



Chefdirektör Erkki Liikanen:

GLOBALA OBALANSER OCH EUROPEISKA UTMANINGAR

Ekonomiska Samfundets årsmöte den 9 februari 2005 i Helsingfors

Figur 1.

Inledning

När vi tittar tillbaka på den globala utvecklingen under de senaste tio åren, stöter vi på en rad centrala företeelser:

- brant börsuppgång i IT-aktiernas kölvatten i slutet av 90-talet samtidigt med en avsevärd appreciering av dollarn och motsvarande oväntade depreciering av den nya valutan, euron
- brant börsfall med början 2000 och dollarförsvagning sedan början av 2002 med motsvarande euroförstärkning
- växande bytesbalansunderskott i USA följt av rätt snabbt ökande budgetunderskott
- penningpolitiska lättnader världen över och expansiva monetära förhållanden under exceptionellt lång tid
- låg inflation i allt fler länder världen över
- hög produktivitetstillväxt i USA
- Kina en ny viktig faktor i världsekonomin

Figur 2. Inslag i den globala utvecklingen

Listan kunde göras längre, men jag nöjer mig med att ta upp de här företeelserna.

Jag skall försöka tolka utvecklingen och bedöma vilka riskerna är i det rådande läget, hur allvarliga obalanserna är och vilka möjligheter det finns att korrigera dem på ett kontrollerat sätt.

Fakta och deras tolkning

Växelkurser

Att euron försvagades under sina första år var för många en överraskning och för många även en besvikelse. För en del företag var det förstås en glad överraskning, som de dock inte precis basunerade ut.

Figur 3. Real handelsvägd valutakurs 1998-2004

Figuren visar eurons och dollarns effektiva, dvs. handelsvägda, kurs. Här kan vi se hur euron försvagades och senare förstärktes.

Figuren visar emellertid bara en företeelse. De effektiva kurserna har även tidigare fluktuerat kraftigt, de bilaterala kurserna ännu kraftigare. Det här syns tydligt i den andra figuren. Den första figuren återges i den lilla rutan.

Figur 4. Real handelsvägd valutakurs 1980-2004

I ett historiskt perspektiv är dagens svaga dollar eller starka euro inte helt exceptionella. De ligger inte långt från de långfristiga medelvärdena. Påfallande är däremot dollarns exempellösa styrka under första hälften av 1980-talet. Så stark var dollarns effektiva kurs inte under IT-boomen trots att den nådde extremt höga nivåer.

Hur skall det här tolkas? En rätt vanlig tolkning är att händelserna i USA har påverkat dollarns effektiva kurs mycket mer än händelserna i den övriga världen.

I början av 1980-talet pressades dollarkursen upp av en initialt mycket stram penningpolitik följt av en expansiv finanspolitik i början av Reagan-administrationen. Höga räntor lockade till investeringar i dollar och den expansiva finanspolitiken drev upp den inhemska efterfrågan på exportens bekostnad.

Vid millennieskiftet bidrog IT-boomen och optimistiska avkastnings- och tillväxtförväntningar till ett inflöde av utländska aktie- och direktinvesteringar. I den här investeringsvågen förstärktes dollarn, något som man inte ens i USA var särskilt missnöjd med.

Men, allting har en ände.

I mitten av 1980-talet vände dollarkursen brant nedåt och fortsatte att falla under flera år. Ett par gånger gjordes försök att påverka kursfallet genom gemensamma interventioner.

På samma sätt gick det för ett par, tre år sedan. När IT-optimismen falnat blev tillväxtförväntningarna måttfullare, aktiekurserna sjönk och de utländska aktie- och direktinvesteringarna i USA mattades av. Dollarn började sin länge förutspådda utförsbacke, som troligen hade varit ännu brantare utan asiatiska cen-

tralbankers investeringar i dollartillgångar. De här investeringarna har också bidragit till att långräntorna inte stigit som väntat. USA lättade extremt mycket på penningpolitiken och budgetunderskottet tilläts växa. Följden blev att USA fick dubbla underskott som många ekonomister uttryckt sin oro över.

