

Sparandeobalanserna i USA

Redan i slutet av 1990-talet restes varningar för att det växande amerikanska bytesbalansunderskottet inte är hållbart i ett långsiktigt perspektiv. Sedan dess har de internationella sparandeobalanserna vuxit. Trots att dollarn sedan början av 2002 har försvagats med ca 25 procent i effektiva termer nådde bytesbalansunderskottet 2004 rekordhöga 666 miljarder dollar, eller 5,7 procent av BNP. Sedan dess har underskottet ökat ytterligare. Den nuvarande utvecklingen är inte hållbar på sikt och risken för en snabb korrigerig av det amerikanska bytesbalansunderskottet utgör en av de största osäkerhetsfaktorerna vad gäller den internationella ekonomiska utvecklingen. Syftet med denna faktaruta är att belysa de mekanismer som skulle kunna utlösa en korrigerig av detta underskott. Rutan avslutas med ett tänkbart scenario för anpassningen mot en mer hållbar underskottsnivå.

Ett lands bytesbalans

Ett lands bytesbalanssaldo utgörs normalt av skillnaden mellan landets export och import av varor och tjänster (den s.k. handels- och tjänstebalansen), samt skillnaden mellan faktorinkomster från utlandet och utlänningars avkastning på tillgångar i landet.³ Bytesbalansen (med negativt tecken) motsvaras av den finansiella balansen, dvs. skillnaden mellan nettoförvärv av utländska tillgångar och utlänningars nya förvärv av tillgångar i landet. I USA har de ständiga bytesbalansunderskotten medfört att landets nettoställning mot omvärlden på drygt 15 år har sjunkit från noll till ca -25 procent av BNP. Detta har reducerat faktorinkomsterna netto, vilket i sin tur har bidragit till ett större bytesbalansunderskott än annars (se ekvation 1).⁴ Bytesbalansen motsvarar också skillnaden mellan ett lands sparande och investeringar, det s.k. finansiella sparandet. För att ett lands bytesbalans ska förbättras med exempelvis 4 procent av BNP måste alltså det finansiella sparandet öka med lika mycket.

- (1) Bytesbalans = handels- och tjänstebalans
+ nettofaktorinkomster = finansiellt
sparande = -(finansiell balans)

Ändrad sammansättning på kapitalflöden

Ett bytesbalansunderskott innebär således att landet i fråga uppvisar ett negativt finansiellt sparande. Detta inhemska sparandeunderskott motsvaras av ett sparandeöverskott i omvärlden. Omvärldens sparande kan dock anta olika former. Under den andra halvan av 1990-talet finansierades det amerikanska bytesbalansunderskottet främst av utländska privata placerare som lockades av en förväntad hög avkastning på investeringar i USA. År 2000 uppgick t.ex. nettoinflödet av direktinvesteringar till 162 miljarder dollar och nettoinflödet av aktieförvärv till 93 miljarder dollar. Finansieringen av bytesbalansunderskottet förändrades dock efter det att IKT-bubblan sprack 2000. 2004 uppmättes i stället ett nettoutflöde av direktinvesteringar på 133 miljarder dollar och ett nettoutflöde av aktieförvärv på 28 miljarder dollar.

Under senare år är det i stället framför allt utländska (särskilt asiatiska) centralbankers förvärv av amerikanska statsobligationer som finansierar det amerikanska bytesbalansunderskottet. Officiella amerikanska siffror visar på en ökning av dessa inköp från 43 miljarder dollar 2000 till 355 miljarder dollar 2004. Detta är sannolikt en underskattning. Denna typ av dollarförvärv kommer i första hand till stånd för att motverka en appreciering av de egna valutorna mot dollarn.

De underliggande inhemska drivkrafterna bakom bytesbalansunderskottet har också ändrats. Under den andra halvan av 1990-talet användes kapitalinflödet i stor utsträckning till investeringar. Mellan 2001 och 2003 föll emellertid investeringarna i USA kraftigt, vilket allt annat lika skulle ha minskat bytesbalansunderskottet. Emellertid minskade samtidigt det nationella sparandet, dvs. skillnaden mellan BNP och total konsumtion, i USA. Anledningen var främst att det offentliga finansiella sparandet har minskat från 1,5 procent av BNP 2000 till -4,3 procent av BNP 2004. Samtidigt har hushållens sparkvot fallit till noll, vilket är en historiskt mycket låg nivå. Från att i slutet av 1990-talet i huvudsak ha orsakats av höga investeringar, är det alltså under senare år till stor del ett lågt sparande som ligger bakom de stora bytesbalansunderskotten i USA.

