

SNF RAPPORT NR. 46/03

Internasjonale spill-over effekter av finanspolitikk

av

Øystein Thøgersen

SNF prosjekt nr. 1312
Globalization, Economic Growth and “the New Economy”

Prosjektet er finansiert av Norges Rederiforbund og Norges forskningsråd

SIØS – Senter for internasjonal økonomi og skipsfart

SAMFUNNS- OG NÆRINGSLIVSFORSKNING AS
BERGEN, DESEMBER 2003

© Dette eksemplar er fremstilt etter avtale med KOPINOR, Stenergate 1, 0050 Oslo. Ytterligere eksemplarfremstilling uten avtale og i strid med åndsverkloven er straffbart og kan medføre erstatningsansvar.

SIØS - SENTER FOR INTERNASJONAL ØKONOMI OG SKIPSFART

SIØS - Senter for internasjonal økonomi og skipsfart - er et felles senter for Norges Handelshøyskole (NHH) og Samfunns- og næringslivsforskning AS (SNF), med ansvar for undervisning, fri forskning, oppdragsforskning og forskningsformidling innen områdene skipsfartsøkonomi og internasjonal økonomi.

Internasjonal økonomi

SIØS arbeider med alle typer spørsmål knyttet til internasjonal økonomi og skipsfart, og har særskilt kompetanse på områdene internasjonal realøkonomi (handel, faktorbevegelser, økonomisk integrasjon og næringspolitikk), internasjonal makroøkonomi og internasjonal skattepolitikk. Forskingen ved senteret har i den senere tid vært dominert av prosjekter som har til hensikt å bidra til økt innsikt i globale, strukturelle problemer og virkninger av regional økonomisk integrasjon. Videre deltar man også aktivt i prosjekter som omhandler offentlig økonomi, nærings- og konkurransepolitikk.

Internasjonal transport

Et annet sentralt arbeidsområde for SIØS er internasjonal transport. På dette feltet har studier av konkurranseforholdet mellom ulike transportbærere i Europa og mulighetene for økt bruk av sjøtransport for å avlaste det landbaserte transportnettverket på kontinentet stått sentralt.

Maritim forskning

SIØS ser det som sin oppgave å være et bindeledd mellom den maritime næring og forskningsmiljøet ved SNF og NHH, og har gjennomført en serie prosjekter finansiert av Norges Rederiforbund, direkte rettet inn mot rederier og andre maritime bedrifter. Denne typen prosjekter har blant annet studert norske rederiers multinasjonale virksomhet, skipsbygging i Nord-Europa, og konkurransen i fergemarkedene.

Kompetansebase

SIØS' kompetansebase består av forskere ved SNF, assosierte medarbeidere ved NHH og LOS (UiB), samt ledende internasjonale økonomer som er knyttet til senteret gjennom langsiktige forbindelser. I løpet av de siste årene har man ved SIØS fått frem fem doktorgrader innen internasjonal økonomi og skipsfart, og staben inkluderer for tiden doktorgradsstipendiater.

Nettverk

Senteret er involvert i flere større EU-prosjekter, og samarbeider med sentrale forsknings- og utdanningsinstitusjoner over hele Europa. Spesielt nær kontakt har man til London School of Economics, University of Glasgow, Institute for Graduate Studies, Geneve og The Research Institute of Industrial Economics (IUI), Stockholm. Den vitenskapelige staben ved SIØS deltar i flere internasjonale forskningsnettverk, og har vært blant de fremste i Europa til å ta initiativ til dannelse av nettverk.

Internasjonale spill-over effekter av finanspolitikk

Øystein Thøgersen

*Norges Handelshøyskole, NHH, og
Senter for Internasjonal Økonomi og Skipsfart (SIØS)*

Sammendrag

Et hovedtema i den økonomiske debatten i hele OECD-området er virkningene av offentlig budsjettpolitikk sett i sammenheng med sterkt økende byrder i finansieringen av de offentlige pensjonssystemene og tilhørende behov for reformer. Sett i lys av at forhold som initial budsjettsituasjon, reformevne og ”timing” av aldringsprosessen varierer sterkt mellom land og regioner, er det all grunn til å anta at utviklingstrekk og politikktiltak i enkeltland vil innebære signifikante internasjonale spill-over effekter. Av særlig betydning er interaksjonen mellom budsjettpolitikken i USA og den høye sparingen i Kina og de øvrige syd-øst asiatiske landene.

Dette arbeidet har sett på de strukturelle og mer langsiktige mekanismene knyttet til denne type internasjonale spill-over effekter. Utgangspunktet er en prinsipiell gjennomgang av de intergenerasjonelle effektene av underskuddsbudsjettering i et stort land som interagerer med omverdenen. Deretter rettes oppmerksomheten mot pensjonssystemene og pensjonsreformene. Et nøkkelspørsmål knyttet til virkningene av høyere pensjonssparing i OECD-området er i hvilken grad den reelle kapitalmobiliteten er høy slik at kapitalen kan flyte mellom land og regioner med ulik demografisk struktur. Avslutningsvis diskuteres aspekter ved de finansielle ubalansene relatert til USAs store opplåning.

1. Introduksjon

Andelen av verdens land som står overfor krevende finanspolitiske utfordringer av ulik type, er meget høy. Finanspolitikkenes utforming og virkninger er derfor et viktig tema for den globale økonomien. I et konjunkturperspektiv er det nærliggende å peke på senere tids episoder i noen av verdens dominerende land og regioner: Japan opplevde en lang periode med lav eller negativ fra 1990 og frem til 2002, og ekspansiv finanspolitikk motivert av et åpenbart ønske om å stimulere etterspørselen ledet til en brutto offentlig gjeld på rundt 160 % av BNP.¹ I USA ble finanspolitikken dreiet i ekspansiv retning etter at den lengste sammenhengende ekspansjonsperioden i amerikansk historie tok slutt etter tusenårsskiftet. Offentlig sektors samlede budsjettbalanse har blitt endret fra et overskudd på 1.4 % av BNP i år 2000 til et forventet underskudd på 5.1 % i 2004.² Årsaken er en kombinasjon av finanspolitikkenes automatiske stabilisatorer (lavere vekst gir lavere skatteinntang og større offentlige utgifter) og Bush administrasjonens implementering av både skattelettelser og økt offentlig satsing på flere felt. I Europa ser vi at EMU-landenes finanspolitiske stabilitetspakt, som pålegger et 3 % tak på budsjettunderskuddet, har blitt brutt av både Frankrike, Italia og Tyskland.³

Samtidig med at finanspolitikken spiller en viktig rolle i forsøkene på å stimulere den økonomiske aktiviteten i store deler av OECD-området, er det også god grunn til å reise spørsmål om offentlig sektors finansielle bærekraft på lengre sikt. Lavere fødselsrater og vesentlig høyere levealder gir en aldrende befolkning, noe som medfører et voksende press på utgiftssiden via pensjoner og andre aldersensitive komponenter. Denne tendensen gjelder hele OECD-området, men forskjellene mellom ulike land er likevel betydelig.

Aldringsprosessen og de budsjettmessige virkningene av denne er eksempelvis vesentlig mer dramatiske i land som Tyskland, Italia og Japan enn i eksempelvis USA. På inntektssiden av de offentlige budsjetter medfører den globale integrasjonsprosessen at potensialet for å trekke inn skatteproveny reduseres som følge av høy kapitalmobilitet og etterhvert også økende mobilitet i arbeidsstyrken. De langsiktige budsjettproblemene som følger av disse strukturelle utviklingstrekkene på utgifts- og inntektssiden, forsterkes naturlig nok av at handlingsrommet

¹ I henhold til OECDs estimat for "General government gross financial liabilities" er Japans offentlige gjeld anslått til 161 % av BNP i 2004.

² Tallene for offentlig sektors samlede budsjettbalanse i USA refererer seg til OECDs tall og prognoser for "General government financial balances".

³ I 2005 ble stabilitetspakten "myket opp" i respons til at den i praksis var uten legitimitet og effekt. Det gis nå større rom for underskuddsbudsjettering hvis konjunktursituasjonen er svak.

i mange land reduseres som følge av at finanspolitikken har blitt dreid i tildels svært ekspansiv retning på grunn av konjunkturmessige målsetninger.

I kraft av sitt store omfang står finansieringen av de offentlige pensjonssystemene i en særstilling blant problemstillingene knyttet til den langsiktige utviklingen i OECD-landenes offentlige finanser. Tradisjonelt er de offentlige pensjonssystemene pay-as-you-go finansiert, med andre ord at de løpende pensjonsutbetalingene finansieres av skatter fra de yrkesaktive. Som kjent fra den pågående pensjonsdebatten gir dette opphav til problemer når forholdstallet mellom antall yrkesaktive og antall pensjonister forverres som følge av at befolkningen aldres uten at pensjonsalderen øker. En kombinasjon av høyere skatter og lavere kompensasjonsgrad i pensjonssystemet tvinger seg frem. For å begrense skjørheten i pensjonssystemet har derfor mange land ønsket og ambisjoner om å fondere deler av det offentlige pensjonssystemet, med andre ord at det akkumuleres kapital som står i et visst forhold til de fremtidige pensjonsforpliktelsene.

Implementeringen av fonderingsløsninger vil gi mer formalisert pensjonssparing enten det skjer via offentlige ordninger, delegeres til partene i arbeidslivet i form av tjenestepensjonsordninger eller håndteres ved obligatoriske individualiserte ordninger. I noen grad kan slike fonderte ordninger tenkes å fortrenge annen privat sparing for alderdommen. Den økte fonderte pensjonssparingen i offentlig regi vil imidlertid i hovedsak være et substitutt for deler av de eksisterende pay-as-you-go baserte ordningene. Derfor er det liten grunn til å tro at fortrenningseffekten er fullstendig.⁴ Konsistent med en fremadskuende livsløpstilnærming til spareadferd vil land med en aldrende befolkning - i den forstand at de har en stigende andel av befolkningen i aldersklasser som nærmer seg pensjonsalder - ha høy sparing, og det forsterkes ved en fondering av deler av det offentlige pensjonssystemet, se Börsh-Supan (2001).

De omtalte finanspolitiske utfordringene har globale implikasjoner. Den fremtidige utviklingen i en økonomi avhenger av politikk-valg og karakteristika "hjemme" så vel som i verden forøvrig. Likevel er den overveldende majoriteten av formaliserte analyser basert på modelltekniske forutsetninger om enten en liten åpen økonomi eller en lukket økonomi. Avhengig av type økonomi og analyseformål kan dette være gode tilnærminger. Eksempelvis gir det ofte god mening å betrakte små økonomier som den norske ut i fra forutsetningen om en liten åpen økonomi som må ta internasjonale faktorpriser (realrente og eventuelt reallønn)

⁴ En begrenset fortrenningseffekt virker sannsynlig fordi et økt innslag av fonderte ordninger potensielt begrenser individenes subjektive usikkerhet omkring fremtidige pensjonsutbetalinger. Dette reduseres behovet for usikkerhetsmotivert sparing.

som gitt. Tilsvarende kan det være formålstjenelig å betrakte store økonomier som den amerikanske, Euroland eller OECD-området som modellteknisk lukkede fordi nettostrømmene til og fra omverden av kapital, arbeidskraft og varer er av begrenset størrelse (sett i forhold til den aktuelle ”store” økonomien). For en rekke sentrale finanspolitiske problemstillinger fremstår imidlertid begge de omtalte tilnærmingene som mangelfulle. Globale utviklingstrekk knyttet til eksempelvis demografi og grad av kapitalmobilitet vil influere på internasjonale realrenter og kapitalbevegelser, og det vil i sin tur påvirke effektene av finanspolitikk og pensjonsreformer i alle økonomier. Videre vil resultatene av en gitt type politikk i en økonomi påvirkes av politikken i andre land. Dette tilsier at de internasjonale spill-over effektene av finanspolitikk og pensjonsreform må tillegges vekt.