USA:s dubbla underskott

USA:s bytesbalansunderskott började växa på nytt i IT-boomens början 1998. Budgetunderskottet däremot hade minskat alltsedan 1993 och övergick kring millennieskiftet i ett överskott på cirka två procent.

Figur 5. USA-underskott

Att underskottet i bytesbalansen växte under IT-boomen är förstäeligt, eftersom resurserna var fullt utnyttjade och den inhemska efterfrågan ökade i snabb takt. Bytesbalansunderskottet har emellertid vuxit även efter IT-boomen. Som dess motpost har hushållens och särskilt statens skuldsättning fortsatt att öka. Företagssektorns skuldsättning utgör däremot inte något problem i USA, då företagens finansiella ställning (cash flow to capital spending) de senaste åren avsevärt förbättrats.

Debatten har handlat om huruvida de dubbla underskotten utgör ett hot mot en stabil utveckling i USA och sålunda även mot den globala utvecklingen.

Optimisterna pekar på USA:s dynamik och flexibla marknader samt höga tillväxtpotential. Dessutom pekar man på inflödet av investeringar med hög avkastning och låg risk och på dollarns oöverträffade roll som reserv- och investeringsvaluta och internationellt betalningsmedel. Även om underskotten inte kan växa i all evighet kommer den amerikanska ekonomin i sinom tid att bli kvitt de här problemen, hävdar optimisterna.

Pessimisterna åter påpekar att investerarna redan har börjat gå ur sina dollarinvesteringar, och det här försvårar finansieringen av underskotten. Den här utvecklingen visar att redan de nuvarande budget- och bytesbalansunderskotten är ohållbara. Om underskotten ligger kvar på nuvarande nivåer eller ökar kommer USA:s utlandsskuld och federala skuld att överskrida den gräns då dollarinvesteringar inte längre är intressanta. Det här leder till dollarras och prisfall på dollarobligationer. Det senare innebär stigande långräntor.

Penningpolitik

Historiskt sett var de penningpolitiska lättnaderna i USA 2001–2003 osedvanligt stora, men så hade man åren innan också stramat åt penningpolitiken mer än i andra länder.

Figur 6. Centralbanksräntor. Fed och ECB

I USA har de korta realräntorna under de två senaste åren varit svagt negativa samtidigt som de även i euroländerna har legat kring noll.

Figur 7. Kort realränta (3 månader)

Den expansiva penningpolitiken har hittills inte påverkat inflationen. Inflationförväntningarna har stigit något efter 2003 både i USA och i euroländerna, men ökningen är marginell.

Det här betyder inte att den lätta penningpolitiken inte skulle ha påverkat även priserna.

Den expansiva penningpolitiken har för sin del drivit upp tillgångspriserna i USA liksom också i andra länder. Aktiekurserna steg 2004. Obligationspriserna har förblivit höga och det här återspeglas i låga långräntor.

Investerarna har sökt högre avkastning i mer riskfyllda tillgångar, och räntespreaden har därför varit liten (avkastningsskillnaden mellan företagsobligationer med BBB- och AAA-rating, avkastningsskillnaden mellan utvecklingsländernas lån och motsvarande lån för industriländer).

Också uppgången i bostadspriserna förefaller vara en global företeelse. Bostadspriserna har stigit i rätt snabb takt i nästan alla OECD-länder utom i Tyskland och Japan. I internationell jämförelse ligger bostadsprisökningen i Finland endast på genomsnittsnivå.

Uppgången i bostadspriserna har tydligt stötts av den expansiva penningpolitiken. Den vägen har penningpolitiken också bidragit till att främja den inhemska efterfrågan särskilt i USA, men även i några euroländer, bland annat Finland. I den senaste tidens debatt har man därför undrat, varför de låga realräntorna inte i desto högre grad fått européerna att byta bostad eller bygga nya bostäder. Finland utgör i det avseendet ett undantag, liksom också Spanien och Irland.

Den expansiva penningpolitiken har indirekt höjt även råvarupriserna. Detta har skett genom att USA:s lätta penningpolitik fått genomslag i en del asiatiska länder som följd av ländernas växelkurspolitik.¹ Genom interventioner har växelkursen hållits stabil mot dollarn alternativt har en appreciering av valutan motverkats. Likviditeten har använts till att finansiera den snabba tillväxten framför allt i Kina. Den höga tillväxten i Asien har drivit upp råvarupriserna.

