

Den stora obalansen: Hur allvarligt är USAs bytesbalansunderskott?

Ulf Jakobsson

Godkväll och hjärtligt välkomna till det här mötet i Nationalekonomiska Föreningen. Kvällens ämne är de amerikanska underskotten. Innan vi går närmare in på detta så har vi dock ett föreningsärendesom jag ber föreningens sekreterare Mattias Ganslandt att föredra.

Mattias Ganslandt

Styrelsen för föreningen föreslår att inför nästkommande år fastställa medlemsavgiften för ordinarie medlemmar till 400 kr och att vi inför ett studentmedlemskap för de som är inskrivna vid något lärosäte med en avgift på 200 kr.

[Beslut med acklamation] Föreningen ställer sig bakom styrelsens förslag och godkänner en höjning av medlemsavgiften för ordinarie medlemmar för 2005 samt införandet av ett studentmedlemskap.

Ulf Jakobsson

Då går vi till kvällens ämne. Vi har två talare: Klas Eklund som är chefekonom på SEB och Hans Genberg som är professor vid Graduate Institute of International Studies i Genève. Vi diskuterade innan om vem som skulle börja och det bestämdes att Klas Eklund börjar. Respektive talare har förtur i diskussionen om det visar sig att deras presentationer går isär eller om det är något som behöver redas ut. Härfter har vi en fri diskussion. Jag lämnar nu ordet till Klas.

Klas Eklund

Herr ordförande; tack för inbjudan att komma hit och diskutera ett ämne som

är ovanligt aktuellt. De amerikanska underskotten, dollarn och obalansen mellan USA och Asien står i fokus för ekonomisk politik, för marknadens uppmärksamhet och i tilltagande grad även för dagsmedia. Den allmänna uppfattningen är att underskotten är ohållbara och att en ytterligare dollarförsvagning kommer att följa. Frågan är om den sker i ”ordnade” eller ”oordnade” former.

Jag ska ikväll försöka täcka flera stora ämnen på kort tid: Först skall jag redovisa underskottets utveckling och storlek, därefter ställa frågan hur farligt det är; här går jag igenom investerings- och sparbalans samt skulddynamik. Därefter diskuterar jag möjligheten att få ned underskottet; av detta följer en analys rörande trycket på dollarn, och hur privata och offentliga kapitalflöden svarar. Avslutningsvis skall jag säga något kort om de asiatiska ländernas reaktion och risken för globala störningar.

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 år kommer bytesbalansens underskott av allt att döma att nå över 600 miljarder dollar. USA måste netto låna upp över två miljarder kronor i timmen på de globala finansmarknaderna, varje handelsdag, året om.

Underskottet motsvarar 5½ procent av BNP, och trenden är stigande. Man bör notera att underskottet uppkommit vid så låg exportandel som 11 procent av BNP. Importandelen är ca 16 procent. En tredjedel av importen finansieras

NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

FÖRHANDLINGAR
2004-11-30

Sammanfattade av
Marianne Åhrén.

Ordförande:

Ulf Jakobsson

Talare:

Klas Eklund, SEB,
och Hans Genberg,
Graduate Institute of
International Studies,
Genève.

Övriga deltagare:

Rolf Englund,
John Hassler,
Lars Kalderén,
Gunnar Eliasson,
Carl B Hamilton,
Michael Sohlman,
David Philipson
och Lars Olofsson.

Figur 1
USA: Bytesbalans-
saldo



Källa: EcoWin.

med lån, eller med andra ord, vart tredje år lånar USA till hela sin import. Exporten behöver växa runt 50 procent mer än importen bara för att hålla underskottet konstant, räknat i dollar och cent.

Det finns olika skäl till att det amerikanska underskottet är så stort.

- För det första tycks den amerikanska exportelasticiteten (i förhållande till omvärldens tillväxt) vara lägre än amerikanernas importelasticitet (i förhållande till inhemsk tillväxt). Om USA och omvärlden växer i samma takt stiger således den amerikanska importen mer än exporten. Det här mönstret kartlades första gången redan 1969 av Houthakker och Magee och har bestått sedan dess.
- För det andra har den amerikanska ekonomin under senare år växt betydligt snabbare än de flesta av dess handelspartners, vilket ytterligare drivit upp importen. Skälet är både strukturellt – positiv demografi och hög produktivitetstillväxt – samt konjunkturellt – extremt expansiv politik.

Om man lägger ihop de här båda trenderna landar man i att bytesbalansunderskottet fortsätter att växa. Det gäller både vid en framskrivning i form av balanserad tillväxt, och för rimliga projektioner som utgår från dagens läge. Nouriel Roubini och Brad Setser från NY University har i ett nytt papper (kan läsas på Roubinis utmärkta hemsida) kommit fram till att det sannolikt når 6 ½ procent 2006 och 8 procent av BNP 2008. För att detta inte ska ske måste någon form av extern störning – till exempel en kraftfull policyomläggning – markant bryta hittillsvarande trender.

Nästa fråga är huruvida den här utvecklingen är farlig. Ja, i längden är den orimlig. Ett ständigt växande underskott leder till en allt större utlandsskuld – och till att kreditgivarna förr eller senare slår bakut. Historiska jämförelser (publicerade av såväl IMF som Federal Reserve) indikerar att just 5 procent av BNP tycks vara en smärtgräns: När underskott når den nivån brukar de medföra kraftig inbromsning av ekonomin – vanligen genom en kollaps av inves-

teringarna – eller fallande valuta (eller båda delar).

USA är nu precis vid denna smärtgräns. Det har föranlett en rad ekonomer, bland annat vid IMF, att varna för risken att dollarn kan falla rejält. Valutamarknaden har dragit samma slutsats. Frågan om hur mycket det blir – och hur farligt underskottet egentligen är – kompileras dock av flera faktorer:

- För det första är reaktionsmönstren för valutorna olika beroende på utlandsskuldens storlek och skälen bakom bytesbalansunderskottet. Ett underskott som beror på stora investeringar är rimligen mindre farligt än ett som beror på konsumtion. Och om utlandsskulden är låg har man marginaler.
- För det andra bestäms inte växelkursen – 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. Det kan hålla upp dollarns värde, även om bytesbalansen visar underskott.
- Dessutom 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.

Hur pass starka är då de här motargumenten? Betyder de att vi kan strunta i bytesbalansproblemen? Låt oss försöka spalta upp analysen med början i de reala frågorna; handeln, investeringarna och tillväxten.

Den första frågan är hur bytesbalan-

sen förhåller sig till sparande och investeringar. Enligt försörjningsbalansen gäller

$$\text{BNP} = C + I + (X - M)$$

där C är konsumtion, I investeringar, X export och M import.

