

Økonomisk kronik

1. halvår 2001

Niels Alsing, Økonom, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

Redaktionen er afsluttet d. 7. maj 2001.

1. Sammenfatning

Mayday...Mayday... Hvis verdensøkonomien var en flyvemaskine, ville den netop nu hurtigt tabe højde på grund af alvorlige motorproblemer. Piloterne ville arbejde febrilsk på at rette maskinen op og undgå at problemerne spreder sig. Kabinepersonalet ville efter bedste evne forsøge at berolige de nervøse passagerer, men selv være usikre på udfaldet af den forestående landing.

Rollebesætningen i dette billede er verdensøkonomiens hovedregioner – USA, Japan, Euro-området og resten af verden – som de fire motorer. Centralbankchefer og politikere er piloter og kabinepersonale med værktøjer som penge- og finanspolitik, mens forbrugere og virksomheder er de nervøse passagerer.

Den overdramatiske indledning skal understrege, hvor kraftig vækststopbremsningen i verdensøkonomien har været siden efterårets kronik, hvor overraskende hurtig den har manifesteret sig og hvilke alvorlige risici der er for den globale vækst i 2001.

Efter usædvanlig stærk vækst i verdensøkonomien i 2000, er vækstudsigterne for 2001 nu markant svagere, og der er sket betydelige nedjusteringer siden efterårets kronik i oktober sidste år, se tabel 1. For verden som helhed ventes væksten i 2001 nu at blive 2,3 pct., hvilket er noget under gennemsnittet og

betydeligt under de 3,9 pct. i 2000. Det er en nedjustering på 1,1 pct.point i forhold til oktober sidste år.

Nedjusteringen skyldes primært, at den amerikanske vækstmotor nu kører i meget lavere omdrejninger og at den japanske motor igen ser ud til at sætte ud. Nedjusteringerne af væksten i de to økonomier er henholdsvis 1,9 og 1,1 pct.point. Euro-området ventes foreløbig at være den hurtigst voksende af de store regioner i 2001. I resten af verden er der mest stabil vækst i Kina og Indien, mens der er ustabilitet i Tyrkiet, som gennemgår en alvorlig valutakrise, og i Argentina, som er under pres for at lade pesoen devaluere.

Udsigterne for 2002 er foreløbig noget lysere end for 2001 med vækst i størrelsesordenen 3 pct. godt hjulpet af planlagte skattelettelser og allerede foretagne markante pengepolitiske lempelser. Men meget afhænger naturligvis af, hvor lang og dyb afmatningen i USA bliver.

Opbremsningen i USA er foreløbig begrænset til fremstillingssektoren – mere specifikt IT-sektoren – samt detailhandlen.

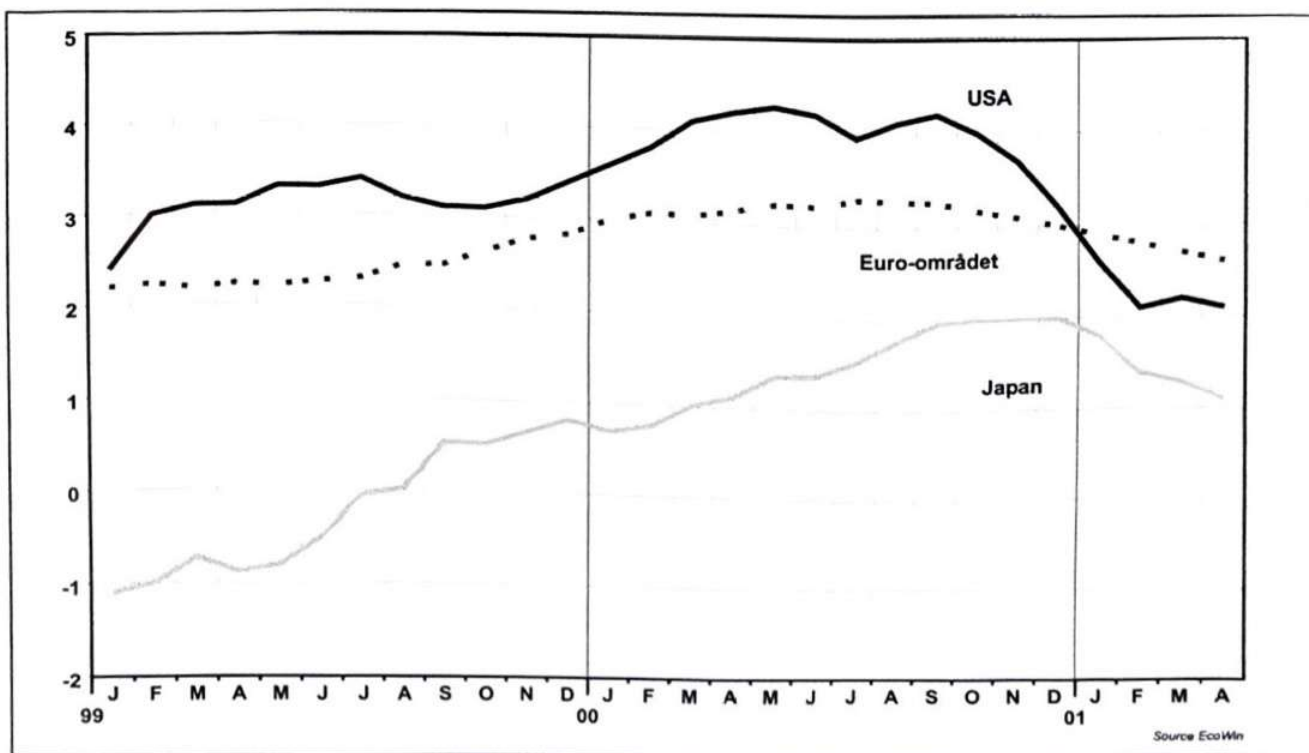
Udsigterne til stigende ledighed og faldet i forbrugertilliden samt ikke mindst de store ubalancer i økonomien (overkapacitet, opsparringsunderskud og betalingsbalanceunderskud), er det mest sandsynligt, at væksten

svækkes betydeligt i de kommende kvartaler, og der er en ret høj sandsynlighed for en egentlig recession. En recession i USA udgør den største risiko for markant ringere vækstudsigter i alle dele af verden.

Den aktuelle udvikling forklares bedst som en overinvesteringskrise for den såkaldt »ny økonomi«. Det drejer sig om en dynamisk vekselvirkning mellem store produktivitetsgevinster, som øgede forventningen til det langsigtede vækstopotientiale og indtjening i virksomhederne, øgede investeringernes andel i forhold til BNP og øgede det privat forbrug sfa. stigende aktiekurser, huspriser, formue, beskæftigelse og forbrugskvote og ikke mindst begrænsede inflationen, så der kunne føres en lempelig kredit- og pengepolitik.

Denne selvforstærkende proces, kørte indtil øget konkurrence, stigende oliepriser, stigende inflation og strammere penge- og kreditforhold samt lavere forbrugsvækst pressede virksomhedernes ind i en indtjeningsrecession.

Der er fortsat relative pæne udsigter for økonomisk vækst i Danmark i 2001 og 2002 på omkring 2 pct. Men udsigterne er i overhængende fare for at blive nedjusteret i løbet af 2001 i takt med den globale afmatning. I den sammenhæng er det særligt foruroligende, at især tysk, britisk og svensk økonomi rammes relativt hårdt af opbremsningen i USA. De seneste svage indikatorer for det private forbrug peger også på en øget risiko for decideret lavvækst i 2001 med stigende ledighed til



Anm: Rullende 12-måneders gennemsnit af skøn for år 2000 og 2001. Grafen viser udviklingen i forventningerne til væksten i de tre økonomiske områder på 6 måneders sigt.

Figur 1. Udviklingen i konsensus-forventninger til væksten i USA, Japan og Euroområdet.

følge. På den positive side er kronen meget stabil over for euroen og inflationen er af-
dæmpet betydeligt i takt med, at stignings-
takten i oliepriserne er faldet. Dertil kommer
solide overskud på de offentlige finanser og
betalingsbalancen, som giver et vist finans-
politisk råderum.

I lyset af ændringerne i verdensøkonomien
vil regeringen formentlig overveje at lempe
stramhedsgraden af finanspolitikken yderli-
gere. Der er ikke noget som stigende ledig-
hed, som kan overbevise politikere om nød-
vendigheden af finanspolitiske lempelser –
især når der er et solidt overskud på de of-
fentlige finanser og især i et potentielt valgår.

2. Den internationale konjunktursituation

Som indledningen dramatisk udtrykte, er der
sket store ændringer i det internationale kon-
junkturbillede siden efterårets kronik.

Den negative udvikling i vækstforventnin-
gerne illustreres i figur 1, som viser udviklin-
gen i de vejede gennemsnit af vækstskøn for
henholdsvis indeværende og næste år. Gen-
nemsnittene er konstrueret sådan, at de af-
spejler forventningerne til væksten på 6
måneders sigt.

