

De internationella finansiella obalanserna

Världsekonomin kännetecknas i dag av stora finansiella obalanser mellan USA och Japan-Västtyskland. Anpassningen för att uppnå balans kommer att dominera utvecklingen en bit in på 1990-talet. Dag Lindskog diskuterar i denna artikel finans- och penningpolitikens möjligheter, växelkursernas roll och effekterna på handelsströmmarna i denna anpassningsprocess.

När 1980-talet inleddes hade USA överskott i de löpande transaktionerna med omvärlden, Japan och Västtyskland underskott. USA var kapitalexportör. Japan och Västtyskland lånade utomlands.

Någonting har hänt sedan dess. 1986 var USAs bytesbalansunderskott cirka 150 miljarder USD, Japans och Västtysklands sammanlagda överskott i samma storleksordning. USA lånade utomlands. Japan och Västtyskland var kapitalexportörer.

Omsvängningen påbörjades redan några år in på 1980-talet. Därefter har svängningen tagit ett accelererande tempo. Ännu 1982 innehade USA positionen med den största utländska förmögenheten. Detta förändrades därpå snabbt. 1985 blev förmögenhetspositionen negativ. Redan samma år blev USAs utlandsskuld den största i världen. Spegelbilden är en förmögenhetsuppbyggnad

– främst fordringar på USA – i Japan och Västtyskland. Japan har övertagit positionen med den största utländska förmögenheten.

Någonting har också hänt på valutamarknaden. Dollarns uppgång inleddes i början av 1980. Med få avbrott steg dollarkursen under fem år. Dollarns fall blev därefter desto snabbare. Spegelbilden är återigen Japan och Västtyskland. Den japanska yenen och västtyska marken har övertagit dollarns tidigare "ohejdbara" bana uppåt.

Någonting kommer också att hända. Ännu i mitten av 1987 har visserligen omsvängningen mot vidgat amerikanskt underskott och ökat överskott i Japan och Västtyskland ej avstannat, men framöver kommer pendeln att slå tillbaka. USA kommer på nytt att uppnå överskott, Japan och Västtyskland underskott. De stora frågorna är, hur kommer anpassningsprocessen från obalans till balans att se ut och hur snabbt kommer en ny jämvikt att nås?

Syftet med denna artikel är att kortfattat beskriva utgångsläget och ge synpunkter på den förestående anpassningsprocessen. En utförligare beskrivning och analys återfinns i Lindskog [1987].

Fil dr DAG LINDSKOG är verksam vid Sparbankernas Banks ekonomiska sekretariat. Hans forskning rör valutamarknader och växelkurspolitik.

Tabell 1 Obalansernas storlek 1986 och prognos för 1987. Miljarder USD.

	USA		Japan		Västtyskland	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987
Exportvärde	222	250	206	228	233	267
Importvärde	369	408	113	123	175	206
Handelsbalans	-147	-158	93	105	58	61
Bytesbalans	-141	-147	86	95	36	37
Exportvärde/importvärde	0,60	0,61	1,82	1,85	1,33	1,30
Bytesbalans i % av BNP	-3,3	-3,3	4,4	4,1	4,0	3,3

Källa: OECD Economic Outlook 41, Juni 1987.

Obalansernas storlek

Obalansernas storlek mellan USA och Japan-Västtyskland framgår av Tabell 1. USAs bytesbalansunderskott innebär, att den finansiella utlandsställningen årligen försämras med cirka 150 miljarder USD – ungefär lika mycket som värdet av Sveriges BNP. Redan ackumulerade skulder i utlandet – officiellt, netto, 263 miljarder USD vid slutet av 1986 – och utgångslägets stora handelsbalansunderskott med ett exportvärde som endast utgör 60 procent av importvärdet har föranlett prognoser om en amerikansk utlandsskuld upp mot 1.000 miljarder USD innan en stabilisering och eventuell vändning kan inträffa. Detta tal motsvarar i stort sett utvecklingsländernas sammanlagda utlandsskuld vid slutet av 1986. USAs räntebörda kan med denna utveckling nå 75–100 miljarder USD per år. Handelsbalansunderskottet måste således vändas med drygt 200 miljarder USD för att uppväga stigande räntebetalningar. Först då kan bytesbalansen på nytt komma i jämvikt. Den nödvändiga förbättringen motsvarar närmare en fördubbling av det nuvarande exportvärdet, eller mer än 10 procent av hela världshandels värde.

