

Økonomisk kronik

1. halvår 2000

Niels Alsing, Økonom, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

1. Sammenfatning

Siden den økonomiske kronik i efteråret 1999 har den globale makroøkonomiske nyhedsstrøm især været præget af: opjustering af forventningerne til den globale vækst, kraftigt stigende oliepriser op til OPEC-mødet i marts, tiltagende inflation, pengepolitiske stramninger i en række lande, euroens fortsatte svækkelse og store udsving på aktiemarkederne.

Det meget omdiskuterede år-2000-problem viste sig derimod ret uproblematisk og har kun haft ubetydelige makroøkonomiske konsekvenser. Der var intet stormløb mod bankernes kontantbeholdninger, ingen overdrevent forsigtige forbrugere og stort set intet produktionstab som følge af computere, som ikke kunne klare overgangen fra 1999 til 2000.

År 2000 ser mere og mere ud til at blive året, hvor den globale vækst topper. Forventningerne til væksten er opjusteret markant siden efterårets kronik til 3,5 pct. fra 2,6 pct. Gennemsnit for 1994-1999 ligger til sammenligning på 2,7 pct. Væksten i 2001 ventes ligeledes at blive stærk – 3,1 pct. – men afdæmpes i forhold til 2000, idet den høje ameri-

kanske vækst sandsynligvis løjer af fra knap 5 pct. til godt 3 pct.

Hovedscenariet for 2000 og 2001 er således fortsat synkroniseret opsving i verdensøkonomien med tendenser til stigende kapacitetsudnyttelse, høje råvarepriser, øget lønpres og derfor moderat tiltagende inflation og behov for pengepolitiske stramninger (primært i 2000).

Væksten er fortsat ret skævt fordelt på verdens hovedregioner: særdeles høj vækst i USA, høj vækst i Euroområdet, men meget moderat vækst i Japan. I resten af Asien er væksten også taget til – især er situationen forbedret i den vigtige kinesiske økonomi.

Den altoverskyggende negative risikofaktor for det fortsatte globale økonomiske opsving er fortsat den amerikanske økonomi. I lyset af de store makroøkonomiske ubalancer (især underskuddet på opsparings- og betalingsbalancen) og overophedningen i den amerikanske økonomi er hovedspørgsmålet fortsat om USA får en blød landing (tilbagevenden til trendmæssig vækst på godt 3 pct.) eller om der bliver tale om en hård landing med lav vækst.

Flere og flere iagttagere ser øget risiko for en hård landing, hvilket i så fald ville få alvorlige negative konsekvenser for verdensøkonomien. Lav amerikansk vækst ville især ramme Asien, som sender store andele af den samlede eksport til USA, mens effekten på Europa vil blive mindre – men dog mærkbar – fordi samhandlen med USA udgør en meget mindre del af Europas end af Asiens produktion.

Udsigterne for den danske økonomi i de kommende år er gode: væksten ventes at tage til fra 1,5 pct. i 1999 til godt 2 pct. i 2000 og 2001. Ledigheden ventes at forblive på et lavt niveau, overskuddet på betalingsbalancens løbende poster ventes at blive styrket yderligere og inflationen ventes at komme ned fra godt 2½ til godt 2 pct. i 2001. Eksporten har været den primære vækstmotor i 1999, hvorimod den indenlandske efterspørgsel – som planlagt – stagnerede oven på Pinsepakken og stigende renter. Eksporten ventes også at trække væksten igennem 2000, men efterhånden vil de øgede eksportindtægter finde vej til yderligere privat for-

brug og investeringer og den indenlandske efterspørgsel vil rette sig.

Afstemningen den 28. september om det danske forbehold over for deltagelsen i den fælles mønt euroen ventes ikke at påvirke de gode kortsigtede udsigter for den danske økonomi i nævneværdig grad.

Deltagelse i euroen vil på længere sigt være en økonomisk fordel for Danmark. Valutakursrisikoen ved danske kroner forsvinder, rentespændet til Tyskland bliver lavere, Danmark vil tiltrække flere investeringer og likviditeten på det danske obligations- og aktiemarked bliver formentlig større.