En direkt kanal har också funnits. Billiga pengar har stått till förfogande för olika spekulativa positioner.

¹ Situationen påminner om Bretton Woods-periodens sista år, då USA finansierade Vietnamkriget med lån och andra länders centralbanker tvingades finansiera USA:s bytesbalansunderskott genom köp av dollartillgångar för att hålla sin växelkurs i fastslagen paritet. Likviditeten och åtföljande inflationstryck överfördes således till andra länder, tills Tyskland fick nog och beslutade revalvera D-marken. Om jämförelsen med Bretton Woods-perioden, se Dooley, M. D. Folkerts-Landau och P. Garber, "An Essay on the Revived Bretton Woods System", NBER Working Paper 9971, September 2003.

Sammantaget innebär det här att den långvariga expansiva penningpolitiken i en tid med globalisering och hög produktivitetstillväxt har inflationsdrivande effekter.² Det tar bara längre tid än förut för dem att slå igenom i en uppgång i den allmänna prisnivån.

En bidragande orsak till prisstabiliteten är kanske centralbankernas ökade trovärdighet, som lett till låga inflationsförväntningar. Tröskeln för prishöjningar är högre när man litar på att centralbankerna håller inflationen nere. Det här innebär självfallet att centralbankerna även i fortsättningen måste bedriva en penningpolitik som bevarar trovärdigheten.

Låg inflation

Prisstabilitet eller låg inflation kan vid det här laget sägas vara förväntat och allmänt accepterat i alla OECD-länder. En inflationstakt på 3–4 procent anses i dag hög.

Figur 8. Ökningstakt in konsumentpriser

Övergången till låg inflation har underlättats av en hög produktivitetstillväxt inom många branscher och ökad konkurrens när allt fler ekonomier öppnat upp sina gränser för handel och investeringar. Priserna på många industriprodukter har sjunkit när produktionen har flyttats till lågkostnadsländer och man vidtagit åtgärder för att höja produktiviteten. Att inflationen är låg beror dock framför allt på den förändrade penningpolitiken. Centralbankerna har gjorts självständiga, och låg inflation har blivit deras viktigaste mål.

Det kan finnas skillnader i inflationsdynamiken mellan olika länder eller olika regioner, även om prisökningstakten i alla skulle vara lika låg. Europeiska centralbankssystemet har redan i ett års tid drivit ett omfattande forskningsprojekt i syfte att klarlägga inflationsdynamiken. Även Finlands Bank har deltagit i det här arbetet. En jämförelse av det digra materialet visar tydligt att Europa påverkas av en ihållande inflation på ett helt annat sätt än USA. Priserna förändras inte lika ofta som i USA. Det här gäller framför allt tjänstesektorn. Här ligger en av orsakerna till att inflationen i euroområdet envist har legat kvar på drygt två procent.³

Produktivitet

Produktivitetstillväxten var länge snabbare i Europa än i USA. Det här berodde på två omständigheter. Dels minskade Europa det produktivitetsgap som hade uppstått under andra världskriget, dels ledde de snabbt stigande arbetskraftskostnaderna i Europa på 1970-talet och i början av 1980-talet till

² Se Korhonen, T. "Kasvaviin velkoihin ja runsaaseen likviditeettiin liittyvät riskit", *Euro & talous* 4/2004.

³ Se Dhyne, E., L. J. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffman, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rumler ja Jouko Vilmunen, "Price setting in the euro area: Some stylised facts from Individual Consumer Price Data", November 2004 (opuliserad).

kostnaderna i Europa på 1970-talet och i början av 1980-talet till att arbetskraft ersattes med kapital.