Denne rapporten ser nærmere på mekanismene bak de nevnte internasjonale spill-over effektene. Spesielt vektlegges virkningene på kapitalstrømmer, driftsbalanseutvikling og effekter på den internasjonale realrenten. Fokuset er strukturelt og langsiktig i den forstand at det er realøkonomiske forhold som står i fokus snarere enn mer kortsiktige effekter eksempelvis via virkninger på nominelle valutakurser. Kapittel 2 er prinsipielt orientert og gir en oversikt over utvalgte modellanalyser som eksplisitt fanger opp spill-over effekter i to eller flere lands struktur. Analysene omhandler virkningene av ekspansiv finanspolitikk og reform av og pensjonsprogram. Kapittel 3 diskuterer hvordan effektene av denne type politikk avhenger av graden av kapitalmobilitet mellom ulike regioner. Kapittel 4 diskuterer dagens store finansielle ubalanser (store underskudd på USAs budsjett- og driftsbalanse spesielt) med særlig vekt på finanspolitiske utfordringer. Avslutningsvis oppsummeres hovedkonklusjonene i kapittel 5.

2. Prinsipielle betraktninger

2.1. Finanspolitikk i et langsiktig og intergenerasjonelt perspektiv

Persson (1985) analyserer de virkelige langsiktige og intergenerasjonelle virkningene av finanspolitikk i en teoretisk to-lands modellramme. Modellen er en variant av Diamonds (1965) velkjente overlappende generasjonsmodell. Demografien i begge landene spesifiseres ved at det i enhver periode lever to generasjoner side om side. Den ”unge” generasjonen deltar i arbeidsmarkedet, mottar lønn og betaler skatt. Den ”gamle” generasjonen er

pensjonert og lever av oppsparte midler og eventuelle pensjonsytelser.⁵ Det følger at det representative individ i en gitt generasjon har et livsløp som strekker seg over to perioder. Individet foretar en standard livsløpstilpasning over denne horisonten. Arvelating er ikke ivare tatt i analysen

Produksjonssiden består av kun én sektor, og produksjonsvolumet er enkelt modellert via en makro-produktfunksjon med konstant skalaavkastning. Produksjonen i begge landene består av den samme ”makrovaren” som kan enten konsumeres, investeres eller handles internasjonalt. En slik abstraksjon innebærer at analysen ikke fanger opp effekten av realvalutakursendringer.

Offentlig sektor i hvert av landene trekker inn lump-sum skatter og kan fordele skattebyrder over tid og mellom generasjoner via sin finanspolitikk. Videre antas det at kapital er fullt mobilt mellom landene, mens arbeidstilbudet er landspesifikt.

Persson analyserer følgende finanspolitiske eksperiment: Ved inngangen til initialperioden er økonomiene i steady-state. I løpet av perioden gis det imidlertid et uventet skattekutt i ett av landene (”hjemlandet”), for eksempel fordi myndighetene ønsker å stimulere etterspørselen. Dette leder til offentlig formuestæring (eller gjeldsakkumulasjon). Fra og med den påfølgende perioden innrettes finanspolitikken i hjemlandet for å stabilisere den offentlige formuen på et nytt og lavere nivå.⁶ Finanspolitikken i det andre landet (”utlandet”) innrettes hele tiden mot å opprettholde offentlig formue.

For å belyse virkningene av det nevnte politikk-eksperimentet, går Persson trinnvis frem. Først antas det at hjemlandet er en lukket økonomi (ingen kapitalmobilitet), deretter antas det at hjemlandet er en liten, åpen økonomi som på grunn av sin marginale størrelse står overfor eksogent gitte faktorpriser (bruttolønn og realrente), og endelig antas det at hvert av landene er store land/regioner i en integrert verdensøkonomi. Selv om det bare er sistnevnte forutsetning som er interessant ut i fra et ønske om å studere internasjonale spill-over effekter, vil vi likevel omtale alle tre tilfellene. Det er hensiktsmessig ettersom det viser seg at de finanspolitiske effektene i tilfellet med to store integrerte land/regioner på mange måter viser seg å være en mellomting mellom effektene i henholdsvis en liten, åpen økonomi og en lukket økonomi.

⁵ Pensjonssystemer står ikke i fokus i Persson (1985), og pensjonsytelser modelleres ikke.

⁶ Analysen fanger opp befolkningsvekst, men ikke produktivitetsvekst. Konsistent med dette antas det at offentlig formue måles i pr. arbeidertermer.

Liten, åpen økonomi

I en liten, åpen økonomi blir analysen enkel ettersom virkningene følger entydig av de direkte effektene av re-allokeringen av skattebyrdene mellom generasjonene. Den første generasjonen (det vil si de unge i initialperioden) får en velferdsgevinst på grunn av en redusert skattebyrde, mens alle senere generasjoner får redusert velferd på grunn av høyere skattebyrde relativt til både de unge i initialperioden og til generasjonene i steady-state før skattekuttet. I absolutte størrelser er med andre ord den påkrevde skatteøkningen for å stabilisere offentlig formue på et permanent lavere nivå større enn det initiale skattekuttet. Det følger intuitivt nok av at den offentlige utgiftssiden er upåvirket av eksperimentet, mens det offentlige formuesinntekter er redusert som følge av formuestæringen.

Nasjonalformuen går ned i to trinn. Ved utgangen av initialperioden har offentlig formue falt mer enn den midlertidige økningen i privat formue som følger av at skattekuttet til de unge i initialperioden "glattes" utover livsløpets to perioder. I den påfølgende perioden faller nasjonalformuen ytterligere som følge av at de senere generasjonene mottar en lavere netto arbeidsinntekt. Ettersom realkapitalen i en liten åpen økonomi bestemmes av den gitte internasjonale realrenten, korresponderer fallet i nasjonalformue eksakt med fall i den finansielle fordringsposisjonen på utlandet.

Den realøkonomiske tolkningen er at initialgenerasjonen tar ut økt konsum ved å påføre økonomien en svekket fordringsposisjon på utlandet. Senere generasjoner får dermed reduserte konsummuligheter ettersom rommet for import blir redusert.

Lukket økonomi

I en lukket økonomi kompliseres analysen av at realrenten og lønnen nå blir endogene variabler som påvirkes via skatteendringenes innflytelse på kapitalakkumulasjonen. Hovedvirkningene av politikk-eksperimentet er likevel kvalitativt sammenfallene med effektene i tilfellet med en liten, åpen økonomi bortsett fra at fall i nasjonalformuen nå kommer til uttrykk ved en reduksjon i realkapitalen snarere enn i fordringsposisjonen på utlandet. Velferdseffektene for de ulike generasjoner blir dessuten noe mer kompliserte ettersom de avhenger av tre forhold i hver periode, nemlig skattenivå - som i en liten, åpen økonomi - samt rentenivået og bruttolønnen. Vi merker oss at høyere rente alt annet likt bidrar til høyere velferd i denne type langsiktige overlappende generasjonsmodeller. Dette følger av at all arbeidsinntekt opptjenes i første periode av livet, noe som i sin tur gir høyere avkastningen for den delen av inntekten man velger å spare til alderdommen (periode to av livsløpet).

Den første generasjonen (de unge i initialperioden) får fortsatt en entydig velferdsgevinst. Skattecuttet gir høyere nettolønn på eksakt samme måte som i en liten, åpen økonomi. Det følger av at bruttolønnen i initialperioden ikke påvirkes av eksperimentet, men er predeterminert av kapitalbeholdningen i foregående periode. I tillegg får denne generasjonen også en gevinst av at renten inn i neste periode stiger som følge av lavere nasjonal sparing i respons til skattecuttet og det relaterte fallet i offentlig formue.⁷ Denne renteeffekten var naturlig nok ikke relevant i tilfellet med en liten, åpen økonomi, noe som impliserer at velferdsgevinsten til den første generasjonen er større i en lukket økonomi.

Hva så med de påfølgende generasjonene? Persons teoretiske analyse viser at velferdseffektene i en lengre overgangsfase frem til en ny "steady-state" blir usikre. På den ene side gir kombinasjonen av høyere skattebyrde og gradvis lavere bruttolønn som følge av lavere sparing og kapitalakkumulasjon, et entydig fall i nettolønnen. På den annen side stiger renten gradvis.

Det viser seg imidlertid at velferdseffekten i den nye "steady-state" situasjonen er entydig, med andre at vi kan være sikre på at effekten av lavere nettolønn dominerer effekten av høyere rente. Dette er vist matematisk av Persson (1985: p. 77).⁸ Intuisjonen er grei: Skatteeksperimentet gir gjennom en lengre overgangsfase gradvis tæring av nasjonalformue ved at realkapital pr. arbeider reduseres, nettolønnen synker og renten stiger. Gitt at økonomien er dynamisk effisient, med andre at det ikke akkumuleres så mye realkapital at konsummulighetene reduseres, betyr dette at avviket fra økonomiens "golden rule" har økt fra den initiale "steady state" til den nye "steady state" situasjonen.⁹ Dermed har det opprettholdbare konsumnivået pr. arbeidet blitt redusert, noe som impliserer lavere velferd. Igjen kan vi merke oss at effekten er sterkere enn i en liten, åpen økonomi. Dette følger av at "steady-state" gevinsten av høyere rente er mindre enn steady-state tapet av lavere bruttolønn. Dermed vil et negativt netto-bidrag av faktorprisresponsene komme i tillegg til den negative direkte effekten av høyere skattebyrder.

⁷ Lavere nasjonal sparing følger av at fallet i offentlig formue er større i absoluttverdi enn den midlertidige økningen i privat sparing som følger av at initialgenerasjonen under rimelige forutsetninger glatter sitt konsum over sitt to-periode livsløp. Dette hviler videre på den robuste forutsetningen om at "ricardiansk ekvivalens" à la Barro (1974) ikke holder, med andre ord at vi ser bort ifra at husholdningenes sparebeslutninger reflekterer perfekt altruisme mellom generasjoner.

⁸ For en mer detaljert gjennomgang av beviset, se Thøgersen (1995).

⁹ Som kjent uttrykker "golden rule" den steady-state banen som gir høyest konsum pr. arbeider. Det matematiske kravet til "golden rule" i vår modell er at renten skal være lik befolkningsveksten pluss depresieringsraten på kapitalen. Forutsetningen om dynamisk effisiens innebærer at renten ikke kan være lavere enn dette initialt. Gradvis høyere rente i overgangsfasen i vår analyse innebærer derfor et større avvik fra "golden rule".

