

DANMARKS NATIONALBANK

18. SEPTEMBER 2019 — NR. 18

Handelskonflikt forbedrer ikke USA's betalingsbalance



Amerikansk betalingsbalance- underskud i mere end 25 år

USA har haft underskud på betalingsbalancens løbende poster hvert år siden 1982 på nær i 1991. Det er særligt udvekslingen af varer, der bidrager til underskuddet.

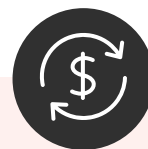
Læs mere



Opsparing og investeringer driver betalingsbalancen

Nye handelsaftaler og indførelse af straffetold reducerer kun underskuddet lidt, da saldoen på betalingsbalancens løbende poster grundlæggende bestemmes af balancen mellem landets samlede opsparing og investeringer.

Læs mere



Stor dollarefter- spørgsel holder finansieringsomkost- ningerne nede

Det voksende offentlige budgetunderskud er med til at lægge pres på den amerikanske betalingsbalance, men stor international dollarefterspørgsel bidrager til at holde finansieringsomkostningerne nede.

Læs mere

Betalingsbalancen har stor økonomisk og politisk betydning

Betalingsbalancen er en vigtig indikator for udviklingen i et lands økonomi. Det skyldes, at den giver mulighed for at vurdere, om ubalancer er under opbygning. Når et land opsparer mindre, end det investerer, må underskuddet finansieres af udlandet. Dermed har landet underskud på betalingsbalancens løbende poster, som opgør den løbende udveksling af varer, tjenester og indkomst med udlandet.

Uholdbare underskud kan føre til et valuta- og inflationspres. Det er bl.a. set i Danmark i begyndelsen af 1980'erne, i flere sydøstasiatiske lande i 1990'erne, i nogle eurolande efter finanskrisen og i Argentina og Tyrkiet sidste år. USA har i årtier haft et underskud på betalingsbalancens løbende poster, men har bl.a. på grund af dollarens internationale rolle været i stand til at finansiere underskuddet til lave omkostninger.

Betalingsbalancen har også stor politisk betydning. Gennem historien har tab af arbejdspladser i importeksponerede brancher ført til øget skepsis i forhold til samhandel og globalisering. Den amerikanske præsident, Donald Trump, har som eksplicit mål at reducere handelsbalanceunderskuddet – dvs. underskuddet på varehandlen med udlandet – ved genforhandling af handelsaftaler med henblik på at opnå bedre markedsadgang og indførelse af straffold som pressionsmiddel.

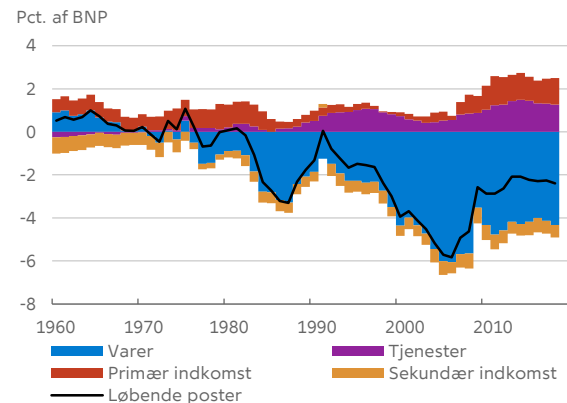
Amerikansk betalingsbalanceunderskud i mere end 25 år

USA har haft underskud på betalingsbalancens løbende poster hvert år siden 1982 på nær i 1991, jf. figur 1. Underskuddet blev reduceret i kølvandet på finanskrisen og har siden stabiliseret sig lige over 2 pct. af BNP. Det samlede underskud beløb sig i 2018 til 491 mia. dollar, svarende til 2,4 pct. af BNP.

