

Den stora obalansen: Hur farligt är USA:s bytesbalansunderskott?

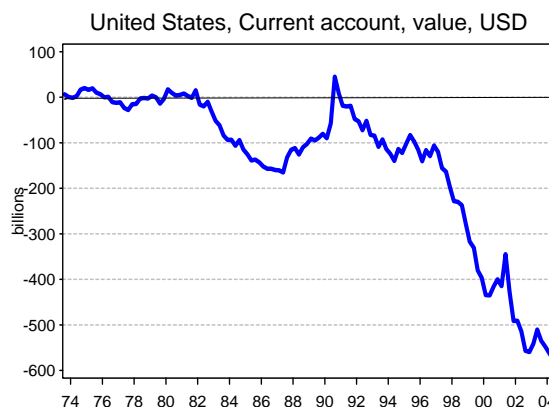
- **USA:s bytesbalansunderskott är inte långsiktigt hållbart.**
- **Förändringar av produktions- och efterfrågemönstren som påtagligt skulle kunna minska underskottet syns inte. Därmed sätter bytesbalansen press på dollarn.**
- **Ännu en tid – sannolikt flera år – hålls dock dollarn under armarna av stora asiatiska köp av amerikanska statspapper. Ingen part har i dagsläget intresse av att ändra strategi.**
- **Men under tiden växer obalanserna. Den långsiktiga prognosen för dollarn är en försvagning. Skulle samarbetet spricka riskerar anpassningen av dollarn att bli våldsam.**

Den internationella ekonomdebatten rör i hög grad obalansen mellan USA och Asien. Den allmänna uppfattningen är att en ytterligare dollarförsvagning kommer att följa. Frågan är om den sker i ”ordnade” eller ”oordnade” former. Här följer ett försök att sortera argumenten.

Växande underskott...

Debatten är inte ny. Den amerikanska bytesbalansen – saldot av de löpande affärerna med utlandet – har försvagats under decennier. Endast under senare delen av 1980-talet och början av 90-talet (med kraftig dollarförsvagning och recession) samt under 2001 (recession och börsfall) skedde tillfälliga reverseringar av trenden.

Skälet till att frågan än en gång är på tapeten är att underskottet nu slagit nya rekord, trots den försvagning av dollarn som redan skett de senaste åren. I dag är bytesbalansens underskott ca 600 miljarder dollar. USA måste netto låna upp över två miljarder kronor i timmen på de globala finansmarknaderna, varje handelsdag, året om.



Source: EcoWin

Underskottet motsvarar 5½ procent av BNP. Hittillsvarande import- och exporttrender – just nu dessutom förstärkta av det stigande oljepriset – tyder på att det fortsätter att växa framöver. I längden är detta orimligt; ett ständigt växande underskott leder till en allt större utlandsskuld – och till att kreditgivarna förr eller senare slår bakut. Frågan är dock *när* och *hur* de amerikanska obalanserna ska rättas till; kommer det att ske gradvis eller abrupt? Historiska jämförelser (publicerade av såväl IMF som Federal Reserve) indikerar att just 5 procent av BNP tycks vara en smärtgräns: När underskottet når den ni-

vån brukar de medföra kraftig inbromsning av ekonomin eller fallande valuta (eller båda delar).

...men med oklara dollareffekter

USA är nu precis vid denna smärtgräns. Det har föranlett bl a ekonomerna vid IMF att varna för risken att dollarn kan falla rejält. Frågan kompliceras dock av flera faktorer:

- För det första är reaktionsmönstren för valutorna olika beroende på utlandsskuldens storlek och skälen bakom bytesbalansunderskottet.
- För det andra fungerar dollarn som "reservvaluta" för många centralbanker. Det gör att omvärlden normalt inte har något emot att ta emot de dollar som amerikanerna växlar bort för att finansiera sin import. USA kan därför tillåta sig både större och mer långvariga underskott än de flesta andra länder.
- Slutligen bestäms inte växelkurser – i alla fall inte på kort sikt – av handeln med varor och tjänster utan av handeln med värdepapper. Så länge placerarna tror att de får en högre avkastning på innehav av amerikanska värdepapper än på icke-amerikanska, fortsätter de att köpa dollar – vilket håller uppe dollarns värde, även om bytesbalansen visar underskott.