2. Den internationale konjunktursituation

Den aktuelle globale konjunktursituation er præget af overraskende stærk vækst. For 2000 er væksten opjusteret meget markant til 3,5 pct. fra 2,6 pct. i efteråret. Væksten i 2001 ventes at blive afdæmpet en smule til 3,1 pct., hvilket dog stadig er højt historisk set.

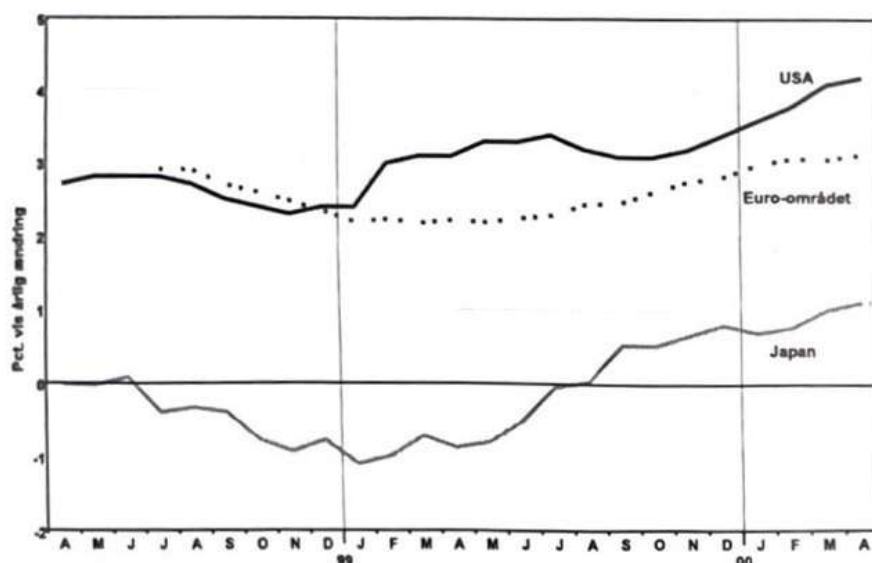
Tabel 1. Konsensus-forventninger til den økonomiske vækst i 1999, 2000 og 2001

	1999		2000		2001
	Pct.	Pct.point	Pct.	Pct.point	Pct.
Verden	2.6	0.2	3.5	0.9	3.1
USA	4.1	0.3	4.6	1.7	3.1
Japan	0.3	-0.6	1.0	0.6	1.5
Asien eks. Japan	2.2	0.3	2.8	0.9	3.0
Euro-området	2.2	0.1	3.2	0.4	3.0
Tyskland	1.5	0.0	2.8	0.2	2.8
Frankrig	2.7	0.2	3.7	0.7	3.3
Italien	1.4	0.2	2.7	0.4	2.7
Storbritannien	2.1	0.4	3.2	0.4	2.7
Sverige	3.8	0.2	4.1	0.6	3.4
Norge	0.8	0.3	1.7	0.6	2.1
Danmark	1.5	0.0	2.1	0.1	2.3

Anm.: Udviklingen i de månedlige konsensus-forventninger på baggrund af Consensus Forecast Inc.s panel af prognoseproducenter. Tallet i parentes er ændringer i forventninger i f.t. efterårets kronik.

Kilde: Consensus Forecast Inc., april 2000.

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



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

Kilde: EcoWin

Vækstskønnene for både 1999 og 2000 er opjusteret siden efteråret for næsten alle lande og regioner, se tabel 1. En markant undtagelse er Japan, som skuffede i 1999. Der er dog grund til at tro, at BNP-tallene undervurderer det igangværende opsving i Japan.

De styrkede vækstforventninger kan også ses af figur 1, som på forskellige tidspunkter viser rullende gennemsnit af vækstskøn henholdsvis 1 og 2 år frem i tiden. Gennemsnittene er konstrueret sådan, at de afspejler forventningerne til væksten på 6 måneders sigt.