Ett underskott på 6 procent av BNP betyder alltså att konsumtion och investeringar är 6 procent större än produktionen, USA lever alltså klart över sina tillgångar.

Sparandet definieras i nationalräkenskaperens termer som

$$\text{Sparande} = I + (X - M) \text{ vilket ger}$$

$$\text{Sparande} - I = (X - M)$$

Hypotetiskt skulle alltså det stora underskottet i bytesbalansen kunna vara följden av att investeringarna är mycket större än sparandet, även vid hygglig sparnivå.

Det är ju inte ovanligt att underskott är ett resultat av stora investeringar. Ett sådant underskott är sällan något problem, eftersom investeringarna ger tillväxt som på sikt lättar skuldbördan. Delvis var detta fallet under det sena 1990-talets boom-period (även om många investeringar i efterhand visade sig slå fel). Då steg USAs bytesbalansunderskott samtidigt som budgetsaldot stärktes och investeringarna steg kraftigt.

Men under senare år har underskottet framför allt vuxit till följd av stigande konsumtion. De offentliga finanserna har svängt till underskott, samtidigt som investeringarna har fallit. Särskilt intressant är att flödet av direktinvesteringar har svängt från ett stort plus (större inflöden än utflöden) till ett stort minus (större utflöden än inflöden).

Visst, investeringar har skett i stor skala i USA, men det är framför allt investeringar i fastigheter – något som framför allt hänger samman med extremt låga räntor och en stark stimulans till privat konsumtion.

Samtidigt har sparandet fallit. Det

syns på flera olika sätt. Hushållssparandet är noll. Den offentliga sektorn visar underskott. Och nettosparandet i nationräkenskapstermer har fallit till bara 1 ½ procent av BNP – den lägsta nivån någonsin.

Slutsatsen är att vi svårligen kan se dagens bytesbalansunderskott som en följd av stora investeringar. Det är en följd av lågt sparande och hög konsumtion. Det är illavarslande.

Låt oss gå vidare till nästa fråga för att bedöma hur bekymmersamt underskottet är; nämligen vad det innebär för skuldsättningen.

Vad gäller utlandsskulden är bilden hyggligt ljus, eftersom USA startar med en förhållandevis liten skuld. Vid slutet av 2003 – vi vet ännu inte siffran för 2004 – var nettoskulden ca 23 procent av BNP. Det finns således ingen risk att man under överskådlig tid skulle få problem med räntebetalningar eller kreditvärdighet.

Det bör dock noteras att skulden är ovanligt hög uttryckt som multiplar av exporten, detta eftersom exportandelen är så låg; nettoskulden var vid slutet av 2003 drygt 200 procent av exporten och vid slutet av 2004 kommer den av allt att döma att vara över 250 procent av exporten.

Dessutom stiger skulden snabbt, när bytesbalansunderskottet är stort. Skuld-dynamiken är välbekant för dem av oss som genomlevde den svenska skuldkrisen:

$$c = gn$$

där c är bytesbalanssaldot i procent av BNP, g är nominell tillväxt och n skuldkvot (skuld som andel av BNP). Om c är större än gn stiger skulden, om c är mindre minskar skuldbördan. Ekvationen visar hur snabbt det blir allt mer angeläget att bryta underskottstrenden – för att förhindra att skulden växer nationen över huvudet.

I USA är den långsiktiga nominella

tillväxten ca 5 procent, bestående av 3 procents real tillväxt och 2 procents inflation. Om uppgiften skulle sättas till att hålla skulden konstant vid den nivå den var vid årsskiftet 2003/04 – 23 procent av BNP – måste c hållas vid $0,23 \times 5$, dvs drygt en procent. För att förhindra skulden att växa måste underskottet alltså ned med fyra femtedelar. En sådan snabb reduktion skulle dock kräva en brutal åtstramning och följas av en kraftig recession.

Om vi i stället ställer frågan vilken skuldkvot som är förenlig med dagens nivå på bytesbalansunderskottet, runt 5 procent av BNP, får vi 1 (100 procent); det är först då dagens underskott balanseras av den nominella tillväxten. Men en så hög skuldkvot skulle med bred marginal överträffa allt som noterats av något avancerat industriland. Mig verterligen har heller ingen förespråkat en sådan hög utlandsskuld, i synnerhet inte för världens största ekonomi.

I USA tycks en vanlig uppfattning vara att utlandsskulden netto bör hållas vid max 40-50 procent av BNP. I så fall måste bytesbalansunderskottet bringas ned till $0,4 \times 5$, dvs 2 procent av BNP.

Uppgiften är således 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. Uppgiften är med andra ord att på sikt minska underskottet med 3-4 procentenheter av BNP. Det bör dock noteras att det ska ske samtidigt som den underliggande underskottstrenden av allt att döma fortsätter upp – dessutom ska det ske samtidigt som räntekostnaden för utlandsskulden stiger. Jämför gärna med den svenska statsskuld-dynamiken i början av 90-talet och hur hårda besparingskrav som kunde räknas fram för att bara få skulden att sluta växa och samtidigt klara de växande räntebetalningarna.

Poängen är att även det till synes moderata målet att få utlandsskulden att plana ut på en högre nivå än dagens ställer hårda krav på en snabb stegring av exporten – och uppbromsning av importen.

Vi har alltså dragit slutsatsen att dagens bytesbalansunderskott är ohållbart. Men för att det ska kunna minskas krävs betydande reala justeringar. Det amerikanska underskottet är 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 detta skall ske. Förenklat uttryckt kan en anpassning ske på två sätt. Antingen genom att en justering av USAs – och världens – produktions- och konsumtionsmönster sker utan relativprisförskjutningar, bara genom volymjusteringar. Det verkar osannolikt. Eller genom att dollarn faller så att relativpriserna förskjuts till den amerikanska nettoexportens fördel. Men som framgått ovan krävs så stora reala anpassningar att det sannolikt skulle kräva dramatiska relativprisförskjutningar.

Det mest sannolika är att anpassningen kommer att ske genom en kombination av volym- och prisjusteringar. Den ekonomiska politiken är ett verktyg som kan bidra till denna ombalansering av efterfrågan.

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 framför allt penningpolitiken.

Federal Reserve säger att man vill ”eliminera” ackommodationspolitiken – dvs gå till neutral styrräntnivå. De räntehöjningar som blir följden medför efter hand en inbromsning (eller fall) av huspriserna och ett högre hushållssparande – vilket bidrar till att dämpa importefterfrågan. Penningpolitiken kommer med andra ord att dra ett visst strå till anpassningsstacken.

