

■ Globala obalanser och bytesbalansunderskottet i USA

BENGT PETTERSSON

Drivkrafterna bakom de stora och kvardröjande sparandeobalanserna i världen är många och komplicerade. De har sitt ursprung i såväl tillväxt-ekonomiernas starka framväxt som i den amerikanska ekonomin. Risken för att det sker abrupta anpassningar som får till följd mycket negativa effekter för världsekonomin har diskuterats under lång tid. En abrupt anpassning kan inte uteslutas och många ekonomer är därför oroliga för ett sådant scenario. Det finns dock också argument för att den utveckling vi hittills sett inte är uttryck för några egentliga obalanser utan drivits av hushåll och företag som på effektiva och globaliserade marknader varit framåtblickande och till största delen fattat rationella beslut.

Sammanfattning

De ökande under- och överskotten i olika regioners bytesbalanssaldo benämns ofta som "de globala obalanserna". USA:s bytesbalansunderskott har ökat snabbt de senaste åren och uppgick 2005 till drygt 6 procent av BNP. En stigande förmögenhet i USA har bidragit till ett minskat hushållssparande och företagens skulder ökade under 1990-talet till följd av stora investeringar. Dessutom har ett minskat offentligt sparande i början av 2000-talet, en hög potentiell tillväxt och ett större oljeberoende i ekonomin än i andra länder bidragit till utvecklingen. Bytesbalansunderskottet i USA motsvaras i hög grad av överskott i ett antal asiatiska och oljeproducerande länder. Investeringarna har i dessa regioner sammantaget varit återhållsamma och sparandet högt. Överskotten har bland annat placerats i amerikanska obligationer. Kapitalinflödet till USA har bidragit till låga amerikanska långa räntor vilket stimulerat konsumtionen. Inlödet kan sägas ha finansierat det amerikanska bytesbalansunderskottet.

Benämningen globala obalanser antyder att situationen inte är långsiktigt hållbar. Den kan indikera att hushåll och företag agerat irrationellt när de fattat sina beslut om konsumtion och investeringar. En del ekonomer anser därför att den anpassning, som många menar är ofrånkomlig,

blir abruptt med efterföljande stora negativa effekter på världsekonomin. Det finns dock många argument för att situationen är mer hållbar än så och att en korrigerings blir oproblematisk. Den anpassning av det amerikanska bytesbalansunderskottet som skedde under andra halvan av 1980-talet ledde inte till några tydliga negativa effekter på den globala ekonomin. Sedan dess har den globala frihandeln ökat, de internationella finansiella marknaderna avreglerats och globaliseringen tagit ytterligare fart. Därför är det i dag i betydligt högre grad än för 20 år sedan möjligt att finansiera investeringar och konsumtion genom utlandsupplåning. De fria kapitalrörelserna och betydligt större tillgång till information minskar risken för den typ av abrupta korrigeringar på finansiella marknader, utlösta av ohållbara kapitalregleringar, som tidigare förekommit. Mycket talar för att aktörerna i världsekonomin i huvudsak har agerat rationellt. Stabiliseringspolitiken har förbättrats globalt, inte minst i USA och inflationen är låg i ett historiskt perspektiv. Utvecklingen de senaste åren innebär också att sannolikheten ökat för en gradvis anpassning av de globala obalanserna. Det offentliga sparandet har ökat snabbt i USA, tillväxten har stärkts i Japan och Euroområdet och det finns tendenser till en mer flexibel växelkurspolitik i Kina.

Globala obalanser

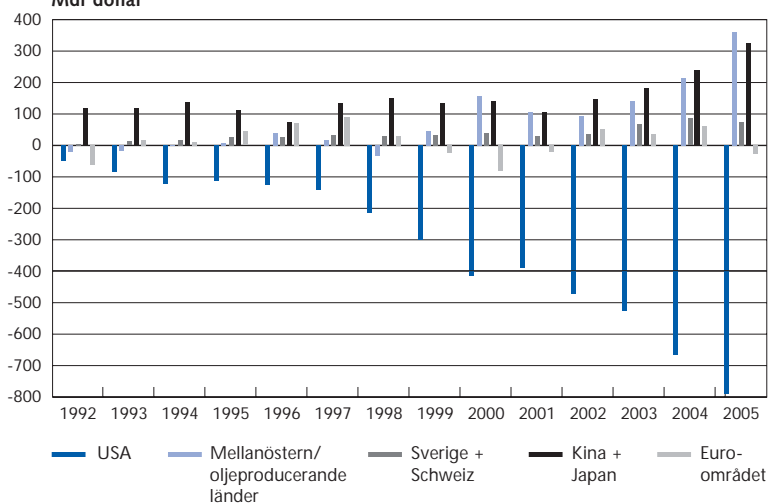
Det amerikanska bytesbalansunderskottet motsvaras till drygt 95 % av överskott i Kina, Japan, ett antal oljeproducerande länder och några små öppna ekonomier som Sverige och Schweiz¹ (se diagram 1). I euroområdet pendlar utrikeshandelsaldot omkring nollstrecket.²

I denna artikel används uttrycket globala obalanser då det är allmänt vedertaget. Uttrycket "globala obalanser" indikerar att det förr eller senare måste ske en anpassning till mer långsiktigt hållbara tillgångs- och skuldnivåer i världen. Det finns dock exempel på länder som har haft bytesbalansunderskott under en betydligt längre tid än den period USA

¹ För länderna som producerar och exporterar olja har bytesbalanserna påverkats positivt när oljepriset stigit. Det offentliga sparandet har ökat markant då regeringarna i dessa länder varit försiktiga med att använda oljepengar till inhemska investeringar och konsumtion. En stor del av överskotten från oljeproduktionen har i fjortio år ställt investerats i statliga oljefonder och på den amerikanska obligationsmarknaden. I Schweiz bidrar den finansiella sektorn, inte minst export av banktjänster, till ett överskott i bytesbalansen. För de största övriga positiva bidragen till världens bytesbalanssaldo står ett antal tillväxtekonomin i Asien. På grund av mätproblem summerar dock inte världens bytesbalanser till noll. Om man summerar saldona för utvecklade ekonomier och utvecklingsekonomin enligt IMF "World Economic Outlook" från september 2006, tabell 27 och 28, uppgick det totala saldöt 2005 till -61 miljarder dollar 2005. Detta motsvarar knappt 8 procent av USA:s bytesbalansunderskott.

² Inom euroområdet finns det dock stora skillnader mellan enskilda länder: Tyskland och Nederländerna har stora överskott, medan Frankrike, Italien, Spanien och Portugal har underskott.

Diagram 1. Bytesbalansen i några länder och regioner 1992–2005
Mdr dollar



Anm: Mellanöstern/oljeproducerande länder står här för Mellanöstern, Nordafrika, Norge, Ryssland och Venezuela.

Källor: IMF International Financial Statistics, IMF World Economic Outlook september 2006, maj 1998 och Rysslands centralbank.

haft ett bytesbalansunderskott.³ Avreglerade internationella kapitalrörelser och en ökad frihandel talar emot att en sådan anpassning blir abrupt.⁴ Det kan alltså inte uteslutas att obalanserna kommer att bestå en lång tid framöver.

Orsaker till att obalanserna uppstått

En analys av vad som ligger bakom det växande bytesbalansunderskottet i USA kan ta sin utgångspunkt i följande identitet:

$$CA = HS + BS - (G-T), \quad (1)$$

där CA = bytesbalansen, HS = hushållens nettosparande, dvs. sparande – investeringar, BS = företagens nettosparande och (G-T) = den offentliga sektorns nettosparande.⁵

³ Enligt statistik i OECD Economic Outlook 79, juni 2006, har Australien haft ett underskott sedan 1973 på i genomsnitt 4,1 % av BNP, Nya Zeeland sedan 1973 på 5,4 %, Grekland sedan 1975 (för Grekland finns i EO79 ej statistik för längre tillbaka i tiden än så) på 5,1 %, Mexiko sedan 1988 på 2,7 % och Storbritannien sedan 1984 på 2,0 %. Utöver dessa länder har ett antal nya medlemsländer i EU haft betydande underskott de senaste dryga 10 åren.

⁴ Argument i denna riktning återfinns längre fram i artikeln.