Vækstforventningerne til den amerikanske
økonomi er styrtdykket fra 4 pct. til 2 pct. si-
den september sidste år, mens udsigterne for

	2000		2001		2002
	<i>Real vækst (Pct.)</i>	<i>Ændringer (Pct.point)</i>	<i>Real vækst (Pct.)</i>	<i>Ændringer (Pct.point)</i>	<i>Real vækst (Pct.)</i>
Verden	3,9	-0,1	2,3	-1,1	3,1
USA	5,0	-0,2	1,7	-1,9	3,1
Japan	1,7	-0,3	0,9	-1,1	1,6
Asien eks. Japan	2,5	0,0	1,6	-0,5	2,0
Euro-området	3,3	-0,1	2,6	-0,5	2,8
Tyskland	3,0	-0,1	2,1	-0,9	2,6
Frankrig	3,2	-0,2	2,8	-0,5	2,9
Italien	2,9	0,0	2,4	-0,4	2,7
Storbritannien	3,0	0,0	2,4	-0,3	2,7
Sverige	3,6	-0,6	2,7	-0,9	2,9
Norge	1,8	-0,3	1,4	-0,4	2,0
Danmark	2,9	0,6	2,1	-0,2	2,4

Anm.: Udviklingen i de månedlige konsensus-forventninger på baggrund af Consensus Forecast Inc.s panel af progno-
seproducenter. Tallene i parentes er ændringer i forventningerne i ft. oktober 2000.

Kilde: Consensus Forecast Inc., oktober 2000 og april 2001.

Tabel 1. Forventninger til global økonomisk vækst i 2000, 2001 og 2002.

Japan er forværret fra 2 til 1 pct. på fire måneder. Forventningerne til euro-området er også svækket, men langt fra så meget.

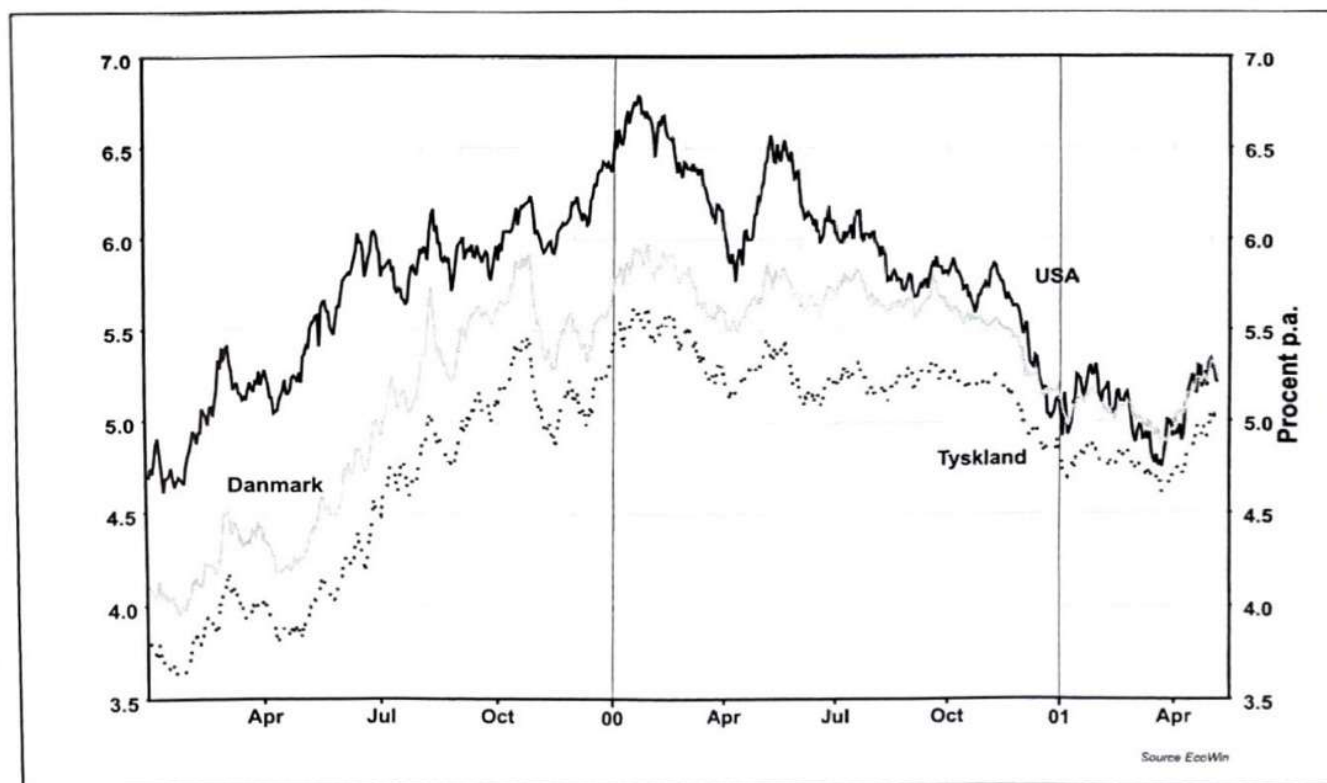
Dramatikken fremgår også af tabel 1, som viser konsensusforventninger til væksten i forskellige økonomier og regioner i 2000, 2001 og 2002 fra april i år sammenlignet med forventningerne i oktober sidste år.

USA ventes nu kun at vokse med 1,7 pct. i 2001 mod 3,6 pct. dvs. en overraskelse på næsten 2 pct.point på kort tid. For Japan er udsigterne nedjusteret til 0,9 pct. fra 2 pct. i oktober. Forventningen til væksten euro-om-

rådet for 2001 er nu på 2,6 pct. mod 3,1 pct. i oktober. Den vigtigste økonomi i euro-området – Tyskland – er imidlertid i dårligere form end fx Frankrig.

For verden som helhed ventes væksten i 2001 nu at blive 2,3 pct., hvilket er noget under noget under gennemsnittet og betydeligt under de 3,9 pct. i 2000. Det er en markant nedjustering på 1,1 pct.point i forhold til oktober sidste år.

Den forøgede frygt for en global recession kan også genfindes i udviklingen i de lange renter, se figur 2. De lange renter i USA,



Figur 2. Lange renter i USA, Tyskland og Danmark.

Tyskland og Danmark har været på en nedadgående trend siden starten af 2000, hvor inflationsfrygten i forbindelse med global overophedning og stigende oliepriser var på sit højeste. Fra november sidste år til midten af marts i år er renteniveauet imidlertid faldet yderligere til ca. 5 pct. i USA.

Efter 4 rentesænkninger på ialt 200 bp i USA og lempelser i en række andre økonomier – med undtagelse Euro-området – har investorerne fået noget af troen tilbage på, at USA og verden ikke kommer i recession. Det ses tydeligt af, at de lange renter er begyndt at stige igen, hvilket indebærer en markant stejlere rentekurve – forskellen mellem den lange og den korte rente.

Hvad er den bagvedliggende årsag til opbremsningen i USA og Japan, og hvad er de sandsynlige konsekvenser for verdensøkonomien?

Som udgangspunkt er det værd at huske, at USA's økonomi udgør mellem 1/4 og 1/3 af produktionen i verden (afhængig af om BNP opgøres ved købekraftspariteter eller almindelige valutakurser). Japan udgør mellem 8 og 15 pct. En opbremsning af væksten i disse to vægtige økonomier – især i USA – kan ikke undgå at give rystelser i de øvrige regioner via samhandel, investeringsindkomster og faldende tillid i erhverv og husholdninger.

Kendetegnene ved opbremsningen i USA er en kraftig lageropbygning, forringet ordresituation og faldende produktion i fremstillingserhvervene, nedjusteringer af forventningerne til virksomhedernes indtjening i mange sektorer, annonceringer af omfattende fyringer og tilbageholdelse af investeringer. Krisen har foreløbig været rimeligt begrænset til fremstillingssektoren – mere specifikt IT-sektoren – samt detailhandlen.

USA er ikke recession i øjeblikket, idet en tommelfingerregel beskriver recession som 2

sammenhængende kvartaler med negativ vækst. En mere akademisk definition af recession kræver, at den skal have en vis varighed, dybde og ikke mindst bredde. Typisk drejer det sig om, at det private forbrug skal falde og/eller at tilbageslaget skal ramme flere sektorer herunder den beskæftigelsestunge servicesektor.

Den aktuelle udvikling i USA forklares bedst som en overinvesteringskrise. Det er den første egentlige test for den såkaldt »ny økonomi«. Den fænomenale vækst i 1990'erne handler om en dynamisk vekselvirkning mellem store produktivitetsevinster, som øgede forventningen til det langsigtede vækstpotentiale og indtjening i virksomhederne, øgede investeringernes andel i forhold til BNP og øgede det privat forbrug sfa. stigende aktiekurser, huspriser, formue, beskæftigelse og forbrugskvote og ikke mindst begrænsede inflationen, så der kunne føres en lempelig kredit- og pengepolitik.