Efter mitten av förra decenniet har förhållandet varit det motsatta. Produktivitetens ökning tog fart i USA och mattades av i Europa. Produktivitetstillväxten ökade i USA med över en procentenhet under perioden 1995-2001 jämfört med produktivitetstillväxten 1990-1995. Detalj- och partihandeln och den finansiella tjänstesektorn inklusive stödtjänster står för 95 % av den här ökningen i produktivitetstillväxten.⁴

Figur 9. Largest contributors to productivity acceleration in the USA

I Europa avtog produktivitetens ökning under samma tid i de flesta länder (frånsett Grekland, Irland och Portugal). Men Europa har också branscher, till exempel telekommunikationsbranschen, som kan redovisa en relativt hög produktivitetstillväxt. Belägg för att produktivitetens ökning har tagit fart inom tjänstesektorn och överlag inom branscher som använder IKT-teknik saknas dock.

Figur 10. Largest contributors to productivity deceleration in the EU-15

Kina

Sist på min lista står Kina, som – milt sagt – har blivit en viktig faktor i världsekonomin. I Kina har tillväxten varit mycket stark redan länge, och inget tyder på att den kinesiska ekonomin inte kunde fortsätta att växa ännu under ett eller ett par decennier.⁵

Om Kinas ökade tyngd som ekonomisk aktör vittnar det faktum att Kina nu är det tredje viktigaste landet i världen mätt med utrikeshandel.

Figur 11. Procent av världsimporten

Kinas andel av världens oljekonsumtion närmar sig en tiondel: Kina stod 1999–2003 för omkring 40 procent av ökningen i oljekonsumtionen. Kina är världens största stålkonsument.

Figur 12. Stålkonsumtion

och väntas 2005 gå förbi USA som världens största förbrukare av aluminium.

Figur 13. Aluminiumkonsumtion

⁴ Figurerna har lånats ur Finlands Banks färskaste rapport, se Sinkkonen, J., "Labour Productivity Growth and Industry Structure: The Impact of Industry Structure on Productivity Growth, Export Prices and Labour Compensation", Bank of Finland Discussion Papers 2005 (forthcoming).

⁵ Koivu, T., "Jatkuuko Kiinan nopea kasvu?", *Euro & talous* 4/2004, s. 27 – 32.

Den snabba tillväxten i Kina och andra tillväxtekonomier bådär gott för världsekonomin. Här finns lokomotiv för tillväxten. Utvecklingen innebär också att en stor del av de varor och tjänster som tidigare producerades i utvecklade länder nu tillverkas i de här lågkostnadsländerna.

De utvecklade ländernas produktionsstrukturer måste anpassas till den nya arbetsfördelningen. För en del länder eller regioner innebär anpassningen större problem än för andra. Samtidigt öppnas nya möjligheter då den snabba tillväxten i Kina och andra länder medför att också deras import ökar i rask takt. Det här innebär i sin tur möjlighet för andra länder att snabbt öka sin export.

Kina är såtillvida speciellt att det i huvudsak finansierar sina egna stora investeringar självt trots att landet är fattigt. Kinas sparkvot är mycket hög, och landets bytesbalans visar överskott.

Stark tillväxt och förväntningar om hög avkastning har lett till ett inflöde av kapital från utlandet. För att motverka en appreciering av valutan måste de kinesiska myndigheterna hela tiden köpa utländsk valuta. Den växande valutareserven bidrar till en kreditexpansion som finansierar såväl effektiva som ineffektiva investeringar.

Även det här utgör en del av den globala obalansen, om man anser att utvecklingen inte är hållbar på längre sikt.

Korrigerig av USA:s dubbla underskott

Jag har beskrivit och tolkat en rad mycket kända fakta. Tolkningen är givetvis karikerad och minst sagt schematisk.

Jag skall nu försöka samla ihop bitarna och börjar med USA:s dubbla underskott, som jag anser utgöra en obalans av nyss nämnda orsak: budget- och bytesbalansunderskotten kan inte fortsätta att växa mycket längre till. Redan deras nuvarande nivå är ohållbar men kan kvarstå ännu någon tid.

Obalanser av detta slag korrigeras i regel på ett eller annat sätt, okontrollerat eller kontrollerat.

Okontrollerad korrigerig

En okontrollerad korrigerig kan för USA innebära en brant, eventuellt överdriven, nedgång i dollarkursen när utländska investerare går ur sina dollarpositioner. I det läget stiger räntorna på dollarobligationer.