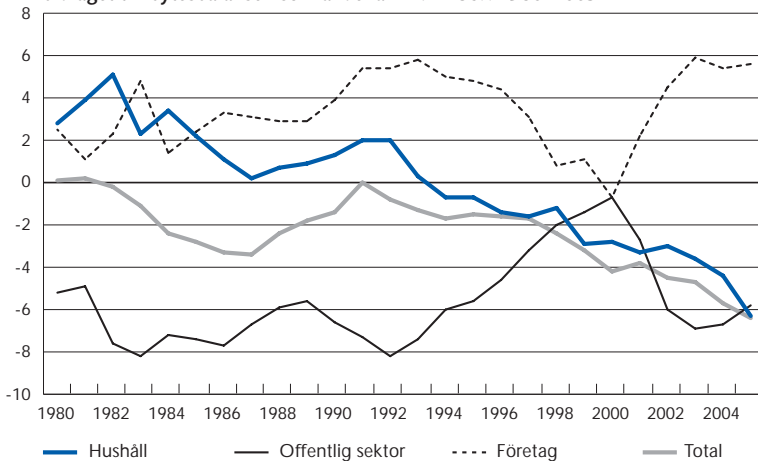
⁵ Det ska understrykas att den offentliga sektorns nettosparande i detta sammanhang inte ska jämföras med det som normalt menas med offentliga finanser och budgetsaldot. Nettosparandet utgör i detta sammanhang den offentliga sektorns nettosparande gentemot utlandet. Skillnaden i definitioner består bl.a. i hur u-hjälp och efterskänking av u-länders skulder och försvarsutgifter i utlandet bokförs. Det offentliga nettosparandet i termer av bidraget till bytesbalansen var 2005 –5,8 % av BNP. Den offentliga sektorns totala budgetbalans uppgick samma år till endast –3,7 % av BNP.

Enligt denna identitet skulle bytesbalansen i USA de senaste tjugofem åren delas upp i enlighet med diagram 2.

Det trendmässigt ökande underskottet i bytesbalansen sedan början av 1990-talet förklaras bland annat av ett sjunkande hushållssparande. Under 1990-talet bidrog också ett minskat nettosparande i företagen, orsakat av hög investeringstillväxt. Ett ökat sparande i den offentliga sektorn kompenserade delvis utvecklingen i den privata sektorn. Under lågkonjunkturen de första åren på 2000-talet ökade företagets nettosparande dramatiskt. Företagen höll tillbaka utgifterna för investeringar och arbetskraft samtidigt som intäkterna ökade när hushållens konsumtionsefterfrågan steg till följd av regeringens inkomstskattesänkningar. Samtidigt försämrades de offentliga finanserna. De senaste åren har dock de offentliga finanserna förbättrats betydligt till följd av den starka tillväxten samtidigt som företagets nettosparande stabiliserats på en hög nivå. Hushållens nettosparande har dock fortsatt att minska sannolikt till följd av en snabbt ökad förmögenhet.

Det är dock fel att enbart fokusera på utvecklingen i USA när man förklarar den amerikanska bytesbalansens utveckling. Underskottet motsvaras naturligtvis av ett överskott i genomsnitt i resten av världen. Det amerikanska underskottet kan sägas finansieras av ett sparandeöverskott i andra länder som investeras i amerikanska obligationer. Efterfrågan på obligationerna har pressat ned långa räntor vilket i sin tur bidragit till en fortsatt hög efterfrågan i den amerikanska ekonomin. Till följd av en ökad globalisering har produktionen av varor och tjänster i allt högre utsträckning kunnat ske i lågkostnadsländer för att sedan konsumeras t.ex. i USA.

Diagram 2. Hushållens-, företagens- och den offentliga sektorns nettosparande och bidraget till bytesbalansen som andel av BNP i USA 1980–2005



Källa: OECD.

Så länge dessa aktörer på världsmarknaden är nöjda med situationen sker inga abrupta anpassningar.

En viktig aspekt för de ökade globala obalanserna de senaste åren är det kraftigt stigande oljepriset. Detta gäller såväl den direkta effekten på utrikeshandeln, där nettoimportörers bytesbalanser påverkas negativt, som den indirekta effekten på olika länder beroende på om de kommit i åtnjutande av oljeproducenternas importefterfrågan. För att få en bredare bild av orsakerna bakom USA:s underskott kan identiteten i (1) skrivas om som:

$$CA^{USA} = S^{USA} - I^{USA} = I^{RW} - S^{RW} \quad (2)$$

där S och I står för nationellt sparande (privat + offentligt) respektive nationella investeringar. Identiteten säger att ett sparandeunderskott i USA måste motsvaras av ett sparandeöverskott i resten av världen (RW).

Det är uppenbarligen så att flera samverkande faktorer, såväl inhemska som utländska, har bidragit till det stora bytesbalansunderskottet i USA. I de följande avsnitten diskuteras dessa faktorer. De är ofta två sidor av samma mynt. Ett överskott i ett land/region motsvaras av underskott på andra håll. Beskrivningen blir därför till stor del olika aspekter av en och samma frågeställning. Nedan görs en genomgång mer i detalj av de vanligast nämnda orsakerna bakom de globala obalanserna.

Lågt sparande i USA (S^{USA}) och högt sparande i Asien och oljeproducerande länder (S^{RW})

Ökningen av bytesbalansunderskottet i USA på 1990-talet skedde samtidigt som budgetsaldot förbättrades (se diagram 2). Detta förklaras av att budgetdisciplinen ökade och utgiftstak infördes samtidigt som hushållens sparande minskade och de privata investeringarna ökade snabbt. Den inhemska efterfrågan stimulerades av låga räntor då Federal Reserve kunde hålla kvar styrräntan på en låg nivå tack vare stark produktivitetstillväxt och låga inflationsförväntningar.

Den expansiva finanspolitiken i början av 2000-talet bidrog till en fortsatt försämring av bytesbalansunderskottet. Sänkta skatter och stigande offentliga utgifter bidrog till ökad konsumtion och stigande import. Sambandet mellan budgetsaldot och bytesbalansen är dock relativt svagt eftersom ett minskat offentligt sparande ofta kompenseras av ett ökat privat sparande och tvärtom.

De senaste åren har budgetsaldot förbättrats betydligt till följd av snabbt stigande skatteintäkter i ljuset av den starka tillväxten. Men trots detta har bytesbalansen fortsatt att försämrats.

Det låga nationella sparandet avspeglar ett lågt hushållssparande bl.a. orsakat av en kraftigt ökad finansiell och real förmögenhet i aktier (se nästa avsnitt) och bostäder. En viktig faktor bakom det minskade hushållssparandet de senaste decennierna är sannolikt den förda bostadspolitiken. Politiken har länge, i synnerhet de senaste tjugo åren, gynnat ägandet av sitt boende, "The Home Owner Society". Bostadsägandet har ökat till följd av avregleringarna i den finansiella sektorn på 1980-talet och i takt med att nya låneformer kom till så att allt fler hushåll fick tillgång till krediter. En ökad efterfrågan på att äga boendet har sannolikt bidragit till stigande bostadspriser som via en ökad belåning i viss mån stimulerat konsumtionen. Det finns argument för att många hushåll har sett sitt boende som en form av sparande och inte som konsumtion. Underhåll, reparationer och en utbyggnad av bostadsytan höjer värdet på en del av förmögenheten som under lång tid ökat snabbt i värde. Enligt nationalräkenskaperna betraktas dock detta i huvudsak som hushållens konsumtion av tjänster.

Även framtidstron bland hushållen har åtminstone de senaste tio åren sannolikt bidragit till det låga sparandet. Förväntningar om en fortsatt gynnsam ekonomisk tillväxt har stärkt uppfattningen om en stabil arbetsmarknadsutveckling och fortsatt stigande reala disponibla inkomster. Hushållen har därför varit beredda att tidigarelägga en del av sin konsumtion. Hushållens konsumtion har stimulerats av låga långa räntor och framtidsoptimismen möjliggörs också sannolikt av att bostadsräntorna i mycket hög utsträckning är bundna på trettio år.⁶ En ränteuppgång drabbar naturligtvis nya låntagare och en minskad efterfrågan på bostäder och en dämpad husprisutveckling innebär att den expansiva effekten på konsumtionen upphör. Den kanske viktigaste faktorn är dock att en mycket stor andel av låntagarna är skyddade mot stigande räntekostnader även om räntorna stiger snabbt. Den sammantagna effekten på hushållen vid en ränteuppgång kan därför argumenteras vara mindre än många tror. De senaste åren har hushållens framtidsoptimism dämpats till följd av det höga oljepriset, men trenden har brutits när oljepriset sjunkit.