Global likevekt

Vi betrakter nå en ”verdensøkonomi” med to store økonomier (regioner), henholdsvis ”hjemlandet” og ”utlandet”. Hjemlandet gjennomfører tilsvarende finanspolitiske eksperiment som over, noe som eksponerer utlandet for spill-over effekter. Disse spill-over effektene følger av at kapitalmarkedet er integrert. Finanspolitikken i hjemlandet påvirker den globale kapitalmarkedsliekevekten, noe som resulterer i endringer i den globale realrenten og hvert av landenes kapitalintensitet og bruttolønn. I utlandet er det ingen finanspolitisk aktivisme, med andre ord opprettholdes offentlig formue.

For initialgenerasjonene i begge landene blir velferdseffekten entydig positive også i dette tilfellet. Hjemlandets initialgenerasjon nyter godt av både lavere skattebyrde og høyere rente inn i neste periode, som i tilfellet med en lukket økonomi. Renteeffekten er imidlertid svakere enn i en lukket økonomi, noe som reflekterer at et identisk skatteutt gir en relativt sett mindre forstyrrelse av den globale kapitalmarkedsliekevekten.¹⁰ Utlandets initialgenerasjon oppnår en gevinst via renteeffekten alene. Med andre ord: De veletablerte og gamle kapitaleierne i utlandet nyter godt av spill-over effektene på verdensrenten av hjemlandets ekspansive finanspolitikk.

Skatteuttet i initialperioden leder til en svekkelse av driftsbalansen i hjemlandet - som direkte korresponderer med en tilsvarende forbedring av driftsbalansen i utlandet. Det er her interessant å merke seg at driftsbalanseutslagene er mindre enn i en liten, åpen økonomi. Det er en konsekvens av renteøkningens effekter på spare-investeringsbalansen i hjemlandet.¹¹

For de påfølgende generasjonene er velferdseffektene i begge landene tvetydige slik som i en lukket økonomi. Lavere offentlig sparing og høyere skatter gir en sekvens av periode-likevekter i kapitalmarkedet som innebærer mindre kapitalakkumulasjon og høyere rente. På den ene side vil derfor bruttolønnene synke gradvis og bidra negativt, mens høyere rente bidrar positivt. Fallet i nettolønn er naturlig nok størst i hjemlandet på grunn av økningen i skattebyrde som følger direkte av stabiliseringen av offentlig formue på et nytt og lavere nivå. Justeringsprosessen mot en ny ”steady state” innebærer ytterligere driftsbalanseunderskudd for hjemlandet - mens utlandet som en konsekvens får forbedret sin fordringsposisjon.

¹⁰ Intuisjonen følger her av at den integrerte verdensøkonomien er å betrakte som en større lukket økonomi enn det ”hjemlandet” er i isolasjon.

¹¹ Renteøkningen gir et fall i investeringene som overstiger en eventuell positiv sparerrespons, og driftsbalansen er pr. definisjon gitt ved differansen mellom sparing og investering.

I den nye "steady-state" vil fallet i bruttolønn og økningen i renten ha stanset opp. Det samme gjelder forskyvningene i de to landenes finansielle fordringsposisjoner. Igjen er det et poeng at renteendringene via virkningene på sparings-investeringsbalansene innebærer en avdemping av responsene i fordringsposisjonene relativt til tilfellet med en liten, åpen økonomi.

Til forskjell fra en lukket økonomi er steady-state velferdseffektene ikke entydige - i hvert fall ikke for enhver initial fordringsposisjon. Vi betrakter hjemlandet først. Her er netto velferdseffekten i steady-state gitt ved tilsvarende effekter som i en lukket økonomi (som altså summerer seg til en negativ nettoeffekt) pluss effekten som følger av fordringsposisjonen og avkastningen på denne. Anta at fordringsposisjonen er negativ. Da vil økningen i renten bidra til reduserte konsummuligheter, og det følger at steady-state velferdseffekten av politikk eksperimentet er entydig negativ. Hvis fordringsposisjonen er positiv, vil imidlertid den partielle velferdseffekten av dette være positiv siden landets renteinntekter fra utlandet øker. Det kan faktisk ikke utelukkes at denne effekten dominerer de negative effektene som følger av høyere skattebyrde og en lavere kapitalintensitet.

I utlandet oppstår det også uklarheter i velferdseffektene i steady-state. For det første oppstår det en entydig negativ velferdseffekt av en lavere kapitalintensitet. I tillegg får vi også her en effekt som følger av utlandets fordringsposisjon. Hvis fordringsposisjonen er negativ, vil høyere rente gi lavere kapitalinntekter inn til utlandet, og den samlede velferdseffekten blir negativ. Hvis derimot fordringsposisjonen er positiv, vil den positive effekten av høyere kapitalinntekter inn til landet kunne dominere effekten av lavere kapitalintensitet. Siden utlandet ikke opplever en direkte negativ skatteeffekt slik som hjemlandet, skal det naturlig nok mindre til i form av størrelsen på den positive fordringsposisjonen før den totale velferdsvirkningen av spill-over effektene fra hjemlandets finanspolitiske eksperiment blir positive.

Oppsummering

Perssons teoretiske analyse gir innsikter som (åpenbart) er av svært langsiktig natur. Viktige problemstillinger knyttet til tilpasningsprosessene som følger av den skisserte type finanspolitiske utviklingsbaner, er ikke ivaretatt i analysen. Det gjelder spesielt sektoromstilling og realvalutakursendringer som nødvendigvis vil følge som en konsekvens av at finanspolitisk ekspansivitet og offentlige budsjettunderskudd gradvis gir behov for - og utløser - finanspolitisk innstramming. Perssons fokus er i stedet på utviklingen i faktorprisene (rente og lønn), kapitalakkumulasjonen og den intergenerasjonelle fordelingen av velferd

Oppsummeringsmessig, la oss først anta tilfellet hvor hjemlandet har (betydelig) netto utenlandsgjeld, mens utlandet er i en fordringsposisjon. For konkrethets skyld kan vi tenke oss at hjemlandet er USA, mens utlandet er Asia. Perssons analyse viser da at det initiale budsjettunderskuddet i USA leder til velferdsgevinster på kort sikt, men at ”prisen” for dette er et langsiktig velferdstap. USAs nasjonalformue vil reduseres på grunn av både ytterligere forverring av utenlandsgjelden og en redusert realkapitalbeholdning. Asia vil oppleve velferdsgevinster på kort sikt ettersom de veletablerte og gamle initialt vil tjene på høyere kapitalavkastning. På lang sikt er velferdseffekten for Asia ubestemt i henhold til den teoretiske analysen. Gitt at fordringsposisjonen vs. USA er positiv og signifikant i utgangspunktet - og at fordringsposisjonen blir ytterligere forbedret under justeringsprosessen mot en ny ”steady-state”, skal det ikke så mye til før høyere kapitalavkastning og større kapitalinntekter leder til en langsiktig velferdsgevinst for Asia. De langsiktige spill-over effektene på Asia i dette tilfellet vil således bestå av høyere kapitalavkastning, mindre realkapital, større fordringsposisjon og potensielt velstandsvekst hvis fordringsposisjonen er tilstrekkelig stor.

La oss så anta at hjemlandet i analysen er karakterisert av en positiv fordringsposisjon på utlandet. Likevel gjennomfører hjemlandet et finanspolitisk eksperiment som skissert over. Det er her nærliggende å tenke på hjemlandet som Japan. Utlandet er i den motsatte situasjonen (tenk på USA). I dette tilfellet vil Japan tjene på kort sikt, mens de langsiktige virkningene er usikre. Hvis fordringsposisjonen er svært stor, kan vi ikke utelukke at hjemlandet tjener også på lang sikt fordi gevinstene av høyere rente og kapitalinntekter kan overstige tapene ved lavere kapitalintensitet og høyere skattebyrde. Spill-over effektene på USA i dette tilfellet vil være positive initialt, men entydig negative på lang sikt.

2.2. Pensjonssystemer og reformer i retning av økt fondering

Fremveksten av pensjons- og trygdesystemene har skjedd forholdsvis parallelt i hele OECD-området. Fra 1950-1960 tallet og fremover har man bygd opp og utvidet pay-as-you-go finansierte ordninger i sterk grad. I de siste par ti-årene har disse systemene ledet til store bekymringer med hensyn til finansieringen. Ettersom forholdstallet mellom antall trygdede og antall arbeidstagere forverres kraftig som følge av i) relativt lave fødselsrater, ii) vesentlig høyere levealder og iii) større grad av trygding blant individer i aldersgruppen 20-65, er

fokuset blitt rettet mot nedskalering av paygo-ordningene og delvis overgang til mer fonderte ordninger.¹²

De makro-finansielle virkningene av endringer og reformer i pensjonssystemene er i all hovedsak analoge med effekter av skatteutt slik som analysert i avsnittet over. La oss først se på innføringen (og veksten) i pay-as-you-go finansierte ordninger. På samme måte som ved et skatteutt med tilhørende offentlig budsjettunderskudd vil en initialgenerasjon få en entydig gevinst. I tilfellet med skatteutt er det de unge i initialperioden som får høyere velferd som følge av en lavere skattebyrde, mens det ved innføringen (opptrappingen) av et paygo pensjonssystem er de gamle i initialperioden som får høyere velferd som følge av en uventet ekstra pensjonsoverføring. Mens konsekvensen er en større offentlig gjeld i tilfellet med skatteutt, oppstår det en større implisitt trygdegjeld i tilfellet med innføring av et paygo system. I begge tilfeller oppstår det en tæring på nasjonalformuen. Ved et paygo system er dette en konsekvens av et mindre behov for privat livsløpssparing. I en liten, åpen økonomi innebærer dette en svekket fordringsposisjon på utlandet, mens det i en lukket økonomi skjer en nedtæring av realkapitalen. Hvis innføringen (eller utvidelsen) av paygo-programmet skjer i et land (region) som utgjør en signifikant andel av en integrert ”verdensøkonomi”, blir effekten ikke overraskende en blanding av en redusert fordringsposisjon på utlandet og mindre realkapital. Både faktorprisresponsene og velferdseffektene er helt analoge med politikkekspérimentet over som innebar høyere offentlig gjeld.

Når utgiftene til paygo finansierte velferdsytelser for alvor skjøt fart i alle OECD-landene fra rundt 1970-1980, ble stor oppmerksomhet viet til nettopp de negative langsiktige virkningene som den prinsipielle analysen peker på. Ettersom alle landene i OECD-området hadde tilnærmet parallelle utviklingstrekk på dette området samtidig som andre land (primært ulike fremvoksende markeder (”emerging markets”) i neglisjerbar grad var finansielt integrert med OECD, syntes analysen for en lukket økonomi å gi relevante prediksjoner. Svekket realkapitalakkumulasjon, svakere reallønnsvekst og høyere realrente fremsto som alvorlige negative effekter av de stadig større paygo systemene. Med referanse til nyere økonomisk vekstteori var det nærliggende å argumentere for at lavere sparing og svekket realkapitalakkumulasjon også kunne innebære en svekket veksttakt i OECD-området.¹³ Det faktum at man opplevde vesentlig svakere trendvekst i OECD-området fra rundt 1970 og frem til første del av 1990 tallet, kan tolkes som støtte til disse prediksjonene.