Det er særligt udvekslingen af varer, der bidrager til underskuddet. I 2018 eksporterede USA varer for ca. 1.670 mia. dollar, mens landet importerede for godt 2.560 mia. Fly, medicinaludstyr, olie og landbrugsvarer udgør de store poster i forhold til eksport af varer, mens den amerikanske vareimport primært er domineret af computere og telekommunikation, tøj, elektronisk udstyr, biler og

Vedvarende amerikansk betalingsbalanceunderskud

Figur 1



Anm.: Primær indkomst består af formue- og lønindkomst, mens sekundær indkomst indeholder overførsler mellem amerikanske og udenlandske enheder, fx pensioner, forsikringspræmier og overførsler til og fra familier i udlandet.
 Kilde: Bureau of Economic Analysis.

råolie. Stigende amerikansk fokus på udvinding af skifergas og -olie det seneste årti bidrager positivt til handelsbalancen med omtrent 250 mia. dollar årligt (IHS Markit, 2018).

I modsætning til varehandel har USA overskud på tjenestehandlen og herunder især på intellektuelle rettigheder, finansielle tjenesteydelser og rejser. USA har også overskud på udvekslingen af formue- og lønindkomst med udlandet, mens anden indkomst, der bl.a. inkluderer migranternes overførsler til familier i hjemlandet, resulterer i et underskud.

Trumps initiativer i forhold til samhandel

Præsident Trump har gjort en reduktion af det amerikanske handelsbalanceunderskud til en politisk prioritet. Med udgangspunkt i mottoet "Buy American" genforhandler den amerikanske administration handelsaftaler og konfronterer samhandelspartnere med straffold. Fokus er især på USA's bilaterale underskud med udvalgte samhandelspartnere, og særligt Kina, EU, Mexico, Canada og Japan er under pres, jf. figur 2.

Bilaterale underskud har dog ikke væsentlig makro-økonomisk relevans som fremhævet fra flere sider.¹ Det vigtige er forskellen mellem en nations samlede indkomst og dens udgifter, altså den samlede betalingsbalance. Balancen over for enkelte lande eller dele af betalingsbalancen, fx balancen for varehandel, er derimod langt mindre relevant.

Derudover vurderes øget told generelt som en dårlig løsning i forhold til at reducere underskud på betalingsbalancen, især bilaterale underskud, jf. IMF (2019b). Told over for enkelte handelspartnere medfører især en omlægning af handelsmønstre, men ikke en reduktion af underskuddet.

For små lande, herunder Danmark, er det vigtigt, at handel ikke bliver forhandlet bilateralt, men at der indgås multilaterale handelsaftaler. Det sikrer ens konkurrencevilkår og stabilitet, som er forudsætninger for langsigtede investeringer. Regelbaseret internationalt samarbejde er derfor meget vigtigt for en lille åben økonomi som Danmark.

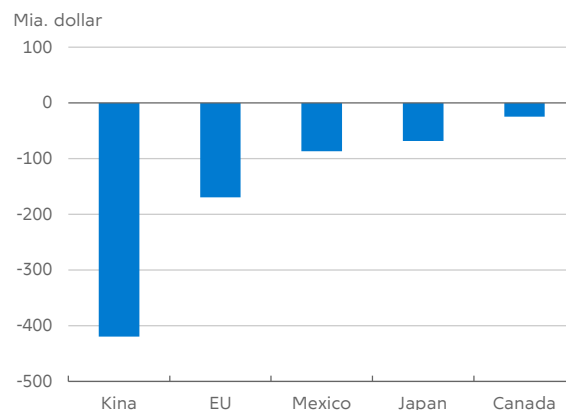
Aftale med Canada og Mexico

Den amerikanske administration har forhandlet en ny handelsaftale på plads med Canada og Mexico – den såkaldte USMCA (United States-Mexico-Canada Agreement), der skal erstatte NAFTA (North American Free Trade Agreement). Den nye aftale skaber ikke et frihandelsområde som fx det indre marked i EU. Aftalen indebærer bl.a. øget incitament til at producere biler i USA, men giver også bedre beskyttelse af intellektuelle rettigheder og bedre adgang til det canadiske mejerimarked for amerikanske producenter. Det afspejler, at USA under den nuværende administration har skiftet fokus fra *free trade* til *managed trade*, jf. fx Hufbauer og Jung (2019).

Beregninger fra den uafhængige handelskommission, US International Trade Commission, viser, at en implementering af aftalen forventes at reducere underskuddet på vare- og tjenestehandlen med Canada og Mexico med blot 1,8 mia. dollar. USMCA vil således kun have en marginal effekt i forhold til det samlede amerikanske underskud på betalingsbalancens løbende poster på godt 490 mia. dollar.