När det gäller finanspolitiken är det svårare att spå. President Bush har visserligen sagt sig vilja halvera budgetunderskottet. Men hans program är suddigt. 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 kanske ger ett begränsat bidrag till anpassningen av produktions- och konsumtionsmönstren, men att det knappast blir stort.

Kan vi förvänta oss något stöd till anpassningen av konsumtionsmönstren från den ekonomiska politiken i resten av världen? Mer specifikt, kommer politiken att bli mer expansiv för att den vägen indirekt ge stöd till mer import från USA?

- 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 budgetstimulans. 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

minskat, 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.

Det är här vi kommer till dollarn, och till varför marknaderna drar slutsatsen att dollarn bör falla. Om bytesbalansunderskottet är för stort, och om den ekonomiska politiken inte medför någon tillräcklig förändring av volymerna, ja då är det rimligt att dra slutsatsen att en relativprisförändring måste till.

Dollarkursen kan ses som 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 det också bromsar exporttillväxten i andra regioner. 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. Det beror på vad vi tror om de underliggande handelselasticiteterna, den ekonomiska politikens reaktionsmönster och vilken skuldnivå vi bedömer som den hållbara. En vanlig uppfattning bland ekonomer är att den effektiva dollarkursen (dollarn mätt mot ett snitt av USAs handelspartners valutor) behöver försvagas med 15–20 procent från dagens nivå.

Men det finns gott om mycket kompetenta ekonomer som kommer fram till betydligt större anpassningskrav. Michael Mussa, tidigare chefekonom på IMF, bedömer att det först krävs ett

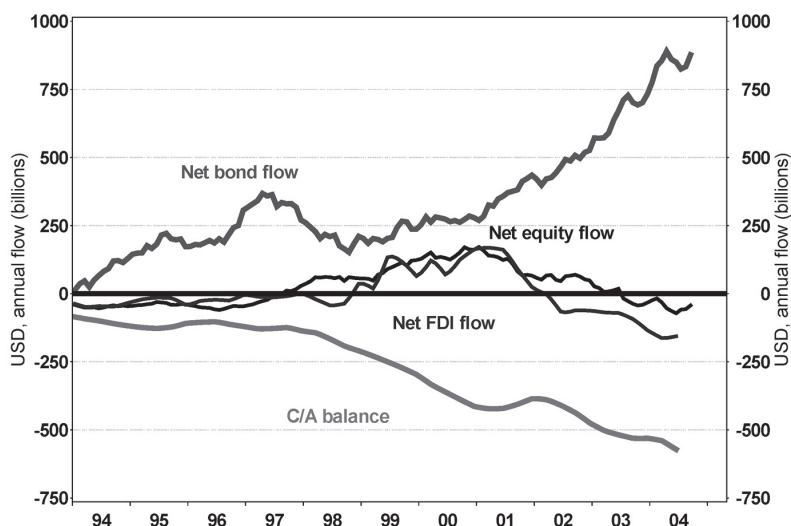
dollarfall på 20 procent för att böja ned underskottet, och därefter en löpande depreciering på runt 10 procent årligen för att neutralisera Houthakker-Magee-asymmetrin. Hans efterträdare på posten, Ken Rogoff, menar (i en ny uppsats tillsammans med Maurice Obstfeld) att dollarn måste falla med mellan 20 och 40 procent.

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. Handeln med varor och tjänster svarar numera för mindre än 5 procent av valutamarknadernas omsättning. Det betyder att växelkursen under lång tid kan avvika kraftigt från vad som ur ett bytesbalansperspektiv ter sig som jämviktsnivån.

Det betyder också att växelkursernas utveckling är starkt beroende av placerarnas förväntningar om förskjutningar av olika tillgångspriser, vilket i sin tur innebär att kurserna kan svänga snabbt och utan direkt koppling till långsiktiga fundamenta såsom inflation och utrikeshandel. Mer konkret kan det dröja länge innan underskott (eller överskott) i bytesbalansen påverkar växelkursen – men när effekten väl kommer kan den bli snabb och överdrivet snabb; så kallad *overshooting*.

Dollartillgångarnas attraktivitet styrs av en rad olika faktorer; företagets 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. Direktinvesteringsbalansen var samtidigt positiv (större inflö-



Figur 2
USA: Flöden

den än utflöden) och investeringskvoten steg. Investerarna satsade sina pengar i världens mest avancerade ekonomi, med förväntad hög real avkastning. Att dollarn var stark samtidigt som bytesbalansunderskottet växte sågs inte som något problem.

Men den bilden har reverserats. Figur 2 visar att efter börsfallet och den inbromsning av den amerikanska ekonomin som ägde rum i början av 2000-talet har privata placerares vilja att placera i dollartillgångar svalnat påtagligt.¹ Föga förvånande, med tanke på att börsuppgången i slutet av 90-talet måste ses som en bubbla – som sprack. Eftersom tillgångspriserna i hög grad styr växelkurserna är det många som nu ser dollarkursens utveckling som en avspeglning av denna bubbla. När börsen kraschade minskade efter hand de privata placerarnas intresse för dollarinvesteringar – följaktligen började bytesbalansunderskottet så småningom sätta press på dollarn. Dollarfallet skulle således bara vara

efterbörden till den brustna börsbubblan, det naturliga efterspelet.

Men tesen är inte oomtvistad. Några dollaroptimister menar att USAs position som världens största och mest likvida värdepappersmarknad bör göra det möjligt att locka till sig mycket stora flöden under flera år framöver. Alan Greenspan har till exempel hävdad att placerarna i många länder fortfarande visar en "home bias"; innebörden är att de företrädesvis nationella portföljerna hos andra länders försäkringsbolag och portföljförvaltare gradvis kommer att internationaliseras, vilket i sin tur medför att de köper mer dollartillgångar.

Andra analytiker har en annan bild. Catherine Mann vid Institute for International Economic har i en uppsats nyligen hävdad att internationella portföljer börjar mättas på dollarpapper. Ett särskilt problem är givetvis att en alltför stor koncentration till dollar innebär ökade risker jämfört med en mer diversifierad portfölj.

¹ 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.

På den här punkten – om vad en optimal diversifiering av världens portföljer skulle innebära för valutaflödena – är det nog omöjligt att nå någon konsensus. Uppfattningarna är såväl osäkra som spretande. Men vad som framför allt bestämmer en optimal portföljallokering är den relativa avkastningen. Och om placerarna tar hänsyn till förväntad växelkursförändring när de bedömer avkastning – vilket de gör i allt högre grad – får vi en iterativ process, där jämviktspunkterna är högeligen oklara. Om placerarna tror att bytesbalansunderskottet kommer att sänka dollarn minskar rimligen deras benägenhet att investera i dollartillgångar – varvid argumentet om de växande stockarna av dollartillgångar lätt vänds till sin motsats.