¹² En omfattende litteratur diskuterer effektene av mulige reformer i pensjonssystemet. To referanser som både har et pedagogisk tilsnitt og er skrevet ut i fra et norsk perspektiv er Thøgersen (1997) og Pensjonskomisjonens rapport, NOU (2004:1).

¹³ For en bred oversikt over ny endogen vekstteori, se eksempelvis Barro og Sala-I-Martin (1995)

På 1990-tallet endret fokuset seg overraskende brått som følge av økt reell pensjonssparing. Dels skyldes dette politiske responser på gradvis voksende finansieringsproblemer knyttet til paygo-programmene. I mange land ble generøsiteten i eksisterende paygo programmer redusert, og i flere land introduserte man ulike typer fonderingsordninger (innenfor rammen av obligatoriske offentlige ordninger eller i form av pålagte tjenstepensjonsordninger). Videre skyldes det økt pensjonssparing på husholdningenes eget initiativ. Kombinasjonen av store alderskull i årsklassene som nærmet seg pensjonsalderen, et utbredt ønske om å ha større konsummuligheter enn det som fulgte av nivået på de obligatoriske pensjonsytelsene samt en like utbredt usikkerhet om hvorvidt dette nivået er opprettholdbart har gitt sterke incentiver til økt privat sparing for pensjonsalderen.

Økt reell pensjonssparing (via offentlig fondering eller på annen måte) har de motsatte virkningene av offentlig gjeldsopptak eller opptrappingen av paygo-ordningene. Nasjonalformuen øker, enten i form av en sterkere finansiell fordringsposisjon (liten, åpen økonomi), høyere realkapitalakkumulasjon (lukket økonomi) eller en kombinasjon (verdensøkonomi med flere land/regioner). Hvis vi i første omgang antar at den økte reelle pensjonssparingen finner sted i et velintegret OECD-område med neglisjerbar finansiell integrasjon med øvrige deler av verden, blir faktorpriseffektene som i en lukket økonomi. Reallønnen vil stige og realrenten reduseres. Velferdseffektene vil bli positive med mindre spareøkningen er så sterk at det over-akkumuleres kapital slik at realrenten blir lavere enn veksten i økonomien.¹⁴

Ved første øyekast synes de nevnte prediksjonene, og da spesielt prediksjonen om reduserte realrenter, å være konsistente med empiriske fakta de siste fem-ti år (1995-2005). Observasjonen av usedvanlig lave internasjonale realrenter i kombinasjon med en sterk global konjunktursituasjon de siste 2-3 årene er uten tvil slående. Likevel er det god grunn til å tro at de siste års utvikling ikke fullt ut kan beskrives ut i fra en analyseramme hvor OECD-området blir betraktet som en finansielt sett lukket økonomi. Kapitalstrømmene fra ulike fremvoksende markeder som Kina i første rekke er altfor store til det.

Gruppen av fremvoksende markeder er generelt karakterisert av sterkere befolkningsvekst og en mindre andel (relativt) velstående individer i 50-60 årene som sparer signifikante beløp til pensjonstilværelsen. Hvis gruppen av fremvoksende markeder og OECD-området hadde vært perfekt finansielt integrert, ville effektene i retning av høyere reell pensjonssparing og lavere realrenter i OECD-området blitt mer eller mindre nøytralisert av

¹⁴ En slik situasjon benevnes ”dynamisk ineffisiens” og oppstår når kapitalakkumulasjonen er større enn det som følger av veksteoriens ”gyldne regel”.

motgående utviklingstrekk i de fremvoksende markedene. Så langt har imidlertid den finansielle integrasjonsprosessen ikke kommet veldig langt. Kapitalstrømmene fra Kina og andre fremvoksende markeder og inn i OECD-området er riktignok store, men de er i svært stor grad politisk styrt. Ut i fra markedsforventninger om dollardepresiering og hensyn til diversifisering, er det spesielt vanskelig å rasjonalisere asiatiske sentralbankers vedvarende kjøp av store mengder amerikanske statsobligasjoner (jfr. Holte, 2004). Snarere må det tilskrives en politisk strategi i disse landene som innebærer at innenlandsk konsum holdes nede, netto-eksporten er svært høy (og synes å bli sett på som den primære vekstdriveren) og presset mot valuta-appresiering vs. spesielt dollar holdes i sjakk med massiv kapitaleksport til USA. Sammen med tendensen til høy pensjonsmotivert privat sparing og innslag av fondering innebærer den store tilgjengeligheten på syd-øst asiatiske kapital at realrentene i senere år har holdt seg svært lave.

3. Finanspolitikkenes virkninger og graden av kapitalmobilitet

Som det følger av avsnittet over, vil effektene av aldrende befolkninger og relaterte reformer i finanspolitikken og pensjonssystemet avhenge av graden av kapitalmobilitet mellom økonomier med ulikt omfang om ”timing” av aldringsprosessen. For å få et kvantitativt inntrykk av effektene, er det nødvendig å benytte numeriske simuleringsmodeller som eksplisitt ivaretar de relevante langsiktige mekanismene (jfr. mekanismene i det teoretiske arbeidet til Persson, 1985) og skillet mellom regioner som kan ha en ulik grad av finansiell integrasjon. En modellanalyse som tilfredsstillende disse kriteriene, er gjennomført av Börsch-Supan et al. (2001). Fokuset i dette arbeidet er på pensjonsreformer i Tyskland og hvordan alternative strategier med hensyn til fondering i ulike regioners mer eller mindre integrerte kapitalmarkeder påvirker resultatene. Det er all grunn til å tro at de kvantitative resultatene for Tyskland gir en god pekepinn på resultatet av tilsvarende reformer og utviklingstrekk i andre europeiske land.

Utgangspunktet for Börsch-Supan et al. er at aldringen i Tyskland sammen med en gradvis overgang til mer fondert pensjonssparing, vil måtte innebære signifikant høyere kapitalakkumulasjon de nærmeste par ti-årene. Store deler av kapitalakkumulasjonen vil finne sted i form av en voksende fordringsposisjon overfor andre land. Beregningene indikerer at aldringen av befolkningen isolert sett (for et uendret finansieringsopplegg for pensjonene) vil

gi et nivå på kapitaleksporten som når 7% av tysk BNP i 2020. Gitt at man i tillegg velger en fonderingsløsning som omfatter 1/3 av pensjonsytelsene, vil kapitaleksporten stige til hele 9% av BNP i 2020. Etter 2020 vil kapitaleksporten gradvis avta (men forbli positiv) som en følge av de store generasjonene av pensjonister vil konsumere ned sin oppsparte kapital.

I hvilken grad faktorprisene (lønn og kapitalavkastning) påvirkes av de nevnte utviklingstrekkene avhenger av omfanget av kapitaleksport til land og regioner med andre typer aldringskarakteristika enn Tyskland. Anta først - som et tankeeksperiment - at Tyskland er en finansielt sett lukket økonomi (eller at kapitaleksporten kun går til land med identisk aldring av befolkningen). Da vil nødvendigvis kapitalavkastningen presses ned mot svært lave nivåer, mens reallønnene blir høye som følge av relativ knapphet på arbeidskraft. Hvis kapitaleksporten i stedet kanaliseres mot land med yngre befolkninger, kan disse effektene avdempes. Dette følger naturlig nok av at yngre befolkninger gir relativt sett større tilgang på arbeidskraft og dermed lavere lønner og høyere kapitalavkastning. Hvis kapitaleksporten fra Tyskland (og andre OECD-økonomier) går til disse landene, dempes presset mot meget lavere renter samtidig som produksjonen av handlede konsumgoder i noen grad skiftes over til disse landene.

Börsch-Supan et al. tar utgangspunkt i et scenario hvor Tyskland behandles som en lukket økonomi. Gitt at det ikke skjer noen pensjonsreform, vil aldringen av befolkningen alene bidra til et fall i realrenten på 0.7 prosentpoeng i perioden frem til ca. år 2025. Gitt at EU området kan betraktes som fullt ut finansielt integrert vil det tilsvarende fallet kun utgjøre 0.2 prosentpoeng, mens tilfellet med hele OECD-området som et finansielt integrert område gir uendret realrente. I hvert av disse tre scenariene, introduseres så den omtalte 1/3 - fonderingsløsningen for det tyske pensjonssystemet. I tilfellet med Tyskland som en lukket økonomi får man nå et fall i realrenten på ytterligere 1 prosentpoeng. Scenariene med henholdsvis EU og OECD som finansielt integrerte områder gir ytterligere fall i realrentene på 0.2 prosentpoeng og 0.05 prosentpoeng.

En hovedkonklusjon i Börsch-Supans studie er med andre ord at fallet i realrenten som normalt følger av introduksjonen av et mer fondert pensjonssystem kan bli nøytralisert hvis kapitalen eksporteres til andre land med en ikke-synkronisert aldringsprosess. Noe overraskende er det at man oppnår nesten full nøytralisering selv om kapitaleksporten kun går til andre OECD-land. Vi merker oss også at det beregnede totale fallet i realrenten som følge av både aldring og økt fondering, fremstår som forholdsvis moderat sett i forhold til hyppig observerte uttalelser om at realrentene vil forbli svært lave i årene fremover. Kanskje er dette en indikasjon på at det lave observerte internasjonale realrentenivået i årene 2000-2005 har en

betydelig konjunkturkomponent - og følgelig ikke nødvendigvis vil vedvare. En observasjon som støtter opp under et slikt syn er at svært mange OECD-land er karakterisert av løpende offentlige budsjettunderskudd som absorberer til dels høy privat sparing.

Konklusjonene over må tolkes i lys av den usikkerhet som alltid vil hefte ved denne type meget langsiktige modellfremskrivninger. Dette dreier seg både om de eksogene forutsetningene som ligger til grunn og til den empiriske gyldigheten av de modellerte adferdssammenhengene. Spesielt kan man fremheve mangelen på en eksplisitt modellering av utviklingsøkonomiene i verden samt analyseforutsetningen om at Tyskland alene fonderer deler av sitt pensjonssystem. Med hensyn til sistnevnte forutsetning kan det være gode grunner til å anta at mange land i EU/OECD vil søke å gjennomføre tilsvarende fonderingsreformer som forutsatt i Tyskland. I den grad store deler av EU/OECD har en synkronisert utvikling i retning av økt fondering vil det bidra til et fall i realrentene utover det som fremkommer i Börsch-Supans analyse.