Stort amerikansk underskud på handelsbalancen med Kina

Figur 2



Anm.: USA's over-/underskud på varehandel i 2018 med udvalgte lande.

Kilde: Bureau of Economic Analysis.

Den nye handelsaftale er endnu ikke blevet ratificeret i den amerikanske kongres og er derfor heller ikke trådt i kraft.

Fortsat handelskonflikt med Kina

Den amerikanske administration vurderer, at det amerikanske handelsunderskud med Kina er urimeligt stort. De argumenterer med, at amerikanske toldsætter på import fra Kina typisk er lavere end kinesiske toldsætter på import fra USA.

Derudover mener amerikanerne, at Kina ikke overholder de internationale regler, især i forhold til misbrug af intellektuelle rettigheder. Ifølge OECD/EUIPO (2019) kom ca. 80 pct. af alle beslaglagte kopivarer i 2016 fra Kina eller Hongkong. Overtrædelse af regler, herunder misbrug af intellektuelle rettigheder, behandles normalt via Verdenshandelsorganisationen, WTO, men amerikanerne har valgt at forhandle bilateralt.

Amerikanerne har ad flere omgange indført straffetold på import af varer fra Kina. Det kan føre til en forbedring af den bilaterale handelsbalance mellem USA og

¹ Nobelprismodtager Robert Solow har forklaret irrelevansen af bilaterale handelsbalancer som følger: "I have a chronic deficit with my barber, who doesn't buy a darned thing from me". Se også Mankiw (2007).

Kina, men forbedringen vil give en tilsvarende forværring på handelsbalancen med andre lande. Den amerikanske økonom og nobelprismodtager, Joseph Stiglitz, giver eksemplet, at USA måske vil sælge mere naturgas til og købe færre vaskemaskiner fra Kina, men at USA så også vil sælge mindre naturgas til og købe flere vaskemaskiner fra andre lande.

Straftold vil altså blot medføre skift i de globale handelsmønstre (såkaldt *trade diversion*), som måske vil øge prisen på visse varer marginalt, men det ændrer ikke USA's underliggende ubalance i forhold til udlandet. IMF (2019) når en tilsvarende konklusion, og de seneste amerikanske handelsdata illustrerer denne sammenhæng, jf. figur 3.

Desuden kan mindre kinesisk eksport svække den kinesiske økonomi. Det trækker i retning af en svækkelse af den kinesiske valuta, som det også allerede er sket. Det modgår delvist højere toldsætter, om end effekten formentligt er lille, jf. IMF (2019b).

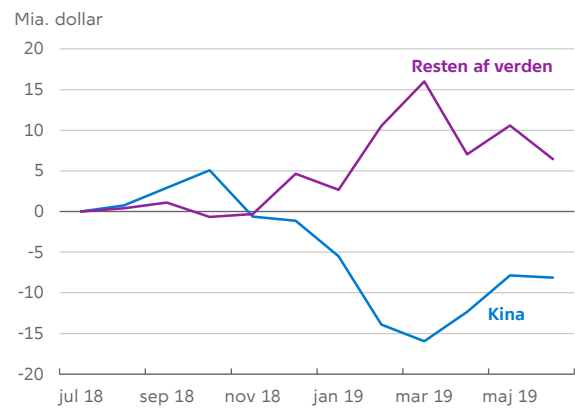
Udbygningen af globale værdikæder betyder endvidere, at højere told på import fra Kina rammer store amerikanske multinationale virksomheder, idet disse i stort omfang får produceret deres halvfabrikata og varer i Kina. Højere amerikanske toldsætter hæmmer derfor amerikanske virksomheders konkurrenceevne, hvilket kan reducere indkomst og beskæftigelse i USA.