Real anpassning krävs

Frågan om underskottets hållbarhet och dess effekter på dollarn är således långt ifrån entydiga. Låt oss försöka spalta upp analysen med början i de reala frågorna; handeln, investeringarna och tillväxten – i USA och övriga världen.

Bytesbalansens saldo kan beskrivas som nationens nettosparande. Ett skäl till underskott kan vara stora investeringar. Ett sådant underskott är sällan något problem, eftersom investeringarna ger tillväxt som lättar skuldbördan. Delvis var detta fallet under det sena 1990-talets boomperiod (även om många investeringar i efterhand visade sig slå fel). Under senare år har dock **underskottet framför allt vuxit till följd av stigande konsumtion**. Det är betydligt mer illavarslande.

Vad gäller utlandsskulden är bilden hyggligt ljus, eftersom USA startar med en förhållandevis liten skuld. Det finns **ingen risk att man under överskådlig tid skulle få problem med räntebetalningar eller kreditvärdighet**.

Slutsatsen blir därför mindre alarmistisk än om vi bara tittar på underskottet i sig. Uppgiften är inte att helt eliminera bytesbalansunderskottet, utan snarare att bringa ned det så utlandsskulden planar ut på en rimlig nivå av BNP, innan den hinner bli ohanterlig. Ett sådant **uthålligt bytesbalansunderskott ligger sannolikt vid ca 2 procent av BNP**. Uppgiften är med andra ord att på sikt minska underskottet med 3-4 procentenheter av BNP (mer om den underliggande underskottstrenden fortsätter upp).

För att åstadkomma detta krävs en **justering av USA:s – och världens – produktions- och konsumtionsmönster**. Det amerikanska underskottet är ju resultatet av att den amerikanska efterfrågan – under senare år i synnerhet den privata konsumtionen – växt snabbare än produktionen. Nu måste det motsatta ske; efterfrågan måste bromsa in medan produktionen accelererar. En sådan amerikansk anpassning måste åtföljas av en anpassning åt andra hållet i övriga världen. Där måste efterfrågan växa snabbare än produktionen. **Förenklat uttryckt ska USA bromsa och övriga världen gasa** – och det ganska rejält. Frågan är hur denna ombalansering av efterfrågan skall komma till stånd.

Anpassningen i USA

Sannolikt kommer den amerikanska politiken under den närmaste tiden att läggas om i mindre expansiv riktning och därmed i viss grad bidra till anpassningen av konsumtion och produktion. Det gäller såväl penningpolitik som finanspolitik.

Federal Reserve säger att man vill "eliminera" ackommodationspolitiken – dvs gå till neutral styrräntenivå. De räntehöjningar som blir följden medför efter hand en inbromsning (eller fall) av huspriserna och ett högre hushållsparande – vilket bidrar till att dämpa importef-

terfrågan. **Penningpolitiken** kommer med andra ord att dra ett visst strå till anpassningsstacken.

När det gäller **finanspolitiken** är det svårare att spå, delvis på grund av presidentvalet. Båda kandidaterna säger sig vilja halvera budgetunderskottet på 4-5 år. Men trovärdigheterna i de respektive kalkylerna lämnar en hel del att önska.

- Senator Kerry låter aningen tuffare, eftersom han kan tänka sig skatthöjningar; dock vill han även bygga ut den offentligfinansierade sjukvården. Det är också oklart om han får igenom skatthöjningar mot en motsträvig republikansk kongress.
- President Bush har ett ännu suddigare program. Han vill permanenta skattesänkningarna samt reformera socialförsäkringarna på ett sätt som kommer att kosta stora summor under en lång övergångsperiod.

Slutsatsen är att finanspolitiken de närmaste åren kan ge ett begränsat bidrag till anpassningen av produktions- och konsumtionsmönstren, men att det knappast blir stort – i synnerhet inte vid en Bush-seger.

Anpassning i andra länder

Kan vi förvänta oss något stöd till anpassningen av konsumtionsmönstren från den ekonomiska politiken i resten av världen?