Den motsatta situationen med löpande överskott och tillgångsberg kännetecknar främst Japan men också Västtyskland. Japans exportvärde är hela 80 procent högre än importvärdet och den finansiella utlandsställningen förbättras årligen i stor-

leksordningen 100 miljarder USD. För Västtyskland är motsvarande tal 33 procent respektive drygt 35 miljarder USD. Redan i fjol överskred Japans långfristiga tillgångar utomlands OPECs samlade år 1983 om 380 miljarder USD, innan fallande oljeinkomster reducerade oljeländernas förmögenhet. Japans växande ränteinkomster och aktieutdelningar från utlandet innebär att förblir 1986 års exportvärde oförändrat, kan japanerna ändå tillåta sig en fördubbling av importvärdet och likväl bevara ett bytesbalansöverskott.

Det kan dock nämnas, att i relativa tal ligger Japan och Västtyskland långt efter Taiwan. Taiwans bytesbalansöverskott, varav huvuddelen härrör från handeln med USA, motsvarade i fjol 20 procent av BNP mot 4,4 respektive 4 procent för Japan och Västtyskland.

Finanspolitikens möjligheter

Uppkomsten av USAs externa obalans sammanföll med Reagan-administrations introduktion av det nya finanspolitiska programmet "The Economic Recovery Tax Act" år 1982 vilket innebar stora skattesänkningar för hushållen och företagen. Detta pekar ut en finanspolitisk åtstramning som den rätta metoden för att räta ut obalanserna.

Utgångsläget är 1986 års federala budgetunderskott på 221 miljarder USD.

Reaganadministrationen har under flera år försökt att hålla tillbaka utgifterna, men misslyckats. De totala utgifterna har ökat som andel av BNP under Reaganadministrationen; från 22,2 procent år 1980 till 23,7 procent år 1986. Ökningen faller helt på försvarsutgifterna. Övriga utgifters andel är ungefärligen oförändrad sedan Carteradministrationen 1976-1980. En finanspolitisk åtstramning lär därför i första hand avse höjda federala skatteinkomster.

Skattehöjningspotentialen är från svensk horisont enorm. Ett enda exempel – som då och då tas upp i den amerikanska debatten – kan illustrera. En cent högre skatt per gallon bensin ger drygt en miljard USD i skatteinkomster per år. Förhållandena vid slutet av 1985 var sådana att om bensinskatten höjdes så att det amerikanska bensinpriset sammanföll med det genomsnittliga priset i Västeuropa skulle skatteinkomsterna årligen öka med 150 miljarder USD (*The Economist* 86-03-08).

Men skatterna har inte höjts och lär ej heller höjas under Reaganadministrationen. President Reagan är av princip en orubblig motståndare till högre skatter. I ett försök att ändå finna ett sätt att minska budgetunderskottet antog Kongressen den s k Gramm-Rudman-lagen år 1985. Lagen innehåller årligen krympande budgetunderskott ned till noll år 1991. Många anser dock att lagen i bästa fall är en chimär. Några menar t o m att lagen inte alls tvingar Kongressen att minska budgetunderskottet, utan endast tvingar fram prognoser om minskande underskott. Lagen innehåller vidare kryphål – om konjunkturen försämras – och har ifrågasatts utifrån den amerikanska konstitutionen. Möjligheterna att med Gramm-Rudman-lagen som bas genomföra en finanspolitisk åtstramning måste därför bedömas vara små.