Läget kunde förvärras ytterligare om stigande långräntor pressar ned bostadspriserna, och det här i sin tur skulle leda till en kraftig ökning i de amerikanska hushållens sparkvot. I ett sådant läge skulle också aktiekurserna vända nedåt och orsaka ett globalt börsfall. Den amerikanska ekonomin skulle hamna i en allvarlig recession och dra med sig resten av världsekonomin.

Som motvikt till dollarns försvagning skulle euron förstärkas kraftigt, särskilt om de asiatiska centralbankerna fortsatte att knyta sin valuta till dollarn. Den starkare euron och den globala recessionen skulle driva euroområdet mot deflation.

Även om en okontrollerad korrigeringsåtgärd kan förhindras, lyckas det inte enbart med en rätt inriktad ekonomisk politik. De ekonomiska strukturerna måste också anpassas till de nya ekonomiska förhållandena i världen. Men det räcker inte med åtgärder bara i en enda region eller ett enda land, utan det krävs åtgärder och anpassning såväl i USA som i Kina och Europa.

Kontrollerad korrigeringsåtgärd

Det har talats om en okontrollerad korrigeringsåtgärd redan i ett par års tid. Men den har uteblivit. På marknaden har risken för en sådan korrigeringsåtgärd hittills inte prissatts särskilt högt. Därför har många börjat hålla på möjligheten till en kontrollerad korrigeringsåtgärd. Vilka är elementen då? Bland annat följande har nämnts:

USA

- penningpolitiken fortsätter att stramas åt successivt
- budgetunderskottet fås successivt att minska
- hushållens sparkvot ökar

Kina

- den överhettade ekonomin kyls av bland annat genom revalvering

Euroområdet

- penningpolitiken fortsatt tillväxtfrämjande
- euroområdet blir starkare och produktiviteten ökar framför allt i tjänstesektorn

Figur 14 . Obalanser korrigeras

De här elementen är utan vidare godtagbara åtminstone i fråga om penningpolitik, USA:s budgetunderskott och de amerikanska hushållens sparkvot. Uppfattningen stöds också av olika modellberäkningar.

Finlands Bank gjorde för ett år sedan modellberäkningar med alternativa scenarier för den amerikanska bytesbalansens anpassning. Utgångspunkten var en minskning av bytesbalansen med 2 procentenheter i förhållande till bruttonationalprodukten. Till det här resultatet kom man två olika vägar. I det ena alternativet sänkte man konsumenternas permanentinkomst (det diskonterade nuvärdet av förväntade inkomster) och höjde därigenom hushållens sparkvot. I det andra alternativet åter höjdes riskpremien på dollarinvesteringar.⁶

⁶Beräkningarna har gjorts med den s.k. utvidgade EDGE-modellen. Det är fråga om dynamiska jämviktsmodeller som kalibrerats för euroområdet och USA och sammanlänkats sinsemellan. Resultaten av beräkningarna rapporteras närmare i Kortelainen, M., "Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämä", *Euro & talous* 1/2004, s. 69–75.

Det senare alternativet motsvarar en okontrollerad korrigerings: dollarn försvagas nominellt med drygt 20 procent, inflationen accelererar i USA med penningpolitiska åtstramningar och stigande räntor som följd. Konsumtionen och investeringarna minskar. Bytesbalansunderskottet krymper när exporten ökar och importen minskar. I den övriga världen (euroområdet) ökar den inhemska efterfrågan, men den krympande nettoexporten pressar ned BNP-tillväxten till noll. Priserna börjar falla, och penningpolitiken möter nollräntegränsen.

Det första alternativet, de amerikanska hushållens ökade sparande, är betydligt positivare och motsvarar en kontrollerad korrigerings. Också där försvagas dollarn reallt men inte nominellt. Inget inflationstryck uppstår och penningpolitiken kan lättas upp i både USA och den övriga världen (euroområdet).

För det här alternativet talar det faktum att USA:s budgetunderskott dras ned, vilket även skulle minska behovet att öka hushållens sparkvot. Sparkvoten är emellertid inte lätt att påverka med direkta ekonomisk-politiska åtgärder.

