

Budgetunderskotten i USA driver upp långräntorna

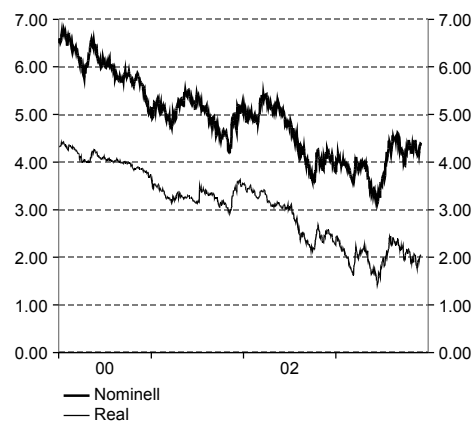
Styrkan i den amerikanska ekonomins återhämtning har överraskat de flesta bedömare. Den kanske viktigaste faktorn bakom den nu pågående uppgången är den kraftiga omläggningen av den ekonomiska politiken. Sedan konjunkturedgången blev påtaglig i början av 2001 har den amerikanska centralbanken sänkt styrräntan med 5,5 procentenheter. Den expansiva penningpolitiken har bidragit till att de 10-åriga obligationsräntorna har fallit från ca 6,5 procent 2000 till knappt 4,5 procent i nuläget. De långa reala obligationsräntorna har också sjunkit markant (se diagram 1).

Även finanspolitiken har lagts om radikalt. Den första expansiva finanspolitiska åtgärden av betydelse vidtogs sommaren 2001, då kongressen godkände stora inkomstskattelättnader. Därefter har en rad åtgärds paket beslutats med bl.a. skattesänkningar och ökade utgifter för försvar och säkerhet. Den offentliga sektorns strukturella finansiella sparande, som exkluderar konjunkturrella effekter, har minskat från 0,9 procent av BNP 2000 till ca -4 procent av BNP 2003 (se diagram 2).¹ Detta innebär den största finanspolitiska expansionen i USA sedan åtminstone mitten av 1960-talet.² Den offentliga sektorns faktiska finansiella sparande, som 2000 uppgick till 1,4 procent, väntas minska till -4,5 procent i år.³

Den expansiva finanspolitiken har bidragit till att mildra nedgången och påskynda återhämtningen av konjunkturen, men har också resulterat i ett stort sparandeunderskott som ökat osäkerheten om den fortsatta utvecklingen. Försämringen av de offentliga finanserna kan pressa upp räntorna utöver vad som är motiverat av konjunkturuppgången. Ett lägre offentligt sparande kan motverkas av ett högre privat sparande, även vid oförändrad ränta, t.ex. om hushållen bedömer att en försämring av de offentliga finanserna i dag leder till högre skatter eller lägre transfereringar i framtiden. Om sådana effekter inte fullt ut uppväger det lägre offentliga sparandet kommer de amerikanska långräntorna att bli högre för att stimulera det inhemska sparandet och kapitalinflödena från omvärlden. De högre räntorna medför också att investeringarna i den privata sektorn blir lägre, vilket får en negativ effekt på BNP.

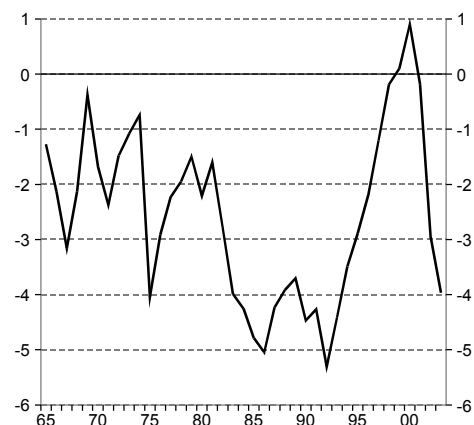
I maj i år godkände kongressen ytterligare ett åtgärds paket.⁴ Därmed reviderade Congressional Budget Office (CBO) i juni

Diagram 1 Tioåriga obligationsräntor i USA
Procent, dagsvärden



Källa: Riksbanken.