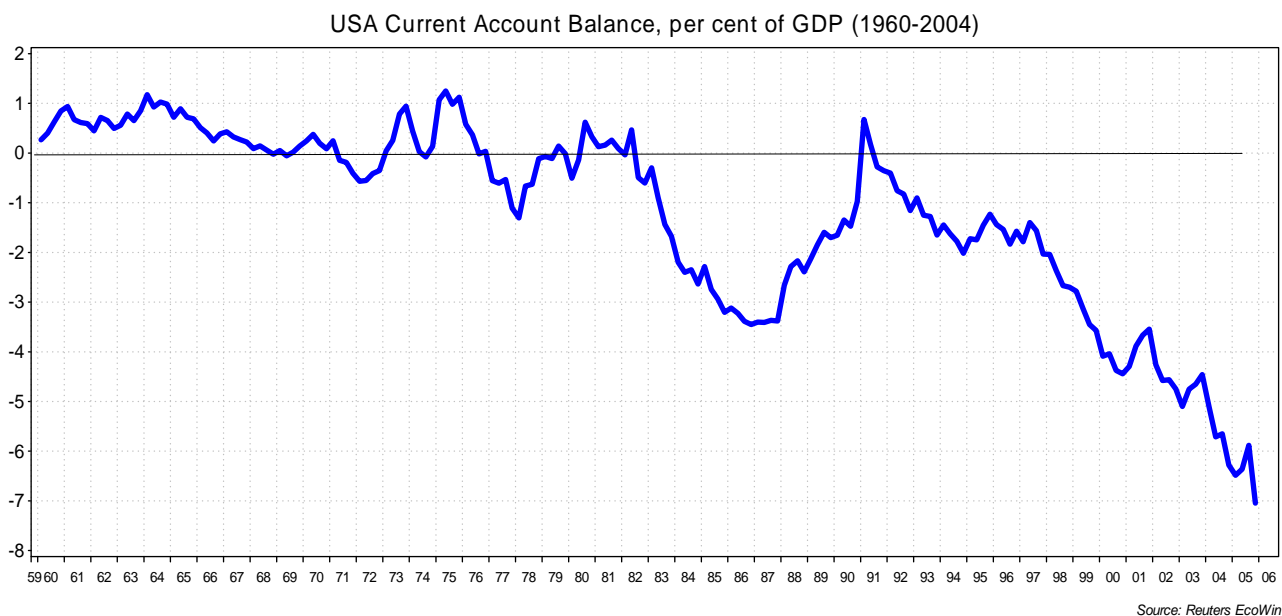
Med hensyn til manglende modellering av utviklingsøkonomiene, skulle man i utgangspunktet tro at dette betyr at simuleringsresultatene i noen grad overvurderer fallet i realrenten. Dette reflekterer at denne gruppen av økonomier har en vesentlig yngre befolkning enn OECD-området slik at kapitalen - gitt en signifikant grad av kapitalmobilitet - skulle strømme til disse landene. Imidlertid viser det seg at netto kapitalstrømmene så langt har gått fra disse landene (Kina, India o.s.v.) og til OECD-området. Sannsynligvis gjenspeiler dette en kombinasjon av villet politikk i disse landene samt en annen livsløpsprofil for sparingen enn det som er vanlig i modne OECD-økonomier. Politikken er motivert av en intensjon om at eksportsektoren skal utgjøre "vekstmotoren" samtidig som innenlandsk konsumvekst utvikler seg mer avdempet. For å oppnå dette er det nødvendig med en høy kapitaleksport som også bidrar til å dempe et eventuelt appresieringspress på egen valuta. Sett fra husholdenes ståsted er det verd å merke seg at incentivene til å spare i den tidlige delen av livsløpet nok er vesentlig sterkere i land som Kina og India enn i OECD. Dette er en konsekvens av at pensjonssystemer og andre velferdsordninger er mye dårligere utbygd enn i OECD-området. Samtidig er det i Kina verd å merke seg at selv om befolkningen pr. dags dato er ung, så vil den fremtidige aldringen bli særlig brutal som følge av ett-barns politikken. For mange unge kinesere er situasjonen at man må bygge opp kapital for først å forsørge sine foreldre og deretter egen pensjonssparing. Det er gode grunner til å anta at høy sparing og kapitaleksport vil karakterisere de fremvoksende markedene i mange år fremover. Det vil isolert sett bidra til lavere internasjonale realrenter.

4. Dagens finansielle "ubalanser" og finanspolitikkenes rolle¹⁵

4.1. Utviklingstrekk

I en makroøkonomisk kontekst benyttes uttrykket finansielle ubalanser i de senere år nesten utelukkende om det store amerikanske driftsbalanseunderskuddet, som nå er kommet opp mer enn 7% av BNP, jfr. figur 1. Selv om det finnes flere land med tilnærmet like store - eller større - driftsbalanseunderskudd når man måler det som prosent av BNP eller på pr. capita form, gjør den absolutte størrelsen dagens amerikanske driftsbalanseunderskudd unikt.¹⁶ I fjerde kvartal av 2006 utgjorde det sesongjusterte driftsbalanseunderskuddet nesten 225 milliarder USD, hvilket tilsier et annualisert underskudd på nesten 900 milliarder USD. Dette er underskuddstall man aldri tidligere har sett for noe land.

Figur 1: Driftsbalanseunderskuddet i USA, prosent av BNP

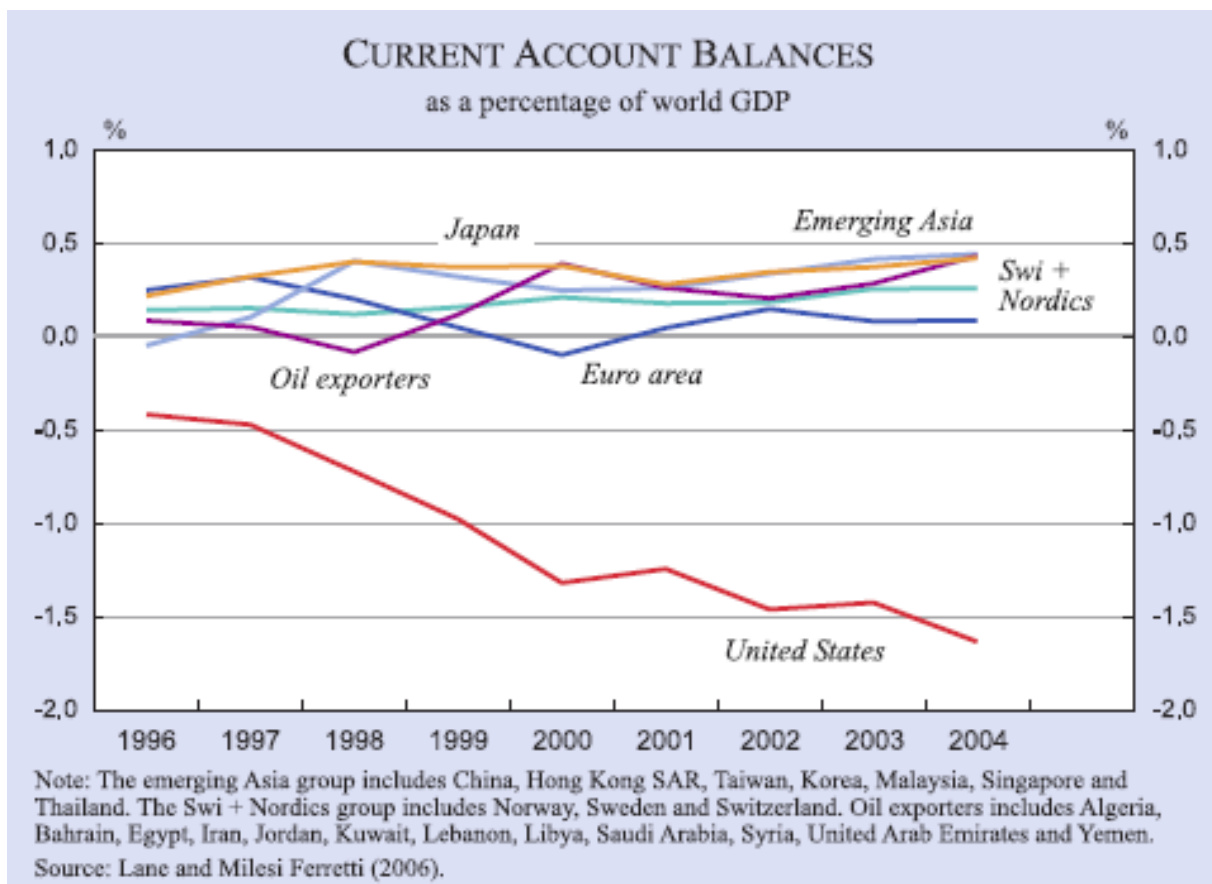


¹⁵ Dette avsnittet bygger blant annet på kapittel 2 i Calmfors et al. (2006).

¹⁶ I 2005 hadde eksempelvis Spania, Hellas og Portugal større driftsbalanseunderskudd som andel av BNP enn USA.

Figur 2 illustrerer hvordan det amerikanske driftsbalanseunderskuddet, her målt som prosent av globalt BNP, står i motsats til driftsbalanseoverskudd i andre store land og hovedregioner. Vi ser at den samlede opplåningen i USA er så stor at det absorberer de samlede driftsbalanseoverskuddene i Euroområdet, Japan, asiatiske fremvoksende markeder, gruppen av asiatiske petroleumsøkonomier samt de nordiske landene og Sveits.

Figur 2: Driftsbalanseunderskudd i prosent av globalt BNP, ulike land og regioner.

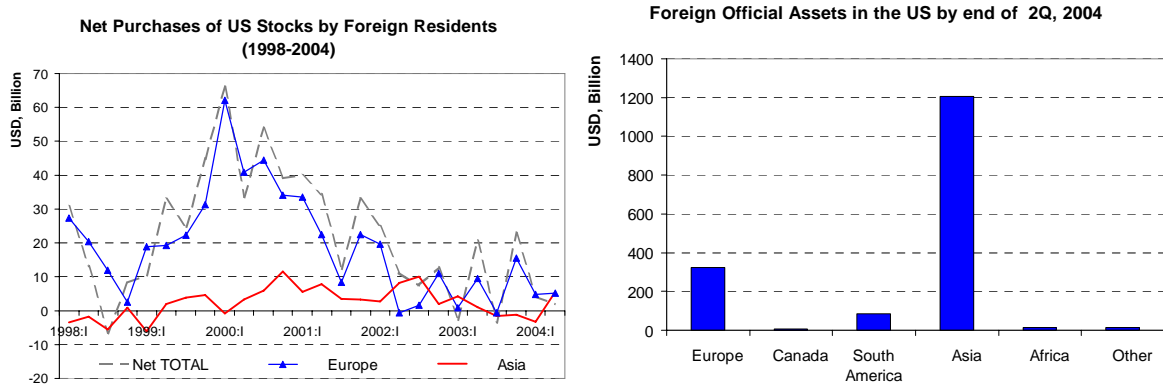


Kilde: Calmfors et al. (2006).