Investeringers værdi som andel af BNP steg fra ca. 10 til 14 pct. fra slutningen af 1991 til 2000 og kapitalapparatet er vokset meget kraftigt i perioden. Sidste akt i overinvesteringshistorien startede i slutningen af 1999, hvor pengepolitikken blev særlig lempelig op til årtusindskiftet. Det skyldtes, at centralbanken blandt andet i USA pumpede likviditet ud i samfundet af frygt for, at forbrugere og virksomheder skulle miste tilliden til banksystemet, hvis der opstod systemnedbrud. Disse ledige penge fandt blandt andet vej til aktiemarkedet og især til IT-aktier, som bekendt steg ekstremt kraftigt i perioden (IT-boblen). IT-aktier er synonym med »den ny økonomi« og aktiemarkedets positive udvikling bekræftede endnu engang forestillingen om, at den langsigtede vækstrate nærmede sig 3-4 pct. om året i stedet for 2-2½ pct.

Virksomhederne fik, som følge af den lempelige pengepolitik og stigningen i deres aktiekurser, nem adgang til billig finansiering af

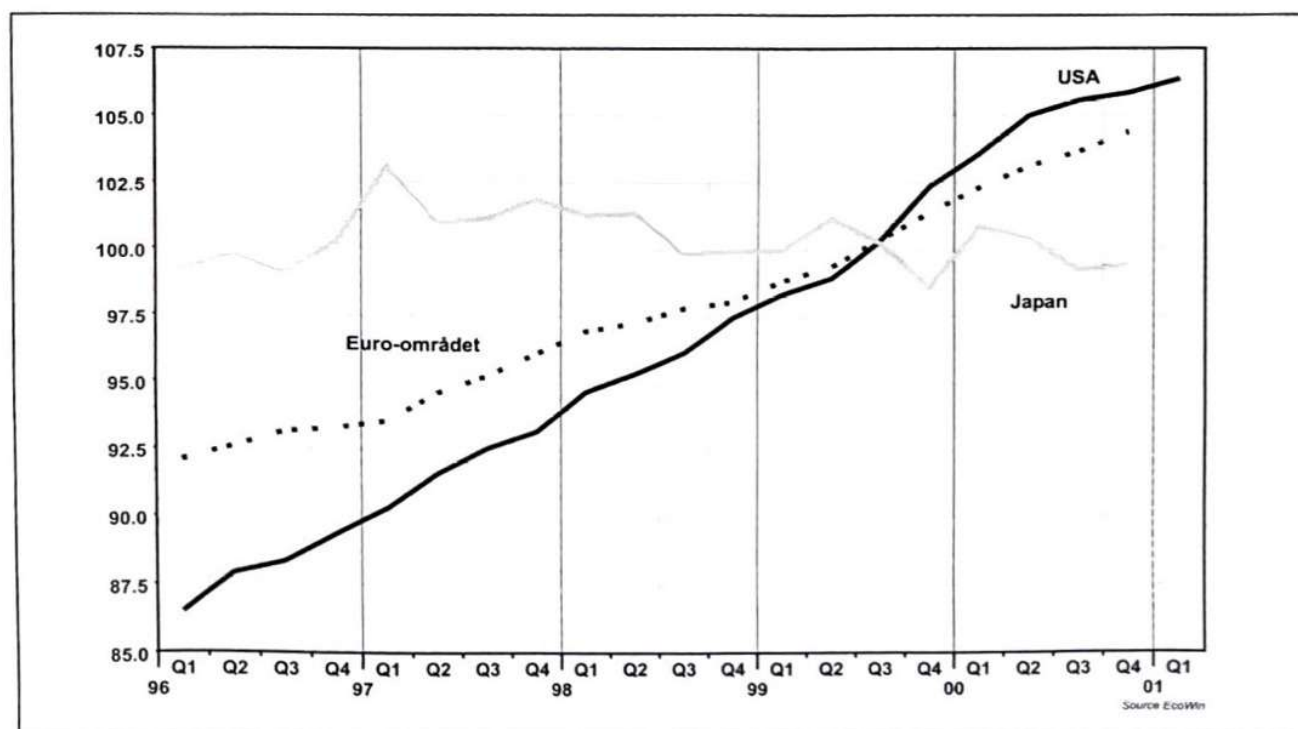
nye optimistiske investeringer. Med optimistiske forventninger til fortsat høj efterspørgsel, var det forventede afkast af investeringerne fortsat god.

Denne selvforstærkende proces, kørte indtil øget konkurrence, stigende oliepriser, stigende inflation og strammere penge- og kreditforhold samt lavere forbrugsvækst pressede virksomhedernes ind i en indtjeningsrecession.

Da processen stoppede i sidste halvdel af 2000, var der skabt tre alvorlige ubalancer i økonomien: en betydelig overkapacitet i produktionen, et betydeligt opsparingsunderskud i den private sektor og – spejlbilledet heraf – et markant betalingsbalanceunderskud. Retablering af sådanne balancer tager traditionelt tid. Det er derfor vanskeligt at forestille sig en hurtig genopretning af væksten.

Udviklingen i produktiviteten spiller en afgørende rolle for udviklingen i den amerikanske økonomi fremover. Hvis produktiviteten aftager meget markant som følge af opbremsningen i væksten, må det konkluderes, at stigningen i produktiviteten var midlertidig fremfor permanent og tesen om »den ny økonomi« i USA svækkes. Det ville være en stor negativ overraskelse og få alvorlige negative konsekvenser for både aktie-, valuta- og obligationsmarkederne.

Arbejdskraftproduktiviteten er faktisk aftaget til 3,3 pct. år-til-år i 4. kvartal fra 5,7 pct. i 2. kvartal. Men det er stadig meget højt i forhold til BNP-vækst på 3,4 pct. i samme kvartal. Tallene for 1. kvartal foreligger ikke endnu, men ventes at ligge omkring 3 pct.



Figur 3. Økonomisk vækst i USA, Japan og Euro-området.

Staten har heldigvis igennem flere år opbygget et betydeligt overskud på de offentlige finanser, som nu kan anvendes til lempelser af finanspolitikken. Bush-regeringen har fremlagt planer for skattelettelser til diskussion i det politiske system. Men lettelserne får tidligst effekt i slutningen af 2001, hvorimod virksomhederne oplever svigtende ordrer, lageropbygning og lav produktion her og nu.

Et andet økonomisk politisk problem ved denne type af krise er, at overinvesteringskrisen formentlig ikke kan overvindes med rentesænkninger. Virksomhederne begrænser forbrug og investeringer, så længe der er overkapacitet og afkastet af investeringerne er lavt pga. øget konkurrence.

De fire aggressive lempelser af pengepolitikken på ialt 200 bp i USA siden 3. januar 2001 kan således højst stabilisere tilliden i erhvervene, husholdningerne og på aktiemarkedet, men ikke fjerne overkapaciteten.

Spørgsmål er, hvorvidt krisen i industrien vil påvirke forbrugerne og sprede sig til servicesektoren, hvor knap 80 pct. af de beskæftigede arbejder.

De seneste BNP-tal for 1. kvartal var overraskende stærke med 2 pct. vækst annualiseret i forhold til 4. kvartal 2000. Den kritiske faktor, det private forbrug som udgør 70 pct. af BNP, bidrog med 2 pct.point til væksten, mens de faste bruttoinvesteringer samlet set bidrog neutralt til væksten. Udenrigshandlen og det offentlige forbrug bidrog begge positivt til væksten. Lagerinvesteringerne trak – isoleret set – væksten ned med 2½ pct.point.

BNP-tallene giver anledning til tre hovedkonklusioner: foreløbig er der tale om en kraftig lagerkorrektions i industrien og detailhandlen skabt af faldende efterspørgsel. Ændringen i lagrene i 1. kvartal var imidlertid meget mindre end opbygningen i de forudgående kvartaler, hvilket betyder, at lagerkor-

rektionen og svagheden i produktionen langt fra er overstået. Samtidig er de faste bruttoinvesteringer samlet set kun stagneret, men endnu ikke faldet, hvilket tyder på fald fremover givet overinvesteringen. Til sidst er stigningstakten i det private forbrug mindsket noget, men forbruget udvides stadig markant (3 pct. i faste priser). I forhold til de meget negative løbende indikatorer, er det mest sandsynligt, at forbruget stagnerer i de kommende kvartaler.

Et nærmere kig på disse løbende indikatorer for det private forbrug understøtter risikoen for yderligere svækkelse af forbruget. Forbrugertilliden er faldet markant og den anden vigtige indikator for forbruget, ledigheden, er utvetydigt på vej op. De ugentlige ansøgninger om understøttelse er steget meget mærkbart og de arbejdssøgende siger, at det er blevet vanskeligere at finde ledige jobs. Det stemmer godt overens med de annoncerede fyringer i en lang række højteknologiske virksomheder.