For det første er forventningerne til væksten tiltagende i alle verdens vigtigste regioner. For det andet ventes væksten at blive noget højere i USA (godt 4 pct.) end i Euro-området (godt 3 pct.) på 6 måneders sigt. For det tredje er Japan fortsat bagefter USA og Euro-området, idet der kun er udsigt til ca. 1 pct. vækst i Japan på 6 måneders sigt. Det globale synkrone opsving er således blevet bekræftet siden efteråret.

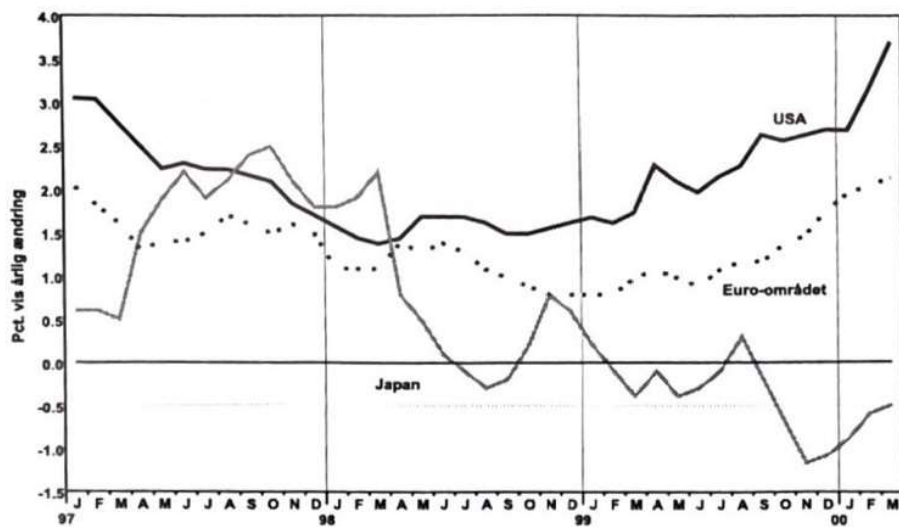
Olieprisen er også steget markant siden efter-

året 1999 fra godt 20 USD per tønde til nu godt 25 USD/td efter at have været oppe over 32 USD/td i marts. Den kraftige prisstigning skyldes en kombination af stor efterspørgsel, lave olielagre i USA og begrænset produktion som følge af OPEC-kartellets kvotapolitik. I slutningen af marts besluttede OPEC så at hæve kvotaerne moderat for at holde olieprisen mellem 22 og 27 USD/td.

Prisen på olie er således ca. fordoblet siden 1998, hvilket har medført kraftigt stigende producent- og forbrugerpriser især i USA og Europa, se figur 2. Det direkte bidrag fra oliepriserne til forbrugerpriserne vil efterhånden forsvinde. Men der er en tendens til, at en del af olieprisstigningen vil hæve forbrugerpriserne også i følgende år, fordi de øgede produktionsomkostninger arbejder sig igennem økonomien til forbrugerne som generelle prisstigninger. Alt i alt øger olieprisstigningen inflationen noget i 2000, men kun moderat i 2001.