To aspekter ved den amerikanske underskuddsutviklingen er relevante for diskusjonen nedenfor. For det først har det skjedd en dreining fra at underskuddene ble finansiert av privat kapitalinngang rettet mot særlig det amerikanske aksjemarkedet i perioden frem til år 2000, til at underskuddene primært har blitt finansiert av kapitalinngang (kjøp av statsobligasjoner spesielt) fra myndighetsinstitusjoner (sentralbanker etc.) i Kina, Japan, Taiwan og Syd Korea, jfr. figurene 3a og 3b. Det andre aspektet vi skal merke oss, er hvordan underskuddene er et

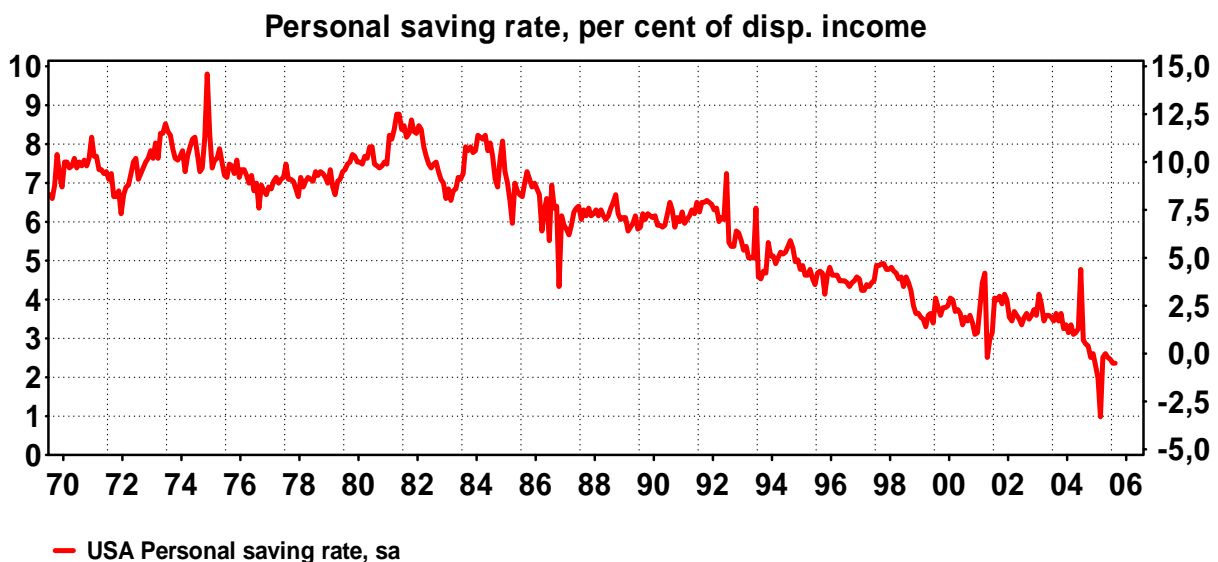
resultat av både en langvarig og ganske stabil trend i retning av stadig lavere privat sparing (særlig i husholdningssektoren)- og spesielt i senere år en svært ekspansiv budsjettpolitikk. Dette er illustrert i figurene 4 og 5.

Figur 3a og 3b: Utenlandsk kjøp av amerikanske aksjer og utenlandske eiere av amerikanske eiendeler.



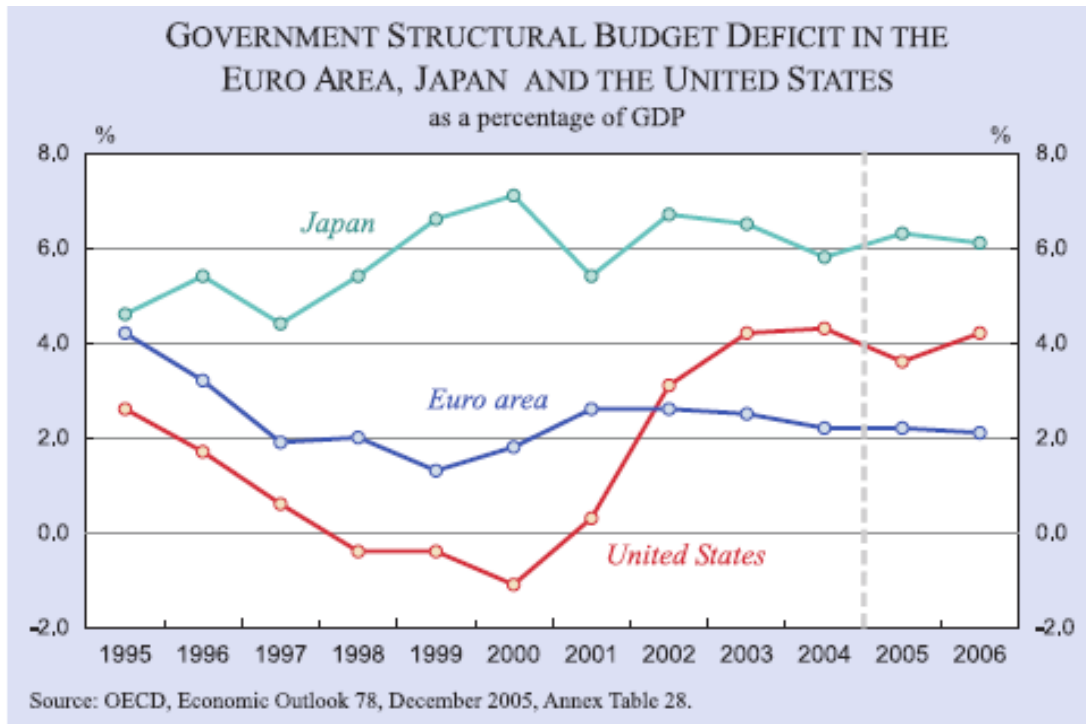
Kilde: Holthe (2004)

Figur 4: Sparing i amerikanske husholdninger



Source: Reuters EcoWin

Figur 5: Budsjettunderskudd i USA, Japan og Euroområdet



Kilde: Calmfors et al. (2006)

Med hensyn det amerikanske budsjettunderskuddet ser vi store variasjoner over de siste ti årene, jfr. figur 5. Frem til år 2000 medførte høy vekst en høy skatteinngang, og sammen med ganske disiplinert finanspolitikk ga dette seg utslag i at budsjettunderskuddene forsvant frem mot årtusenskiftet. Trenden snudde imidlertid brått i 2000. Dette skyldes først at en forverring av konjunktursituasjon (og etterhvert en kortvarig resesjon) ga bortfall av skatteinntekter. I tillegg kom betydelige skattecutt og i noen grad høyere offentlige utgifter til forhold som sikkerhetsrelaterte investeringer og krigføring i Irak.

4.2. Forklaringsmodeller

Den skisserte utviklingen kan forklares ut i fra flere alternative mekanismer eller kombinasjoner av disse. En første forklaringsmodell er at driftsbalanseutviklingen er et resultat av spesielt høy amerikansk produktivitetsvekst. En slik forklaring fikk tilsynelatende stor støtte på siste del av 1990 tallet når tesen om "the new economy" var populær blant (tilsynelatende) majoriteten av observatørene og aktørene i spesielt finansmarkedet. Som kjent

innebar dette forventninger om at IKT teknologi bidro til høyere produktivitetsvekst, og at dette i større grad karakteriserte den amerikansk økonomi enn andre land økonomier.

Gitt troen på at en særlig amerikansk produktivitetsvekst var reell, kan den uten tvil bidra til å forklare driftsbalanseunderskuddene. Fra utlendingers synspunkt medførte forventninger om høy produktivitetsvekst en potensielt rasjonell grunn til å forvente økt vekst og lønnsomhet i amerikansk næringsliv, noe som ga finansielle investorer incentiver til å kanalisere kapitalstrømmene mot USA generelt, og det amerikanske aksjemarkedet spesielt. Sett fra et amerikansk perspektiv medførte troen på høy produktivitetsvekst en tilsynelatende god begrunnelse for både å heve investeringene i respons til oppjusterte avkastningsforventninger og dessuten å øke konsumet umiddelbart som en konsekvens av en diskontering av høyere fremtidig verdiskapning.

Det følger at produktivitetsforklaringen (så langt den rekker) gjør driftsbalanseunderskuddene rasjonelle og ”ufarlige”. Noe lavere investeringsandeler i fremtiden og høy fremtidig verdiskapning vil automatisk bidra til å korrigere utviklingen. Problemet er imidlertid at den faktiske utviklingen de siste årene ikke støtter opp om denne forklaringsmodellen, i hvert fall ikke i et tilstrekkelig omfang til å avdramatisere utviklingen. Produktivitetsveksten synes nok å ha tatt seg opp, men på langt nær så mye som aktørene i økonomien antas på slutten av 1990 tallet.¹⁷ Nedjusterte forventninger til produktivitet og lønnsomhet kan også forklare den kraftige reduksjonen i den andelen av kapitalinngangen som skyldes utlendingers aksjeinvesteringer i USA.

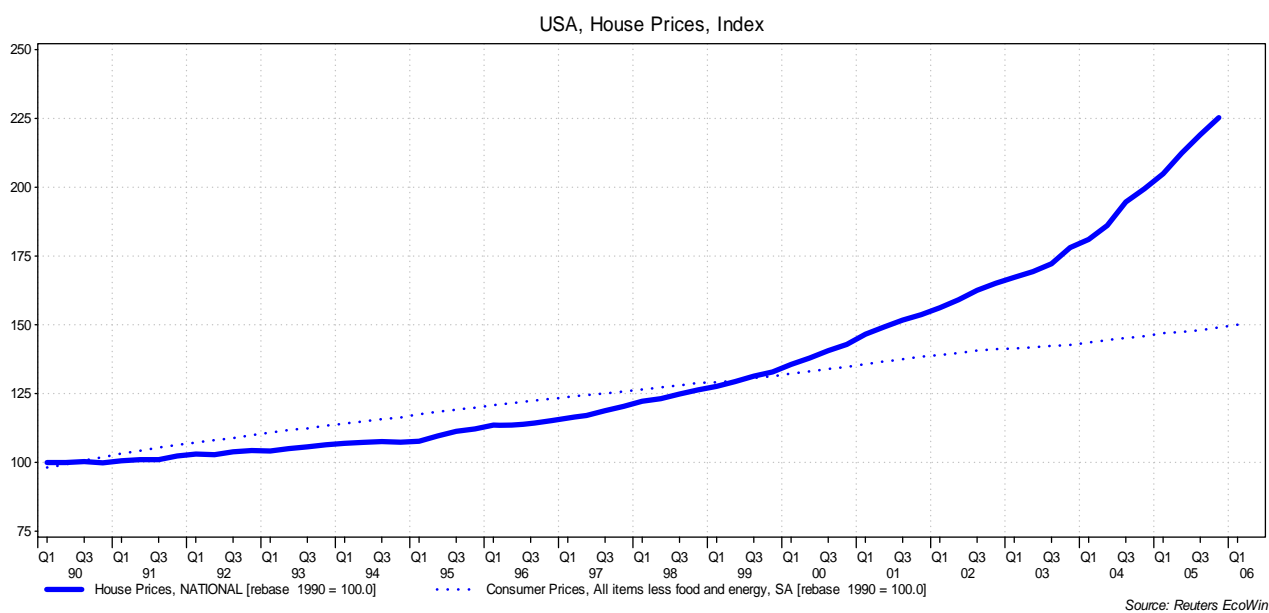
Den andre forklaringsmodellen peker på at ubalansene er et resultat av for lav amerikansk sparing. Som nevnt over har den private amerikanske sparingen gradvis og over lang tid blitt redusert til svært lave nivåer, jfr. figur 4 over. Dette gjenspeiler trolig en kombinasjon av rasjonelle fremadskuende sparebeslutninger i individuelle hushold og andre potensielt mindre velfunderte sparebeslutninger i respons til en særegen konjunktursituasjon. Med hensyn til den tradisjonelle livsløpssparing, er det verd å merke seg at amerikanerne har høyere fødselsrater og en yngre befolkning enn resten av OECD. Det betyr at USA har en relativt sett større andel av befolkningen i etableringsfasen, noe som også gjør det naturlig med større gjeldsopptak i husholdningssektoren i USA enn i eksempelvis Japan og Euroland. Beregninger kan tyde på at ordinær og presumptivt rasjonell livsløpssparing kan forklare rundt 1/3 av det amerikanske driftsbalanseunderskuddet (jfr. Holte, 2004). Mer problematisk er sannsynligheten for at signifikante deler av den lave private sparingen kan skyldes at en

¹⁷ For betraktninger om den amerikanske produktivitetsutviklingen se eksempelvis Gordon (2000) og Ferguson og Wascher (2004).

lang periode med lave realrenter i kombinasjon med en gunstig konjunkturutvikling har ledet til over-optimistiske fremtidsutsikter. Spesielt fremstår interaksjonen mellom lav privat sparing og svært sterk boligprisvekst som problematisk.