Ett nytt amerikanskt skattesystem infördes i år. Systemets huvuddrag är en övervärling av skattebördan från hushåll-

len till företagen. Bland annat sänktes marginalskatterna radikalt. Systemet skall vara skatteinkomstneutralt, men tidsprofilen av förändringarna anses av många experter innebära en viss åtstramning under 1987. På sikt menar dock samma experter, att det nya systemet kan komma att innebära ett ökat budgetunderskott. Detta överensstämmer med aktuella budgetprognoser. Enligt Kongressens "Joint Economic Committee" beräknas årets underskott falla till 161 miljarder USD, men stiger därefter ånyo till 198 miljarder USD år 1989 (*Financial Times* 87-07-15). Det nya skattesystemets huvuddrag, inte minst den kraftiga marginalskattesänkningen, har stimulerat skattedebatten i andra länder inklusive Sverige. Det centrala här är emellertid, att det primärt ej är utformat för att minska budgetunderskottet. Det skall vara skatteinkomstneutralt.

Den samlade amerikanska bilden är att finanspolitiken är låst. Presidenten vägrar höja skatterna. Kongressen vägrar sänka utgifterna. Ändrade politiska prioriteringar – en finanspolitisk åtstramning – lär därför dröja till den nya administrationen tillträtt i början av 1989. Först omkring 1990 kan därför en stramare amerikansk finanspolitik bidra till att minska obalanserna.

Samma låsta situation kännetecknar Japan och Västtyskland. Den negativa inställningen till en finanspolitisk expansion har flera förklaringar. I ett tillbakablickande perspektiv finns farhågor för ett upprepanande av inflationsuppgången efter den första oljeprischocken år 1973 och av ständigt försämrade statliga finanser, vilket kulminerade med den misslyckade "lokomotivtanken" – den expansiva politiken år 1978 – strax innan den andra oljeprischocken. I ett framåtblickande perspektiv anger exempelvis OECD-beräkningar, att demografiska förändringar i Japan och Västtyskland fram till 2000-talet kraftigt kommer att höja andelen pensionärer och därmed de offentliga utgif-

terna. Med andra ord behöver Japan och Västtyskland i dag bygga upp reserver inför framtiden. USAs högre immigration och födelsetal leder ej till samma problematiska utveckling. Fortfarande gäller därför – trots flera skatteförslag – Japans och Västtysklands huvudmålsättning att successivt helt eliminera de statliga budgetunderskotten.

Det kan också påpekas, att den västtyska inställningen genom D-markens ledande roll inom det västeuropeiska valutasarbetet (EMS) leder fram till en liknande återhållsam politik i de övriga tongivande västeuropeiska länderna.

Penningpolitikens möjligheter

Den amerikanska penningpolitiken styrs av den självständiga centralbanken (FED). Penningpolitiken och FED har under 1980-talet starkt associerats med den inom finanskretsar närmast karismatiska FED-ordföranden Paul Volcker. Volcker har karakteriserats som den starkaste FED-chefen någonsin, samtidigt som ingen av de presidenter han tjänat egentligen ville ha honom. President Carter "tvingades" acceptera Volcker i en prekär finans- och allmänpolitisk situation år 1979. Omvalet av Volcker år 1983 skedde på samma sätt utan större entusiasm från president Reagans sida. Men rädsla för oro på finansmarknaderna i begynnelsen av högkonjunkturen banade väg för Volckers andra ordförandeperiod.

Volcker uppfattades framför allt som garanten för en låg inflationstakt. När Volcker i början av juni i år meddelade att han skulle avgå följde därför stor oro på kredit- och valutamarknaderna. Med centralbanksinterventioner återkom lugnet. Dessutom välkomnades ersättaren Alan Greenspan som ett mycket bra val. Greenspan anses stå för ungefär samma penningpolitiska inställning som Volcker. Den stora skillnaden bedöms gälla synen på de inhemska regleringarna, där Greenspan har en liberalare framtoning. Green-

spans tidigare främsta merit är som ordförande för president Fords ekonomiska rådgivare i mitten av 1970-talet. Till nackdelarna – eller åtminstone frågetecknen – hör Greenspans och överhuvudtaget hela den av president Reagan utsedda FED-styrelsens brist på internationella erfarenheter, vid en tidpunkt då förbättrat internationellt samarbete krävs för att bringa ny balans utan panik.