OECD:s sekretariat har gjort motsvarande beräkningar. Resultaten presenterades i en rapport sommaren 2004.⁷ Också enligt de här beräkningarna är en kontrollerad anpassning mycket svår om den sker endast via en kanal. En minskning av handelsbalansunderskottet med två procentenheter skulle kräva en avsevärd försvagning av dollarn (20–25 % effektivt) eller en mycket stor förändring i budgetbalansen (6 % av BNP) eller en kraftig ökning i efterfrågan på USA-tillverkade varor (marknadsandelsökning på 2 %). Det bästa resultatet nås om alla faktorer inverkar samtidigt. I alla alternativ räknar man med att en minskning av USA:s bytesbalansunderskott i någon mån skulle dämpa tillväxten också på annat håll i världen.

Intressant är OECD:s alternativ med en strukturförändring av den övriga världens importefterfrågan i riktning mot USA-producerade varor och tjänster. Det är lätt att acceptera, men frågan är om det är realistisk. Det kan knappast påverkas med några som helst ekonomisk-politiska åtgärder.

Kvar på listan finns då en minskning av USA:s budgetunderskott och en ökning av de amerikanska hushållens sparkvot, som stöds av en successiv åtstramning av penningpolitiken. I euroområdet fortsätter den tillväxtfrämjande penningpolitiken så länge inflationen och inflationsförväntningarna hålls låga. Det betyder inte att räntorna under kommande år inte sakta kunde stiga mot mer neutrala nivåer.

Då återstår två element: Kinas växelkurspolitik och ett starkare Europa.

⁷ "The challenges of narrowing the US current account deficit", Chapter V in *OECD Economic Outlook*, Vol. 2004/1, No. 75, June 2004

Kinas växelkurspolitik

Kina har fått önskemål från både USA och Europa om att revalvera sin valuta eller låta den flyta. Européerna motiverar önskemålet med att bördan borde delas: då orsakerna till dollarförsvagningen härstammar från USA får euroområdet bära en orimligt stor del av anpassningsbördan därför att Kina och vissa andra länder vill följa dollarn. Amerikanerna åter skulle föredra en starkare renminbi för att minska konkurrensen från Kina på den amerikanska marknaden.

Betydelsen av Kinas växelkurspolitik är sannolikt dock överdriven. En revalvering av den kinesiska valutan är inte någon lösning på de problem som en korrigerande av USA:s dubbla underskott skulle medföra. En revalvering av renminbin med 10 procent skulle försvaga USA:s effektiva (handelsvägda) växelkurs med endast 1 procent. Det är inte mycket då den effektiva kursen redan har försvagats med 20 procent. Ingen tänkbar revalvering av renminbin förändrar det faktum att kostnadsnivån i Kina förblir låg i förhållande till USA eller andra utvecklade länder.

Om renminbin tilläts flyta skulle den med största sannolikhet förstärkas, men frågan är huruvida det finansiella systemet och penningmarknadsmekanismen i Kina är mogna för en fritt flytande valuta.⁸ För att fungera väl borde kapitalrörelserna vara fria och den inhemska penningmarknaden vara välutvecklad så att prisbildningen på marknaden effektivt återspeglar all tillgänglig information inklusive penningpolitiska förväntningar. Så långt har utvecklingen i Kina ännu inte kommit.

En revalvering av den kinesiska valutan kunde för sin del underlätta anpassningen, men den kan inte tillmätas alltför stor betydelse. Bäst motiveras en revalvering av att de kinesiska myndigheterna själva ser den som nödvändig för att minska kreditexpansionen eller dämpa ett ökande inflationstryck. Kina fattar sina beslut självt i egen takt när tiden är mogen.

Europeiska utmaningar

Européerna har traditionellt reagerat kraftigare på växelkursförändringar än amerikanerna. Det här är förstaeligt då varje europeiskt valutaområde före EMU var litet i jämförelse med USA. I små, öppna ekonomier har växelkursförändringar stora verkningar, medan verkningarna i stora, slutna ekonomier är små.