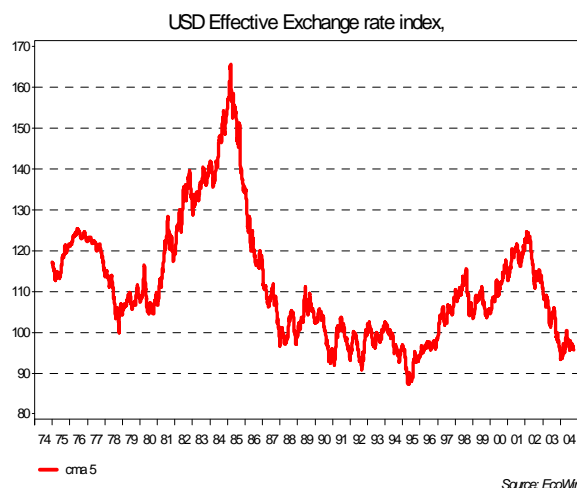
- Inte i **Kina**. Den kinesiska ekonomin är överhettad, och myndigheterna håller tvärtom på att strama åt.
- I **Japan** är det inte möjligt att lätta ytterligare på politiken. Landet har redan nollränta och en jättelik, snabbt växande statsskuld
- I **Europa** har flera stora länder brutit igenom taken i stabilitetspakten, vilket inte ger utrymme för mer budget-stimulans. ECB har ett ambitiöst inflationsmål, och lär inte sänka räntan från dagens nivå. De strukturreformer som skulle kunna sätta fart på tillväxten möter politiska hinder; de ger dessutom under ett första skede ökat sparande,

inte mindre, då arbetstagarna blir rädda för arbetslöshet.

Det är således svårt att i global måttstock se någon omläggning av den ekonomiska politiken som kan generera en tillräcklig anpassning av konsumtions- och produktionsmönstren. Det betyder att bytesbalansunderskottet består – ja, på kort sikt lär det stiga ytterligare, på grund av de växande kostnaderna för oljeimporten.

Dollarn är övervärderad – på lång sikt

Dollarkursen är en del av förklaringen till underskottet i bytesbalansen. En försvagning av dollarn skulle ge mer skjuts till den amerikanska exporten och därmed krympa underskottet. Baksidan är emellertid att detta också bromsar exporttillväxten i andra regioner – en svagare dollar betyder t ex i praktiken en starkare euro, som i sin tur försvårar den snabbare tillväxt som egentligen skulle behövas i Europa. Att rätta till de globala obalanserna är således inte något som görs utan smärta. Ju snabbare dollarrörelsen blir, desto skarpare och mer svårhanterliga blir anpassningskraven i övriga världen.



=
Det finns inget entydigt svar på frågan hur stor förändring av dollarkursen som krävs för att åstadkomma den nödvändiga anpassningen. En ledtråd är att dagens kurs ligger ungefär 20 procent över den som ges av "köpkraftsparitet", då man utgår från långsiktig inflation och köpkraft.

Dollarn skulle således vara ca 20 procent övervärderad. Detta är också en vanlig uppfattning bland ekonomer; den effektiva dollarkursen (dollarn mätt mot ett snitt av USA:s handelspartners – se diagrammet ovan) behöver **försvagas med 15-20 procent från dagens nivå**.

Kortsiktiga flöden styr

Dock: En sak är teoretiska uträkningar om hur mycket växelkurser måste förändras för att ge en viss effekt på handelsströmmarna. En helt annan är hur växelkurserna bestäms i praktiken.

I dag avgörs växelkurser på avreglerade marknader av kapitalflöden snarare än av bytesbalansens saldo. Det betyder att växelkursernas utveckling dels är starkt beroende av placerarnas förväntningar om förskjutningar av olika tillgångspriser, dels att kurserna kan svänga snabbt och kraftigt, utan direkt koppling till långsiktiga fundamenta såsom inflation och utrikeshandel.