Boligprisutviklingen har hatt et tilnærmet eksponensielt forløp de siste årene. Mens de ordinære konsumprisene har økt med rundt 40% siden 1990 har boligprisene i samme periode økt med godt over 100%, jfr. figur 6. Selv om et potensielt vedvarende fall i realrenten kan rasjonalisere en slik utvikling, er det all grunn til å ta høyde for en mulig boble - som kan sprekke på brutalt vis. Risikoen trenger dog ikke å være svært stor. Så langt har medianhusholdningens inntektsutvikling og rentebelastning medført at evnen til å betjene boliggjelden har vært god. Det er også verd å merke seg at amerikanernes ordning med nesten utelukkende lange fastrentekontrakter på boliglånene begrenser konsumsensitiviteten overfor løpende renteendringer.

Figur 6: Boligpriser og konsumpriser i USA



Hvis boligprisene likevel skulle sprekke, hvordan vil det påvirke den amerikanske økonomien i makro? For det første vil en slik utvikling etter all sannsynlighet ledsages av en kraftig avmatning i bygge- og anleggsaktiviteten som er en av de mest volatile sektorene i amerikansk økonomi. For det andre må det påregnes betydelige negative formueseffekter på konsumet. En slik effekt er godt dokumentert av empiriske studier til å være signifikant sterkere enn den analoge formueseffekten av aksjeprisendringer (jfr. Case et al. 2001), noe som er intuitivt ut i fra at middel- og lavinntektsgruppene har en mye større eksponering mot boligmarkedet. Dette åpner for store konsumeffekter av boligprisfall når vi vet at det i senere

år er blitt mer og mer vanlig å belåne boligen for å kjøpe andre varige konsumgoder som biler, hvitevarer og lignende.

Med hensyn til de siste års utvikling i retning av stadig større offentlig gjeldsoptak, er det enklere å komme med en entydig konklusjon om at utviklingen knapt synes opprettholdbar. Som påpekt av Calmfors et al. (2006) er det vanskelig å tilskrive utviklingsmønsteret en effektiv dynamisk skattepolitikk hvor midlertidige utgiftsøkninger møtes med underskuddsbudsjettering og tilnærmet konstante skatterater, jfr. ”tax-smoothing” modellen til Barro (1979). Dette kommer av at budsjettunderskuddene primært skyldes tilsynelatende varige generelle skattecutt - og ikke de nevnte potensielt midlertidige offentlige utgiftsøkningene. Således innebærer budsjettpolitikken snarere en intergenerasjonell overføring av skattebyrder til fremtidige generasjoner med de virkninger som er omtalt i analysen i avsnitt 2.1 overfor.

Den tredje forklaringsmodellen, som særlig har blitt kjent på grunn av artikkelen til Bernanke (2005), peker på at de finansielle ubalansene må tilskrives unormalt høy sparing og lav etterspørsel i resten av verden bortsett fra USA. Denne forklaringsmodellen fokuserer spesielt på hvordan Kina og andre ”emerging markets” har en overdrevet høy sparing sett i forhold til vekst og verdiskapning. Svært høy sparing relativt til investeringsnivået tilsier store driftsbalanseunderskudd, og USA fremstår i kraft av å ha verdens mest velutviklede kapitalmarked som det sikreste stedet å kanalisere kapitalen.

Med hensyn til bortfallet av private investorers kapitalstrømmer inn til USA i de aller siste årene, er det vanskelig å få støtte til dette synspunktet. Imidlertid passer det med observasjonen av at sentralbankene i Kina og andre syd-øst asiatiske land kanaliserer kapital inn i det amerikanske obligasjonsmarkedet. Omfanget av disse kapitalbevegelser er så stort at de ikke passer med noen standard porteføljeallokeringsbetraktning. Derimot er det mer naturlig å relatere dette til Kinas (og de øvrige syd-øst asiatiske landenes) ambisjoner om sterk eksportledet vekst, og for å begrense appresieringspresset på egen valuta vs. USD er det nødvendig med en strategisk motivert kapitalstrøm inn mot det amerikanske obligasjonsmarkedet.

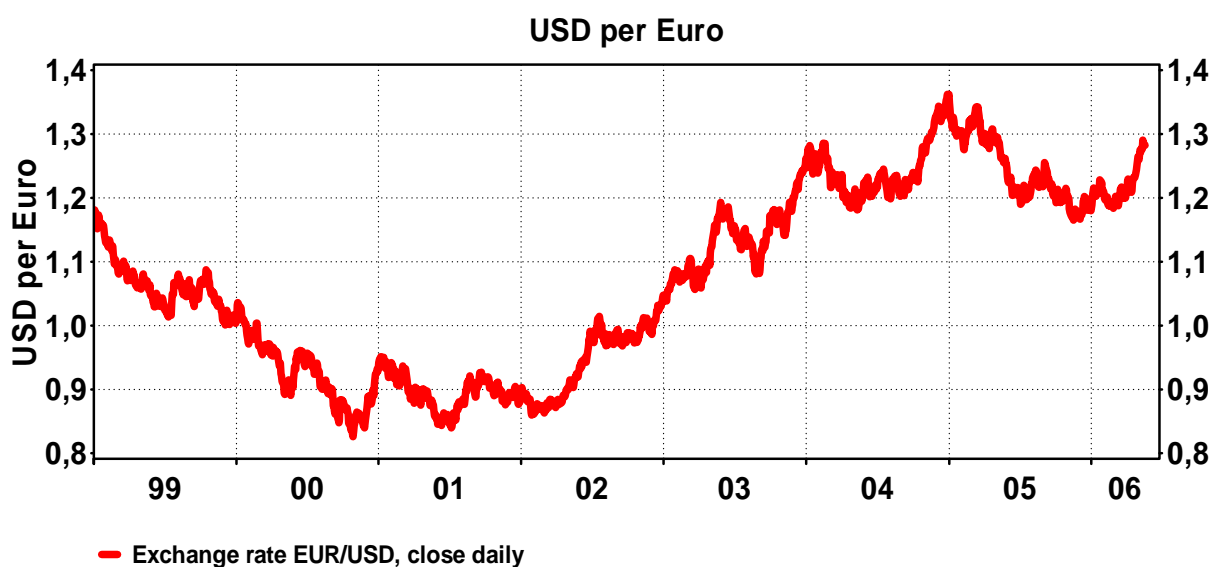
4.3. Korreksjoner

En utvikling med økende finansielle ubalanser mellom USA og de syd-øst Asiatiske landene er ikke opprettholdbar. Om ikke annet vil intertemporale budsjettrestriksjoner på lang sikt tvinge frem korreksjoner. Spørsmålet er ikke om dette vil skje, men når det vil skje og hvor

brutale korreksjonene vil være. Naturlig nok vil en utviklingsbane hvor korreksjonen skjer gradvis over lang tid være mindre problematisk enn plutselige og kraftige korreksjoner.

Korreksjonene kan skje som en kombinasjon av flere relaterte mekanismer. For det første vil en (real)depresiering av USD være en naturlig del av en korreksjon gjennom å stimulere amerikansk nettoeksport. Utviklingen siden år 2000 viser at USD har hatt en trendmessig forholdsvis sterk depresiering i forhold til Euro, jfr. figur 7. Det er derfor grunn til å anta at valutakursutviklingen har bidratt til en et langsiktig rimelig bytteforhold mellom amerikanske og europeiske varer.

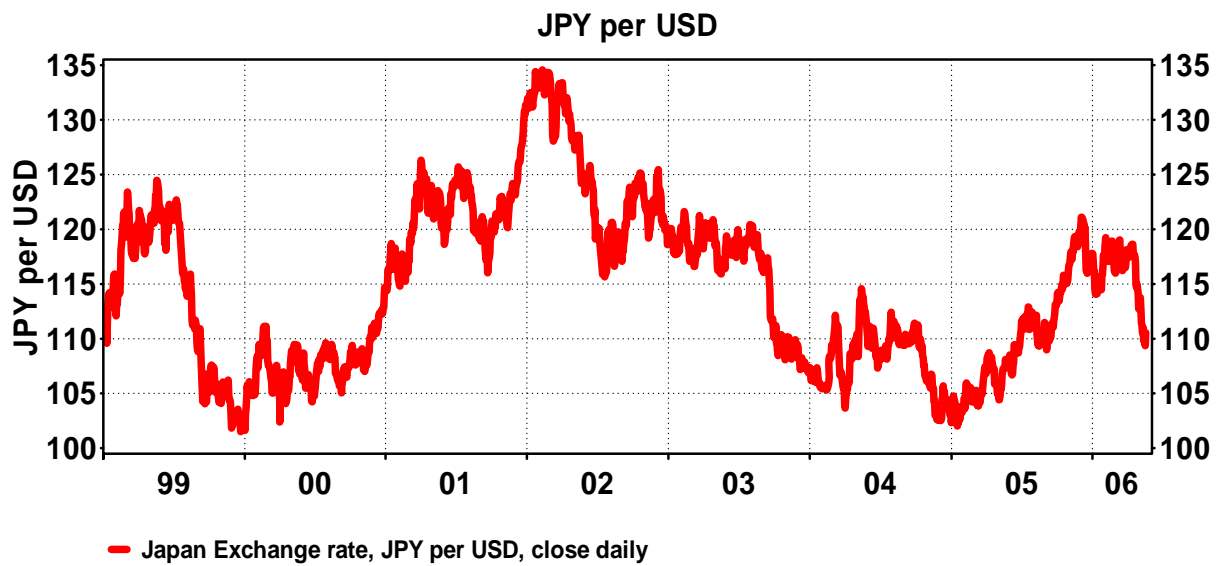
Figur 7: Valutakursutviklingen USD per Euro