³ Även transfereringar m.m. ingår normalt i bytesbalansen.

⁴ Då avkastningen på amerikanska placeringar utomlands under senare år har varit betydligt högre än avkastningen på utlänningars placeringar i USA är USA:s nettofaktorinkomster gentemot omvärlden omkring noll. Utan en stor skuld till omvärlden hade positiva nettofaktorinkomster bidragit till att förstärka bytesbalansen.

Många bedömare oroas över denna utveckling och det faktum att kapitalinflödet till USA i dag till stor del används till privat och offentlig konsumtion snarare än investeringar.⁵ Detta kan göra det svårare att finansiera den ökande utlandsskulden på sikt.⁶ Detta faktum kan t.ex. öka risken för att utländska placerare börjar kräva en högre riskpremie på placeringar i USA.

Dollarn och det amerikanska bytesbalansunderskottet

Om ett land har ett bytesbalansunderskott som är långsiktigt ohållbart anpassar sig växelkursen förr eller senare så att en minskning av underskottet kommer till stånd. Vad som är ett hållbart underskott kan variera över tiden och påverkas bl.a. av den demografiska utvecklingen. Enligt de flesta bedömare är den långsiktigt hållbara nivån för närvarande ett underskott mellan 0 och 3 procent av BNP, dvs. betydligt mindre än dagens underskott på nära 6 procent av BNP. Då amerikansk import är ca 50 procent större än exporten och då dessutom den amerikanska ekonomin är relativt sluten (exporten utgör ca 10 procent av BNP och importen ca 15 procent), krävs en förhållandevis stor växelkursjustering för att åstadkomma en given förändring av bytesbalansen. Enligt Obstfeld & Rogoff "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments" (2005, se. www.economics.harvard.edu/faculty/rogoff/papers) och Blanchard, Giavazzi & Sa "The US Current Account and the Dollar" (2005, MIT Working Paper 05-02) krävs ett dollarfall på 35-50 procent för att på sikt minska det amerikanska bytesbalansunderskottet till en hållbar nivå.^{7, 8}

De makroekonomiska effekterna av en anpassning mot denna nivå skiljer sig emellertid åt beroende på vilken faktor som utlöser korrigeringen.

Dessutom är det svårt att säga när i tiden korrigeringen ligger.

Korrigeringen av det amerikanska bytesbalansunderskottet kan utlösas av olika faktorer

Korrigeringen av USA:s bytesbalansunderskott kan drivas av såväl externa som interna faktorer. Den viktigaste externa faktorn är omvärldens efterfrågan på amerikanska varor och tjänster samt värdepapper, medan den viktigaste interna faktorn är amerikansk efterfrågan på varor och tjänster.

Då förändringar av bytesbalansunderskott är förknippade med växelkursförändringar framförs i debatten ibland att det är en justering av dollarkursen som ska åstadkomma korrigeringen av det amerikanska bytesbalansunderskottet. En sådan växelkursjustering skulle i princip kunna komma till stånd till följd av en autonom revalvering av de asiatiska valutorna, exempelvis den kinesiska renminbin. Här avses en betydligt större kursförändring än revalveringen på 2,1 procent i juli. Då handeln med Kina utgör mindre än 10 procent av USA:s totala handel, skulle dock även en kraftig revalvering av den kinesiska valutan få en ganska liten direkt effekt på den amerikanska bytesbalansen.

En dollarförsvagning kan också orsakas av en minskad efterfrågan på amerikanska värdepapper. Denna förändring skulle i sin tur t.ex. kunna vara resultatet av en ökad riskpremie på investeringar i USA eller förväntningar om en relativt omvärlden mer expansiv penningpolitik i USA. I simuleringar med världsmodellen NiGEM⁹ ger dessa faktorer enbart en begränsad förbättring av USA:s bytesbalans om de inte antar formen av mycket stora chocker.

En dollarförsvagning skulle allt annat lika medföra en ökad utländsk efterfrågan på amerikanska varor och tjänster. En autonom ökning av efterfrågan i omvärlden skulle också kunna leda till en förbättrad amerikansk handels- och tjänstebalans och därmed en förbättrad amerikansk bytesbalans. En sådan utveckling är inte utesluten, men enligt scenarier som i dag bedöms vara realistiska skulle de ge en begränsad effekt på det amerikanska bytesbalansunderskottet.

⁵ Sedan 1995 har andelen utländskt ägande av den (allt större) offentliga skulden i USA ökat från 22 procent till knappt 45 procent 2004.

⁶ Under den senaste tiden har investeringarna åter ökat. Då det nationella sparandet i USA är fortsatt lågt har således behovet att låna från omvärlden emellertid stigit ytterligare.