Dollartillgångarnas attraktivitet styrs av en rad olika faktorer; företagens relativa avkastning, ekonomins stabilitet, det relativa ränteläget osv. **I USA har kapitalbalansen under senare år visat betydande överskott**, vilket visar att dollarplaceringar varit attraktiva. Under börsuppgången på 1990-talet var inflödet främst en följd av privata placerares vilja att köpa amerikanska aktier och obligationer. Efter börsfallet och den inbromsning av den amerikanska ekonomin som ägde rum i början av 2000-talet har dock privata placerares vilja att placera i dollartillgångar svalnat. Här bör noteras, att USA just nu förbereder en ny, mer förmånlig skattemässig behandling av vinster som genereras i utlandet men som tas hem till USA (Homeland Investment Act). Det kan stimulera kapitalinflödet till USA och ge en tids stöd till dollarn. Den föreslagna skattelättnaden är dock tillfällig och ger därför knappast bestående effekter.

Vad gör asiaterna?

Fortfarande köps amerikanska statsobligationer till stora belopp av privata japanska placerare.

Men en allt större del av överskottet i kapitalbalansen har under senare år härrört från asiatiska centralbankers och myndigheters inköp av amerikanska statspapper. Hela den ökning av bytesbalansunderskottet som skett sedan 2001 – ungefär 250 miljarder dollar – har finansierats av utländska centralbankers (främst Kinas och Japans) köp av amerikanska statspapper. **Överskottet i kapitalbalansen – och dollarns ställning – är således i dag starkt beroende av politiska beslut i Asien.**

En central spelare är Kina. Yuanen är inte fritt konvertibel och har haft fast kurs mot dollarn (8,28 yuan per dollar) sedan 1994. Just nu skulle en revalvering passa väl in en ekonomisk politik mot överhettningen i Kina. Men kineserna har varit mycket tydliga om att de vill röra sig mot konvertibilitet och rörlig växelkurs bara i små steg, och i ett tempo de själva kontrollerar. Banksystemet är alltför bräckligt för att klara stora, oförutsägbara flöden av utländska portföljinvesteringar.

Valutapolitiken präglas av strävan efter långsiktig stabilitet och tillväxt. Kineserna ser gärna en fast – och helst något undervärderad – yuan; detta för att ge stöd åt utrikeshandel och sysselsättning. En mindre revalvering eller ett bredare band mot dollarn kan visserligen tänkas – men då i första hand som en politisk good-will-gest. En eventuell justering blir långt ifrån tillräcklig för att mildra de globala obalanserna. **Kina lär fortsätta att hålla dollarn under armarna under flera år.**

Ett nytt Bretton Woods?

Några ekonomer hävdar mot denna bakgrund att dagens system med fasta asiatiska kurser mot dollarn kan ses det som en modern version av det gamla Bretton Woods-systemet. Efter andra världskriget utgjorde USA världsekonomin centrum och dollarn var reservvaluta; de europeiska länderna var ”periferin”, som knöt sina valutor mot dollarn för att få stabilitet och handelstillväxt under uppbyggnaden efter kriget.

I dag är USA på nytt centrum – medan Asien utgör den nya periferin. Systemet med (mer eller mindre) fasta kurser främjar handel, tillväxt och sysselsättning i periferin. Det underlättar för hundratals miljoner kinesiska bönder att ta sig in i det globala produktions- och handelssystemet. Samtidigt tillåter det centrum att finansiera en stark konsumtionsökning via skuldsedlar som köps upp av periferin. I den meningen **tjänar båda parter på systemet; ingen har något intresse att rucka på det**, i alla fall inte nu. Därmed minskar risken för ett snart dollarras.

Hur länge kan då detta ”system” hålla? Det ”gamla” Bretton Woods höll i över ett kvartssekel. Tas den analogin på allvar skulle således dagens fasta kurser mellan USA och Asien bestå under kanske ytterligare ett decennium eller mer – och under tiden kan det amerikanska bytesbalansunderskottet mycket väl tillåtas växa, eftersom det inte är några problem att finansiera det.

Det ligger mycket i den synen. Stödet från Asien gör att dollarn inte nödvändigtvis faller, trots bytesbalansunderskottet. För egen del har jag dock svårt att tro att det nya dollarblocket blir lika långlivat som efterkrigstidens Bretton Woods-system. Detta av flera skäl:

Den nya periferin (Asien) är betydligt mer heterogen än den gamla (Europa). Marknaderna är mer avreglerade i dag, och det finns ingen internationell ”polis” med samma makt som IMF hade under 1950- och 60-talen. I dag finns dessutom ett alternativ till dollarn som reservvaluta, nämligen euron. Jag tror därför inte alls att samarbetet håller ytterligare några decennier, så som optimisterna hävdar.