Effekten af markant øget ledighed eller bare en forøget sandsynlighed for at blive ledig, er, at forbrugerne bliver mere forsigtige med at forbruge og ønsker at spare mere op. Det ønske bliver forstærket, af at opsparingskvoten er nedbragt meget markant igennem opsvinget og nu er negativ.

En opbremsning i forbruget vil starte en negativ vekselvirkning mellem produktion, beskæftigelse og forbrug, og heri ligger potentialet for en egentlig recession i den amerikanske økonomi.

Servicesektoren, hvor 4 ud af hver 5 jobs findes, er ifølge det seneste nationalregnskab allerede blevet ramt af en lagerkorrektions (detailhandlen) sfa. en kraftig reduceret vækst i efterspørgslen. De seneste tal for erhvervstilliden i sektoren er nedslående, idet de peger på, at også servicesektoren er kommet ind i en kontraktionsfase i 2. kvartal. Servicesek-

toren synes dog foreløbig noget stærkere end fremstillingserhverv.

Det er endnu tvivlsomt om opbremsningen udvikler sig til en egentlig recession. I øjeblikket viser indikatorer fra det finansielle marked – den stærke dollar, den positive udvikling på aktiemarkederne og en markant stejlere rentekurve (forskellen mellem lange og korte renter) – at der pt. er udbredt tillid til, at den amerikanske økonomi ikke kommer i recession.

Men tilliden afhænger kritisk af, at centralbanken og Bush-regeringen redder økonomien med henholdsvis lempelser af pengepolitikken og skattelettelser. Givet de svage løbende indikatorer og ikke mindst de store ubalancer i økonomien (overkapacitet, opsparingsunderskud og betalingsbalanceunderskud), er det mest sandsynligt, at væksten svækkes betydeligt i de kommende kvartaler med en ret høj sandsynlighed for en egentlig recession.

I **Japan** er adskillige regerings forsøg på at løbe den private del af økonomien i gang med offentlige midler tilsyneladende igen slået fejl. Erhvervstilliden og produktionen er igen faldende, ledigheden er relativt høj, forbrugertilliden er svækket og forbruget er i bedste fald uændret og der er ikke mindst fortsat destruktiv deflation.

Den grundlæggende forklaring på de kroniske vækstproblemer i Japan er især de fastlåste økonomiske og politiske strukturer, særligt en delvis insolvent og dårligt fungerende finansiell sektor og en meget høj gældskvote, som begrænser de økonomisk politiske muligheder. I den aktuelle situation spiller det også en stor rolle, at den store eksport af teknologi til USA er særdeles hårdt ramt.

På den økonomisk politiske front er centralbanken vendt tilbage til en ekspansiv nul-rentepolitik med det formål at øge inflationen, få

realrenten ned og svække yennen over for USD. Der ventes også en yderligere finanspolitiske lempelse på ½ pct. af BNP.

Det går ekstremt langsomt med at reformere økonomien, og selvom det regeringspartiet LDP har kørt en ny reformvenlig kandidat i stilling til valget i juli, er det langt fra sikkert, at der vil ske tilstrækkelige ændringer. Processen tager tid og vil formentlig indebære flere år med mange konkurser, meget lav vækst og store økonomiske og menneskelige omkostninger.

Konsekvensen af det japanske morads, er at den ene motor i verdensøkonomien igen er særdeles svækket, hvilket mindsker væksten i verdenshandlen, samt at yennen svækkes over for USD. Det betyder, at Japan endnu engang eksporterer sine problemer til sine konkurrenter. Det er den værst tænkelige kombination for de stærkt eksportafhængige lande som fx Sydkorea og Taiwan, som sælger en stor del af deres produktion til Japan og USA i konkurrence med japanerne.

Svækkelsen af den japanske økonomi kan potentielt set starte en mindre udgave af Asien-krisen fra 1997. Mønstrer med et afbrudt japansk opsving så man sidst i 1997, hvor regeringen trak tæppet væk under økonomien ved at indføre øgede afgifter, selvom økonomien var svag. Det var en medvirkende årsag til Asien-krisen og den efterfølgende finansielle uro, som kulminerede i efteråret 1998 med devalueringen af den russiske rubel og misligholdelse af lån.

Der er selvfølgelig markante forskelle i forhold til 1997, hvoraf de vigtigste har modsatrettet betydning for risikoen for en verdensomspændende finansiell krise. På den ene side er der ikke mange valutaer tilbage med fast vekselsforhold over for USD tilbage i Asien, økonomierne er ikke overophedede som i 1997 og der er solide betalingsbalanceoverskud i de fleste asiatiske lande. På den anden

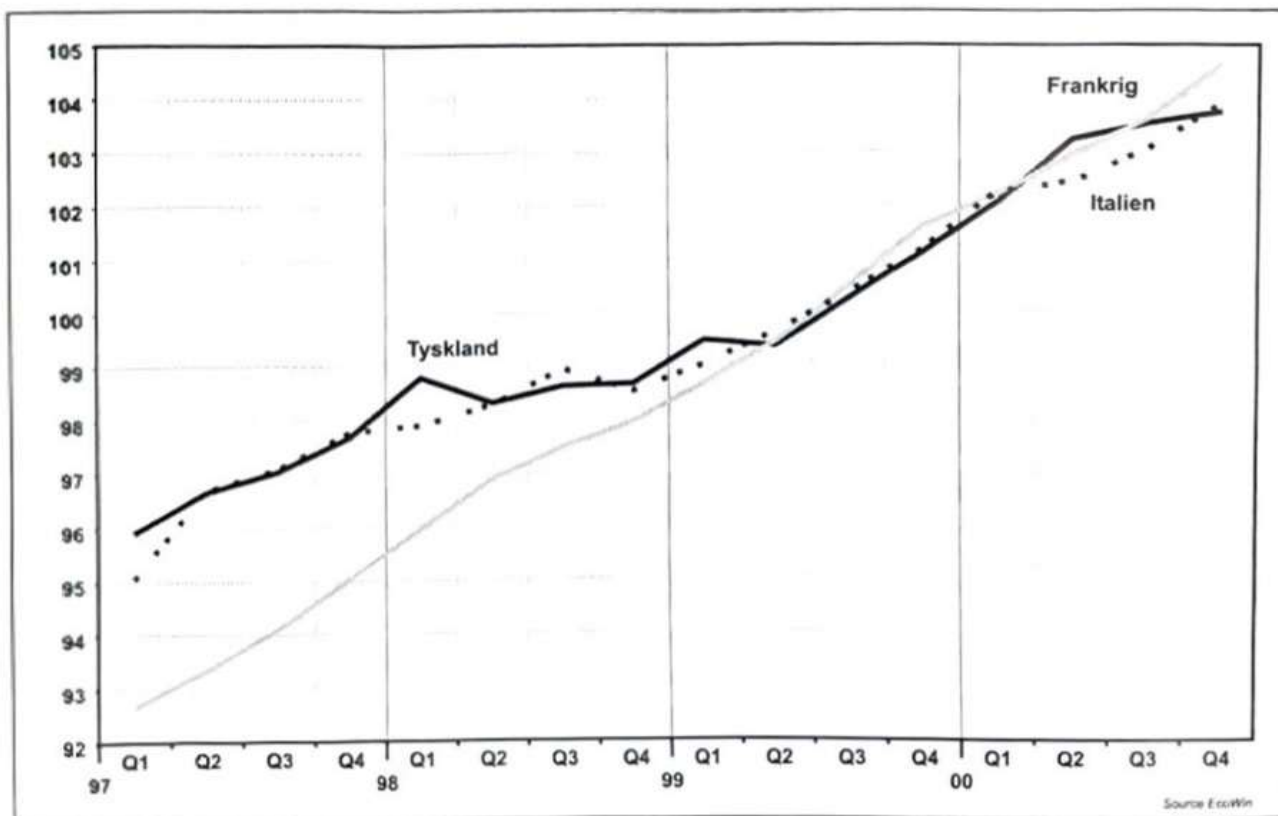
side er der ikke længere høj vækst i USA til at trække verdensøkonomien op og i euro-området viser man kun meget begrænset vilje til at give støtte til verdensøkonomien ved at lempe penge- og finanspolitikken. På den baggrund er der risiko for en ny runde af krise og finansiell uro i Asien.

Euro-området er den vækstmotor, som relativt set kører bedst i øjeblikket, men dog ikke uden problemer. Udover de negative effekter af stigende oliepriser og en strammere pengepolitik, oplever euro-området nu også en svækkelse af efterspørgslen på verdensmarkedet.

Der er tegn på en afdæmpning af væksttempoet især i Tyskland. Det ses ret tydeligt i den negative tendens i de seneste indikatorer for

erhvervstilliden, forbrugertilliden og delvis i industriproduktionen. Det er særligt skuffende, at væksten nu er så svag, at faldet i ledigheden er standset i de største lande med undtagelse af Frankrig. Det svækker dynamikken i euro-områdets økonomi betydeligt og truer med at bremse opsvinget.