Vad som kommer att hända med de amerikanska hushållens sparande framöver är svårt att säga. Ett argument för att sparandet ökar är dock osäkerheten kring de långsiktiga problemen med att finansiera det offentliga pensionssystemet och underskotten i företagens pensionsåtaganden. Ett annat argument är den negativa förmögenhetseffekten som blir fallet om den betydande dämpning på bostadsmarknaden som skett det senaste året framöver följs av en svagare trendmässig husprisutveckling än tidi-

⁶ I 85–90 % av fallen har hushållen bundna räntor på trettio år, med rätt att förhandla om lånen till en i sammanhanget låg kostnad.

gare. Hittills har de negativa förmögenhetseffekterna av utvecklingen på bostadsmarknaden kompenenserats av en stark börsutveckling. Förändringar i sparbetendet kommer dock sannolikt inte att ske snabbt.

Vad gäller regionerna med bytesbalansöverskott är sparandet högt generellt både i Asien och oljeproducerande länder. Detta gäller i huvudsak det privata sparandet i de asiatiska tillväxtekonomierna, men även i Japan. Sparandet är sannolikt högt bland annat till följd av osäkerhet om framtida offentligt finansierade pensioner för en åldrande befolkning. Sparandet har ökat kraftigt i Kina i takt med att ekonomin gått från planekonomi till mer av en marknadsekonomi. En tänkbar förklaring kan vara att hushållen försiktighetssparar för att kunna finansiera framtida kostnader för sjukvård, utbildning och pensioner i ett läge där det sociala välfärdssystemet av olika skäl mer eller mindre fallit isär. Det finns dock argument för att det privata sparandet i Asien minskar framöver i takt med att tillväxtekonomierna mognar och att andelen äldre i befolkningen ökar.⁷

Det ökade sparandet i Asien har i hög grad, liksom i andra länder med bytesbalansöverskott, placerats i amerikanska obligationer. Avkastningen har varit hög om den ses i förhållande till den låga risken.⁸ Dessutom är den amerikanska finansiella marknaden mycket likvid och diversifierad.⁹ Om investeraren vill ändra riskgraden finns det många olika instrument att placera i. Detta innebär att sannolikheten är hög att investeraren hittar vad som önskas i USA. Den höga efterfrågan på obligationerna förklarar sannolikt i hög grad de låga långa räntorna i USA.¹⁰ De asiatiska centralbankernas valutainterventioner i syfte att motverka en förstärkning av växelkursen har inneburit att valutareserverna ökat dramatiskt de senaste åren. I Kina har man velat åstadkomma stabilitet i växelkursen för att underlätta för den utvecklade inhemska finansiella sektorn. Det har sannolikt även varit ett led i den exportorienterade ekonomiska tillväxtpolitiken. Sedan ett drygt år tillbaka har den kinesiska växelkurspolitiken blivit mer flexibel och renmimbin har tillåtits att apprecieras något i effektiva termer. Den ökade valutareservern kan också ses som ett medel att bygga upp en buffert mot eventuella framtida ekonomiska kriser. I synnerhet gäller detta Kina. Dessa köp kan sägas ha bidragit till att finansiera det amerikanska bytesbalansunderskottet. Andelen av det globala sparandet som placeras i amerikanska värdepapper är dock fortfarande relativt liten, vilket borde innebära att det finns fortsatt utrymme för utlåningar att öka sina portföljinvesteringar i USA.¹¹

⁷ Se analysen på sid. 11 i Eichengreen (2005).

⁸ Se bl.a. Mann (2002) sid. 131.

⁹ Se Mann (2002) sid. 141.

¹⁰ Se Bernanke (March 2005).

¹¹ Se Mann (2002) sid. 145.

Bytesbalansöverskotten i oljeproducerande länder har vuxit till följd av det stigande oljepriset. Sedan bottennoteringen på 9 dollar per fat för Brent Blend olja i slutet av 1998 steg oljepriset till knappt 40 dollar 2004 och drygt 50 dollar 2005. Den högsta noteringen var i augusti 2006 på närmare 80 dollar per fat. Därefter har priset sjunkit markant. Även om en del av oljepengarna de senaste åren återinvesterats i oljeproduktionen har sparandet och bytesbalansöverskotten ökat markant. De oljeproducerande länderna runt den persiska viken har idag i genomsnitt ett bytesbalansöverskott på omkring 30 procent av BNP.¹² De har i genomsnitt ett budgetöverskott på drygt 20 procent av BNP. Det finns tecken på att en stor del av vinsterna från oljesektorn i dessa länder, liksom i Asien, i slutändan har investerats i den amerikanska obligationsmarknaden. Även detta har sannolikt bidragit till att pressa ned amerikanska långa räntor.

Kapitalflödena till USA från Asien och oljeproducerande länder har alltså varit betydande. Nettokapitalflödet till USA har under lång tid varit ungefär lika stort som bytesbalansunderskottet. Omvärldens vilja att investera i amerikanska tillgångar synes alltså åtminstone hittills vara fortsatt stark. Om sparandet minskar i Asien, t.ex. till följd av att välfärdssystemen byggs ut, finns det argument för att långa räntor stiger trendmässigt i USA. Det kan dock ta lång tid innan en sådan effekt uppstår.

HÖGA INVESTERINGAR I USA (I^{USA}) OCH LÅGA INVESTERINGAR I ASIEN OCH OLJEPRODUCERANDE LÄNDER (I^{RW}) SAMT VÄXELKURSPOLITIKEN I ASIEN

De investeringar i USA som gjordes på 1980- och 1990-talet, i synnerhet IT-investeringarna, fick efter en viss tidseftersläpning stora positiva effekter på produktiviteten. Effekterna blev betydande när investeringarna kompletterades med omorganisationer och internutbildning i företagen.¹³ Den hårda konkurrensen i USA tvingade många företag att genomföra dessa förändringar. Sannolikt har den flexibla arbetsmarknaden underlättat processen. Den genomsnittliga årliga produktivitetstillväxten uppgick under perioden 1996–2005 till 2,2 procent,¹⁴ att jämföras med det historiska genomsnittet 1961–1995 på 1,4 procent. En intressant aspekt är att produktivitetstillväxten mattades endast marginellt under lågkonjunkturen i början av 2000-talet. Till den höga produktivitetstillväxten kan läggas en fortsatt hög sysselsättningstillväxt. Arbetskraftsutbudet ökar bland annat

¹² Se Summary Appraisal, Gulf Cooperation Council Countries, The Institute of International Finance, August 15 2006.

¹³ Se bl.a. Brynjolfsson (2003) och Van Ark, McGuckin and Spiegelman (2005).

¹⁴ Enligt internationellt jämförbar OECD-statistik i EO79, produktion i förhållande till antalet anställda. Enligt nationell amerikansk statistik ("Bureau of Labor Statistics") grundad på förhållandet mellan produktion och antalet arbetade timmar var den årliga produktivitetstillväxten 1996-2005 i genomsnitt 2,8 %.

till följd av en betydande arbetskraftsinvandring, sannolikt ofta i form av unga entreprenörer. Immigrationsstatistiken visar att nettoinvandringen inte har dämpats efter terroristattacken i september 2001. Enligt OECD¹⁵ uppgår den potentiella tillväxten i USA 2007¹⁶ till 3,2 procent. Detta kan jämföras med 1,9 procent i euroområdet och endast 1,5 procent i Japan.