Oavsett vad vi tror om optimal tillgångsallokering på lång sikt är det ett faktum att de privata placerarna i dag är mer skeptiska till amerikanska värdepapper än de var för några år sedan. Fortfarande köps amerikanska statsobligationer till stora belopp av privata japanska placerare. Men en allt större del av överskottet i kapitalbalansen har

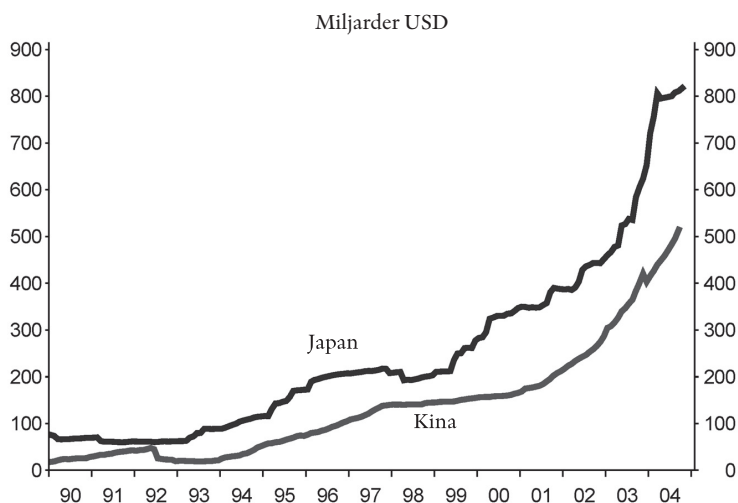
under senare år härrört från asiatiska centralbankers och myndigheters inköp av amerikanska statspapper. Hela den ökning av bytesbalansunderskottet som skett sedan 2001 – ungefär 250 miljarder dollar – har finansierats av utländska centralbankers (främst Kinas och Japans) köp av amerikanska statspapper. Bara under 2002 och 2003 ökade centralbanksreserverna i Asien med 700 miljarder dollar (se figur 3). Om dessa offentliga flöden in i dollarn inte hade ägt rum, skulle dollarn ha fallit betydligt mer.

Överskottet i kapitalbalansen – och dollarns ställning – är således i dag starkt beroende av politiska beslut i Asien. Så låt mig säga något om relationen mellan dollarn och de ledande asiatiska valutorna.

Japan vill att yenförstärkningen ska gå varsamt. Man har tidvis intervenerat massivt på valutamarknaderna, och vi kan räkna med att interventionerna återupptas om yenen skulle stärkas ytterligare.

Medan Japan har en delvis styrd växelkurs mot dollarn har den kinesiska

Figur 3
Asiatiska dollar-
tillgångar



Källa: EcoWin.

yuanen haft fast kurs (8,28 yuan per dollar) sedan 1994. Den är inte heller fullt konvertibel. 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. Den stora reformen – konvertibilitet och rörlig kurs – kommer knappast före 2010. Därtill är banksystemet ännu alltför bräckligt. Flera länder runt Kina peggar de facto sina valutor mot yuanen, varför man kan tala om ett asiatiskt dollarblock.

I dag präglas den kinesiska valutapolitiken av strävan efter stabilitet och tillväxt. Kineserna ser gärna en fast – och helst något undervärderad – yuan. Just nu skulle en revalvering passa väl in i en ekonomisk politik mot överhettningen i Kina. Och en mindre revalvering, ett bredare band mot dollarn eller t o m så småningom en övergång till valutakorg kan visserligen tänkas – men en eventuell justering blir långt ifrån tillräcklig för att mildra de globala obalanserna.

Några ekonomer – frontfigurer är Michael Dooley, Peter Garber och David Folkerts-Landau – hävdar tillika att dagens system med mer eller mindre fasta asiatiska kurser mot dollarn kan ses 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 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 perife-

rin. 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 stort 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.

För egen del har jag svårt att tro att det nya dollarblocket blir lika långlivat som efterkrigstidens Bretton Woods-system. Det finns flera skäl till detta:

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.

Till det ska läggas att den rådande valutapolitiken inte är utan kostnader för periferin. De investerar ju i statspapper som ger extremt låg ränta – den reala avkastningen har faktiskt varit negativ under de senaste åren. Förr eller senare måste asiaterna börja fråga sig om inte kostnaden för de enorma dollarinnehaven blir orimligt stora. Deras politik i dag betyder att de subventionerar privat konsumtion i världens rikaste land och därmed ger amerikanerna fritt fram att ytterligare öka bytesbalansunderskottet.

Under den allra senaste tiden har ryktena gått höga om att flera centralbanker påbörjat en gradvis omallokering av sina reserver; de drar gradvis ned dollarinnehavet och ökar innehavet av andra valutor såsom euron. Skulle Kina till exempel gå till en valutakorg nästa år kommer de rimligen att flytta en del av

sina dollarreserver (ca 80 procent av valutareserven på drygt 500 mdr USD är i dollar) till andra valutor.

Jag tror därför inte alls att samarbetet håller ytterligare några decennier, så som optimisterna hävdar.

Men frågan är hur systemet spricker. Det gamla Bretton Woods-systemet kraschade när den tidens periferi – med de Gaulle i spetsen – vägrade lösa in dollar till fast kurs. De Gaulle menade att dollarns reservvalutastatus gav USA ”otillbörliga privilegier” i form av ”gratis skuldsättning”. När allt fler länder blev allt mer kritiska till amerikanernas underskottsfinansiering av ett impopulärt krig blev resultatet till slut dollarkris och en våldsam turbulens i världsekonomin.

De spåren förskräcker. Frågan är huruvida samma sorts turbulens måste återkomma när dagens system överges – när det nu blir.

Svaret hänger på samarbetet mellan de stora länderna. Ju längre samarbetet håller, desto mindre omedelbara problem skapar finansieringen av det amerikanska underskottet – men desto längre blir också den period under vilken obalanserna skärps. Desto skarpare blir också apprecieringstrycket på de valutor som inte är knutna till dollarn – i första hand euron, men också den svenska kronan. Och risken för att systemet brister med en skräll ökar ju längre anpassningen skjuts upp. Att växelkurserna avgörs av kapitalflöden och tillgångsmarknader ökar då risken för turbulens och snabba kast; *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. Den förre

amerikanske finansministern Larry Summers varnade i ett tal tidigare i höstas uttryckligen för att USA blivit sårbart för ”finansbalansterror”.