Der er markante forskelle i udviklingen i den økonomiske aktivitet i Euro-områdets største lande, især Tyskland og Frankrig, se figur 4. Aktiviteten har holdt sig på en stigende trend i Frankrig, mens den er bøjet af i Tyskland i 3. og 4. kvartal. Væksten har holdt sig tydeligvis selvbærende i Frankrig, mens den tyske økonomi er noget svagere. De seneste tal for ledigheden bekræfter forskellen, idet faldet i den tyske ledighed er standset, mens den franske ledighed fortsætter med at falde.



Figur 4. Økonomisk vækst i Tyskland, Frankrig og Italien.

Forskellen skyldes formentlig Tysklands større industriandel, større eksportandel til USA, problemerne i indenfor byggeriet og et mindre fleksibelt tysk arbejdsmarked.

Euro-området er trods alt i bedre form end USA, idet der euro-området hverken har overinvesteret eller grundlæggende ubalancer. Til gengæld er euro-området betydelig mindre fleksibelt end USA. Det skyldes især stivheder på arbejdsmarkedet og varemarkederne samt en markant højere beskatning af arbejdsindkomst.

Den europæiske centralbank ECB, som har ansvaret for pengepolitikken i euro-området, har trodset opfordringer fra internationale organisationer, økonomer og aktiestrateger om at lempe pengepolitikken. ECBs begrundelsen er, at der er en klar inflationsmålsætning, som siger maksimalt 2 pct. kerneinflation på mellemfristet sigt. Inflationen er endnu for høj omkring 2,5 pct. sfa. stærk vækst i 2000 og de fortsat ret høje oliepriser og hvad værre er: kerneinflationen ligger lidt over 2 pct. Samtidig mener ECB ikke, at der er udsigt til markant lavere vækst og inflation i 2001-2002 sfa. opbremsningen i USA og Japan.

Når ECB står så stejlt i denne situation, skyldes det også, at ECB er en ny institution, som er i gang med at opbygge sin troværdighed. Jo mere selvstændig ECB's politik er, jo mere uafhængig vil ECB fremstå og jo større troværdighed og effekt vil pengepolitikken have på markederne.

En anden årsag til ECB's tilbageholdenhed er, at euroen ikke er styrket ret meget overfor dollaren trods opbremsningen i USA. Argumentet synes at være, at det vil svække euroen yderligere, hvis rentestøtten til euroen nedsættes. Det forudsætter imidlertid, at euro-dollar primært bestemmes af forskellen i realrenterne mellem USA og Euro-området på kort sigt. Erfaringen fra de seneste års udvikling på valutamarkederne er, at kurserne

bestemmes af internationale porteføljeinvesteringer, som igen søger derhen, hvor den langsigtede vækstrate og dermed det reale afkast af investeringerne er højest.

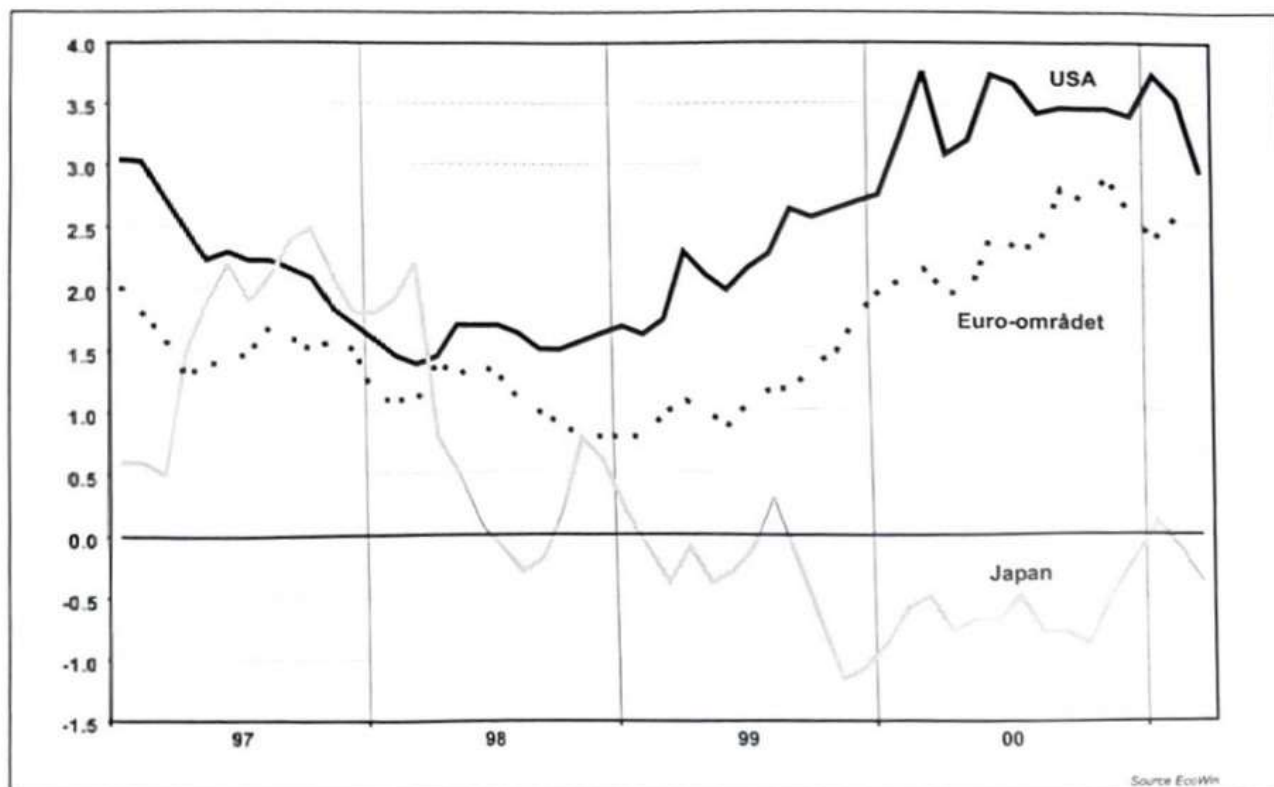
Det vil derfor formentlig ikke skade euroens kurs over for US-dollar, hvis ECB sænker renten og stimulerer væksten. For at euroen kan styrkes vedvarende over for US-dollar kræver det formentlig en højere langsigtet vækstrate end de nuværende 2-2½ i euro-området.

På trods af den meget kraftige nedjustering af vækstforventningerne i USA og et meget stort amerikansk betalingsbalanceunderskud, har US-dollar klaret sig forbavsende godt over for de øvrige store valutaer.

Det skyldes blandt andet, at verdens investorer tror på højere vækst i USA end i Euroland allerede i 2002 og at US-dollar opfattes som en mere sikker investering i tider med finansiell uro. Dertil kommer, at tilliden til den Europæiske Centralbank – ECB – endnu er noget mindre end til den amerikanske centralbank. Dollarens relative styrke er – udover et svaghedstegn for euro og yen – også en tilidserklæring til den amerikanske økonomi og de bedre langsigtede vækstmuligheder i USA end i euro-området..

Valutakursmodeller peger fortsat på, at US-dollar er overvurderet i forhold til euroen givet udsigterne for de fundamentale forhold såsom vækst, inflation, rente og betalingsbalanceunderskud. Der er fortsat en overvejende risiko for, at dollaren pludselig falder i værdi over for euroen. Hvis den amerikanske økonomi faktisk kommer i recession, er det næsten uundgåeligt, at US-dollar svækkes kraftigt overfor euroen og yen.

Den fortsat ret svage euro kombineret med kraftigt stigende oliepriser (som handles i dyre dollar) har løftet inflationen i Euro-området væsentligt op over ECB's målsætning på



Figur 5. Forbrugerpriser USA, Japan og Euro-området.

