

## ALTERNATIVA SCENARIER FÖR DEN AMERIKANSKA UTVECKLINGEN

### BAKGRUND

De senaste årens konsumtions- och investeringstillväxt i amerikansk ekonomi har sannolikt varit högre än vad som är långsiktigt hållbart. Detta har bl.a. kommit till uttryck i ett positivt produktionsgap och ett kraftigt sparandeunderskott i den privata sektorn, vilket bidragit till ett stort bytesbalansunderskott. En återkommande fråga är hur och när dessa obalanser kommer att korrigeras.<sup>4</sup> Sedan årsskiftet har situationen varit särskilt svårbedömd. I denna fördjupningsruta diskuteras två alternativa scenarier som förekommer i debatten.

### SCENARIO MED SNABB ÅTERHÄMTNING (V-SCENARIOT)

Många bedömare anser att den nuvarande konjunkturedgången endast är av tillfällig natur och väntar sig en s.k. V-formad återhämtning där BNP inom ett par kvartal, dvs. förhållandevis snabbt, åter väntas öka i en takt kring den förmodade potentiella tillväxten. Det centrala antagandet i detta scenario är att organisatoriska förändringar, ny teknologi, ökad globalisering och en mer välavvägd ekonomisk politik har inneburit att den potentiella tillväxten ökat märkbart under senare år. Större delen av ökningen i arbetskraftsproduktiviteten under den senare hälften av 1990-talet bedöms vara av långsiktig karaktär.<sup>5</sup> Till följd av ekonomins ökade potentiella produktionsförmåga antas det positiva produktionsgapet vara förhållandevis litet. En tillfällig konjunktursvacka är således tillräcklig för att nå ett mer långsiktigt hållbart resursutnyttjande.

- 4 Till följd av landets demografiska struktur relativt andra i-länder kan det under en period vara motiverat med ett visst negativt nationellt sparande, dvs. ett underskott i bytesbalansen. I det fall avkastningen på investeringar är högre i USA än i andra länder är det också motiverat med en period av kapitalinflöden från omvärlden för att finansiera dessa investeringar.
- 5 Jämfört med den närmast föregående 20-årsperioden steg ökningstakten i produktiviteten med drygt 1 procentenhet under senare delen av 1990-talet. Enligt nya studier berodde ca 0,25 procentenheter på ökad total faktorproduktivitet i produktionen av datorer och ca 0,5 procentenheter på ökad användning av datorer. Ökad total faktorproduktivitet i övriga sektorer bidrog med drygt 0,4 procentenheter, vilket innebär att ca 2/3 av förändringen i produktivetstillväxt var resultatet av ökad total faktorproduktivitet. Se bl.a. Oliner, S. och D. Sichel, "The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?", Finance and Economics Discussion Series Paper 2000-20, Federal Reserve Board.

I detta scenario förutsätts att penningpolitiska lättnader gynnar aktiepriser och hushållens konsumtion. Så länge produktiviteten, och därmed lönsamheten, är högre i USA än i andra länder är det rimligt att anta att investeringarna i USA överskrider det inhemska sparatet, dvs. att bytesbalansen förblir negativ. I takt med att vinster och aktiepriser åter börjar stiga sker således enligt V-scenariot en snabb återgång till en stark och långsiktigt hållbar tillväxt i efterfrågan.

#### STAGNATIONSSCENARIOT (L-SCENARIOT)

Andra bedömare, som har en mer pessimistisk syn på konjunkturutvecklingen framöver, menar att hushåll och företag samt utländska placerare har haft en i grunden orealistisk bild av den amerikanska ekonomins potentiella tillväxt och därmed också av företagets framtida vinstutveckling och aktiepriser. Den starka produktivitetstillväxten under senare år är enligt denna syn till största delen cykliskt betingad och kommer således att bli väsentligt lägre när konjunkturen mattas av. Tillväxten bedöms under senare år ha överskridit ekonomins potential med bred marginal, varför ett ansevärt positivt produktionsgap har uppstått. Därmed krävs en period av väsentligt lägre tillväxt för att reducera överutnyttjandet av ekonomins resurser.