Men samarbetet kan också utsättas för påfrestningar av en oljekris som försvagar den amerikanska bytesbalansen än mer, av protektionistiska åtgärder 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. En sådan överenskommelse måste dock se annorlunda ut än den gamla Plaza-uppgörelsen; i synnerhet måste den omfatta fler aktörer. Larry Summers rekommenderar G20 som lämpligt forum, och det är svårt att ha någon annan uppfattning på den punkten. Men någon sådan överenskommelse står i dag inte på dagordningen.

Det får en gammal medarbetare till Kjell-Olof Feldt att med viss oro påminna sig hans ord: Det som är ekonomiskt nödvändigt är ofta politiska omöjligt och när det blivit politiskt möjligt är det ofta ekonomiskt för sent.

Hans Genbergs bidrag utgår pga att anförandet hölls på engelska.

Ulf Jakobsson

Tack så mycket. Nu är frågan fri och jag har Rolf Englund högst på talarlistan.

Rolf Englund

Jag noterar med glädje att våra EMU-kramare är bekymrade över att stabilitetspakten lägger hinder i vägen för en nödvändig anpassning i Euroland. Jag har varit bekymrad över dollarn under

ett stort antal år och är nu ännu mer bekymrad efter att ha hört Klas Eklund idag. Han är ju faktiskt en av vårt lands allra skickligaste ekonomer och om inte han vet svaret – och inte heller Hans Genberg – då måste det vara mycket allvarligt.

Om vi fäster uppmärksamheten på år 1982 och -92 i Klas första diagram, så ser man att de åren är inte bara märkesår inom den svenska ekonomiska politiken utan också märkesår inom den amerikanska ekonomiska politiken. De är nämligen de enda år som USA haft balans i sin utrikeshandel, vilket kan stämma till eftertanke. Det är inte bara antalet karensdagar i sjukförsäkringen som är intressant utan även den amerikanska handelsbalansens inverkan på den svenska ekonomin.

Sedan är det ju så att USAs konsumenter måste minska sin konsumtion med ungefär 600 miljarder dollar. Hur ska de amerikanska konsumenternas efterfrågan kunna minskas med 600 miljarder dollar utan att det blir recession? Det uppenbara är ju att åtstramning i USA, högre räntor och vikande villamarknad, gör att det blir recession, och det blir inte roligt för någon.

Min fråga är: Är det teoretiskt möjligt att minska ett underskott på 600 miljarder till noll utan att få recession och, i så fall, hur skall det gå till? Om man får recession, vad händer då?

John Hassler

Det faktum att länder kan ha bytesbalansunderskott innebär ju att man inte behöver konsumera och investera precis lika mycket som man producerar varje år. Man behöver inte leva ur hand i mun. I princip är det naturligtvis bra för ett land att ha den möjligheten. I Klas Eklunds mest extrema resonemang landar det i en skuldkvot på ett, vilket skulle innebära att utlänningar äger 20-30 procent av det totala värdet av alla tillgång-

ar i USA. Är den här utvecklingen ett uttryck för något grundläggande problem i det amerikanska samhället? Är det ett uttryck för att skattesystemet inte fungerar eller att politiken inte fungerar eller är det helt enkelt ett rationellt beteende att man in-tecknar en del av en lysande framtid?

Hans Genberg

Jag tror inte att problemet med bytesbalansunderskottet kan lösas utan en recession. Om man tänker på vilka anpassningsmöjligheter som finns så är en höjning av räntan den mest effektiva. En räntehöjning skulle minska investeringar och konsumtion och skulle göra att bytesbalansen förbättras. Det behövs dessutom en dollardepreciering. Alternativet skulle vara en högre tillväxt i resten av världen som skulle göra en räntehöjning i USA och en dollardepreciering mindre nödvändiga. Jag tror inte att en högre tillväxt kommer i Europa, men eventuellt i länder i Asien när de kommer ur svackan efter krisen 1997-98. Möjligen skulle de kunna växa lite snabbare än vad de gör nu, men det är svårt att tänka sig att tillväxten skulle bli så snabb att USA skulle undvika en recession om det blev nödvändigt att lösa bytesbalansunderskottet snabbt. Det kan därför vara i centralbankens självintresse att köpa upp USAs statspapper för att undvika räntehöjningar och dollardepreciering.

Klas Eklund

Först Rolf Englunds fråga. Jag var kanske inte riktigt tydlig, men jag tror inte att uppgiften är att reducera konsumtionen med 600 miljarder. Bytesbalansunderskottet är ungefär så stort i nominella tal. Men uppgiften är ju inte att helt eliminera underskottet, utan att få utlandsskulden att plana ut. Vi kan ju återkomma till vad som är en optimal skuldnivå. Jag angav 40-50 procent av BNP

– men den kanske är högre, kanske lägre. Då blir uppgiften att lite mer än halvera bytesbalansunderskottet. I nominella tal rör det sig om drygt 300 miljarder.

Allt detta är inte nödvändigtvis konsumtion. Det ska också ske i en växande ekonomi. Då kommer vi till frågan som Hans har ställt: Är det möjligt att få ekonomin att växa så snabbt genom en dollardepreciering utan att appreciering av andra valutor skapar en global kris? Det vet vi inte. Men spåren förskräcker, för de gånger vi tidigare sett ordentliga förbättringar eller stabil utrikeshandel är när USA gått genom recessioner. I början av 1980-talet var det en djup recession, i början av 1990-talet en lite mildare men ändå recession. Även då såg vi en förbättring av bytesbalansen. År 2001 var det en mild recession i USA. Tyvärr pekar alltså det mesta av de empiriska kunskaperna vi har på att det är svårt att få ned underskottet ordentligt utan en amerikansk recession. Risken är betydande – även om jag inte vågar ta gift på det – att det måste gå så, av de skäl som Hans beskrivit.

Det är möjligt att en samordnad ekonomisk politik i världen skulle kunna göra den här övergången smidigare. Men risken med ännu lägre räntor är ju att skuldstockar och inflationsbubblor byggs upp, att vi får tillgångsprisbubblor i andra delar av världen. Jag är tyvärr ganska skeptisk till möjligheten att ta sig ur de här problemen utan ordentliga inbromsningar, kanske recessioner, framför allt i USA, men även på andra ställen.