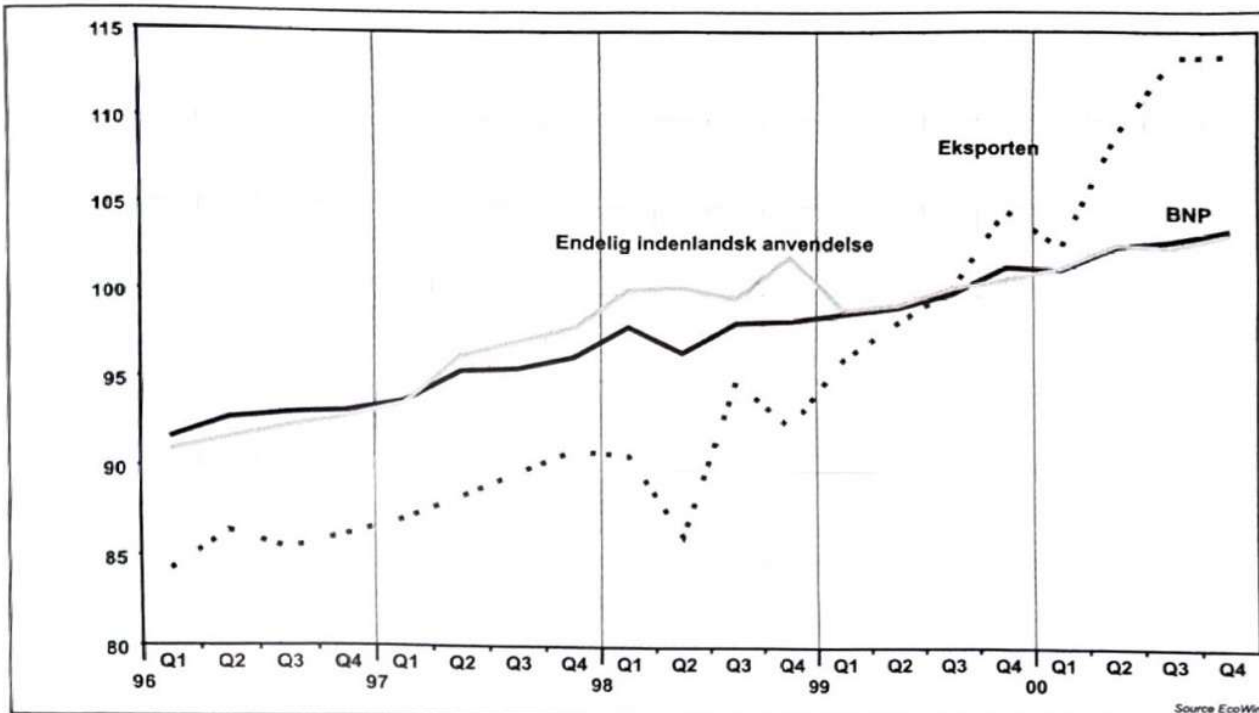
maksimalt 2 pct. på mellemlang sigt, se figur 5. Kerneinflationen (forbrugerpriserne ekskl. energipriser) er ligeledes stigende og ligger pt. på 2,2 pct. år-til-år. Givet den ventede svagere vækst og en mindre apreciering af euroen, ventes inflationen at nærme sig de 2 pct. i løbet af sommeren. Euro-området, Danmark og resten af verden skal ikke have forventninger til rentesænkninger fra ECB's side før inflationen dæmpes yderligere.

3. Konjunktursituationen i Danmark

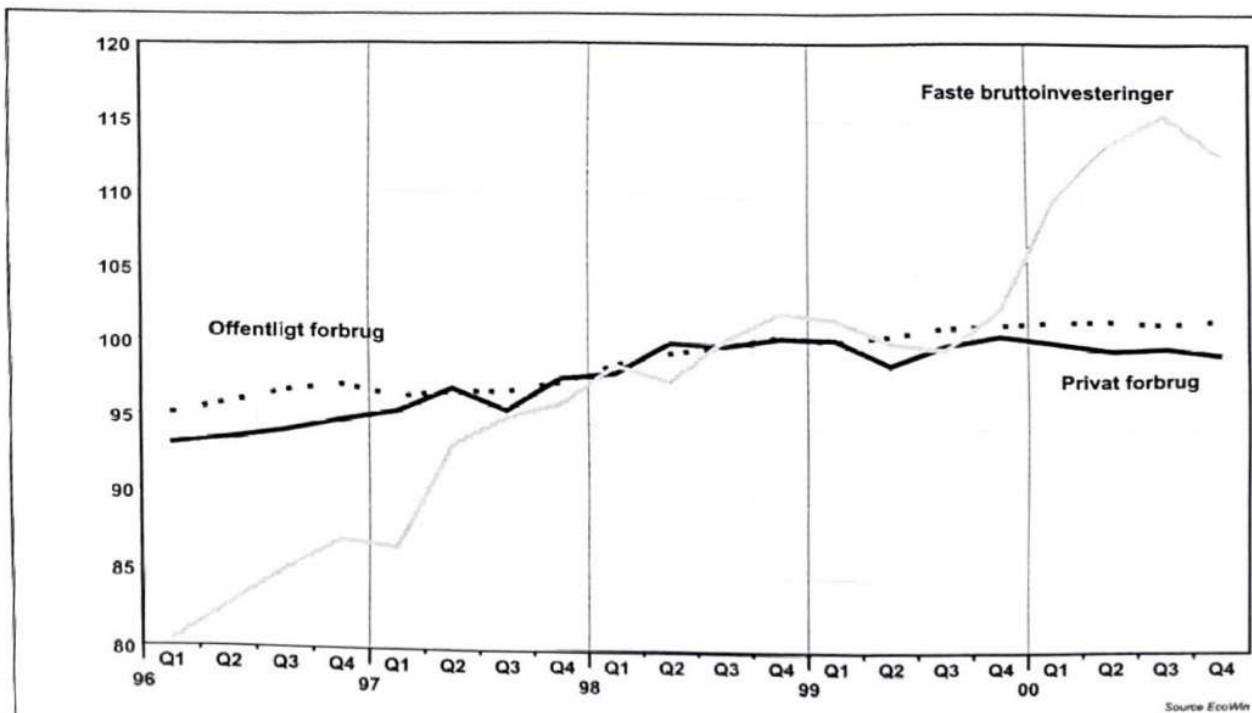
Konjunktursituationen i Danmark er relativt god, men forværret en smule siden efterårets kronik primært som følge af en fortsat svag udvikling i det private forbrug og ringere eksportudsigter pga. afdæmpningen i den globale aktivitet. Stramningen af den økonomisk politik i 1998 (Pinsepakken) var et nødvendigt modtræk mod en overophedet økonomi.

Økonomien har nu fået et tiltrængt pusterum: den underliggende løn- og prisudvikling er dæmpet, opsparingen er forbedret og der er opbygget et solidt overskud på betalingsbalancen. Men i lyset af de kraftigt forringede udsigter for eksporten, som drev den økonomiske vækst alene i 1999 og delvis i 2000, er det nu en fordel, at finansloven for 2001 blev utilsigtet slap i forhold til regeringens udspil. En finanseffekt på ca. ½ pct. af BNP sfa. en markant stigning i det offentlige forbrug vil kompensere for bortfaldet af eksport- og forbrugsvækst.

På den positive side er inflationen afdæmpet markant og de to vigtige balancer – budgetsaldoen og betalingsbalancen – er særdeles stærke. Der er således plads til en yderligere mindre finanspolitisk lempelse, hvis det skulle vise sig nødvendigt af hensyn til væksten.



Figur 6. BNP, eksporten og endelig indenlandsk anvendelse i Danmark.



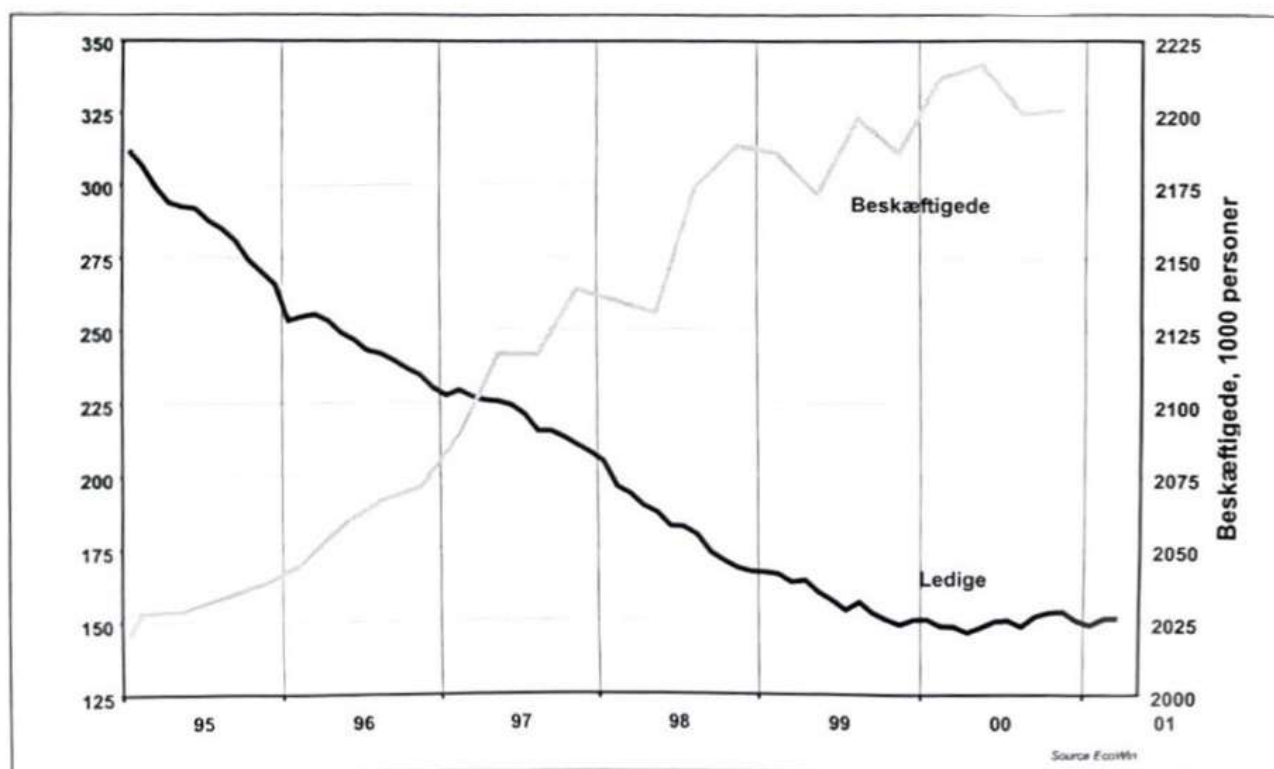
Figur 7. Endelig indenlandsk anvendelse fordelt på komponenter.

