRICS was not created to be an instrument of defense, but to be an instrument of attack, so we could create our own currency to gain independence from the USD in our trade relations".
- Officielt var Rusland til at begynde med skeptiske over for en BRICS valuta. Putin udtalte ifølge TASS i 2021 at "Russia did not want to give up the dollar as the reserve currency or means of payment, but it was forced to do so".
- Også Kina var officielt længe imod at skabe en BRICS valuta, og foretrak i stedet at bruge IMF's SDR som reservevaluta. Kina blev optaget i IMF's SDR kurv i oktober

FIGUR 6: Der er lang vej endnu, før BRICS+ bliver investeringsmæssigt attraktivt



2016, selvom RMB langt fra opfyldte kriteriet om at være fri. Kina garanterer i dag for 12% af SDR.

- Indien var indtil for nylig fortalende for uændret brug af USD, og er stadig i dag skeptisk omkring fordelene ved at skifte fra USD.

Men landene var fra starten af enige om værdien i at øge deres globale indflydelse gennem investeringer i udviklingslande ved at etablere NDB. Deres samlede garantier var det, der førte til, at banken fik en rating på AA+ fra Fitch og fra S&P. Den rating er højere end nogen af de oprindelige BRICS landes isolerede ratings.

Tillid er en følelse, som tager tid at opbygge. Ud over indre samling kræver tillid ofte, at hver enkelt part føler, at de får mere ud af at deltage i et fællesskab, end de afgiver. Men for at indfri målet om at udfase brugen af USD jf. Johannesburg deklARATIONEN fra 2023 vil medlemslandene på sigt blive forpligtede omkring fælles valuta og om finansiel infrastruktur ligesom i EU f.eks. Men BRICS+ er stadig en fleksibel og uformel sammenslutning uden gensidige forpligtelser. På langt sigt skal der mere til end "blot" et problematisk alternativ (Vesten) for at fastholde det indre unionsmomentum og det finansielle samarbejde.

BRICS+ risikerer således at miste indre enighed, så snart det bliver konkret og forpligtende.

BRICS+' plan for af-dollarisering er endnu uklar ...

Der er ikke en offentligt tilgængelig plan for alle de del-elementer, som BRICS+ forventer at benytte. I første omgang fokuseres dog på at af-dollarisere ved afregninger mellem landene. Eksempler er bl.a.:

- Siden januar 2023 har Saudi Arabien accepteret betaling for olie i andre valutaer end USD.
- Siden 2022 har Rusland accepteret betaling for olie til Indien i Rupee.
- Kinas kraftigt stigende brug af valutaswaps, jf. Scharling 6/2023.

Det store skridt vil dog være, når landene begynder at anvende en fælles valuta som først afregnings- og derpå reservevaluta. Det vil kræve indirekte afgivelse af statsuveraniteter f.eks. penge- og finanspolitik, samt vil medføre indirekte garantier overfor de øvrige medlemslande. Hvis et BRICS+ land, som f.eks. Kina, således er finansielt overgearret, kan et kollaps her trække de øvrige medlemmers økonomier med ned. Der er næppe mange deltagerlande, der er indstillede på det.

Foreløbig har der været forsøgt bl.a. følgende initiativer, jf. figur 6.

Figuren fra 2022 viser, at der især har været fremskridt på områderne for finansiel infrastruktur og afregninger, mens der har været meget begrænset brug af hinandens valutaer som reservevalutaer og til gensidige aktie- og låneinvesteringer, jf. Banque de France 2024.

Teknologisk er der dog udviklet flere og mere avancerede alternativer til bl.a. SWIFT, som især Kinas CIPS (Cross-border Interbank Payment System). CIPS bygger på SWIFTs standarder, men har egen infrastruktur, der i princippet kan stå alene. Den er siden suppleret med den digitale eYuan herunder mCBDC protokollen. Desuden har Kina udviklet Unionpay systemet, der er verdens største detail system til kort betalinger, og som er udrullet i 181 lande.