Till John Hassler: Vad som är rationellt är nästan en filosofisk fråga. Det finns ju ganska många personer, inte minst Greenspan själv, som ger uttryck för att balansräkningarna är sunda i USA, tillgångarna är mer värda än skulderna nästan oavsett hur du räknar. Det finns de som tror att det går att blåsa upp balansräkningarna ännu mer och det är

väl det som möjligen kan vara det positiva svaret på Johns fråga; vi har ännu inte belånat tillgångsstockarna tillräckligt.

I så fall skulle det kunna medföra ett antal års nya valutaflöden in i USA. När omvärlden diversifierar sina portföljer så är det fortfarande ett antal års uppbyggnad av dollartillgångar som ska till. Jag är dock rädd för att världen inte riktigt fungerar så, bland annat av de skäl som jag framförde i min inledning och som har med valutamarknaden att göra. Tror placerarna att dollarn är inne i en deprecieringsperiod så kommer blotta förväntan att försvåra precis den uppblåsning av balansräkning som skulle kunna mildra omställningen.

Om detta är rationellt eller inte beror ju helt och hållet på vad vi tror om den amerikanska ekonomins långsiktiga tillväxtkraft, realräntenivå och förmåga att bära upp så stora balansräkningar. Där har jag inte någon bestämd uppfattning. Möjligen skulle jag kunna säga att ju äldre jag blir, desto mer konservativ – i meningen försiktig – blir jag. Jag läste för inte så länge sedan Henry Kaufmanns memoarer. Det är en lysande skildring av en konservativ bankekonoms skräck att alltför uppblåsta balansräkningar kommer sluta med den riktigt stora kraschen.

Lars Kalderén

Det här var en mycket intressant framställning. Det slår mig att vad USA nu borde göra är vad man gjorde under en kort period i början av 1980-talet, nämligen att emittera statsobligationer i andra valutor än dollar. Dessa obligationer kallades populärt ”Carter-bonds”. De hade ganska hygglig efterfrågan och sedan dess har ju en stor kapitalmarknad i euro kommit till stånd. Med en sjunkande dollar kan man inte räkna med fortsatt stor aptit på dollarpapper från centralbankernas sida. Framför allt vill privatplacera ha en större

del av sina tillgångar i andra valutor än dollarn. Att täcka en del av det amerikanska budgetunderskottet genom valutaupplåning skulle alltså kunna lätta trycket på dollarn.

Gunnar Eliasson

Jag skulle vilja haka på där Hans slutade. Låt oss tillfälligt släppa ambitionen att hitta den bästa av alla lösningar på problemet för världen och i stället ställa frågan: Vilket land eller vilken region sitter mest i sjön och kommer att reagera först i sitt eget intresse? Det är förmodligen så anpassningen kommer att gå till.

Carl B Hamilton

Frågan är hur tajmningen ser ut, dvs när anpassningen börjar och hur snabb anpassningsprocessen är. Hur ser Hans Genberg på detta? Går vi mot en "hard landing" inom sex månader eller blir detta en utdragen process?

Michael Sohlman

Det amerikanska bytesbalansunderskottet är väldigt skräckinjagande och frågan är hur det ska korrigeras. Jag skulle vilja lyfta fram tre punkter som kan vara optimistiska. Det ena är att realräntan i USA fortfarande är relativt låg. Här talas det om recession, bara normalisering av realräntan bör ge ett visst stöd för dollarn utan att det leder till recession. Det andra är att konjunkturutvecklingen bör leda till ökade investeringar och lönsamhet. Återigen framstår USAs reala ekonomi som mycket attraktiv jämfört med många andra, så finansieringen från privat sektor kan möjligtvis ta sig igen. För det tredje kan det givetvis inte uteslutas att man inom eurozonen gör något åt situationen. En rubrik i Financial Times löd "Bush lets the dollar do the talking". Får man ett sådant här abrupt fall måste man göra något, antingen expansion eller, otäcka tanke, fortsatt ökad synd när det gäller stabilitetspakten.

Klas Eklund

Det var många olika frågor. Först till Carl B Hamilton: Om du fick intryck av att jag tror att det kommer en "hard landing" inom sex månader, då må jag ha uttryckt mig alltför blodtörstigt, för det tror jag inte. Jag lutar snarare åt Hans scenario att de asiatiska centralbankerna kommer att prioritera valutastabilitet och tillväxt. Att få in ett antal miljoner människor i varuproduktionen är viktigare än den mer kortsiktiga diskussion om vad som är jämviktsväxelkurser eller avkastningen på de amerikanska statspapper som man köper. De kommer att lägga en kudde under dollarfallet, det är min huvudbild.

Det kan man sedan ha både positiva och negativa synpunkter på. Det positiva är att det ger oss längre tid att göra alla de policyjusteringar som vi talat om i kväll, inklusive de som Michael Sohlman tog upp. Risken är dock att om det inte händer så mycket under perioden så byggs de underliggande obalanserna upp ytterligare. Fastkurssystemet tar inte hänsyn till den långsiktiga produktivetsutvecklingen eller bytesbalansunderskott. Så när så småningom justeringen kommer så riskerar den att bli desto mer brutal. Jag lutar åt att det sistnämnda blir fallet – en framtida större valutaturbulens – snarare än att vi står inför en dollarkrasch i dag.

Sedan till Gunnar Eliassons fråga om vilka som sitter mest i sjön. Just nu är det de länder med valutor som inte ingår i det stora dollarblocket. Det finns ett tryck på en realt deprecierande dollar, men ett antal stora handelspartner låter sina valutor falla i takt med dollarn. Då blir det nästan en matematisk nödvändighet att de länder som står utanför samarbetet får ta den största smällen när det gäller konkurrenskraft – och det är Europa: euron, den svenska kronan, norska kronan och pundet.

Det finns olika uppfattningar bland

oss på marknaden om vad en liten revalvering i Kina skulle innebära. Det finns de som tror att det skulle ytterligare öka trycket på kineserna. Det finns å andra sidan de som tror att en liten revalvering i Kina skulle avlasta trycket på euron. Själv lutar jag åt det sistnämnda.

Michael Sohlman frågade om det inte finns ett antal positiva faktorer. Av de tre du tog upp – realräntan, konjunkturen och politiken i Europa – så tror jag man kan sätta hoppet till den andra av dessa punkter. Investeringarna och vinstnivån i USA kan i bästa fall innebära ett visst nytt privat kapitaltillflöde. Problemet är dock att det är svårt att se detta komma till stånd just nu, eftersom marknaderna tror att dollarn ska falla ytterligare och då aktar man sig väldigt noga för portföljinvesteringar. Det finns risk för en ond spiral, där förväntningarna blir självuppfyllande och blockerar det privata valutainflödet.