De senaste åren har givit en mycket snabb ökning av penningmängden i såväl USA som Japan och Västtyskland med flera länder. Detta har gått hand i hand med en fallande inflationstakt. Speciellt under 1986 föll inflationstakten med oljeprisraset kraftigt samtidigt som penningmängdstillväxten accelererade. Flera förklaringar har framförts till att sambandet mellan penningmängds- och inflationsförändringar har blivit svagare än tidigare. Finansiella innovationer och en allmän avreglering av de finansiella marknaderna har gjort det svårare såväl att finna relevanta penningmängdsmått som att styra det valda måttets utveckling. Detta medförde att den amerikanska centralbanken FED i februari i år för första gången på 12 år underlät att uppställa mål för det snävaste penningmängdsmåttet. Mål angavs dock för de bredare måtten.

Denna utveckling kan antyda en möjlig inflationsutväg för USA ur obalanserna. Detta torde vara frestande eftersom utlandsskulden är dollarfinansierad. Snabbare inflation och fallande dollarkurs får bäras av långivarna, främst de japanska investerarna. Den befintliga utlandsskulden skulle därför bli en mindre börda. FED kan dock endast kontrollera de korta räntorna. De långa räntorna skulle snabbt stiga till mycket höga nivåer så fort som en inflationsutväg blir uppenbar för de utländska långivarna. Utfallet av det amerikanska finansdepartementets ("the Treasury") upplåningsprogram under våren 1987 är exempel på detta. Auktionsresultatet för 30-åriga obligationer, där

japanska investerare har ett avgörande inflytande, blev 7,49 procent i februari, men hela 8,76 procent tre månader senare i maj. Dessutom finns möjligheten till "Reagan bonds" om inflationen tar fart uppåt och dollarn nedåt. Med andra ord skulle president Reagan, liksom tidigare Carter, kunna tvingas till amerikansk upplåning i andra valutor än dollarn. På detta vis skulle USA, som andra länder exempelvis Sverige, få stå för den egna växelkursrisken. Högre långa räntor skulle även leda fram till en amerikansk recession. En sådan utveckling lär man vilja undvika åtminstone till efter valåret 1988.

Samma eller en ännu mer försiktig penningpolitisk inställning dominerar i Japan och Västtyskland. Bundesbank var exempelvis den första centralbanken som uppställde mål för penningmängdens utveckling år 1974. En låg inflationstakt ges absolut högsta prioritet. Denna inflations-syn delas av Bank of Japan, även om den japanska centralbanken aldrig angivit officiella penningmängdsmål.

Efter den första oljeprishöjningen dröjde åtgärderna med att få ned inflationstakten. Efter den andra kom åtgärderna betydligt snabbare. Utvecklingen under sensommaren med den amerikanska diskontohöjningen den 4 september och lätt stigande japanska och västtyska räntor tyder på en vilja att tidigt undvika en ny inflationsperiod.

Växelkursernas roll

En stor del av anpassningsbördan från obalans till balans har sedan början av 1985 fallit på de fritt flytande växelkurserna. Förutsättningarna för att framför allt finanspolitiken men också penningpolitiken i USA, Japan och Västtyskland skall ta över växelkursernas jämviktsskapande roll är ännu små. Även den fortsatta anpassningsprocessen lär därför till stor del komma att utspelas på valutamarknaden.