- BRICS+ initiativerne rammer dermed ind i den globalt kraftigt stigende interesse for CBDC'ere, hvor 134 lande, svarende til 98% af globalt BNP, i dag udforsker emnet, jf. Atlantic Council. I midten af 2020 var det tal på blot 35 lande.
- Alternativt har Brasilien udviklet et detailsystem, Pix, der i dag har mere end 160 mio. brugere, og som iflg. Brasilien kan udrulles i hele BRICS+. Brasilien har senest foreslået G20 at udrulle systemet hér.

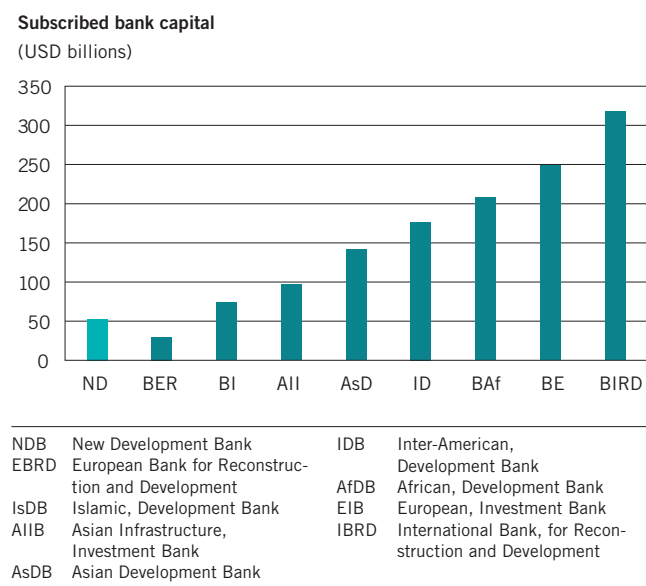
Desuden meddelte Yury Ushakov i marts, at BRICS+' planer om et detail betalingssystem baseret på blockchain teknologi er parat til lancering inden udgangen af 2024.

... måske fordi resultaterne hidtil har været beherskede

Til gengæld har der været skuffende små fremskridt omkring udlån og investeringer, f.eks.:

- Etableringen af NDB har ikke kunnet overtage udlånsrollen fra BRI trods forventninger herom. Det skyldes sandsynligvis, at banken drives mere kommercielt, og således vægter kreditværdighed tungere, end Kinas BRI gjorde. Endnu har NDB heller ikke hverken investeringsmandat eller garanti-sum nok til at kunne udvikle sig til at blive en konkurrent til IMF eller Verdensbanken, jf. figur 7.
- CRA (Contingent Reserve Arrangement) omfatter foreløbig kun de oprindelige 5 BRICS lande og har til formål at hjælpe ved finansielle kriser på linje med EU's ESM (European Stability Mechanism). CRA kan således yde korte og mellemlange kreditter ved betalingsproblemer for medlemslande. Alligevel blev CRA ikke benyttet af nogle af BRICS landene under Covid krisen. Enten er CRA betingelserne således ikke attraktive, eller også manglede der tilpas gensidig tillid mellem medlemmerne.

BRICS+' næste årsmøde er til oktober i Kazan i Rusland. Putin

FIGUR 7: New Development Bank er stadig relativt lille

Sources: Annual reports of the multilateral development banks cited (most recent data, i.e. 2023 for the NDB and IBRD; 2022 for the EBRD, IsDB, AIIB, AsDB, IDB, AfDB and EIB).

forventer at kunne præsentere en plan for øget samarbejde mellem bankerne, øget samarbejde mellem skatte- og toldmyndigheder samt en plan for udrulning og brug af en BRICS valuta.

Desuden er det uklart, hvordan en valuta vil blive dannet, ...

Trods megen tale om en fælles valuta, er der endnu meget få detaljer. Selvom teknologien til infrastruktur er langt fremme, skal den bagved liggende sikkerhed for valutaen afklares.

Det er sandsynligt, at den i så fald vil blive dannet og sikret via en blanding af guldindløselse og bredere fiat (tillid). Ingen af disse muligheder er dog attraktive i sig selv.

Guldindløselse, eller olieindløselse som Putin har foreslået, vil begrænse landenes deltagelse til hvor store beholdninger, de har i forvejen. Det vil hæmme især Egyptens, Etiopiens, Sydafrikas og Indiens interesse for valutaen, når de ikke kan veksle sig til den og vil derfor også køle mange ansøgerlandes interesse.