Nationalregnskabet for 3. og 4. kvartal 2000 viste en kraftig stigning i bruttoinvesteringerne, fortsat stigende eksport, stigende lagerinvesteringer men et fald i det private forbrug. Stigningen i investeringerne skyldes imidlertid overvejende genopbygningen af huse og produktionsanlæg efter den ødelæggende storm i december 1999, se figur 6 og 7. Kilderne til vækst i 2000 var derfor delvist ekstraordinær samt trukket af eksporten. Fremover er vækstudsigterne således ret følsomme overfor opbremsningen i den globale vækst.

Stagnationen i det private forbrug har nu været siden starten af 1999 og den svage udvikling i de seneste indikatorer såsom forbrugertillid, detailomsætning og bilsalg peger ikke på vækst i 2001 trods en god beskæftigelsessituation og fortsat stigning i boligformuen.

Den svage udvikling i forbruget kan især forklares ved en særdeles svag udvikling i husholdningernes reale disponible indkomst i perioden 1999-2001. Væksten i indkomsterne var negativ i 1999, meget svag i 2000 og ventes også svag i 2001. Indkomstudviklingen påvirkes negativt af Pinsepakkens øgede skatter og afgifter (1999 og 2000), det stigende renteniveau igennem 1999 og ikke mindst de kraftigt stigende oliepriser (1999 og 2000). I 2001 er det den lavere vækst i beskæftigelsen og et lavere forventet lønniveau, som begrænser indkomstvæksten.

Der er fortsat stor stabilitet omkring kronen, som nu holdes på ERM-II pariteten over på 7,46038 DKK per EUR. De korte og lange rentespænd er ligeledes stabile på henholdsvis godt 25 basispunkter og knap 50 bp. Pengepolitikken er som bekendt bundet af fast-



Figur 8. Ledighed og beskæftigelse i Danmark.

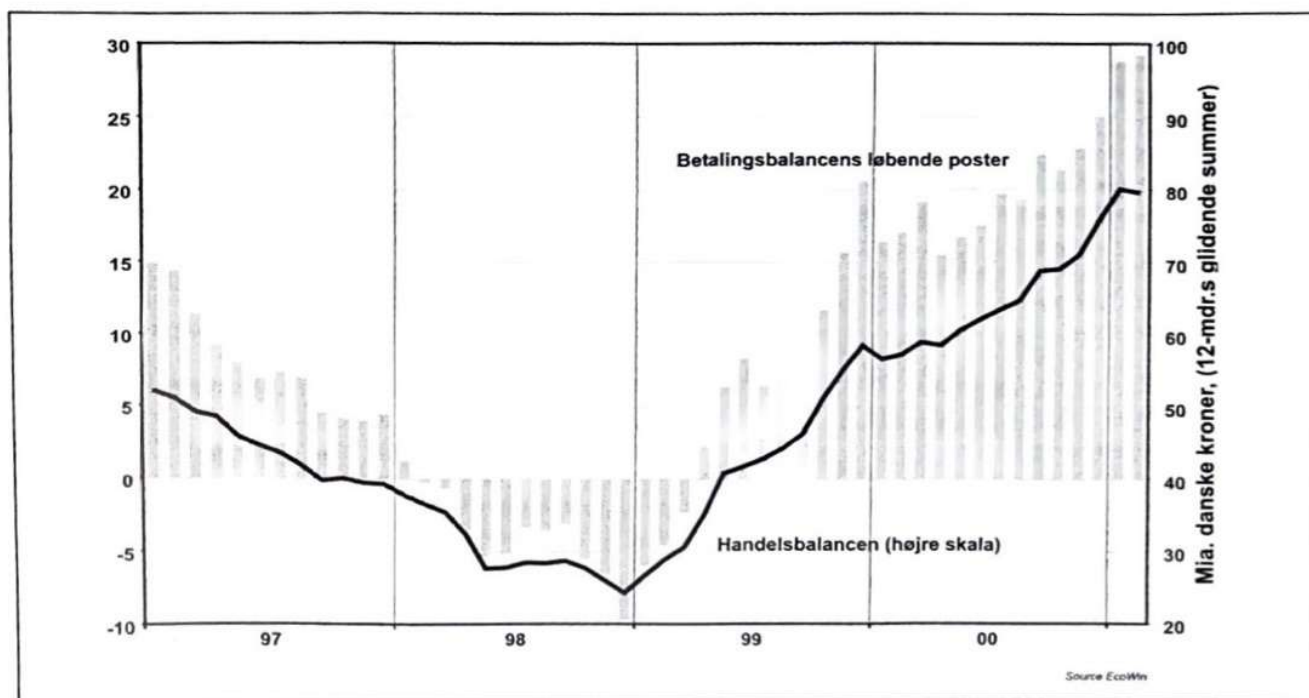
kurspolitikken og ville derfor ikke i nævneværdigt omfang kunne anvendes til at stimulere efterspørgslen, medmindre ECB også sætter renten ned. Det har været nævnt i den økonomiske debat, at Nationalbanken har plads til at sænke de pengepolitiske renter uafhængigt af ECB med 5-10 bp og indsnævre rentespændet fra de nuværende 55 bp. Imod taler, at de realøkonomiske gevinster herved er helt marginale samt risikoen for, at der kunne opstå tvivl om den danske fastkurspolitik.

Den stærke eksportudvikling og høje ekstraordinære investeringer i 2000 har kompenseret for en svag udvikling i det private forbrug, således at ledigheden ikke er steget ret meget. Når beskæftigelsen har udviklet sig så positivt i 2000 trods afdæmpet vækst og stigende ledighed, skyldes det især de gunstige kon-

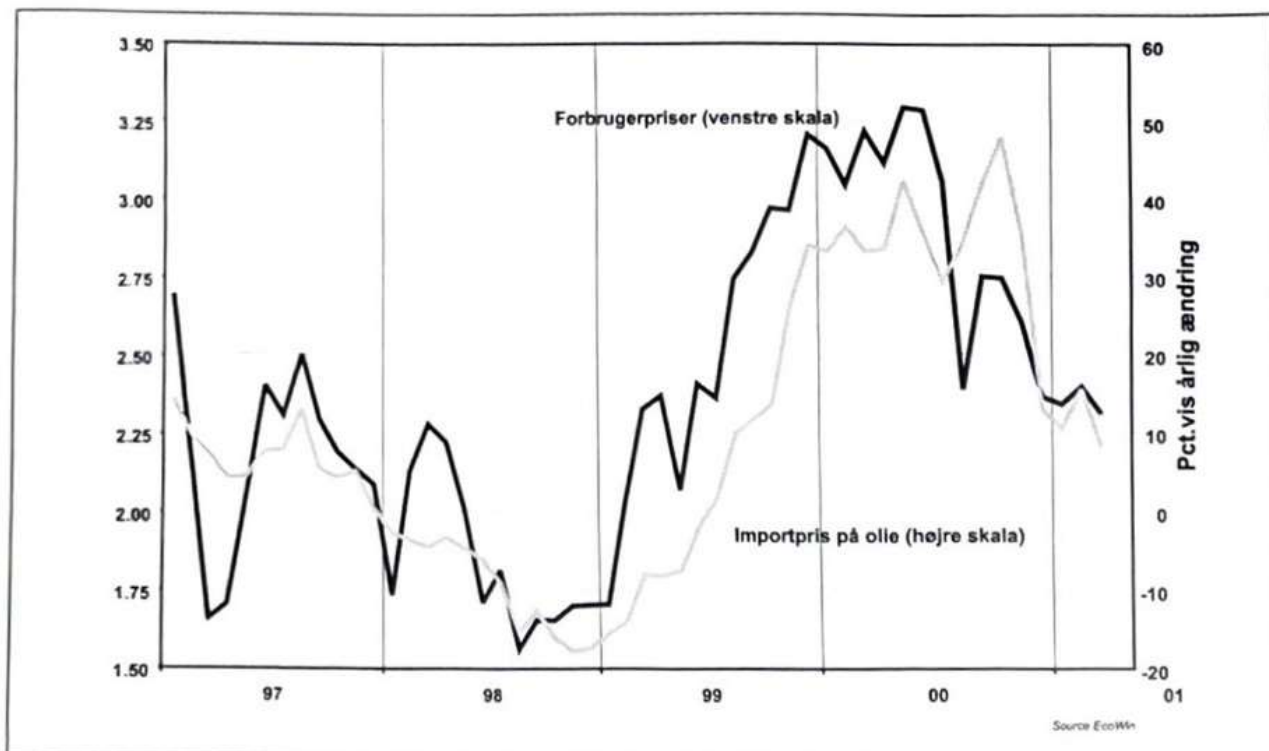
junkturer i byggeriet efter december-stormen i 1999, se figur 8.