Diagram 2 Strukturellt offentligt finansiellt sparande i USA
Procent av potentiell BNP



Källa: OECD.

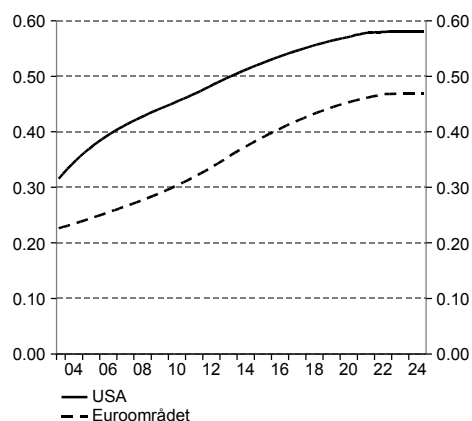
¹ "Cyclically-adjusted general government balance." Utfall för 2000 och prognos för 2003 från OECD Economic Outlook 73 (2003).

² Källa: OECD. Statistiken över USA:s strukturella budgetsaldo börjar 1965.

³ Inklusivt socialförsäkringssystemet. Exklusivt socialförsäkringssystemet var det offentliga finansiella sparandet -0,1 procent av BNP under 2000 och blir ca -6,0 procent av BNP under 2003. Källa: OECD Economic Outlook 73 (2003).

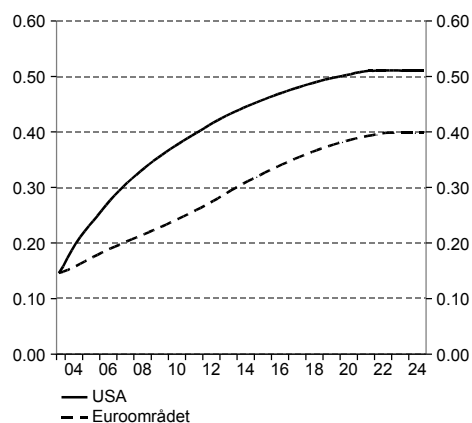
⁴ Den nya lagen innehöll till större delen ökade utgifter, men även skattesänkningar. I november i år anslogs ytterligare 87 miljarder dollar för ökad säkerhet i Irak.

Diagram 3 Nominella tioåriga obligationsräntor
Procentenheter, avvikelse från basscenario, kvartalsvärden



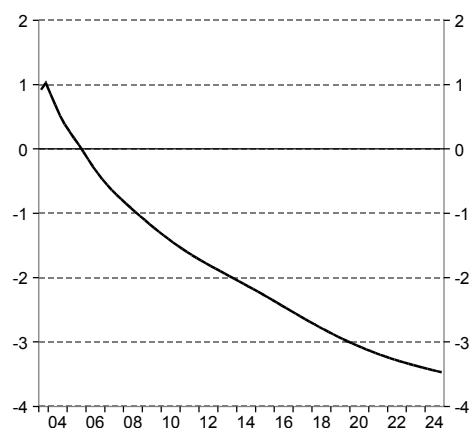
Källor: NIESR och Konjunkturinstitutet.

Diagram 4 Reala tioåriga obligationsräntor
Procentenheter, avvikelse från basscenario, kvartalsvärden



Källor: NIESR och Konjunkturinstitutet.

Diagram 5 Näringslivets investeringar i USA
Procent, avvikelse från basscenario, kvartalsvärden



Källor: NIESR och Konjunkturinstitutet.

upp sin prognos över det federala budgetunderskottet för 2003 med en procentenhet som andel av BNP.^{5,6} Såväl utgiftsökningarna som skattesänkningarna i paketet antogs vara av långfristig karaktär och även för 2004–2013 försämras budgetsaldot enligt CBO med i genomsnitt ca 1 procent av BNP.⁷

I samband med att CBO publicerade sin reviderade prognos bröts nedgången i den amerikanska tioåriga obligationsräntan och under de följande veckorna steg den markant (se diagram 1). CBO:s revidering har angivits som en delförklaring till denna ränteuppgång. Också i andra länder steg obligationsräntorna markant under denna period.