Om USA:s ekonomi växer snabbare än genomsnittet bland dess viktigaste handelspartners kan det argumenteras för att det är naturligt att importen växer snabbare än exporten och att bytesbalansunderskottet ökar.¹⁷ Det är rimligt att anta att dessa skillnader i potentiell tillväxt inte förändras allt för snabbt. Reformprocessen för att höja den potentiella tillväxten i Europa och Japan går, även om vissa framsteg gjorts, i huvudsak långsamt. Samtidigt finns det ett fortsatt förtroende för den amerikanska ekonomins funktionsätt och att den potentiella tillväxten kommer att vara fortsatt hög.¹⁸

Om tillväxten kan förväntas vara högre i USA än genomsnittet av USA:s viktigaste handelspartners även i framtiden kan man också anta att inkomsterna i USA fortsätter att växa snabbare än i omvärlden. Forsatt hög tillväxt och ökade inkomster kan därmed finansiera stigande räntebetalningar på utlandsskulden.¹⁹ Även om USA lånar till sina investeringar i utlandet och skulderna stiger, är avkastningen tillräckligt hög för att finansiera räntekostnaderna. Den amerikanska nettoinvesteringsinkomsten kommer då att fortsätta vara positiv och nettoinvesteringspositionen stabil.²⁰ En annan viktig aspekt vad gäller den potentiella tillväxten är att den högre produktivitetstillväxten lett till förväntningar om hög avkastning av investeringar i amerikanska tillgångar. Detta bidrog till ett kapitalinflöde som stärkte dollarn och dämpade nettoexporten. Det bidrog även till en uppgång på aktiemarknaden, i hushållens förmögenhet och ökade förväntningarna om långsiktiga inkomster. Dessa faktorer har, i likhet med utvecklingen på bostadsmarknaden, bidragit till att dämpa hushållens sparande. Enligt Federal Reserve är den höga trendmässiga produktivitetstill-

¹⁵ Se OECD EO79, juni 2006, tabell 21. Det kan inte uteslutas att alternativa beräkningsmetoder skulle kunna ge en något annorlunda bild än den som OECD:s metoder ger vid handen. OECD:s syfte med dessa beräkningar är att göra det möjligt att göra jämförelser mellan länder. De potentiella skillnaderna skulle dock med största sannolikhet vara endast marginella. Den amerikanska ekonomin har uppenbarligen under en lång tid vuxit betydligt snabbare än euroområdets och den japanska utan att inflationen tagit fart.

¹⁶ År 2007 har här fått illustrera den potentiella tillväxten i det medelfristiga perspektivet när ekonomin är nära balans. Enligt OECD är produktionsgapet, dvs. skillnaden mellan den aktuella produktionsnivån och den potentiella nivån, endast marginellt positivt (dvs. produktionen överstiger den potentiella nivån) detta år. Se tabell 10 i EO79.

¹⁷ Detta är dock inte alltid helt självklart. Importen utgör ofta insatsvaror till exporten och därför utvecklas export och import åtminstone i det korta perspektivet relativt likartat.

¹⁸ Det finns argument för att den potentiella tillväxten i USA idag är lägre än den var för ett par år sedan. Produktivitetstillväxten har dämpats. Det kan också argumenteras att tillväxten i arbetskraftsutbudet de närmaste åren minskar till följd av att allt fler ur "baby boom generationen" går i pension. Det ska dock understrykas att även om det tas hänsyn till dessa effekter kommer potentiell tillväxt i USA sannolikt att vara betydligt högre än i t.ex. euroområdet och Japan.

¹⁹ Se analysen i Engel (2005).

²⁰ Se resonemangen i Engel (2005).

växten den viktigaste enskilda förklaringen till uppkomsten av bytesbalansunderskottet.²¹ De senaste åren har produktivitetstillväxten minskat, men de flesta prognosmakare antar att den kommer att utvecklas gynnsamt framöver.²²

Den finansiella krisen i Asien 1997 ledde till en kraftigt fallande investeringskvot i Asien. Även om den återhämtat sig är den fortfarande låg i ett historiskt perspektiv. Undantaget är Kina där investeringarna ökat synnerligen snabbt. En bidragande orsak till den låga investeringskvoten i asiatiska länder, exklusive Kina, är att det skett en naturlig korrigerings av en tidigare investeringsbubbla. Innan Asienkrisen hade det på olika håll varnats för att ett antal av de stora investeringssatsningar, främst de offentliga, som gjordes förmodligen skulle ha låg avkastning. Korrigeringen kan sannolikt åtminstone i viss mån förklaras av detta. Den låga investeringskvoten i många asiatiska tillväxtekonomier kan även förklaras av en stor brist på utvecklade företagsobligationsmarknader. Så länge dessa förhållanden kvarstår kommer investeringarna i Asien, exklusive Kina, sannolikt att vara fortsatt dämpade.

DET HÖGA OLJEPRISET

Även det höga oljepriset de senaste åren har bidragit till de globala obalanserna och förklarar så mycket som en tredjedel av försämringen av det amerikanska bytesbalansunderskottet de senaste sex åren. Av USA:s bytesbalansunderskott 2005 på drygt 6 procent av BNP kan 2 procentenheter förklaras av det höga oljepriset. Oljepriset har bidragit såväl genom en direkt negativ effekt på utrikeshandeln, som den indirekta effekten av att USA i mycket låg utsträckning kommit i åtnjutande av oljeproducenternas ökade importefterfrågan.²³ Den direkta effekten av det höga oljepriset har uppstått dels då USA är en stor nettoimportör av olja, dels då oljeberoendet är större än i andra länder.²⁴ Naturligtvis har de oljeproducerande länderna tjänat mycket pengar på det höga oljepriset och investerat en del av dessa i den inhemska ekonomin, t.ex. för att bygga ut produktionskapaciteten.

Asien är den region som främst lyckats med att öka sin export till oljeproducerande länder. Detta gäller dock även i relativt hög grad Europa. Förklaringen till detta kan både vara den geografiska närheten,

²¹ Se analysen i Ferguson (2005).

²² I t.ex. OECD EO79 tabell 12 kan utläsas att produktiviteten i hela ekonomin väntas öka med 2,1 procent per år de närmaste åren. Detta innebär en klart högre produktivitetstillväxt jämfört med det historiska genomsnittet, men i linje med utvecklingen de senaste tio åren.

²³ S.k. Petrodollar recycling.

²⁴ Att oljeberoendet är mycket högt betonades bl.a. i president Bushs tal till nationen i februari 2006. Uttryckt som konsumtion per individ är USA världens mest oljeberoende land.

t.ex. närheten i Europa till såväl den ryska såsom den norska marknaden och att Europa också har närmare än USA till marknaden i Mellanöstern. Dessutom finns det tecken på att de produkter som produceras i Europa och Asien väl passar in på de behov som finns t.ex. i Mellanöstern. Det finns nu tydliga indikationer på att de oljeproducerande länderna planerar att kraftigt öka sina investeringar för att bygga ut produktionskapaciteten och öka produktiviteten. Investeringsprojekten, som befinner sig i olika stadier av att realiseras, uppgår sammantaget till hela 1000 miljarder dollar.²⁵ Om dessa investeringar realiserar skulle de åtminstone på sikt kunna bidra till att pressa ned oljepriset och bytesbalansöverskotten i oljeproducerande länder skulle minska²⁶ till följd av ett minskat inhemskt sparande. Dessutom skulle ökade inhemska investeringar i dessa länder minska efterfrågan på amerikanska obligationer, vilket skulle ge en uppåtpressande effekt på amerikanska långa räntor och en dämpande effekt på den amerikanska tillväxten. En lägre tillväxt i USA skulle, allt annat lika, kunna argumenteras dämpa importtillväxten och öka nettoexporten. Ökade inhemska investeringar i oljeproducerande länder kan alltså komma att minska de globala obalanserna.

DEN REALA VÄXELKURSEN OCH KONKURRENSKRAFTEN I USA

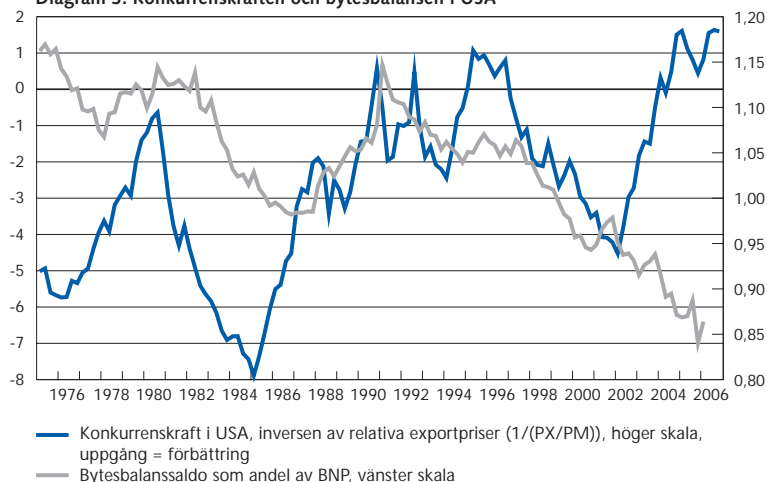
Bytesbalansen påverkas av utrikeshandeln med varor och tjänster. Konkurrenskraften kan därför tyckas ha en central roll för utvecklingen av bytesbalansen. Om dollarn t.ex. försvagas, stimuleras exporten och importen dämpas. Man kan också se konkurrenskraften som en endogen variabel och att ett minskat totalt sparande i ekonomin leder till både en försämrad bytesbalans och en försämrad konkurrenskraft. Konkurrenskraften kan försämrans då en högre konsumtionstillväxt, via en högre inflation, leder till högre räntor i förhållande till omvärlden och därmed en förstärkning av växelkursen. I vissa situationer kan dock orsakssambandet mellan växelkurs och bytesbalans vara det omvända. En kraftigt försämrad bytesbalans kan ge upphov till förväntningar om ett behov av en korrigering via växelkursen. Detta har tidvis varit fallet med det amerikanska bytesbalansunderskottet. Sambandet mellan konkurrenskraften och bytesbalansen har för USA under en längre tid varit relativt stabilt. Undantaget är utvecklingen under de senaste tre åren, då en förbättring av kon-