⁷ I simuleringarna i Obstfeld & Rogoff samt Blanchard, Giavazzi & Sa förbättras bytesbalansen med ca 5 procent av BNP.

⁸ I faktarutan "Dollarn övervärderad i ett långsiktigt perspektiv" i Konjunkturläget Augusti 2004 bedömdes att dollarn i ett långsiktigt perspektiv behöver deprecieras med ca 30 procent.

⁹ NiGEM står för National Institute Global Econometric Model. Modellen utarbetas av NIESR, dvs. National Institute of Economic and Social Research, i London.

Effekterna på bytesbalansunderskottet av ett förändrat sparande i USA

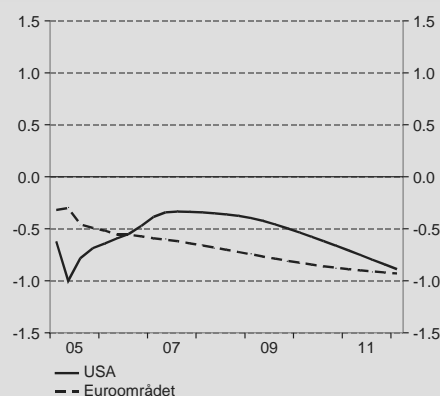
Många bedömare anger det låga amerikanska sparbenägenheten som det viktigaste skälet till de internationella sparandeobalanserna. Därmed skulle ett förändrat sparande hos t.ex. amerikanska hushåll och/eller hos den offentliga sektorn kunna vara en viktig utlösande faktor bakom en korrigering av sparandeobalanserna. En återgång till en mindre expansiv finanspolitik eller en ökad sparbenägenhet hos hushållen (t.ex. till följd av en förändring av det ekonomiska klimatet) eller regeländringar som gynnar sparandet (t.ex. en sänkning av skatten på privat sparande) är tänkbara orsaker till en sådan förändring.

En ökning av det offentliga finansiella sparandet med motsvarande 5 procent av BNP skulle allt annat lika i grova drag kunna återställa balans i de offentliga finanserna samtidigt som bytesbalansen blir kring noll. Ett ökat offentligt sparande är emellertid oftast förknippat med ett minskat privat sparande. Denna mekanism är stark i jämviktsmodeller som t.ex. NiGEM där hushållen reagerar på ett ökat offentligt sparande med att dra ner sin sparkvot. Detta innebär i sin tur att en ökning av offentligt sparande måste vara förhållandevis omfattande för att ensamt åstadkomma någon större korrigering av bytesbalansen.

I nuläget kan emellertid ett scenario där *både* den offentliga sektorn och hushållen ökar sin sparbenägenhet vara realistiskt eftersom både den offentliga sektorns och hushållens sparande är mycket lågt i utgångsläget. Ett sådant scenario simulerades i NiGEM. I experimentet ökar det offentliga sparandet permanent med motsvarande ca 3 procent av BNP. Även hushållen drar upp sitt sparande till en början och sparkvoten ökar initialt med drygt 1 procentenhet. Hushållen förutsätts emellertid reagera på det ökade offentliga sparandet och sparkvoten faller tillbaka relativt snabbt.

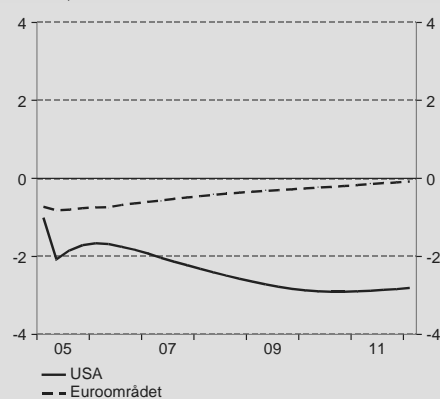
Det högre sparandet får relativt stora effekter på den amerikanska ekonomin. Trots att den amerikanska centralbanken försöker motverka den svaga efterfrågeutvecklingen med räntesänkningar (se diagram 31) stiger arbetslösheten och resursutnyttandet faller. Efter fem år är BNP knappt 3 procent lägre jämfört med basscenariot (se diagram 32). Därefter stiger BNP gradvis tillbaka till nivån i basscenariot.