Aktuelt er næsten al vareimport fra Kina til USA pålagt en betydelig straffold på mellem 10 og 30 pct. En del af tolden er planlagt til først at træde i kraft efter den 15. december for at beskytte de amerikanske forbrugere mod højere priser op til julehandlen. Kina har også pålagt næsten al import fra USA betydelig straffold. Samtidigt har de reduceret toldsætterne over for andre lande en smule. USA og Kina forhandler fortsat om en handelsaftale, men risikoen for, at handelskonflikten bliver langvarig, kan ikke udelukkes.

Hvad driver det amerikanske betalingsbalanceunderskud?

Der er flere forklaringer på, hvorfor USA har vedvarende underskud på betalingsbalancens løbende poster. En mulig forklaring er, at kapital efterspørges af USA, da amerikanere sparer for lidt op (bl.a.

Straftold ændrer blot handelsmønstre Figur 3



Anm.: Ændringer i USA's vareimport siden juli 2018.
 Kilde: United States Census Bureau.

fordi de har et højt privat forbrug og stort offentligt underskud) i forhold til, hvad de investerer (Stiglitz, 2018), jf. figur 4.

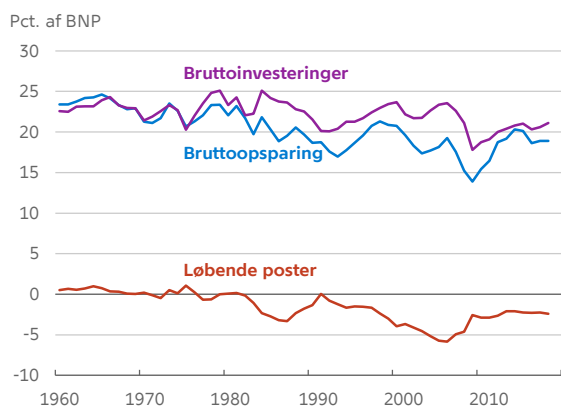
Et mindre underskud på betalingsbalancen kræver altså færre investeringer og/eller større opsparing. En reduktion af investeringerne mindsker produktionskapaciteten og vækstpotentialet og anbefales typisk ikke. Derfor bliver konklusionen ofte, at opsparingen i USA bør øges. Det kan fx ske ved at reducere det offentlige underskud, da det udenlandske finansieringsbehov primært stammer fra den offentlige sektor, jf. figur 5. Det kræver højere skatter og/eller lavere offentligt forbrug. Hvis den private sektor skal øge opsparingen, kræver det formentligt højere renter.

En anden forklaring kunne være, at udlandet har et stigende opsparingsoverskud (bl.a. som følge af at kineserne sparer op til deres alderdom) og derfor har været villige til at finansiere det amerikanske forbrug ved at holde stadig flere amerikanske obligationer (Pettis, 2018). Dette fænomen er en del af, hvad der kaldes *global savings glut*.

Dertil kommer dollarens rolle som global reservevaluta og det primære redskab for internationale transaktioner. Det betyder, at mange lande holder betydelige dollarreserver, hvilket skaber stor efterspørgsel efter amerikanske finansielle aktiver. Endelig har velfungerende og likvide kapitalmarkeder med stærk overvågning og sikkerhed for det investerede beløb bidraget til at gøre USA til et

Lav amerikansk opsparing

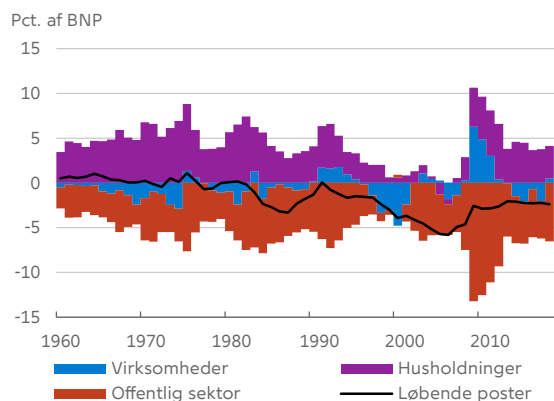
Figur 4



Anm.: Forskellige kilder og mindre kapitaloverførsler mv. gør, at forskellen mellem opsparing og investeringer ikke præcis svarer til saldoen på betalingsbalancens løbende poster.
 Kilde: Bureau of Economic Analysis.