Dollaruppgången som med få avbrott varade i fem år fram till i slutet av februari 1985 trotsade alla ekonomiska prognoser. För en annorlunda syn, se dock Hörngren m fl [1985]. Prognoser för den fortsatta dollarutvecklingen bör därför omges av stor försiktighet. Sannolikt medverkade dock Reaganadministrationens dåvarande dollarsyn – att marknaden alltid har rätt och den stigande dollarkursen endast är ett uttryck för omvärldens positiva syn på den amerikanska politiken – till den kraftiga och långvariga "övervärderingen" av dollarn i jämförelse med exempelvis köpkraftsparitetsberäkningar. Den nya amerikanska dollarsynen – alltsedan Plazamötet i september 1985 – skulle på motsvarande sätt kunna tänkas leda till en lika kraftig undervärdering av dollarn. Detta skulle under de sista åren av 1980-talet periodvis innebära en dollarkurs ned mot eller t o m under 100 yen respektive 1 D-mark. En sådan utveckling lär dock förhindras av såväl USA som Japan-Västtyskland. Det mest sannolika är att framtidens dollarkurs ej kommer att uppvisa lika stora avvikelser från "jämviktscursen" som under åren 1984–85.

Beräkningar av vilken dollarkurs som krävs för att förhindra en stadigt växande amerikansk utlandsskuld har med olika metoder och antaganden givit intervallen 135–150 yen respektive 1,65–1,75 D-mark (*The Economist* 87-03-21). Till detta kommer inflationsskillnaden mellan USA och Japan-Västtyskland, vilken innebär att alla jämviktscurser för dollarn successivt faller över tiden mot yenen och D-marken. Slutsatsen är därför, att dollarn under resten av 1980-talet och början av 1990-talet kommer att uppvisa en trendmässigt fallande kurs. Samtidigt anger all erfarenhet att utvecklingen kommer att ske sprängvis. Följande amerikanska uttalanden visar vad som kan ske om förbättringen av den amerikanska externa obalansen dröjer:

"... Valutahandlare är övertygade om att finansminister Baker är beredd att låta

dollarn falla till 1,50 D-mark och 125 yen om Västtyskland och Japan inte gör mer för att stimulera tillväxten" (*Wall Street Journal* 87-02-16). "... Dollarn behöver falla till 120 yen och 1,50 D-mark för att ge balans i USAs export och import. Då återstår ändå ett amerikanskt behov av utländskt kapital på 60 miljarder USD per år för att betala räntor och utdelningar på utlandsskulden. Är de utländska finansierarna ovilliga att ge denna årliga nya kredit måste dollarn falla ännu mera" (den tidigare ordföranden för presidentens ekonomiska rådgivare, professor Feldstein i *Wall Street Journal* 87-02-20). Det kan även noteras, att Alan Greenspan – strax innan han utsågs till ny FED-ordförande – uttalade nödvändigheten av en ytterligare dollarförsvagning. Efter utnämningen, svängde Greenspan snabbt till stånpunkten att dollarn fallit tillräckligt.

Effekter på handelsströmmarna

I utgångsläget visar USAs bilaterala handel underskott med nästan samtliga handelsblock. Det största underskottet mot ett enskilt land gäller handeln med Japan – cirka en tredjedel av totalen – därefter Kanada. Underskottet gentemot de fyra ledande asiatiska NIC-länderna – Hong-Kong, Singapore, Sydkorea och Taiwan – är större än mot det samlade Västeuropa. Däremot uppvisar handeln med Västeuropa den största försämringen i absoluta tal.

Förbättringen av USAs utrikeshandel kommer säkerligen att ske över hela fältet. Underskottens och marknadernas storlek liksom de olika handelsparternas ekonomiska situation sorterar dock ut Japan och Västtyskland samt det övriga Västeuropa som de marknader där de avgörande förbättringarna av USAs utrikeshandel måste ske. Kanada, Latinamerika och de asiatiska NIC-länderna med främst Taiwan undantaget kan av gemensamma eller specifika skäl, exempelvis Latinamerikas skuld kris, ej förväntas kunna motta

en större amerikansk exportoffensiv eller tillåtas minska försäljningen till den amerikanska marknaden annat än i mindre omfattning.