När det gäller dina två andra punkter är jag inte särskilt optimistisk. Visst kan politiken i Europa läggas om. Jag tvivlar dock på att det sker. Det finns också långsiktiga disciplinrisker i en mer expansiv stabiliseringspolitik. När det gäller den politik som på lång sikt är den viktiga i Europa – strukturpolitiken – har den inte kommit särskilt långt. Om trycket från dollarn skulle tvinga fram fler strukturåtgärder finns dessutom risken att dessa på kort sikt faktiskt ställer till problem. Vad som ofta händer när strukturåtgärder ökar arbetslösheten på kort sikt är att sparandet ökar. De åtgärderna är nödvändiga, men jag tror alltså inte att de ger något kortsiktigt andrum.

Den punkt du tog upp om att realräntan i USA är fortsatt låg är också ett tveeggat svärd. Den låga räntan ger visserligen utrymme för Fed att höja räntan, så att amerikanska värdepapper blir mer attraktiva. Det bromsar fallet i dollarn, samtidigt som vi får den uppbromsning av konsumtionen som Rolf

Englund talade om. Dilemmat är dock att under tiden som Fed har fört en extrem lågräntepolitik så har risken för en tillgångsprisbubbla tilltagit. Hushållssparandet är praktiskt taget noll. Belåning av fastigheter har ägt rum i gigantisk skala. När omfinansieringen av hus bromsar in finns en stor risk för att konsumtionen bromsar in ordentligt. Det kan i sin tur innebära att vi får en hårdare inbromsning vid låg realräntenivå än vi är vana vid – och då har man redan uttömt räntevapnet.

Vad Fed har gjort är i första hand att skjuta upp och smeta ut kostnaderna för den brustna börsbubblan med sin lågräntepolitik. När man nu gradvis försöker ta sig ur det hela genom att normalisera räntorna så finns en risk att man punkterar nästa bubbla. En ny bok på detta tema är Calverleys nya bok "Bubbles". Hans uppfattning är att huspriserna i USA inte är så farliga i dag. Husbeståndet är övervärderat med kanske 15 procent, inte mer än så. Problemet är att fastighetspriserna i USA stiger just nu snabbare än de har gjort på 25 år på grund av de låga räntorna. Förväntningarna om fortsatt mycket kraftiga stegringar är dessutom fast förankrade på marknaden. *Behavioural finance* säger oss att om allmänheten förankrat sina förväntningar om snabb tillväxt är sannolikheten stor att priserna fortsätter upp. Men den dag Fed har neutraliserat räntorna, hur stor är då risken att huspriserna faller rejält? Om det sker så är vi i en mycket svårare situation än för några år sedan, för fastighetspriskrascher tenderar att ge betydligt värre reala effekter än börskrascher.

Jag vill inte måla fan på väggen men min poäng är återigen – precis som Hans – att det är väldigt svårt att se USA, Europa och Asien komma ur det här utan ganska svåra reala anpassningsvårdor, även med intelligent bedriven ekonomisk politik som innebär realräntehöj-

ningar i USA och uppmjukning av stabiliseringspolitiken samt strukturreformer i Europa. Den reala anpassningen måste någonstans ta ut sin rätt.

Hans Genberg

Får jag lägga till två ytterligare argument. Det första angående det som Carl B Hamilton sade. Att förutspå när en ”hard landing” kommer är svårt. Det har förutspåtts att det kommer en ”hard landing” varje år i tio års tid, och vi har alla blivit förvånade över att underskottet i USAs bytesbalans har fortsatt och att dollarn varit så högt värderad som den varit till alldeles nyligen. Vi kanske blir förvånade igen att korrigeringen tar flera år.

Vad gäller det Gunnar Eliasson sade om vilka som är mest utsatta är det väl så att de som står utanför stora valutablock som dollarblocket och euroblocket blir mest påverkade av stora växelkursförändringar. Detta är säkert en anledning till att länder i Asien har börjat länkas samman mycket mer med Kina. Min hypotes är att de kommer att fortsätta att göra det i framtiden. Centralbankerna i de här länderna talar t ex varje vecka om att de ska ha en valutaunion.

Ulf Jakobsson

Det har sagts att kineserna och de asiatiska länderna sitter relativt bekvämt med den politik de för. Jag skulle ändå vilja ställa frågan om det inte finns kostnader på lång och medellång sikt. Om inga kostnader finns undrar man vad som hindrar Europa att göra samma sak. Varför skulle Europa inte kunna köpa dollar som Kineserna så att vi fick i stort sett hela världen som ett stabilt valutaområde.

Hans Genberg

I Kina kan de föra både en relativt restriktiv penningpolitik och köpa upp amerikanska papper som ökar valutare-

serven tack vare att de har mycket stark kontroll över banksystemet och att kapitalrörelserna inte alls är fria. I Europa skulle det vara helt annorlunda om ECB började köpa upp amerikanska statspapper. Om den transaktionen resulterade i en ökning av penningmängden i Europa skulle inflation sätta fart. Om ECB istället kontrollerade penningmängden skulle effekten på växelkursen vara minimal på grund av att europeiska och amerikanska statspapper är så goda substitut på den privata kapitalmarknaden. Det går alltså inte att kontrollera både penningmängden och växelkursen i Europa som det gör i Kina tack vare Kinas restriktioner på kapitalrörelser.

Ulf Jakobsson

Även det systemet måste ju med kinesisk tillväxt så småningom börja knaka i fogarna. Vi ser inte gärna att Europa skulle börja införa kapitalrestriktioner och likaså bör kostnaderna för att bibehålla kapitalrestriktioner bli högre ju mer avancerat Kina blir.

Klas Eklund

Kineserna har varit oerhört tydliga. De har sagt precis samma sak i flera år, nämligen att de kommer att gå till rörlig växelkurs och full konvertibilitet, men inte förrän de klarar av det. Ingen vet när detta blir. Jag sa i min inledning att jag inte tror det blir före 2010.

Den ekonomiska kostnad eller nytokalkyl som det handlar om från kinesisk sida är att den fasta växelkursen – med en lätt undervärderad yuan – ger snabbare export och möjlighet att öka sysselsättningen snabbare än annars. Det ger också Kina imagen att vara den stora stabila spelaren i Asien som man ska knyta sig till. Den negativa sidan av saken är att det kostar. Valutareerven är över 500 miljarder dollar, och ungefär 80 procent – uppåt 400 miljarder eller mer – består av dollar. Avkastningen på

dessa dollar är extremt låg i dag. Den ekonomiska kostnaden blir tyngre ju längre man håller fast vid systemet.