Det udenlandske finansieringsbehov stammer primært fra den offentlige sektor

Figur 5



Anm.: Amerikansk nettofordringserhvervelse fordelt på sektorer, dvs. hver sektors opsparingsoverskud/-underskud.
 Kilde: Bureau of Economic Analysis.

attraktivt investeringsmål. Ud fra denne forklaring er det altså udenlandske investorer, der efterspørger amerikanske aktiver. Det bidrager væsentligt til at holde finansieringsomkostningerne af forbrug og investeringer nede og bidrager dermed til det amerikanske betalingsbalanceunderskud.

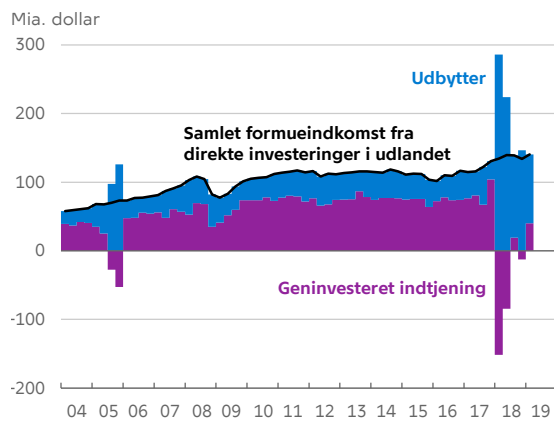
Skattereformen sætter betalingsbalancen under yderligere pres

Den amerikanske skattereform, som blev vedtaget i december 2017, har betydning for betalingsbalancen. Skattereformen er underfinansieret og har derfor øget USA's føderale budgetunderskud, som forventes at stige yderligere de kommende år. Kongressens uafhængige budgetkontor (CBO) estimerer, at budgetunderskuddet vil overstige 1.100 mia. dollar eller 4,7 pct. af BNP i 2022 (fra omkring 780 mia. eller 3,9 pct. af BNP i 2018). Hvis ikke den amerikanske private sektor øger sin finansielle opsparing tilsvarende, medfører det, at underskuddet på betalingsbalancens løbende poster stiger.

Skattereformen fjernede i grove træk skatten på udbytter fra udenlandske datterselskaber. Det fik udbyttebetalingerne fra udenlandske enheder til at stige betragteligt i begyndelsen af 2018, jf. figur 6.

Stor hjemtagen af udenlandske overskud efter skattereformen

Figur 6



Anm.: Sæsonkorrigerede kvartalsdata for formueindkomst fra direkte investeringer i kapitalandele i udlandet. Formueindkomsten opgøres som de udenlandske enheders driftsresultat og fordeles på udbytter og geninvesteret indtjening. Hvis udbyttebetalingen i en given periode overstiger driftsresultatet, vil geninvesteret indtjening være negativ.
 Kilde: Bureau of Economic Analysis.

Et tilsvarende mønster blev observeret i 2005, hvor *The American Jobs Creation Act of 2004* reducerede skattesatsen i ét år for amerikanske multinationale selskabers hjemtaget af udbytter.

De store udbyttebetalinger påvirker imidlertid ikke saldoen på betalingsbalancens løbende poster. Formueindkomsten fra direkte investeringer i kapitalandele i udlandet bestemmes af de udenlandske enheders driftsresultat i en given periode, som fordeles på udbytter og geninvesteret indtjening. Derfor vil store udbyttebetalinger fra udenlandske enheder føre til en registrering af en høj negativ geninvesteret indtjening. Således er der sket en omfordeling mellem udbyttebetalinger og geninvesteret indtjening, mens den samlede formueindkomst er upåvirket.

Skattereformen har gjort det mindre attraktivt for amerikanske virksomheder at producere i udlandet via ændrede internationale beskatningsregler. Fx er det blevet muligt at beskatte immaterielle aktiver placeret i udenlandske datterselskaber. Det forbedrer handelsbalancen, men ventes ikke at ændre saldoen på betalingsbalancens løbende poster, idet formueindkomsten, herunder udbytter og geninvesteret indtjening fra udenlandske enheder, forventes at blive forværret tilsvarende. Således er denne effekt en omfordeling inden for de løbende poster.