En direkte fiat baseret valuta som f.eks. Euroen er også usandsynligt, for det vil kræve, at landene afgiver mere eller mindre direkte garantier for hinandens gældsniveauer og indskudsvalutaer.

- Det var af lignende årsager, at EU indførte konvergenskriterierne samt Vækst- og Stabilitetspagtens grænser for offentlig gæld vs. BNP på max. 60%.
- En stor del af BRICS+ landene, herunder den største økonomi Kina, vil få svært ved at opfylde lignende kriterier. Kinas samlede gæld er f.eks. faretruende stor.
- Desuden er det tvivlsomt, om Saudi Arabien og UAE ønsker, at deres meget store valutareserver skal gavne f.eks. egyptiske Pund, indiske Rupee eller etiopiske Birr.

Endelig skal den fælles valuta være fri for at være attraktiv som reserve- og afregningsvaluta. En fri BRICS+ valuta kræver, at

de underliggende garantier, især den største RMB, også er relativt frie.

- En fri RMB eller Rubel er usandsynligt, så længe Kinas økonomi er så følsom som nu, eller så længe Rusland er i krig og underlagt sanktioner.
 - Da Kina sidst gennemførte en devaluering i 2015, udløste det en systemisk reaktion, som der gik over et halvt år før, at Kina fik kontrol over, jf. Scharling 5/2023. I mellemtiden afstod samhandelslandene så vidt muligt fra at benytte RMB.
- Desuden skal der findes en midlertidig valuta indtil BRICS+ valutaen kan rulles fuldt ud, jf. OMFIF 2024. Denne valuta skal være fri og frit omsættelig i forhold til USD. Blandt de nuværende BRICS+ lande er det i dag kun tilfældet for saudiske Riyal og for UAE's Dirham, der begge har et "peg" til USD. Politisk er det usandsynligt for Saudi Arabien, hvilket kun efterlader UAE. Strategisk vil det dog betyde, at UAE lægger dele af sin finansielle skæbne i hænderne på de øvrige lande. Det er usandsynligt.

Det er derfor en meget langsom og tidskrævende proces at opbygge et reelt alternativ til USD.

... og der er meget, der kan bremse projektet

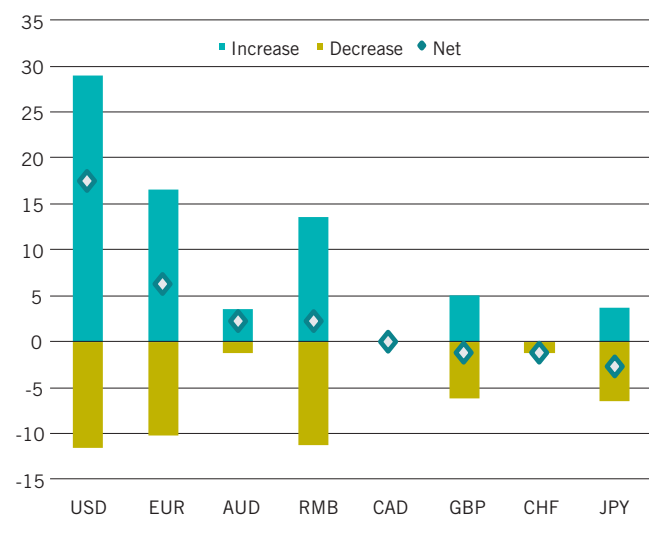
Der er nogle grundlæggende forhold, der kan spænde ben for videre udrulning:

- Mange BRICS+ lande mangler både ressourcerne og kapaciteten til at finansiere deres egne finansielle markeds infrastrukturer og instrumenter. De vil være nødt til at indordne sig især Kinas, der er de mest udviklede.
 - Kinas økonomi er samtidig så meget større end de øvrige landes, at det nemt kan føre til et dybt tab af finansiell suverænitet for de øvrige lande.
 - Mange udviklingslande har over de senere år netop forsøgt at trække sig fra finansiell afhængighed af Kina efter et årti med BRI lån.
- Den interne geopolitik indenfor BRICS+ og medlemmernes indbyrdes relationer med USA kan også gøre det svært at finde den dybere og nødvendige enighed, jf. tidligere.
 - Det kan svækkes yderligere, jo flere lande der optages i BRICS+, så længe samarbejdet er så løst som nu.
 - Jo flere lande der skal enes om de mere indgribende og gensidigt forpligtende emner, jo sværere bliver det at enes om suverænitetsafgivelser.
 - Noget lignende så vi illustreret ved Euroens dannelse, som f.eks. processen omkring Danmarks fire forbehold for Maastricht traktaten (Edinburgh aftalen).