Förhållandet borde vara ett annat nu när även euroområdet är ett stort och jämförelsevis slutet valutaområde. Handeln till länder utanför området utgör 17–18 procent av BNP. I USA är motsvarande siffra ännu lägre. Just för att utrikes-

⁸ Se Koivu, T., "The challenge of choosing an optimal exchange rate regime for China", *BOFIT Online* 1/2005.

handeln relativt sett är så obetydlig krävs det en mycket stor växelkursförändring för att den externa balansen skall kunna påverkas i högre grad.

Européerna har varit benägna att skylla på andra för problemen med den starka euron och att vänta att andra vidtar korrigerande åtgärder. Som exempel kan nämnas kraven på att USA:s budgetunderskott skall minskas och den kinesiska valutan revalveras. Som jag redan nämnde finns det goda grunder för dessa önskemål. Men det är också på sin plats att fråga vad man kan göra i Europa för att lindra problemen med den starka euron och för att främja en kontrollerad korrigerad av de globala obalanserna.

Expansiv penning- och finanspolitik

Många kommentatorer har gett euroland rådet att öka den inhemska efterfrågan med hjälp av en expansiv penning- och finanspolitik. Att följa det här rådet skulle innebära att man accepterade större budgetunderskott än hittills oavsett gränserna i stabilitets- och tillväxtpakten och leda till en ännu expansivare penningpolitik än förut. Det har till och med föreslagits att Europeiska centralbanken borde gå till motattack och medvetet försvaga euron genom räntesänkningar och valutainterventioner.

Det är svårt att se hur omfattande finanspolitiska stimulansåtgärder i euroländerna skulle kunna bidra till att minska USA:s budgetunderskott. För det första är det inte säkert att den inhemska efterfrågan ökar på grund av åtgärderna. De växande underskotten kanske bara ökar européernas sparvilja. Men om den inhemska efterfrågan verkligen ökade, skulle ökningen till stor del gälla tjänster och till en mycket liten del amerikanska importvaror. Risken för stigande priser på tjänster skulle öka, och det här skulle åtminstone inte underlätta en tillväxtfrämjande penningpolitik.

Penningpolitiken är för närvarande tillväxtfrämjande och kan fortsätta att vara det så länge inflationen och inflationsförväntningarna hålls låga. Det betyder inte att korträntorna även i euroområdet i sinom tid inte skulle stiga mot mer neutrala nivåer.

Att uttryckligen söka försvaga euron med hjälp av penningpolitiska lättnader eller valutainterventioner vore förödande. Det skulle börja likna konkurrerande devalveringar och leda ännu längre bort från en kontrollerad korrigerad av de globala obalanserna.

Produktiviteten inom tjänstesektorn i euroområdet

Vid första anblicken borde produktivitetens utvecklingen inom tjänstesektorn i euroområdet och en kontrollerad korrigerad av globala obalanser inte ha något att göra med varandra. Tumregeln är att en produktivitetökning eller en ökad produktivitetstillväxt leder till en förstärkning av den reala växelkursen. Med högre produktivitet och en starkare valuta har landets förmögenhetsställning och konkurrensförmåga i förhållande till andra länder ändå förbättrats.

Nu är det dock inte så här enkelt då man beaktar att största delen av konsumtionsefterfrågan gäller varor och tjänster som inte är föremål för internationell handel. Inom de flesta branscher förekommer dessutom s.k. *home bias* i konsumtionen. Det innebär att när efterfrågan på varor som är föremål för internationell handel växer, hänför sig en större del till varor som producerats i hemlandet än till varor producerade utomlands även om de inte nämnvärt skiljer sig i kvalitet.

Det här har nyligen uppmärksammats av de amerikanska forskarna Maurice Obstfeld och Kenneth Rogoff.⁹ De presenterar beräkningar enligt vilka en produktivitetsökning inom tjänstesektorn (*non-tradables*) i euroområdet skulle göra anpassningen av USA:s bytesbalans smärtfriare för alla parter.

Hur kan en produktivitetsökning inom tjänstesektorn i euroområdet på ett positivt sätt bidra till en kontrollerad korrigerande av obalanser med amerikanskt ursprung? Det är inte utan vidare självklart.

Mekanismen är i stora drag följande. I alla anpassningslösningar ingår en försvagning av den reala dollarkursen. Det innebär att amerikanska produkter blir billigare och att efterfrågan på dem växer i Europa. Samtidigt minskar euroländernas export eller ökar inte lika snabbt som tidigare.