²⁵ Detta exkluderar dock t.ex. länder som Ryssland där också betydande oljeinvesteringar planeras och Norge. Se "Summary Appraisal, Gulf Cooperation Council Countries," The Institute of International Finance, August 15 2006.

²⁶ Se prognosen för 2007 i "Summary Appraisal, Gulf Cooperation Council Countries," The Institute of International Finance, August 15 2006.

kurrenskraften, här i termer av relativa exportpriser,²⁷ inte lett till en förbättring av bytesbalansen (se diagram 3). Det kan finnas flera orsaker till detta, bl.a. att konkurrenskraften nu spelar en mindre roll för handelsflöden än tidigare. Det kan också vara så att ledtiden har ökat mellan förbättrad konkurrenskraft och förbättrad exportutveckling. Om så är fallet skulle bytesbalansen påverkas positivt framöver.

Diagram 3. Konkurrenskraften och bytesbalansen i USA



Källor: OECD EO79 och US Department of Commerce.

STÖRRE KÄNSLIGHET I USA ÄN I OMVÄRLDEN MELLAN TILLVÄXT OCH IMPORT

Flera studier²⁸ visar att importen i USA tenderar att påverkas mer än i de flesta andra länder av en given inkomstförändring. Detta innebär att även om alla ekonomier i världen skulle växa lika snabbt skulle USA:s bytesbalans försämrans. Detta är ett argument för att det finns en strukturell del av bytesbalansunderskottet i USA. Under de senaste sextio åren har importen, förutom vid några enstaka tillfällen, varit högre än exporten. Några tänkbara förklaringar till detta kan vara att genomsnittsåldern är lägre i USA än i omvärlden och unga människor tenderar att efterfråga mer av importerade varor och att, i ljuset av den stora arbetskraftsinvandringen i USA, många invandrare behåller sina preferenser för varor från sina tidigare hemländer.²⁹

Det finns alltså många sannolika skäl till uppkomsten av det stora

²⁷ Konkurrenskraften kan också mätas genom att studera utvecklingen av den reala effektiva växelkursen, vilket i princip är samma sak som relativa exportpriser.

²⁸ T.ex. Hooper, Johnson och Marquez (1998) och Mann (2002) sid. 138.

²⁹ Se Mann (2002) sid. 139.

underskottet i den amerikanska bytesbalansen. Frågan är dock om situationen är hållbar på sikt eller om en abrupt anpassning är att vänta.

Är USA:s bytesbalansunderskott en "obalans" och har USA skuldsatt sig för mycket?

En god exportutveckling och undvikande av bytesbalansunderskott har i Sverige och en del andra länder tidigare varit ett av de viktigaste målen för den ekonomiska politiken. I Sverige har försök gjorts att förbättra exportföretagens konkurrenskraft genom att skriva ned värdet på valutan. "Balans i utrikesbetalningarna" har ofta nämnts i svenska regeringars budgetförslag ha varit ett av de centrala målen för den ekonomiska politiken.³⁰ Bytesbalansöverskott har ansetts vara eftersträvansvärt och underskott illavarslande på grund av utlandsskuldsättningen.

Det finns dock idag fler motargument för att kalla ökade bytesbalansunderskott och överskott i världsekonomin för globala obalanser. På välutvecklade finansiella marknader baserar hushåll och företag sina beslut om konsumtion och investeringar på framåtblickande förväntningar. De finansiella marknaderna har blivit effektivare och gjort det mer möjligt idag att finansiera konsumtion och investeringar via lån. Frågan är varför det skulle vara bättre att ha ett bytesbalansöverskott än ett underskott? Om ett land lånar för att finansiera reala investeringar i t.ex. högteknologi och därmed möjliggör ökad tillväxt och välfärd, så är ett bytesbalansunderskott självklart inget problem. Hushåll som vill jämna ut sin konsumtion över tiden och som räknar med starka inkomstökningar i framtiden kan då också, t.ex. i ljuset av en stigande förmögenhet, lånefinansiera konsumtion utan att det kan betecknas som en obalans i sparandet.

Det finns argument för att hållbarheten i bytesbalansunderskottet i USA är större än vad många tidigare trott. Avreglerade internationella finansiella marknader och ökad frihandel medför att stora sparandeunderskott idag kan bestå längre än innan kapitalmarknaderna avreglerades på 1980-talet.³¹ För 25 år sedan hade det på grund av en betydligt mindre flexibilitet på de finansiella marknaderna inte varit möjligt att finansiera investeringar och konsumtion via utlandsupplåning i samma utsträckning som man kan idag.³² Därför har det varit möjligt för ameri-

³⁰ I svenska regeringars finansplaner på 1970- och 1980-talen nämns ofta "balans i utrikesbetalningarna" eller "eliminering av bytesbalansunderskottet" som ett mål i sig. Däremot fanns sällan något mål för de offentliga finanserna. Se t.ex. svenska regeringars budgetförslag under 1970-talet (detta är särskilt tydligt i Gunnar Strängs budgetförslag 1976/77, se Sammandrag sid. 8). Budskapet var likartat på 1980-talet även om Kjell-Olof Feldt i ljuset av ett budgetunderskott på 5 procent av BNP i 1984/85 års budgetförslag påtalade behovet av budgetkonsolidering. Kronan devalverades ett antal gånger och målet för stabiliseringspolitiken kan sammanfattas med "rimlig pristabilitet". Politiken kom att medföra en galopperande inflation, svaga offentliga finanser under långa perioder, stagnerande tillväxt och välfärd.

³¹ Se exempelvis IMF, WEO, april 2005 och Cooper (2005).

³² Se sid. 3 i Greenspan (2005).

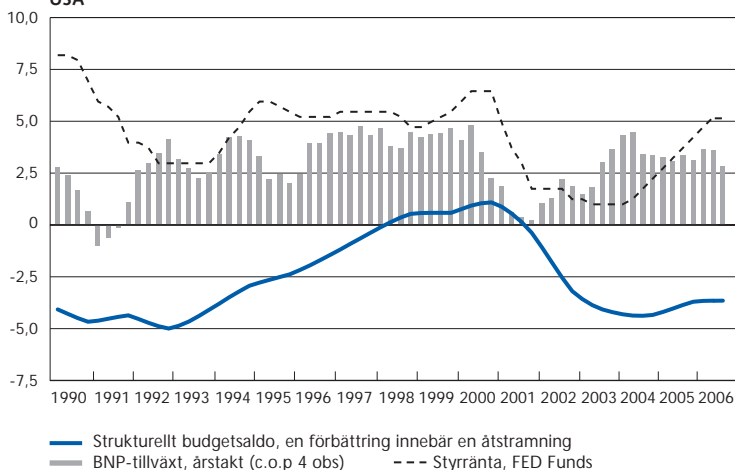
kanska hushåll att under lång tid minska sitt sparande när konsumtionen stimulerats av den expansiva utvecklingen på bostadsmarknaden. En annan aspekt är att det idag finns fler finansiella instrument. Länder var tidigare i större utsträckning tvungna att öka sitt sparande för att kunna finansiera en utbyggnad av produktionskapaciteten. Den andra sidan av myntet är att en ökad möjlighet att placera utomlands har gjort det enklare för länder med stort sparande att investera i tillgångar i andra länder. "Home bias" – dvs. tendensen att placeringarna främst sker på hemmamarknaden – har minskat kraftigt. Ett exempel på detta är att det sammanlagda ägandet globalt av utländska aktier i portföljer ökade från drygt 20 procent till drygt 35 procent bara mellan 1997 och 2001.³³ Även för obligationer och andra instrument är trenden med minskad Home bias tydlig. Om länder i Asien vill placera sitt sparandeöverskott i amerikanska tillgångar finns det inget som hindrar dem från att göra det. Fria kapitalrörelser och betydligt större tillgång till information minskar risken för den typ av abrupta korrigeringar på finansiella marknader, utlösta av ohållbara kapitalregleringar, som tidigare förekommit.