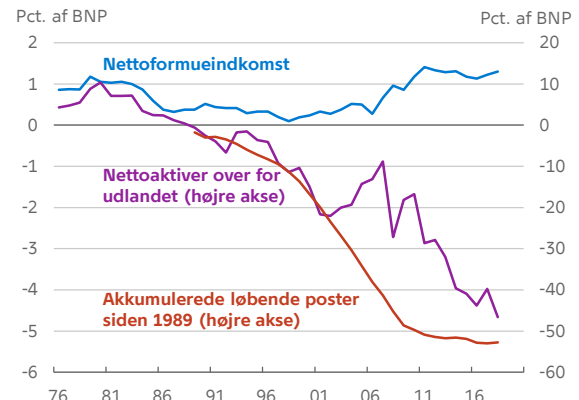
Positiv formueindkomst trods høj udlandsgæld

Som følge af det langvarige underskud på betalingsbalancens løbende poster er den amerikanske nettoudlandsgæld steget. Opgørelsen af USA's aktiver og passiver over for udlandet viser, at værdien af udlandets fordringer på USA overstiger værdien af amerikanske fordringer på udlandet med knap 10.000 mia. dollar, svarende til næsten 50 pct. af BNP, jf. figur 7. Det svarer i store træk til de akkumulerede løbende poster siden 1989, hvor de amerikanske aktiver og passiver over for udlandet var omtrent lige store.

Det er bemærkelsesværdigt, at USA trods de store nettopassiver over for udlandet i årtier har haft en positiv nettoformueindkomst, som bidrager til holdbarheden af underskuddet på betalingsbalancens løbende poster.

Positiv formueindkomst trods store nettopassiver over for udlandet

Figur 7



Anm.: Valutakursændringer og andre værdiændringer gør, at udviklingen i nettoaktiverne kan afvige fra udviklingen i de akkumulerede løbende poster.

Kilde: Bureau of Economic Analysis.

Det er ikke sammensætningen af USA's aktiver og passiver, der er den primære årsag til den positive nettoformueindkomst. Forklaringen skal snarere findes i forrentningen af USA's aktiver i udlandet i forhold til udlandets forrentning af tilsvarende aktiver i USA. Det skyldes især, at afkastgraden, dvs. indkomsten i procent af investeringernes værdi, på amerikanske direkte investeringer i udlandet i gennemsnit siden 2005 har ligget 3,9 procentpoint over afkastgraden på direkte investeringer fra udlandet i USA.

En mulig forklaring på det amerikanske merafkast på direkte investeringer kan være skattetekniske grunde, fx når et amerikansk moderselskab betaler en kunstig høj pris for varer og tjenester leveret af et udenlandsk datterselskab. Hermed bliver profitten kanaliseret fra USA til et andet land, hvor selskabskatten typisk er væsentligt lavere. Manøvren fører til en forringelse af den amerikanske vare- og tjenestebalance og en tilsvarende forbedring af formueindkomsten. Den samlede betalingsbalance påvirkes således ikke. Bosworth, Collins og Chodorow-Reich (2007) anslår, at omkring 1/3 af merafkastet på amerikanske direkte investeringer skyldes skattetekniske grunde.

En anden forklaring kan være, at værdien af USA's direkte investeringer i udlandet er undervurderet i de statistiske opgørelser. Dette betegnes *dark matter*,

der defineres som den ikke-målbare værdi af USA's direkte investeringer i udlandet (Hausmann, 2018). Det kan fx være knowhow, forskning og udvikling samt branding. Værdien af amerikanske direkte investeringer i udlandet vil ifølge teorien blive øget betragteligt, hvis disse faktorer indregnes i opgørelsen, og dermed vil afkastgraden på amerikanske direkte investeringer i udlandet falde ned mod afkastgraden for udlandets direkte investeringer i USA. Dark matter betyder også, at amerikanernes nettoaktiver reelt er større end angivet i de officielle statistikker, idet der er store kapitalgevinster på udlandsformuen, som ikke er blevet registreret. Det officielle amerikanske betalingsbalanceunderskud modsvares hermed delvist af kapitalgevinster, og betalingsbalanceudfordringerne kan således være mindre, end hvad mange analytikere mener.