Nedan analyseras effekterna av åtgärds paketet i maj⁸ med hjälp av världsmodellen NIGEM.⁹ I kalkylen försämras det politikberoende budgetsaldot i enlighet med CBO:s beräkningar för perioden 2003–2013 där utgiftsökningarna är ca tre gånger större än skattesänkningarna.¹⁰ För att renodla beräkningarna och belysa effekten av en permanent finanspolitisk expansion antas att budgetsaldot, även efter 2013, försämras med ca 1 procent av BNP. Dessutom antas att den amerikanska centralbanken tillfälligtvis tolererar en något högre inflationstakt. På så vis motverkas inte de kortsiktigt expansiva effekterna av finanspolitiken av en åtstramande penningpolitik.

I diagram 3–5 redovisas de beräknade effekterna av ”maj-paketet”. Det lägre offentliga sparandet medför högre privat sparande och större kapitalinflöden från omvärlden. Långräntan i USA blir inledningsvis 0,3 procentenheter högre och ökar på längre sikt med knappt 0,6 procentenheter jämfört med basscenario (se diagram 3). Realräntan blir inledningsvis drygt 0,1 procentenheter högre än i basscenario medan effekten på längre sikt uppgår till ca 0,5 procentenheter (se diagram 4).¹¹ Den mer expansiva finanspolitiken stimulerar investeringarna på kort sikt men leder via den högre realräntan till att investeringarna blir ca 3 procent lägre på längre sikt (se diagram 5). Kapitalstocken blir därför mindre, vilket leder till lägre BNP.

Utvecklingen i USA får spridningseffekter via de internationella kapitalmarknaderna. Exempelvis pressar de sämre offentli-

⁵ Monthly Budget Review: Fiscal year 2003, June 2003.

⁶ CBO reviderade upp prognosen för det federala budgetunderskottet med ca 100 miljarder dollar.

⁷ The Budget and Economic Outlook: An Update, August 2003.

⁸ Skälet till att använda ”maj-paketet” är att CBO:s beräkningar av de långsiktiga budgeteffekterna av paketet (som publicerades i augusti i år) dels utgör ny information sedan KI:s augustirapport, dels att CBO:s beräkningar utgör en lämplig referens.

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

¹⁰ Den nya lagen innebär enligt CBO att den amerikanska statsskulden under de närmaste tio åren ligger kvar på sin nuvarande nivå om ca 35 procent som andel av BNP. Utan denna lag hade statsskulden minskat till drygt 15 procent som andel av BNP.

¹¹ Dessa resultat är i linje med vad som redovisas i Laubach, Thomas ”New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt” Board of Governors of the Federal Reserve System Working Paper, May 2003.

ga finanserna i USA upp realräntan i euroområdet med ca 0,4 procentenheter på lång sikt (se diagram 4).¹² Sämre offentliga finanser i USA hämmar därför på sikt inte bara BNP i USA utan även i andra länder.

Ovanstående analys avser enbart konsekvenserna av åtgärds-paketet i maj. Den sammanlagda försämringen av den strukturella budgetsaldot under de senaste tre åren uppgår till nära 5 procent av BNP. Vissa av dessa åtgärder är emellertid av engångskaraktär och påverkar inte de offentliga finanserna på sikt. Sammantaget är dock de senaste årens finanspolitiska åtgärder så omfattande att effekten på långräntorna kan bli alltmer påtaglig.

I Konjunkturinstitutets prognos har de försämrade offentliga finanserna beaktats och de långa obligationsräntorna i USA förutses stiga till ca 5,7 procent i slutet av 2005. Osäkerheten är dock stor och budgetsituationen kan försämrats mer än väntat, vilket i så fall bedöms leda till ännu högre obligationsräntor.

¹² Enligt beräkningar gjorda av IMF (Article IV USA 2003, Selected Issues) skulle den ökning av den amerikanska statsskulden som andel av BNP med 15 procentenheter, dvs. ungefär samma försämring som CBO prognostiserar för de närmaste 10 åren, medföra en internationell realränteökning på 0,5–1 procentenheter.