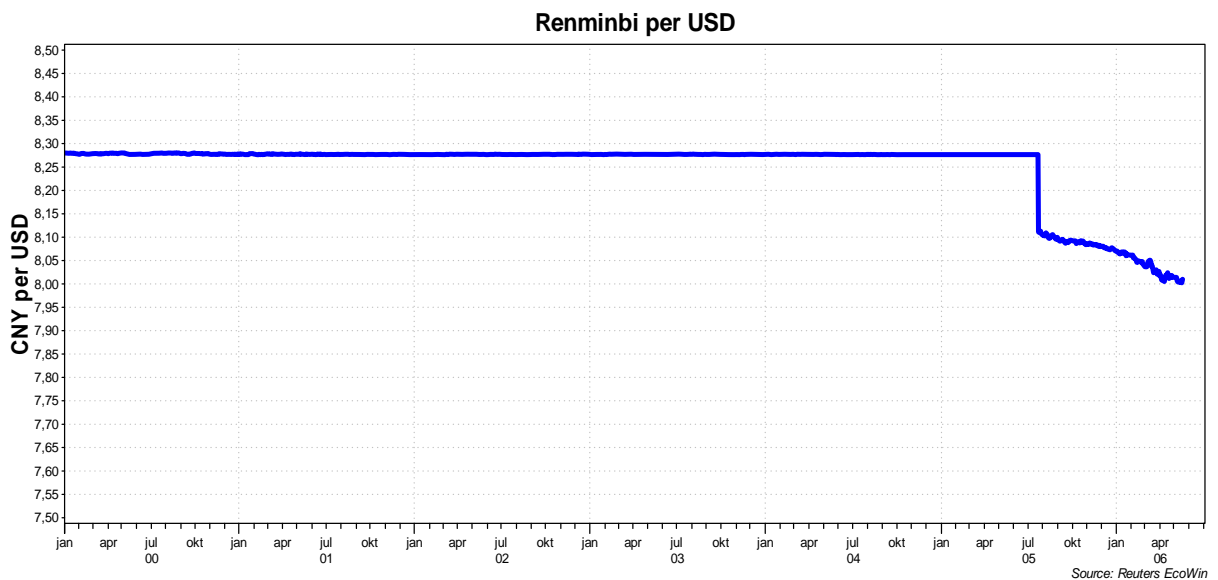
Valutakursutviklingen mellom USA og henholdsvis Japan, Kina og Syd-Korea er imidlertid mer problematisk. Her bidrar de syd-øst asiatiske landenes strategi om å søke og motvirke en markedsbasert utvikling i valutakursen til å forhindre ønskede korreksjoner. Som vist i figur 8 har vi så langt ikke observert en klar trendmessig appresiering av JPY vs. USD. Med hensyn til den kinesiske valutaen (renminbi), vet vi at man opprettholdt et strikt fastkursregime basert på tilnærmet full reguleringen av kapitalbevegelsene frem til sommeren 2005. Deretter har man innført en styrt flyt regime som tillater en gradvis appresiering vs. USD, jfr. figur 9. Utviklingen i det kinesiske tilfellet går således i riktig retning, men med små og gradvise steg. Samlet sett er det all grunn til å tro at driftsbalansesituasjonen vil tvinge frem en ytterligere forholdsvis kraftig depresiering av USD mot Yen og renminbi.¹⁸

¹⁸ Blanchard et al. (2005) presenterer en modellstudie som støtter opp om en slik konklusjon.

Figur 8: Valutakursutviklingen JPY per USD



Figur 9: Valutakursutviklingen Renminbi vs. USD



Den andre viktige mekanismen i en korreksjon vil være økt amerikansk sparing. I privat sektor kan vi forvente at rasjonelt fundert livsløpssparing gradvis vil bidra til å snu utviklingen i retning av noe høyere privat sparing. Gradvis mer normale realrentenivåer vil

også trekke i retning av korreksjoner. I en konjunkturkontekst er, som beskrevet overfor, dynamikken mellom boligmarkedet og sparing viktig. I et hovedscenario vil en utflating av den eksplosive boligprisveksten man har sett de senere årene bli ledsaget av at husholdningene blir mer opptatt av sine finansielle balanser, noe som vil bety økt privat sparing. Alle disse utviklingstrekkene fremstår som naturlige og ønskelige korreksjoner i privat sektor. Problemer i form av kraftige negative konjunkturimpulser med tilhørende internasjonale virkninger oppstår først hvis husholdningenes adferd endres kraftig på kort tid. Et dramatisk fall i boligprisene i kombinasjon med et svakere arbeidsmarked vil eksempelvis kunne en kraftig økning i sparingen og et tilhørende etterspørselsfall med mer dramatiske implikasjoner.

Med hensyn til offentlig sektor, er som nevnt utviklingen de siste årene et eksempel på at vellykket konjunkturstimulering har sin motpost i større skattebyrder og velferdstap for fremtidige generasjoner. De internasjonale spill-over effektene vil bli som diskutert i avsnitt 2. En korreksjon på dette området vil måtte avhenge av finanspolitiske innstramminger.

Den tredje mekanismen for korreksjon av de finansielle ubalansene er høyere etterspørsel fra resten av verden rettet mot amerikanske varer. På dette punktet er pr. våren 2006 verd å merke seg at veksten i Japan fremstår som stadig mer robust og preget av innenlandsk etterspørsel, noe som bidrar til et mer balansert globalt vekstbilde. En gryende konjunkturoppgang i Euro-området trekker også i riktig retning, men styrken og varigheten av denne oppgangen fremstår fortsatt som usikker. Endelig innebærer Kinas eksportorienterte vekststrategi at innenlandsk konsum så langt har blitt holdt kunstig lavt. Likevel er det grunn til å tro at den svært sterke kinesiske veksten, gradvis må få utløp i større innenlandsk konsum og velferd. Samlet sett er hovedbildet at den globale veksten vil kunne bli mer balansert - og at det vil bidra til gradvis noe mindre finansielle ubalanser.

5. Avsluttende kommentarer

Et hovedtema i den økonomiske debatten i hele OECD-området er virkningene av offentlig budsjettpolitikk sett i sammenheng med sterkt økende byrder i finansieringen av de offentlige pensjonssystemene og tilhørende behov for reformer. Sett i lys av at forhold som initial budsjettsituasjon, reformevne og ”timing” av aldringsprosessen varierer sterkt mellom land og regioner, er det all grunn til å anta at utviklingstrekk og politikktiltak i enkeltland vil innebære signifikante internasjonale spill-over effekter. Av særlig betydning er interaksjonen mellom budsjettpolitikken i USA og den høye sparingen i Kina og de øvrige syd-øst asiatiske landene.

Dette arbeidet har sett på de strukturelle og mer langsiktige mekanismene knyttet til denne type internasjonale spill-over effekter. Utgangspunktet har vært en studie av de intergenerasjonelle virkningene av hvordan underskudsbudsjettering (og en ekvivalent eskalering av offentlige pensjonssystemer basert på pay-as-you-go finansiering) påvirker intergenerasjonell velferd. Land med store underskudd (og stor offentlig trygdegjeld) slik som USA vil i henhold til den teoretiske analysen oppleve entydige langsiktige velferdstap på grunn av en kombinasjon av større offentlig gjeld, mindre realkapital, høyere realrente og større driftsbalanseunderskudd. Landene som fremstår som långivere, vil på den ene siden tjene som følge av større finansielle fordringer og dermed høyere kapitalinntekter (siden også realrenten har økt) - men vil på den annen side oppleve mindre realkapital akkumulasjon.

Når dette modellresonnementet overfor relateres til dagens virkelighet med hensyn til spesielt kapitalstrømmene mellom USA og Kina pluss resten av Syd-Øst Asia, fremkommer det at andre sentrale mekanismer også er med på å påvirke utfallet. Det gjelder primært at sparingen er svært høy i Kina og de fremvoksende økonomiene i Syd-Øst Asia samtidig som demografiske forhold, tilløp til pensjonsreformer i flere OECD-land og vekst i privat reell pensjonssparing også bidrar til stor kapitaltilgang. Det er derfor ikke så overraskende at realrentene ikke har steget som et resultat av offentlig underskudsbudsjettering i USA og mange andre OECD-land. Snarere har den internasjonale realrenten vært svært lav i senere år, noe som må tilskrives både de nevnte strukturelle mekanismene og (sannsynligvis) konjunkturelle forhold.

I siste del av arbeidet så vi nærmere på de finansielle ubalansene relatert til USAs store opplåning. Situasjonen er i hovedsak beskrevet av USAs stadig høyere etterspørsel etter amerikanske varer i kombinasjon med andre lands stadig høyere etterspørsel etter amerikanske finansielle fordringer. Med hensyn til sistnevnte effekt er særlig Kina og Syd-Øst Asia sin appetitt for amerikanske statspapirer bemerkelsesverdig. En gradvis korreksjon vil typisk skje via depresiering av USD, høyere privat og ikke minst offentlig sparing samt høyere etterspørsel fra andre land enn USA. Spørsmålet er ikke om en slik korreksjon vil finne sted, men om den vil skje raskt og brutalt eller gradvis og mer uproblematisk. Senere tids utviklingstrekk (særlig i valutamarkedet) gjør at hovedscenariet er optimistisk og antyder en gradvis korreksjon over mange år. Imidlertid kan man ikke utelukke at dramatiske hendelser eller utviklingstrekk á la en sprekk i det amerikanske boligmarkedet, et svakere amerikansk arbeidsmarked eller et brått fall i konsument tilliten forårsaket av andre forhold, kan utløse en mer dramatisk utvikling.

Referanser

Barro, R.J. (1974): "Are government bonds net wealth?", *Journal of Political Economy*, 82, 1095-1117.

Barro, R.J. (1979): "On the determination of the public debt", *Journal of Political Economy*, 87, 940-971.

Barro, R.J. and X. Sala-I-Martin (1995): *Economic growth*, McGraw-Hill Publishers, New York.

Bernanke, B. (2005): "The global saving glut and the US current account deficit", BIS Review 16/2005.

Blanchard, O., F. Giavazzi og F. Sa (2005): "The US current account and the dollar", NBER working paper no. 11137, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Börsch-Supan, A., A. Ludwig and J. Winter (2001): "Aging and international capital flows", NBER working paper no. 8553, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Calmfors L. et al. (2006): *Report on the European Economy 2006*, Ifo institute for Economic research, München.

Case, K.E., J.M. Quigley og R.J. Shiller (2001): "Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market", Cowles foundation working paper no. 1335, Yale University.

Diamond, P.A. (1965): "National debt in a neoclassical growth model", *American Economic Review*, 55, 1126-1150.

Ferguson, R.W. og Wascher, W. L. (2004): Distinguished Lecture on Economics in Government: Lessons from Past Productivity Booms, *Journal of Economic Perspectives* 18 (2), 3-28.

Gordon, R.J. (2000): "Does the 'New Economy' measure up to the great inventions of the past?", *Journal of Economic Perspectives*, 14, 49-74.

Holte, M.B. (2004): "Saving and investing in America", SNF rapport nr. 19/2004, SNF, Norges Handelshøyskole, Bergen.

NOU 2004:1, *Modernisert folketrygd*.

Persson, T. (1985): "Deficits and intergenerational welfare in open economies", *Journal of International Economics*, 19, 67-84.

Thøgersen, Ø. (1995): "Overlappende generasjonsmodeller og virkningene av finans- og overføringspolitikk", *Norsk Økonomisk Tidsskrift*, 109, 165-188.

Thøgersen, Ø. (2001): "Reforming social security: Assessing the effects of alternative funding strategies", *Applied Economics*, 33, 1531-1540.