Fremtidige perspektiver

Trump-administrationens fokus på genforhandling af handelsaftaler og straffold vil ikke forbedre det amerikanske underskud på betalingsbalancens løbende poster væsentligt. Derimod kan det medføre tab af velstand for de amerikanske forbrugere, hvis straffolden hæmmer udnyttelsen af komparative fordele.

Fremadrettet vil den lempelige finanspolitik i form af skattelettelser og øgede offentlige udgifter sætte betalingsbalancen under yderligere pres som følge af øget indenlandsk efterspørgsel. Intet tyder på, at der efter præsidentvalget i 2020 vil ske en finanspolitisk opstramning eller blive iværksat andre initiativer med henblik på at øge den nationale opsparing. En ny amerikansk recession vil dog kunne lægge en dæmper på forbruget og dermed underskuddet på betalingsbalancen, men der er ikke tegn på, at USA vil få vendt underskuddet til overskud inden for en overskuelig fremtid.

Dollarens status som international valuta bidrager sammen med *global savings glut* til at sikre, at omkostningerne til at finansiere de løbende betalingsbalanceunderskud og den akkumulerede udlandsgæld er lave. Dollaren udgør 62 pct. af de internationale gældsudstedelser og bliver anvendt i 40 pct. af alle internationale betalinger. Beregninger viser, at den 10-årige amerikanske statsrente ville være ca. 0,8 procentpoint højere i fravær af den store kapitalindstrømning fra udlandet (Warnock og Warnock, 2009). Selv om Europa-Kommissionen arbejder på at styrke euroens internationale rolle, vil dollaren med al sandsynlighed bevare sin status som den førende internationale valuta, og de amerikanske finansieringsomkostninger må derfor også forventes at blive holdt nede fremover.

Litteratur

Bosworth, Barry, Susan M. Collins og Gabriel Chodorow-Reich (2007), Returns on FDI: Does the U.S. Really Do Better?, *NBER Working Papers*, nr. 13313, august.

Hausmann, Ricardo (2018), The Dark Matter of Trade, *Project Syndicate*, marts.

Hufbauer, Gary Clyde and Euijin Jung (2019), The USMCA, New Jeopardized, Was Never a Free Trade Agreement, *Peterson Institute for International Economics Trade & Investment Policy Watch*, juni.

IHS Markit (2018), Trading Places: How the shale revolution has helped keep the US trade deficit in check, november.

IMF (2019), The Driver of Bilateral Trade and the Spillovers from Tariffs (Chapter 4), *World Economic Outlook*, april.

IMF (2019b), Taming the Currency Hype, *IMF Blog*, august ([link](#)).

Mankiw, Greg, The Bilateral Trade Deficit, *Greg Mankiw's Blog*, juli ([link](#)).

OECD/EUIPO (2019), Trends in Trade in Counterfeit and Pirated Goods, *Illicit Trade*, *OECD Publishing*.

Pettis, Michael (2018), The U.S. Trade Deficit Isn't Caused by Low American Savings, *Carnegie Endowment for International Peace*, august.

Stiglitz, Joseph (2018), The US is at Risk of Losing a Trade War with China, *Project Syndicate*, juli.

Warnock, Francis E. og Veronica Caccac Warnock, (2009), International capital flows and U.S. interest rates, *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, nr. 6.

OM ANALYSE



Som en konsekvens af Nationalbankens rolle i samfundet udarbejdes analyser af økonomiske og finansielle forhold.

Analyserne udkommer løbende og omfatter bl.a. vurderinger af den aktuelle konjunktursituation og den finansielle stabilitet.

Analysen består af en dansk og engelsk version. I tilfælde af tvivl om oversættelsens korrekthed gælder den danske version.

DANMARKS NATIONALBANK
HAVNEGADE 5
1093 KØBENHAVN K
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
1. september 2019

Mette Kanstrup Petry
Senior Advisor
FINANSIEL STABILITET

Jens Vedelsdal Aurup
Research Assistant

Jannick Damgaard
Senior Economist
ØKONOMI OG PENGEPOLITIK



**DANMARKS
NATIONALBANK**