Uttrycket obalanser indikerar att marknaderna inte är perfekta och/eller att aktörer inte agerat rationellt. Argumentet att de inte gjort det är i huvudsak svagt. Sparandet bland de amerikanska hushållen är visserligen lågt och skuldsättningen har ökat, men deras tillgångar har stigit ännu mer i värde och därmed också välfärden. Kinesiska hushåll sparar mycket därför att de – när det sociala skydds nätet i praktiken har rasat samman – känner oro för finansieringen av framtida kostnader för sjukvård, utbildning och pensioner. Även det kan ses som ett rationellt beteende mot bakgrund av de förhållanden som råder. Om privata aktörer agerat rationellt, vad kan då sägas om de ekonomisk-politiska beslutsfattarna? Har den ekonomiska politiken varit felaktig och därmed bidragit till bytesbalansunderskottet? Den ekonomisk-politiska stimulansen i USA var mycket stark i början av 2000-talet (se diagram 4) och det kan tyckas finnas argument för att politiken bidragit till bytesbalansunderskottet. I termer av förändringen av det strukturella budgetsaldot och förändringen av den amerikanska styrräntan var stimulansen den största sedan 1960-talet.³⁴ Det är dock svårt att dra slutsatsen att stabiliseringspolitiken varit överdrivet expansiv. Trots den starka ekonomiskpolitiska stimulansen – och de senaste åren ett mycket högt oljepris – har de långsiktiga inflationsförväntningarna legat kvar på en låg nivå, långa räntor är fortsatt låga i ett historiskt perspektiv och den underliggande inflationen är fort-

³³ Se "Home Bias and International Risk Sharing: Twin Puzzles Separated At Birth", Sorensen, Wu, Yosha, Zhu, CEPR Discussion Papers No. 5113, tabell 3.

³⁴ Längre tillbaka än så har inte OECD gjort beräkningar av det strukturella budgetsaldot. Därför är det vanskligt att göra jämförelser längre tillbaka i tiden.

Diagram 4. Det federala cyklist rensade budgetsaldot, styrräntan och tillväxten i USA



Anm. Diagrammet visar kvartalsstatistik. Det strukturella budgetsaldot är en intrapolering av årsstatistik från OECD EO79. FED Funds är kvartalsgenomsnitt.

Källor: OECD EO79, Federal Reserve och US Department of Commerce.

satt återhållen.³⁵ Under 2002 och 2003 fanns det t.o.m. mot bakgrund av den mycket låga inflationen diskussioner om risken för att hamna i en deflationssituation i likhet med erfarenheterna i Japan. Återhämtningen i den inhemska efterfrågan har stimulerat exporten i andra länder. USA har fortsatt att agera draglok i världsekonomin.³⁶

I många tillväxtekonomier är de finansiella marknaderna visserligen fortfarande utvecklade och reglerade. Det påverkar förstas sparande- och investeringsbesluten i de länderna. En anpassning till mer avreglerade marknader i t.ex. Kina kan leda till spänningar som medför problem för världsekonomin, men frågan är hur stor risken är. Det kan t.o.m. argumenteras för att effekten snarare blir positiv för världsekonomin. Dessutom sker förändringar i den ekonomiska politiken inte snabbt i Kina. Därför kan frågan ställas hur abrupt en anpassning skulle bli.

³⁵ Uppgången i "Core-inflation" som skedde 2006 kan sannolikt i hög grad förklaras av att hushållens hyreskostnader stigit när efterfrågan på att hyra sitt boende ökat i ljuset av de höga bostadspriserna. Husprisinflationen har minskat betydligt och det kan argumenteras för att hushållen inte förväntar sig samma finansiella avkastning som tidigare av att äga sitt boende. Husprisinflationen ingår inte i de officiella inflationsmått.

³⁶ Om man i likhet med IMF (vars fokus är att analysera den globala tillväxten i ett välfärdsperspektiv och mindre i ett marknadsperspektiv) tar hänsyn till köpkraftskillnader och skillnader i prisnivåer och därför BNP-viktar olika länder i PPP-termer, har USA stått för knappt 20 procent och Kina för knappt 30 procent av den totala globala BNP-tillväxten de senaste tio åren. Det finns dock argument för att bidraget från USA i praktiken är mycket större då den höga efterfrågetillväxten i USA – i ljuset av ökad global frihandel – stimulerar export-, investerings- och BNP-tillväxten i andra länder. Dessutom är det så att om man inte tar hänsyn till köpkraftskillnader och prisnivåer mellan länder (dvs. ej PPP-justerad BNP-statistik), har USA den senaste tio åren bidragit med drygt 20 procent av den globala tillväxten de senaste tio åren, det klart största enskilda bidraget från något land. Enligt detta mått står Kina för endast knappt 8 procent av den globala tillväxten. USA har med andra ord, hur man än räknar, sannolikt i hög grad varit en drivande faktor för den globala BNP-tillväxten de senaste tio åren. Detta är också budskapet i prognoser gjorda av OECD, IMF och privata prognosmakare de senaste tio åren.

Den ökade frihandeln innebär ändrade förutsättningar för synen på sambandet mellan produktion och konsumtion. Om produktionen av varor och tjänster förläggs där kostnaderna är lägst och de konsumeras någon annanstans, ger det positiva välfärdseffekter för alla parter. Handelsobalanser kan därför vara något som man får leva med i en värld med avreglerade kapitalmarknader och högre grad av frihandel än tidigare. I ett frihandelperspektiv kan de – även om det finns en gräns för hur mycket en individ eller ett företag kan belåna sig – t.o.m. vara önskvärda.

Vissa bedömare argumenterar dessutom för att dagens nationalräkenskaper – vars metodik formulerades i USA och Storbritannien på 1930-talet då industrisektorerna dominerade i dessa ekonomier – inte är utformade för att idag på ett relevant sätt mäta bytesbalanser.³⁷ Ett argument är att det vore relevant att ta mer hänsyn till var ägandet finns. Ett exempel är amerikanska motorfordonstillverkare som väljer att dra nytta av komparativa fördelar i form av låga arbetskraftskostnader i Mexiko i stället för att producera på hemmaplan. Bilarna tas hem för att säljas på den amerikanska marknaden och registreras då som import och bidrar till bytesbalansunderskottet. Detta synes vara en vanligare företeelse i USA än i andra länder och det bidrar till vinstutvecklingen i amerikanska företag. Om man istället för nationalräkenskapernas flödesstatistik tar mer hänsyn till vem som äger produktionsresurserna och kammar hem vinster som bidrar till sysselsättning och välfärd på hemmaplan, ser situationen annorlunda ut.³⁸ Sysselsättningen har i USA de senaste tio åren sammantaget utvecklats starkare än i t.ex. euroområdet, Japan och Storbritannien och hushållens förmögenhetsutveckling har varit synnerligen gynnsam.