I dag ser de uppenbarligen inte kostnaden som så stor att de vill släppa valutan. De använder också delar av valutareserven på ett produktivt sätt. Just nu så tar man 100 miljarder dollar från sin valutareserv och stoppar in dem i de fyra stora statliga bankerna för att rekapitalisera dem, efter att man lyft ut de dåliga lånen. Det tror jag är ett hyggligt produktivt sätt att använda delar av valutareserven, eftersom man på det här viset stagar upp banksystemet inför att det ska öppnas enligt WTO-överenskommelsen.

Men förr eller senare så måste de naturligtvis ställa sig frågan om dollarrinnehaven inte ger en för låg avkastning. Jag tror att Hans har rätt i att de kommer att gradvis diversifiera sina portföljer. Skulle Kina gå till en korg får de ett utmärkt tillfälle att gradvis börja sälja av. Dollarns fall den senaste månaden beror i hög grad på rykten om att det här redan har börjat. En del månadsstatistik tyder på att de asiatiska centralbankerna köper mindre dollar än under det första halvåret; dessutom har Ryssland sagt att de tänker använda andra valutor än dollarn när de säljer sin olja och därför vill ombalansera valutareserven. Så marknaden har extremt noga koll på de officiella flödena och det är just farhågor om att de kommer dämpas som har utlöst den senaste månadens dollarfall.

Ulf Jakobsson

En kort fråga till Klas: Du nämnde de kalkyler som Rogoff och andra har gjort om en förväntad depreciering av dollarn på 20–40 procent. Jag förmodar att de avser 20–40 procent i genomsnitt gentemot USAs handelspartner. Låt oss anta att hela denna depreciering skulle falla ut på de europeiska länderna. Hur

mycket skulle det då bli frågan om? Det är väl dubbelt så mycket.

Klas Eklund

Minst. Mer, antagligen.

Rolf Englund

Efter vad jag förstår, om man har rörliga växelkurser, vilket man bör och som Kina eftersträvar, då behöver man egentligen ingen valutareserv, i alla fall ingen större. Om man då sitter på centralbanken i Kina och har ett antal hundra miljarder dollar i obligationer som man inte behöver, är inte det lite ”overhang”?

Hans Genberg

För det första tror jag inte att alla ekonomer håller med om att man inte behöver valutareserver när man har flytande växelkurser. Tittar man på länder som har flytande växelkurser så har många inte minskat sina valutareserver mycket och då kan man fråga sig varför. I Asien är argumenten att när man har flytande växelkurs, så kan det komma störningar i kapitalflöden som gör att växelkursen sjunker eller höjs för mycket relativt normer som konkurrensläget i exportsektorn eller inhemsk inflation osv. Därför behöver man en valutareserv för att kunna motstå stora kast i kapitalrörelserna. Jag tror därför inte att länder i Asien kommer minska sina valutareserver även om de skulle gå över till mer flytande växelkurser.

David Philipson

Vi pratar mycket om Kina men har inte berört Japans roll, samtidigt som Klas siffror visade att Japan finansierar en större del av underskottet. Hur tänker de?

Hans Genberg

De japanska myndigheterna har svårt att påverka tillväxttakten genom att öka den inhemska efterfrågan. Japan

har ett budgetunderskott som är för stort. Räntan är nästan noll och därför kan varken penningpolitik eller finanspolitik göra mycket. Av den anledningen måste de förlita sig på den externa efterfrågan för att stödja tillväxten och därför vill de inte ha en starkare valutakurs. Då blir det automatiskt så att de köper upp vad som kommer in på valutamarknaden.

Klas Eklund

Det finns dessutom en faktor till som bidrar. Eftersom Japan har deflation är de inte särskilt rädda för den penningmängdsökning som kan komma när man köper stora dollartillgångar. Den japanska centralbanken har ju drivit en extrem expansionspolitik de senaste åren, där man har nollränta och dessutom har pumpat ut likviditet i ekonomin genom att trycka pengar för att köpa statspapper. Så det här kan man se som ett led i deras stabiliseringspolitik både genom att förhindra växelkursen att appreciera för snabbt och genom att pumpa ut mer likviditet.

Ulf Jakobsson

Där har vi alltså ett land med öppna kapitalrörelser som har fört den politiken.

Hans Genberg

De har låtit penningmängden öka och det har inte lett till inflation. Man kan dock fråga sig om inte inflationen skulle öka i Europa om penningmängden ökade avsevärt.

Michael Sohlman

Utgångspunkten är ju ett tänkt fall i dollarn i förhållande till euron. Ett sådant fall minskar ju en inflation och ger utrymme för monetär expansion för att parera detta.

Klas Eklund

Under förutsättning att vi ligger under deras inflationsmål. Men det är inte säkert.

Michael Sohlman

Det är den här svåra anpassningen som får genomslag på sysselsättningen.

Hans Genberg

Varför inte föra en mer inflationistisk penningpolitik både i USA och i Euroland och devalvera skulden på det viset, dvs få ner realvärdet på skulden genom en oföväntad inflation? Det är ungefär vad som händer när dollarn devalveras med 20-30 procent relativt euron. I Kina, där man håller 80 procent av valutareserven i dollar, gör man en stor kapitalförlust när dollarn devalveras. Om man tänker sig att de kinesiska myndigheterna har ett mål för en exportvägd valutareserv så skulle man kunna tänka sig att de kommer att öka sina dollarköp för att komma upp till samma nivå efter en dollardevalvering.

Lars Olofsson

Hur vet man att de här siffrorna är sanna, dvs de siffror som har med bytesbalansen att göra? Förr i världen sa man att det fanns en oförklarad faktor i den svenska bytesbalansen. Så duktiga som vi är på statistik så undrar man hur alla andra länder har det.

Klas Eklund

Den globala bytesbalans- och handelsstatistiken är osäker. Det är ett gammalt välkänt statistiskt fenomen. Man underskattar vanligtvis tjänsteexporten. Men det där är spritt på många länder och det förändrar sannolikt inte grundproblemet med obalansen mellan USA och resten av världen. I alla fall tror inte jag det.

När det gäller kinesisk statistik så finns det säkert osäkerhet där också;

men min bild är att den kinesiska statistiken håller på att bli mycket bättre och mer trovärdig. Det är också en effekt av att de vill in på världsmarknaden som en trovärdig spelare och det inträdet gör också att statistiken håller på att förbättras. Jag är övertygad om att kinesisk statistik är mycket bättre än till exempel den grekiska.

UlfJakobsson

Detta blir slutpunkten för kvällens mycket intressanta diskussion framför allt tack vare våra utmärkta inledare Klas Eklund och Hans Genberg. Jag vill också tacka publiken för trevliga inlägg.