Återstår gör därför framför allt Japan och Västeuropa. USAs handelsunderskott på dessa marknader uppgick 1986 till 90 miljarder USD, mot ett överskott – helt på Västeuropa – år 1980 på 6 miljarder USD. Denna historiska omsvängning måste framöver slå tillbaka och med dubbel styrka för att uppväga kvarvarande underskott på andra marknader och stigande räntebetalningar på utlandsskulden. Omsvängningen kommer dessutom till allra största delen att avse handeln med bearbetade varor. USAs traditionella överskott i handeln med jordbruksvaror har försvunnit och lär ej återkomma inom överskådlig framtid. Oljeimportnotan stiger framöver. Återstår gör därför exportökningar och importminskningar av bearbetade varor i storleksordningen 200 miljarder USD främst i handeln med Japan och Västeuropa.

Anpassningsprocessen mot ny jämvikt kommer således – oavsett kombinationen av finans- och penningpolitik samt växelkursförändringar – att ge stora utslag på handelsströmmarna. Amerikanska företag, eller mera exakt företag med produktion i USA, kommer med nödvändighet att bli svåra konkurrenter i USA och på andra marknader. Exempel på detta är den japanska bilindustrins intåg i USA. Redan i dag har tre japanska biltillverkare produktion i USA och fem nya beräknas tillkomma till 1990. USAs export av bearbetade varor – sannolikt även av bilar – kommer att öka kraftigt och importen kommer att minska. Det omvända gäller för Japan och successivt även för de asiatiska NIC-länderna med Taiwan i spetsen. Dessa länder kan under de kommande åren bli mycket expansiva marknader för USAs och andra länders, inklusive Sveriges, exportindustrier.

Sammanfattning

Anpassningsprocessens utseende avgörs av de ekonomisk politiska dispositionerna i USA och Japan-Västtyskland. De allmänna kännetecknen är klara; en stramare amerikansk och en lättare japansk och västtysk politik behövs. Problemet är, att ännu i mitten av 1987 saknas de politiska förutsättningarna för kraftfulla förändringar i linje med dessa behov. Detta har lyft och lyfter fram de fritt flytande växelkurserna som den främsta jämvikts-skapande mekanismen. Fortsatta växelkursfluktuationer är därför en säker prognos. En lika säker prognos lär vara, att dollarn inte "kommer tillbaka" förrän eventuellt någon gång in på 1990-talet. Växelkursernas andel av den fortsatta anpassningsprocessen beror på hur länge det dröjer innan de finans- och penningpolitiska knutarna mellan USA och Japan-Västtyskland löses och hur snabbt främst den nästa amerikanska administrationen vill få ned USAs löpande underskott och eventuellt utlandsskuld.

Anpassningsprocessens största risker är dels ett eskalerande handelskrig, dels

en kraftig och flerårig amerikansk recession. Riskerna med ett handelskrig har jämförts med 1930-talets utveckling. En kraftig amerikansk recession skulle få negativa följd effekter på ett Västeuropa med redan rekordhöga arbetslöshetstal.

Det finns därför en överhängande risk att världskonjunkturen blir sämre innan den blir bättre. Men även utan handelskrig och amerikansk recession blir anpassningen mycket kännbar för speciellt USA och Japan, men även för Västtyskland och det övriga Västeuropa inklusive Sverige. Sker den stora omsvängningen av USAs handelsunderskott kan jämvikt i den amerikanska bytesbalansen nås under 1990-talets första hälft. Kvar blir då ackumulerade stora skuld- och tillgångsberg att under många år underhålla respektive att underhållas av.

Referenser

- Horngren, L, Kowalczyk, C & Vredin, A, [1985], "Dollarkursen - mysterium eller strukturfenomen?". *Ekonomisk Debatt*. Årg 13, nr 3.
- Lindskog, D, [1987], *Dollarns uppgång och fall - en analys av de internationella finansiella obalanserna*. SNS Förlag, Stockholm.