En produktivitetsökning inom tjänstesektorn i euroländerna bidrar indirekt till att minska problemen även inom exportsektorn. För det första går priserna på tjänster ned och därigenom stiger konsumenternas realinkomster. Det relativa priset på tjänster (*non-tradables*) sjunker med följderna att efterfrågan på tjänster ökar på varornas (*tradables*) bekostnad. Efterfrågan på varor stiger dock totalt sett därför att realinkomstökningen speglas även i ökad efterfrågan på varor. Om man till det här lägger för alla länder typisk s.k. *home bias*, hänför sig en större del av varuefterfrågans ökning till varor producerade i hemlandet (euroområdet) än till importvaror och det här kompenserar i sin tur exportbortfallet.

Det snabbaste sättet att driva upp produktiviteten inom tjänstesektorn är att öka konkurrensen på tjänste- och varumarknaden. Här återkommer vi till samma frågor som redan länge har diskuterats i Europa, nämligen strukturreformer. Reformerna är nödvändiga även utan globala obalanser. I nuläget skulle de bidra till att underlätta en korrigerande av obalanserna på ett kontrollerat sätt.

Att enbart tjänstesektorns produktivitet lyfts fram betyder inte att produktiviteten inte behövde höjas också inom varuproduktionen. Självfallet skulle en produktivitetsförbättring inom industrin göra det lättare att tåla eurons förstärkning. Man kan dock inte räkna med att produktiviteten inom industrin i euroområdet skulle kunna höjas så mycket att priskonkurrenskraften återställdes mätt med relativa enhetsarbetskostnader.

⁹ Obstfeld, M. och K. Rogoff, "The unsustainable US current account position revisited", NBER Working Paper 10869, October 2004.

Men det största trycket på produktivitetsförbättring och strukturreformer uppstår av att den relativa fördelen i varuproduktionen håller på att flyttas till länder utanför gamla Europa och USA.

Sammanfattning

Som uttryck för den globala obalansen står USA:s dubbla underskott. Om obalans kan man tala i det avseendet att den nuvarande situationen är klart ohållbar: USA:s budget- och bytesbalansunderskott kan inte ligga kvar på så höga nivåer i all evighet. Bägge underskotten måste fås ned förr eller senare. Bytesbalansunderskottet behöver inte helt och hållet jämnas ut då den demografiska utvecklingen i USA än så länge är gynnsam och arbetskraften växer tack vare immigrationen. Skuldsättningen är inte heller den alarmerande hög i europeisk jämförelse. Tid finns således för en kontrollerad anpassning.

De dubbla underskotten är inte bara USA:s problem utan också en global oroskälla. Tillväxten och den exportfrämjande ekonomisk-politiska strategin i de asiatiska länderna har bidragit till att skapa utrymme för en ansvällning av den amerikanska bytesbalansen. De europeiska utbudsförhållandena är sådana att Europa förefaller lida mer av eurons förstärkning än vad USA led av dollarförstärkning för några år sedan.

Då de dubbla underskotten ändå främst är USA:s problem, är en kontrollerad anpassning möjlig bara om tillväxten i den inhemska efterfrågan avtar. Det här kräver en successiv åtstramning av penningpolitiken och en successiv minskning av budgetunderskottet. Dessutom bör hushållens sparkvot småningom öka.

En utmaning för Europa är att stärka sin anpassningsförmåga. Samtidigt minskar känsligheten för växelkursfluktuationer. En anpassningsbar ekonomi kan bättre svara på förändringarna i omvärlden. Den skapar också incitament att öka produktiviteten inom alla branscher.

En snabb produktivitetstillväxt inom tjänstesektorn under de senaste tio åren är det som skiljer USA från Europa. Nu gäller det för Europa att hinna i fatt. Större konkurrens ökar automatiskt trycket på en produktivitetshöjning inom tjänstesektorn. En sådan utveckling skulle i det rådande läget också bidra till att underlätta en kontrollerad korrigerande av de globala obalanserna.

Tack för er uppmärksamhet.