Ét er den indre tillidsopbygning, noget andet er den ydre "fjende"

Hvis BRICS+ samarbejdet skal overtage USD's globale dominans, skal medlemslandene således kunne enes på et langt dybere politisk plan og igennem mange år. At udstede og bruge den fælles BRICS+ valuta kræver stor politisk tillid til hinanden og til hinandens økonomier og finansielle disciplin.

- Politisk tillid kan bl.a. blive udfordret, hvis Rusland øger sin offensive geopolitik (f.eks. over for Polen eller de baltiske lande), eller hvis Kina f.eks. invaderer Taiwan.
- Økonomisk og finansiell tillid vil også tage mange år at

FIGUR 8: Reserveafdelingerne hos de store centralbanker øger deres USD eksponering pt.

opbygge, så længe flere lande har overgearedede økonomier, som f.eks. Kina.

- Desuden vil de øvrige BRICS+ lande skulle acceptere, at størstedelen af samarbejdet udgøres af Kina, der ønsker, at det skal afspejles i deres indflydelse. Det vil især Saudi Arabien, UAE og Indien modarbejde.

Selvom der mangler enighed blandt BRICS+ medlemmerne om formålet og udstrækningen med samarbejdet, bygger samlingen i dag især på medlemslandenes modstand mod alternativet USD og den deri indbyggede accept af USA's globale rolle. Hvis BRICS+' momentum derfor skal stige, skal tilliden til den "ydre fjende" falde yderligere end i dag.

Dét er til gengæld tænkeligt. For det første overvejer USA og EU pt. konfiskation af Ruslands indefrosne valutareserver, men især går Donald Trump f.eks. til valg på reduceret globalisme ("America first") samt accelererede handelskrige mod både Kina og EU (øget fragmentering). Desuden advokerer hans vicepræsidentkandidat, JD Vance, kraftigt for en markant svækkelse af USD (konkurrenceevne). Trump har gode chancer for at blive valgt, og vælges han ikke, risikerer USA's indenrigspolitik at blive tumultarisk, jf. CFR 2024. Både demokraterne og især Trump går endelig til valg på løfter om fortsat stort ufinansieret statsunderskud (skattelettelser). Det kan presse USA's kreditrating og vil reducere USD's generelle reserve-attraktivitet (øget usikkerhed om værdien, dvs. kursen).

Samlet kan det måske rokke ved andre landes tillid til USD's indre værdi. Men det er usandsynligt, at det kan rokke nok på kort sigt, for Trumps første præsidentperiode fjernede ikke USD's globale dominans. Foreløbig vurderer reserveafdelingerne hos nogle af verdens største centralbanker desuden tværtimod, at USD's attraktivitet som reservevaluta stiger, jf. figur 8.

Hvis USD's rolle derfor skal falde, vil det ske langsomt og over en lang årrække. Det vil starte fra faldende 3. parts afregninger i USD. Det giver USA og EU tid til at dæmme op, f.eks. ved at promovere IMF's SDR som global reservevaluta. SDR har Vesten samt Japan og Kina som garanter og giver således

en større samlet kredittsikkerhed end BRICS+ valutaen. Det gør samtidig Bretton Woods institutionerne IMF og Verdensbanken mere centrale og gavner dermed USD, fordi USA er hovedgarant for SDR (43%).

Øgede mandater til IMF og Verdensbanken er i øvrigt netop, hvad Janet Yellen har forsøgt i de seneste år med henvisning til behovet for at forankre finansieringen af globale klimaomstillinger.

Desuden ville SDR som global reservevaluta være i tråd med, hvad både Keynes og Robert Mundell argumenterede for i deres levetider. Men sker det, kan det give et markant skifte i global politisk og finansiell dynamik.