Det gamla Bretton Woods-systemet kraschade när den tidens periferi vägrade lösa in dollar till fast kurs. Resultatet blev dollarkris och en våldsam turbulens i världsekonomin. Frågan är huruvida samma sorts turbulens måste återkomma när dagens system överges – när det nu blir. Svaret hänger på samarbetet mellan de stora länderna.

Dollarn kommer att pressas – men när?

Mina slutsatser blir allmänna. De ekonomisk-politiska anpassningar vi ser framför oss i de olika stora staternas makropolitik räcker inte för att få ned det amerikanska bytesbalansunderskottet. En svagare dollar skulle kunna vara ett medel för att minska underskottet. Men Asien – med stora överskott gentemot USA – är en del av dollarblocket och ger stöd åt dollarn; och detta av goda inrikesekonomiska skäl.

Det samarbetet kan hålla i flera år ännu. Men därmed består också den period under vilken obalanserna skärps. **Och risken för att systemet brister med en skräll ökar ju längre anpassningen skjuts upp.** Att växelkurserna avgörs av kapitalflöden och tillgångsmarknader ökar risken för turbulens; snabba kast och ”overshooting” är vanligare på sådana marknader än i handeln med varor och tjänster.

Avgörande för tidpunkten när samarbetet spricker kan vara maktpolitisk; när Kina och andra asiatiska länder anser sig ha vunnit tillräcklig styrka och vill använda valutan för att spänna musklerna, ungefär på samma sätt som när de Gaulle utlöste dollarkrisen, delvis i protest mot Vietnamkriget. Det kan också vara att de asiatiska centralbankerna av ekonomiska skäl finner att de har nog av dollarpapper och gradvis börjar skifta till euro eller andra valutor. Men det kan också vara en plötslig extern chock, som kan komma långt tidigare än så. Den utlösande faktorn kan vara en oljekris eller – varför inte? – att en amerikansk husbubbla spricker och Fed behöver reflatera ekonomin i ett läge där räntevapnet är uttömt; då blir en dollardepreciering betydligt mer aptitlig för amerikanerna.

En sorts ”Plaza-överenskommelse” (uppgörelsen 1985 om att acceptera en svagare dollar) mellan USA och Asien om en gradvis gemensam justering av dollarn skulle kunna mildra omställningsproblemen. Men någon sådan överenskommelse står i dag inte på dagordningen.

Konkret betyder allt detta att dollarn på kort sikt är beroende av kapitalbalansens tillfälliga rörelser – som kan gå lite hur som helst beroende på placerarnas portföljomflyttningar – men att **den långsiktiga trenden otvivelaktigt är en dollarförsvagning** på grund av bytesbalansens underskott. Den riktigt stora frågan – om denna an-

passning blir gradvis eller abrupt – kan ingen besvara i dag. Den kommer främst att avgöras av de politiska relationerna mellan Kina och USA.

Klas Eklund
klas.eklund@seb.se

Ekonomisk Analys:

Klas Eklund, chefekonom	+46 8 763 80 88	klas.eklund@seb.se
Håkan Frisen, chef för Ekonomisk Analys	80 67	hakan.frisen@seb.se
Bo Enegren, ekonom	85 94	bo.enegren@seb.se
Ann Enshagen Lavebrink, ekonomassistent	80 77	ann.lavebrink@seb.se
Ingela Georgii-Hemming, EU-koordinator	82 97	ingela.georgii-hemming@seb.se
Olle Holmgren, ekonom	80 79	olle.holmgren@seb.se
Mikael Johansson, ekonom	80 93	mikael.johansson@seb.se

Innehållet i denna rapport är baserat på uppgifter som av Banken bedöms vara pålitliga. Banken lämnar dock ingen garanti för fullständigheten eller riktigheten i dessa uppgifter. De som tar del av rapporten uppmanas att basera sina investeringsbeslut på undersökningar de själva bedömer vara nödvändiga.