I detta scenario bidrar sjunkande framtidsförväntningar och fallande aktiepriser till att öka risken för att allt fler hushåll börjar anse sig ha en för hög skuld i förhållande till sin inkomst och förmögenhet. En ökad sparkvot och stigande arbetslöshet tillsammans med dämpade hushållsinkomster kan komma att medföra en kraftig avmattning av hushållens konsumtion. Det finns även en risk att företagen lider av överkapacitet och bl.a. därför upplever en ökad osäkerhet beträffande den förväntade avkastningen på investerat kapital. Därmed finns det risk för en utdragen period av svag investeringstillväxt.

Även om det finns skillnader kan en del paralleller dras med utvecklingen i Sverige och Storbritannien i slutet av 1980- och början av 1990-talen. Överoptimism och en stark kredittillväxt medförde där en kraftig ökning i tillgångspriserna samt en hög investerings- och konsumtionstillväxt. Samtidigt misslyckades den ekonomiska politiken med att dämpa överhettningstendenserna. Stora skulder byggdes upp i den privata sektorn och en korrigerande blev till sist oundviklig. Konjunkturedgången blev i båda länderna oväntat kraftig och återhämtningen tog lång tid.

Vissa andra bedömare menar att de stora sparandeunderskotten helt kommer att neutralisera den ekonomiska politiken i USA och drar t.o.m. paralleller med Japan under 1980- och 90-talen. Liksom i Japan anser de att börsen i USA är övervärderad. Skuldsättningen i den privata sektorn har också ökat förhållandevis mycket. Dessutom belastas sannolikt vissa branscher av tidigare överinvesteringar. En räntesänkning skulle enligt detta resonemang inte ge någon påtagligt stimulerande effekt på efterfrågan, eftersom ett lägre ränteläge kommer att användas till att förstärka balansräkningar hos såväl hushåll som företag. En sådan utveckling skulle kunna medföra en utdragen period av mycket svag tillväxt.

Samtidigt finns det viktiga skillnader länderna emellan. I Japan skedde överinvesteringar i traditionella industrier enligt ett system med allianser mellan banker, företag och politiker. Detta är en viktig orsak till de problem i såväl företags- som finanssektorn som existerar än i dag. De demografiska förhållandena är också betydligt gynnsammare i USA.

Sammanfattningsvis råder det en betydande osäkerhet kring den amerikanska utvecklingen framöver. Avgörande är främst den amerikanska ekonomins underliggande tillväxtförmåga. I det fall produktivitetstillväxten utvecklas snabbare än i omvärlden kan den amerikanska konjunkturedgången bli förhållandevis kortvarig, bl.a. till följd av att det penningpolitiska manöverutrymmet bör vara större, vinstutsikterna gynnsammare och bytesbalansunderskotten mindre bekymmersamma. Om den potentiella tillväxten däremot ligger mer i linje med den i Europa kan obalanserna i USA komma att medföra en betydligt mer utdragen period av svag tillväxt.

#### HUR PÅVERKAS SVENSK INFLATION AV EN TILLFÄLLIG KONJUNKTURAVMATTNING I USA?

Simuleringar i en modell för världsekonomin tyder på att om den amerikanska BNP-tillväxten blir 1 procentenhet lägre än vad som antas i inflationsrapportens huvudsce-  
nario leder detta, vid oförändrade nominella räntor i Sverige, till att den svenska inflationen mätt som årsgenomsnitt blir drygt 0,1 procentenheter lägre under första året och drygt 0,2 procentenheter lägre under andra året.<sup>6</sup> Den lägre inflationen beror främst på svagare exportefterfrågan och lägre internationellt pristryck.

6 NIESR:s modell NiGEM har använts för simuleringarna. NIESR står för National Institute of Economic and Social Research (London) och NiGEM står för National Institute Global Econometric Model.

Genomslaget på inflationen av en sådan störning kan dock bli större än modellsimuleringarna tyder på. Effekterna via de internationella efterfråge- och priskanalerna kan vara större än vad som indikeras av historiska samband. Dessutom kan effekterna förstärkas via kredit- och förtroendekanaler om tilltagande oro på de globala finansiella marknaderna leder till att finansiella institutioner, företag och hushåll ändrar sitt beteende.