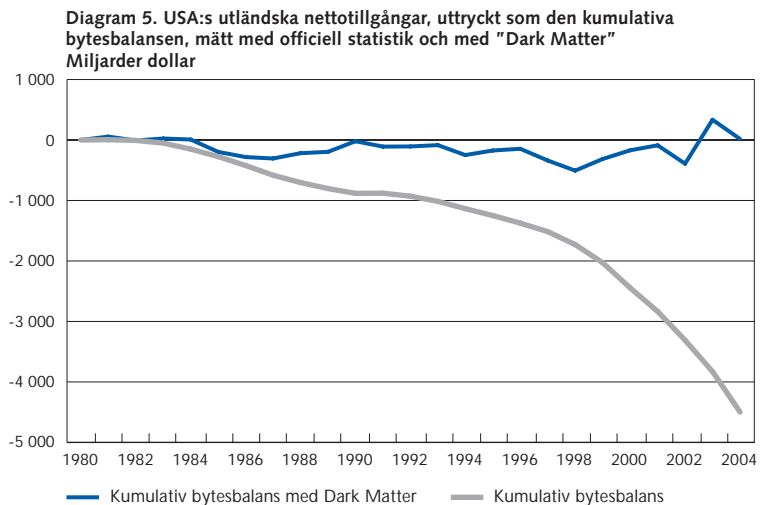
Ett annat tecken på att dagens statistik inte är helt relevant för att analysera obalanser, är sättet att mäta hushållssparandet, som under den senaste tiden visat på ett negativt sparande i USA. Detta är inte direkt kopplat till själva bytesbalansunderskottets storlek, men till fördelningen mellan sparande och investeringar och synen att överkonsumtion idag sannolikt kommer att leda till en abrupt korrigeringsuppgång av sparandet. Några av argumenten för att sparandet bland amerikanska hushåll är betydligt högre än vad den officiella statistiken visar, är att det i disponibla inkomster inte i tillräckligt stor utsträckning tas hänsyn till allt vanligare nya typer av inkomster, t.ex. optioner, vinstdelning, bonusutbetalningar och realisationsvinster. Om dessa skulle inkluderas i statistiken skulle sannolikt bilden av överkonsumtion i USA bli annorlunda. Dessutom kan det argumenteras för att utbildning, konsumtion av varaktiga varor, t.ex. kylskåp och utgifter för forskning och utveckling, inte skall betraktas som

³⁷ Se Cooper (2005) sid. 2.

³⁸ Se McKinsey Quarterly (March 2005).

konsumtion, utan som sparande i reala investeringar.³⁹ Immateriella investeringar såsom utbildning och organisationsförändringar, som i NR-termer betraktas som löpande utgifter, är mycket viktiga för att på bästa sätt dra nytta av investeringar i ny teknik.⁴⁰ Mot denna bakgrund kan det argumenteras för att sparandeunderskottet i praktiken är mindre än vad den offentliga statistiken indikerar och investeringskvoten högre. Ytterligare ett argument för att hushållen betett sig rationellt är den snabba förmögenhetsutvecklingen. En snabbt stigande nettoförmögenhet innebär att marginalerna för hushållen är större än vad som indikeras av sparkvoten. Tar man hänsyn till dessa argument förefaller det mindre troligt att hushållen betett sig irrationellt.

Hausmann och Sturzenegger (2005) hävdar t.o.m. att om man använder andra mätmetoder än de officiella existerar inget bytesbalansunderskott i USA. Deras artikel är kontroversiell, men intressant. De hävdar att om man, i stället för att använda det normalt bokförda värdet, i högre grad värderar de amerikanska företagen som verkar i utlandet i termer av den avkastning som dessa investeringar genererar, blir bilden en helt annan (se diagram 5). Författarna använder sig av ett annat, vidare, avkastningsbegrepp än det som används i den traditionella statistiken över betalningsbalansen.



Källa: Hausmann & Sturzenegger, Harvard University.

³⁹ Enligt Cooper (2005), uppgår det privata sparandet till omkring 1/3 av BNP och inte till mindre än 14 % enligt definitionen ovan.

⁴⁰ Se Bernanke (2005).

Skillnaden kallas "Dark Matter".⁴¹ Amerikanska företag tjänar mer pengar på sina tillgångar utomlands än den lånekostnad de har trots att skulden är betydligt högre än tillgångarna. De amerikanska företagen har under en längre tid haft en högre avkastning på sina investeringar utomlands än utländska företag som investerat i USA. En tänkbar förklaring till detta är att utländska investerare är mer riskaverta än de amerikanska. Utländska investeringar i USA domineras av obligationer, medan amerikanska företag mer satsar på direktinvesteringar och aktier med högre genomsnittlig avkastning.⁴² USA:s utländska nettoinvesteringsposition är därför betydligt bättre om hänsyn tas till värdeförändringar i placeringarna.⁴³

Slutsatser

Även om mycket talar för att de globala obalanserna är mer långsiktigt hållbara än vad många tror kan det naturligtvis inte uteslutas att det sker en abrupt anpassning med negativa globala tillväxteffekter som följd. De negativa effekterna skulle i olika scenarier mer eller mindre drabba den utrikeshandelsberoende svenska ekonomin med följdverkningar på den svenska penningpolitiken.

I de prognoser som görs för den globala ekonomin både av marknadsbedömare, centralbanker, Riksbanken inkluderad, och internationella organisationer ingår sällan eller aldrig en snabb och oordnad korrigering av de globala obalanserna. Detta ingår i stället, i större eller mindre utsträckning, i riskanalysen. En anledning till detta kan vara att tidpunkten för en sådan händelse är mycket svår att förutse. Det är även svårt att bedöma sannolikheten för en sådan utveckling. Vidare är effekterna på olika regioner/ekonomier svåra att kvantifiera. Effekterna beror på vad som sätter igång processen, hur mycket olika faktorer bidrar till korrigeringen och hur snabbt den sker. I det medelfristiga perspektivet kan det därför vara naturligt att endast varna för risken för en snabb korrigering.

Huvudargumenten för att det sker en abrupt anpassning av de globala obalanserna är ofta kopplade till risken för ökad protektionism i världsekonomin och om tillväxtpotentialen tydligt sjunker i USA. Det finns vissa tecken på att trenden med fallande handelstullar brutits. Ett exempel

⁴¹ Med "Dark Matter" menas tillgångar som man vet existerar även om de genererar intäkter som inte syns (eller som inte kan mätas på ett relevant sätt). Uttrycket har lånats från ett uttryck inom fysiken för det faktum att man vet att viss materia existerar även om man inte kan se den därför att man kan observera dess gravitationseffekt. Enligt Haussmann & Sturzenegger (2005) har USA nettotillgångar gentemot omvärlden på 3,1 biljoner dollar. Detta och mer därtill syns inte i den officiella statistiken.

⁴² Se bl.a. sid. 5 i Engel (2005).

⁴³ Om denna skillnad i avkastning till USA:s fördel gentemot omvärlden inte skulle bestå framöver kommer det sannolikt att krävas att en annan positiv värderingseffekt tar över i form av en ihållande dollarförsvagning. Se Lane/Milesi-Ferretti (2005).

är de avbrutna förhandlingarna i WTO:s Doha-runda. Ett annat är kopplat till att det amerikanska bytesbalansunderskottet gentemot Kina har fortsatt att öka. Vissa amerikanska politiker är mycket kritiska till den kinesiska växelkurspolitiken som man menar ger kinesiska exportföretag orättfärdiga fördelar. Samma tendenser finns hos vissa europeiska politiker som menar att den kinesiska staten snedvrider konkurrensen genom att subventionera kinesisk produktion och export. Det har bland annat lett till ett beslut i EU att kraftigt höja importtullarna på skor från Kina och Vietnam. Om investerare ändrar uppfattning om den potentiella tillväxten i USA och det tillväxt- och inkomstförsprång som man tidigare trott skulle hålla i sig, skulle skuldsättningsgraden i den amerikanska ekonomin kunna te sig problematisk. Dollarn kan försvagas kraftigt⁴⁴ och osäkerheten öka på de globala finansiella marknaderna. Detta kan tillsammans med en ökad protektionism leda till negativa effekter på investeringar och tillväxt. Om euron stärks snabbt kan svensk ekonomi särskilt drabbas av att konjunkturen i Europa dämpas.