Tillid er forbundet med forudsigelighed og med magt, dvs. evnen til at ændre adfærden hos en anden person eller gruppe, jf. Huntington 1996.

Litteraturliste

- Atlantic Council, 2024: *Dollar Dominance Monitor*, web page: <https://www.atlanticcouncil.org/programs/geoeconomics-center/dollar-dominance-monitor/>.
- Banque de France, 2024: *Expansion of BRICS: what are the potential consequences for the global economy?*, Bulletin nr. 250, Article 2.
- BIS, 2024: *Towards liquid and resilient government debt markets in EME's*, graph 3, BIS Quarterly Review, March 2024.
- Brookings, 2016: *The dollar's international role: An "exorbitant privilege"?*, kommentar fra Ben Bernanke, januar 2016.
- Carnegie, 2023: *The Difficult Realities of the BRICS' Dedollarization Efforts – and the Renminbi's Role*. Artikel af Robert Greene til Carnegie Endowment for International Peace, december 2023.
- CFR, 2024: *Conflicts to Watch in 2024*, Council on Foreign Relations, januar 2024.
- Dalio, Ray, 2021: *Principles for Dealing with the Changing World Order – Why Nations Succeed or Fail*, Simon & Schuster.
- Gensler, Gary, 2023: *"Exorbitant Privilege: Responsibilities and Challenges"*, tale til Council on Foreign Relations af formand for US Securities and Exchange Commission Gary Gensler, 4. december 2023.
- Gopinath, Gita, 2023: *Cold War II? Preserving Economic Cooperation Amid Geoeconomic Fragmentation*, Tale den 11. december 2023.
- Huntington, Samuel, 1996: *Civilisationernes sammenstød*, bog, People's Press.
- Liu, Zongyuan Zoe, 2022: *Can BRICS De-dollarize the Global Financial System?*, Cambridge University Press.
- Macron, 2024: *Europe speech*, tale af Emmanuel Macron ved Sorbonne universitetet d. 25. April 2024. <https://www.elysee.fr/en/emmanuel-macron/2024/04/24/europe-speech>
- NBER, 2024: *Exorbitant Privilege and the Sustainability of US Public Debt*. Working paper fra bl.a. Jason Choi og Diego J. Perez, National Bureau of Economic Research, februar 2024.
- New York Fed, 2024: *Drivers of Dollar Share in Foreign Exchange Reserves*, staff report nr. 1087 af Linda S. Goldberg og Oliver Zain Hannaoui, Marts 2024.

- OMFIF, 2024: *New Brics members could provide much-needed vehicle currency*, artikel af Herbert Poenisch, Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF), Februar 2024
- Scharling, Henrik, 2023: Er Kinas økonomi i alvorlige problemer? *Finans/Invest*, 5/23, s. 28-35.
- Scharling, Henrik, 2023: Er Kinas Belt and Road Initiative i problemer? *Finans/Invest*, 6/23, s. 27-35.
- Scholz, Olaf, 2022: *Resolutely committed to peace and security*. Tale af Olaf Scholz til Bundestag d. 27. februar 2022. <https://www.bundesregierung.de/breg-en/news/policy-statement-by-olaf-scholz-chancellor-of-the-federal-republic-of-germany-and-member-of-the-german-bundestag-27-february-2022-in-berlin-2008378>
- Verdensbanken, 2023: *Falling Long-Term Growth Prospects*, rapport, marts 2023.
- WEF, 2023: *We need a new Bretton Woods moment, says António Guterres. What was the original Bretton Woods and what did it achieve?*, World Economic Forum, marts 2023.
- World Economic Forum (WEF), 2024: *Economic growth: Everything you need to know from the #SpecialMeeting24*, Artikel fra Special Meeting on Global Collaboration, Growth and Energy for Development. ■

Danish Finance Institute Annual Conference 2024

Thursday, 10 October, 12.00 –
18.30, 2024,

Copenhagen Business School

Register now for the DFI Annual Conference 2024

This year's conference will cover selected topics within finance including a panel debate: "Climate Finance" in connection with climate crisis.

Meet leading academic experts and practitioners in finance and join the debate regarding climate finance

See the full program and register here:
www.dfiannualconference.cbs.dk



DANISH FINANCE
INSTITUTE