På grund af den begrænsede indenlandske efterspørgsel (bortset fra anlægsinvesteringerne) og stærk eksportvækst i 2000, er handels- og betalingsbalancen forbedret markant, se figur 9. Det akkumulerede 12-måneders overskud på betalingsbalancen nærmede sig i februar 2001 30 mia. DKK sammenlignet med et underskud på - 10 mia i slutningen af 1998.

De danske forbrugerpriser steg meget markant op til ca. 3¼ pct. år-til-år indtil midten af 2000 – hovedsagligt drevet af direkte og indirekte effekter af de højere importpriser på olie og svækkelsen af kroner over for USD, se figur 10. Siden er oliepriserne faldet noget og DKK stabiliseret over for USD, og stig-



Figur 9. Handels- og betalingsbalancen i Danmark.



Anm: Serien for forbrugerpriserne er kædet fra og med 1. januar 2001 som følge af omlægning af statistikken.

Figur 10. Forbrugerpriser og importpriser på olie i Danmark.

ningstakten er kommet ned på EU-gennemsnittet på ca. 2¼. Der synes ikke at have været særlig afsmitning på lønstigningstakten, som dog fortsat ligger ret højt i underkanten af 4 pct.

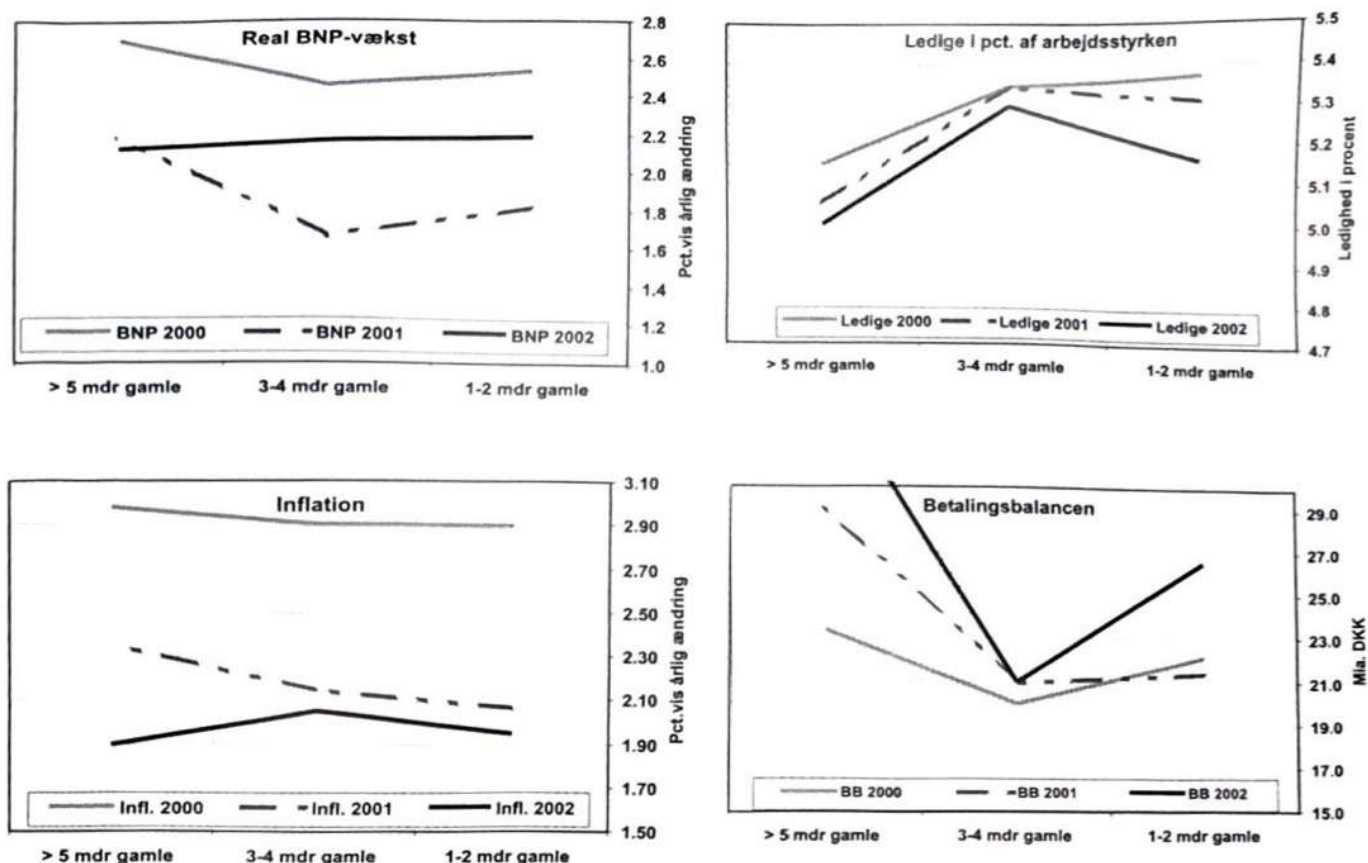
Udsigterne for real BNP-vækst, ledighed, inflation og betalingsbalance for 2001 og 2002 er relativt gode. Ifølge Reuters makroøkonomiske panel, som består af 29 danske og udenlandske prognosemagere, er konsensusforventningerne til BNP-væksten i år og næste år henholdsvis knap 2 og godt 2 pct., se figur 11. Især forventningen til væksten i år er muligvis for høj givet svag indenlandsk efterspørgsel og global afmatning.

I den nuværende situation, hvor økonomien kører tæt på kapacitetsgrænsen, er vækstrater på 2-2¼ pct. – den langsigtede vækstrate – den højeste holdbare tilvæksthastighed økonomien kan have uden at skabe inflations-

pres. Den eneste farbare vej til vedvarende højere vækst fremover er at hæve den langsigtede vækstrate ved at forøge udbuddet af arbejdskraft og øge optaget af produktivt fremmende investeringer i mennesker og teknologi.

Skønnet for ledigheden er opjusteret en smule i løbet af vinteren til lidt over 5 pct., hvilket dog stadig er lavt historisk set.

Udsigterne for betalingsbalancens løbende poster er gode, men mest fordi den indenlandske efterspørgsel er gået i stå og trækker importen ned. Lavere eksporttilvækst i 2001 lægger en dæmper på overskuddet i 2001 til godt 20 mia. DKK. I 2002 ventes overskuddet at stige til 27 mia. på grund af øget eksport. Med vedvarende årlige overskud i denne størrelsesorden, vil gælden til udlandet være væk på ca. 7 år.



Anm: Reuters makroøkonomiske panel, som består af 29 danske og udenlandske prognosemagere, herunder regeringen, Det Økonomiske Råd, de diverse interesseorganisationer og de store banker.

Forventningerne er grupperet kronologisk i intervaller – over 5 måneder, 3-4 måneder og 1-2 måneder. Det giver mulighed for at vurdere udviklingen i prognoserne over tid.

Kilde: Reuters.

Figur 11. Reuters konsensus-skøn for dansk økonomi for 1999, 2000 og 2001.

Inflationsskønnene for 2001 og 2002 er pæne omkring 2 pct. og er nedjusteret lidt siden efterårets kronik. Oliepriserne ligger fortsat højt, men bidrager ikke mere direkte til kraftige prisstigninger. Dollaren bliver formentlig ikke stærkere over for kronen i denne omgang, hvilket også dæmper den importerede inflation.

De relativt pæne udsigter for økonomisk vækst i Danmark i 2001 og 2002 er i fare for at blive nedjusteret i løbet af 2001 i takt med, at verdenshandlen svækkes sfa. global afmatning. I den sammenhæng er det særligt foruroligende, at især tysk, britisk og svensk øko-

nomi rammes relativt hårdt af opbremsningen i USA. De seneste svage indikatorer for det private forbrug peger på en øget risiko for decideret lavvækst i 2001 med stigende ledighed til følge.

Regeringen bliver formentlig nødt til at genoverveje stramhedsgraden af den økonomiske politik for 2001. Der er ikke noget som stigende ledighed, som kan overbevise politikere om nødvendigheden af finanspolitiske lempelser – især når der er et solidt overskud på de offentlige finanser og i et potentielt valgår.