Det finns dock många argument mot en abrupt anpassning. Ett argument är att tillväxten och inkomsterna fortsätter att öka snabbare i USA än i dess viktigaste handelspartners och att detta inte förändras i en handvändning. Effekterna av den avbrutna Doha-rundan kan också dämpas om bilaterala frihandelsavtal fortsätter att öka. Om hänsyn tas till den höga avkastning som amerikanska företag har av att låna och investera utomlands eller på hemmamarknaden och den låga avkastning som omvärlden får av att investera i den likvida amerikanska obligationsmarknaden framstår inte heller sparandeobalanserna i den amerikanska ekonomin⁴⁵ som särskilt problematiska. Ett annat argument emot synen att det kommer att ske en abrupt anpassning är att USA:s utlandsskuld är till 95 procent upptagen i dollar. Detta innebär att skulderna i utlandet inte ökar om dollarn försvagas kraftigt.⁴⁶ Risken att Kina i en handvändning helt skulle ändra sin växelkurspolitik och slutar att efterfråga amerikanska obligationer med en snabb uppåtgående effekt på långa räntor är enligt många bedömare inte heller så sannolikt. Uppfattningen hos många är att det är mer troligt att förändringarna sker gradvis i takt med att den finansiella sektorn i landet utvecklas. Stabilitet verkar vara ett ledord för att beskriva politiken i Kina. Globaliseringen och en minskad "home bias" gynnar dessutom USA som har den mest likvida och diversifierade finansiella marknaden. Den som är intresserad av att investera utomlands hittar

⁴⁴ Enligt Obstfeld/Rogoff (2005) är sannolikheten för ett dollars 30 procent om det sker en korrigerig av USA:s bytesbalansunderskott. I denna studie utsluts inte en snabb försvagning av dollarn på 40-50 procent i handelsvägda termer.

⁴⁵ Se argumenten i Hausmann & Sturzenegger (2005).

⁴⁶ Vid en dollarförsvagning minskar utlandsskulden i värde samtidigt som tillgångarna, som huvudsakligen är denominerade i andra valutor, stiger i värde.

med stor sannolikhet det man söker i USA. Mot bakgrund av att andelen av det globala sparandet som placeras i USA fortfarande är relativt liten kan det argumenteras för att det finns fortsatt utrymme för utlänningar att öka sina portföljinvesteringar i USA utan att andelen i USA blir omotiverat hög.

Det bytesbalansunderskott som uppstått i USA de senaste femton åren är inte något unikt. Även under 1980-talet uppstod ett betydande bytesbalansunderskott när den offentliga sektorns nettosparande var kraftigt negativt samtidigt som hushållens nettosparande minskade. Bytesbalansunderskottet minskade sedan markant i slutet av 1980-talet när hushållens och företagens sparande ökade. Ett marginellt överskott uppstod t.o.m. i början av 1991. En bidragande orsak till det minskade bytesbalansunderskottet var att dollarn under perioden 1985–1988 försvagades med närmare 40 procent i effektiva termer.⁴⁷ Vid denna tidpunkt varnade OECD, om än i försiktiga ordalag, för riskerna för världsekonomin till följd av dessa globala obalanser.⁴⁸ Det är intressant att konstatera att korrigeringen av det amerikanska bytesbalansunderskottet på 1980-talet inte ledde till några större, om ens några, negativa effekter för vare sig USA eller världsekonomin.⁴⁹ Konjunkturen både i USA och i övriga världen fortsatte att utvecklas gynnsamt. Dollarförsvagningen bidrog visserligen till kraftigt stigande importpriser i USA, en stigande inflation och därmed en betydande åtstramning av penningpolitiken, men detta motverkades i hög grad av positiva effekter på nettoexporten. Den betydande dämpning av den globala konjunkturen som sedan skedde 1990–1991 orsakades snarare av ett kraftigt stigande oljepris i en tid då oljeberoendet var betydligt högre än idag. Det fanns en stor osäkerhet kopplad till den geopolitiska situationen i persiska viken och konjunkturen i USA dämpades också av en kreditåtstramning bland bankerna. Den internationella ekonomin dämpades dessutom av sjunkande börspriser globalt.

Långvariga bytesbalansunderskott behöver nödvändigtvis inte utgöra ett problem. Det finns ett antal andra OECD-länder som haft stora bytesbalansunderskott under en betydligt längre tid än USA utan att det skett några dramatiska korrigeringar.

Obalanserna kan ses som en naturlig följd av avreglerade internationella finansmarknader, ökad frihandel och globalisering och är därför mer hållbara nu än innan dessa förändringar skedde.⁵⁰ Därför är utsikterna

⁴⁷ Se t.ex. resonemanget i OECD Economic Outlook 45, juni 1989, sid 43. Skillnaden nu mot då är dock att konjunkturen i euroområdet är något svagare. Den ekonomiskpolitiska stimulansen var på 1980-talet ringa. Idag är utrymmet för stimulans om så behövs ytterst begränsat bl.a. på grund av de finanspolitiska regelverken i EU (Stabilitets- och tillväxtpakten).

⁴⁸ Se t.ex. OECD Economic Outlook 41, juni 1987, sid. vii.

⁴⁹ BNP-tillväxten i USA steg 1988 till 4,1 procent från 3,4 procent 1987. 1989 var tillväxten 3,5 procent. En likartad utveckling skedde i OECD som helhet.

⁵⁰ Se bl.a. argumenten i Cooper (2005).

goda för att policyåtgärder tillsammans med en sannolik mognadsprocess i utvecklingsekonomier med ett minskat sparande på sikt ger en ordnad korrigeringsmed marginella effekter på världsekonomin och därmed den svenska ekonomin. De ekonomiskpolitiska åtgärder som IMF rekommenderar⁵¹ enskilda länder att vidta skulle kunna underlätta en ordnad anpassning. De är i de allra flesta fall även önskvärda av andra orsaker som t.ex. att de höjer den potentiella tillväxten och välfärden i respektive land/region. Det finns vissa tecken på att denna utveckling kan realiseras. Oljeproducerande länder planerar att kraftigt öka sina inhemska investeringar. Den kinesiska växelkurspolitiken har under det senaste året gjorts något mer flexibel, strukturella reformer synes redan ha bidragit till att höja tillväxtpotentialen i Japan och finanspolitiken har stramats åt i USA.

⁵¹ Vilka dessa åtgärder är kan utläsas i World Economic Outlook, t.ex. från april 2006.

Referenser

- Bernanke, B., (2005), "Productivity", Remarks by Governor Ben S. Bernanke, Federal Reserve, January 19, 2005.
- Bernanke, B., (2005) "The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit", Remarks by Governor Ben S. Bernanke, Federal Reserve, March 10, 2005.
- Brynjolfsson, E., (2003) "Computing Productivity: Firm Level Evidence", MIT June 2003.
- Cooper, R., (2005), "Living With Global Imbalances: A Contrarian View", Institute for International Economics.
- Eichengreen, B., (2005) "The Blind Man and the Elephant", University of California.
- Engel, C., (2005) "The US Current Account Deficit: A Re-examination of the Role of Private Saving", Reserve Bank of Australia.
- Ferguson, R., "US Current Account Deficit: Causes and Consequences", Remarks by Vice Chairman Roger W. Ferguson at the Federal Reserve Board, April 20, 2005.
- Greenspan, A., (2005), "Globalisation, Remarks by Chairman Alan Greenspan At the Council on Foreign Relations", New York, March 10, 2005.
- Hausmann, R., Sturzenegger, F., (2005), "US and Global Imbalances: Can Dark Matter Prevent a Big Bang?", Harvard University.
- Hooper, P., Johnson, K., Maruez, J., (1998), "Trade Elasticities For G7-countries", FRB International Finance Discussion Paper No. 609.
- IMF, "World Economic Outlook" (April 2006).
- The Institute of International Finance, "Summary Appraisal, Gulf Cooperation Council Countries", August 15 2006.
- Lane, P., Milesi-Feretti, G.M., (2005) "A Global Perspective on External Positions", IMF Working Paper WP/05/161.
- McKinsey Quarterly, (2005) "A Silver lining in the trade deficit".
- Mann, C., (2002), "Perspectives on the US Current Account Deficit and Sustainability", *Journal of Economic Perspectives* – Vol 16, Nr 3.
- Obstfeld, M., Rogoff, K., (2005) "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, National Bureau of Economic Research Working Paper 10869.
- OECD, "Economic Outlook 41" (June 1987).
- OECD, "Economic Outlook 45" (June 1989).
- OECD, "Economic Outlook 79" (June 2006).

Regeringens budgetförslag 1976/77, Sammandrag, Finansdepartementet.

Regeringens budgetförslag 1984/85, Sammandrag, Finansdepartementet.

Sorensen, B, Wu, Y-T, Yosha, O, Zhu, Y, "Home Bias and International Risk Sharing: Twin Puzzles Separated At Birth", CEPR Discussion Papers No. 5113.

Van Ark, B., McGuckin, R., Spiegelman, M., "The Retail Revolution – Can Europe Match the US Productivity Performance?", The Conference Board, March 2005.