Diagram 31 Högre sparande i USA: Korta realräntor i USA och euroområdet, avvikelse från basscenario
Procentenheter, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

Diagram 32 Högre sparande i USA: BNP i USA och euroområdet, avvikelse från basscenario
Procent, kvartalsvärden

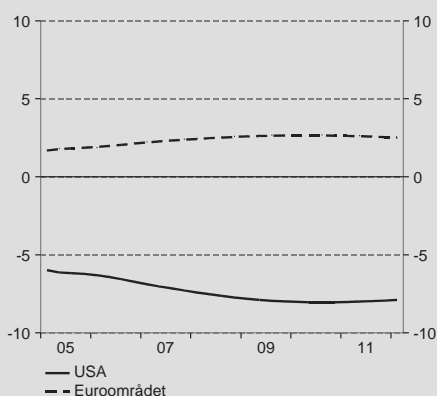


Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

Den minskade efterfrågan och en dollarförsvagning med knappt 10 procent i effektiva termer (se diagram 33) medför att importen faller kraftigt, samtidigt som exportvolymen stiger något. Detta bidrar tillsammans med en avsevärt minskad amerikansk nettoutlandsskuld till att bytesbalansen efter fem år har förbättrats med ca 1 procent av BNP (se diagram 34). På sikt är underskottet ca 2 procentenheter lägre än i basscenariot.¹⁰

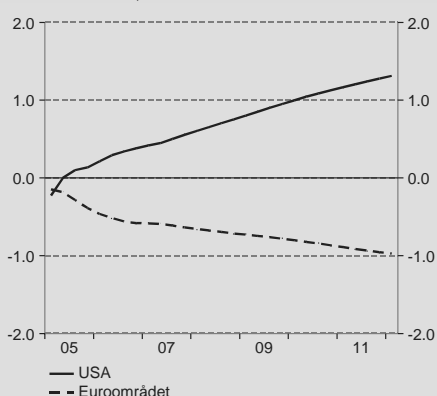
¹⁰ Förhållandet mellan dollarjusteringen och förändringen av bytesbalansen på sikt är relativt lik den i Obstfeld & Rogoff där dollarn försvagas med 35 procent och bytesbalansen förstärks med motsvarande 5 procent av BNP.

Diagram 33 Högre sparande i USA: Dollarns och eurons effektiva växelkurs, avvikelse från basscenario Procent, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

Diagram 34 Högre sparande i USA: Bytesbalans i USA och euroområdet, avvikelse från basscenario Procent av BNP, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

Perioden då BNP understiger sin nivå i basscenariot är utdragen. En tolkning är att det tar lång tid att genomföra den strukturomvandling som följer av att den samlade efterfrågan i mindre grad utgörs av hushållens och den offentliga sektorns konsumtion och i motsvarande högre grad av export och privata investeringar (den senare förändringen är främst ett resultat av att realräntan är lägre än i basscenariot). Vad gäller simuleringsresultaten är vi dock främst intresserade av de första årens konjunkturrella anpassning mot den nya jämvikten.

Även omvärlden påverkas reellt av det ökade sparandet i USA. Exempelvis innebär den minskade efterfrågan i USA och den därav följande förstärkningen av euron med ca 2 procent i effektiva termer att exporten från euroområdet faller och regionens bytesbalans försämras (se diagram 34). ECB försöker motverka den minskade efterfrågan med lägre räntor. BNP faller dock inledningsvis med nästan

1 procent jämfört med basscenariot (se diagram 32). Eftersom de flesta prognosmakare väntar sig en BNP-tillväxt i euroområdet på ca 1,0-1,5 procent i år, skulle en effekt av detta slag föra ekonomin mot stagnation och den pågående återhämtningen skulle fördröjas kraftigt.

Sammanfattning

Den nuvarande utvecklingen av den amerikanska bytesbalansen är inte hållbar på sikt. En korrigerande inträffar förr eller senare och kommer att inkludera en stor växelkursjustering. Simuleringar i världsmodellen NiGEM tyder på att externa faktorer, som en fortsatt revalvering av den kinesiska valutan eller en ökad riskpremie på utländska placeringar i USA, måste vara väldigt stora för att åstadkomma någon väsentlig effekt på den amerikanska bytesbalansen. En annan tänkbar utlösande faktor är en ökad sparbenägenhet i USA. I simuleringen ovan medför en ökad sparbenägenhet hos hushållen och den offentliga sektorn en försvagning av dollarn och en tydlig förstärkning av bytesbalansen. Tidigare undersökningar har ofta fokuserats på den slutgiltiga växelkursförändringen med oförändrad produktionsnivå. Denna undersökning visar att anpassningen utan en ytterst verksam ekonomisk politik kan bli ganska kännbar. Under anpassningen mot ny jämvikt minskar resursutnyttjandet i USA markant och den lägre importefterfrågan riskerar att leda till stagnation i euroområdet och skulle också leda till en kännbar sänkning av global BNP.