Opsvinget i USA har endnu engang vist sig mere sejlvet end ventet trods en række

Figur 2. Forbrugerpriser USA, Japan og Euro-området



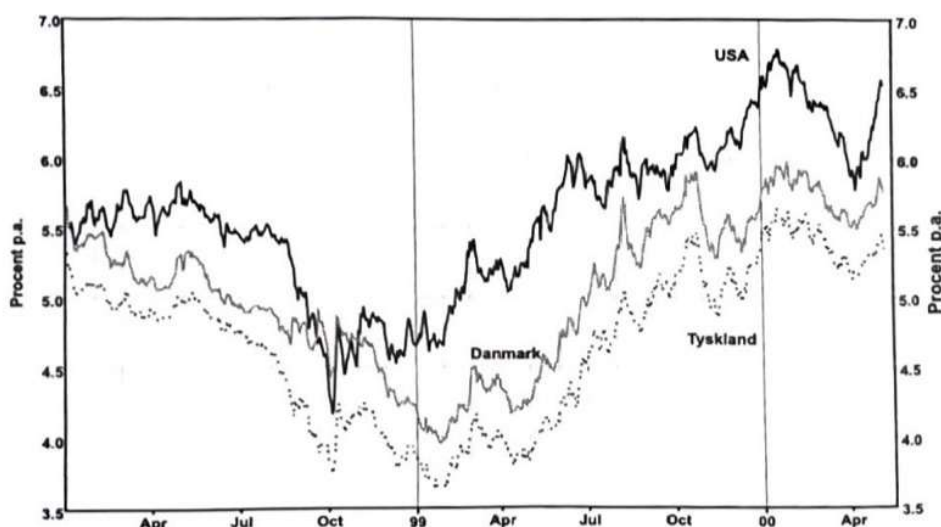
Kilde: EcoWin

stramninger af pengepolitikken med 125 basispunkter og en kraftig stigning i den lange rente siden begyndelsen af 1999, se figur 3. USA tegner sig således igen for den største opjustering af vækstskeppet for 2000 på 1,7 pct.point til 4,6 pct. Ved udgangen af 1. kvartal, hvor væksten var uændret stærk med 5 pct. år-til-år, havde opsvinget været 9 år eller 108 måneder – det er 2 måneder længere end det hidtil længste opsving i 1960'erne, se figur 4.

Opsvinget trækkes primært af et meget stærkt voksende privat forbrug (ca. 6 pct. årlig vækst) og høj vækst i de private investeringer. Udenrigshandlen trækker samlet set væksten kraftigt ned. Eksporten er tynget af den stærke dollar, mens importen stiger eksplosivt.

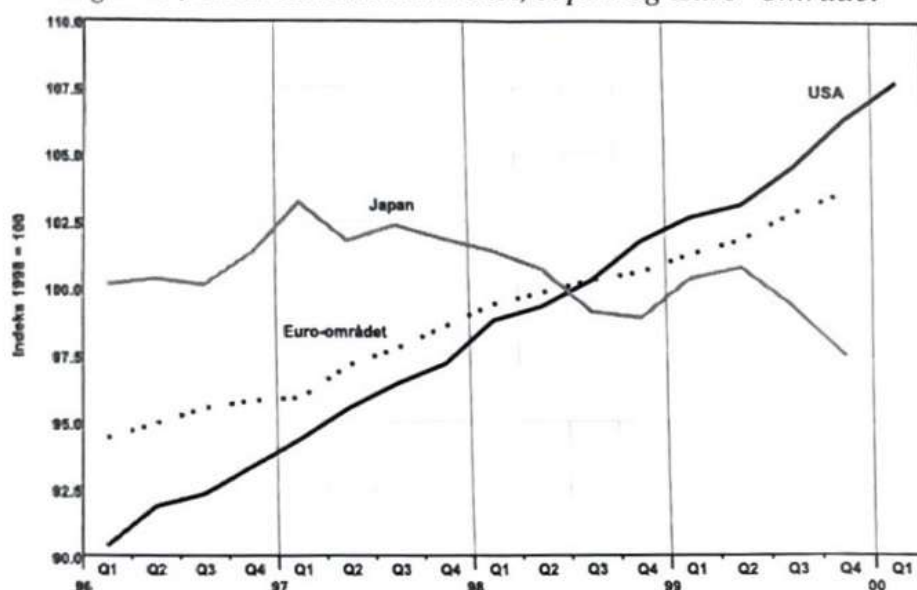
Nyheden i den amerikanske økonomi er, at de klassiske tegn på overophedning – løn- og prispres – nu er tydelige. En række prisin-

Figur 3. Lange renter i USA, Tyskland og Danmark



Kilde: EcoWin

Figur 4. Økonomisk aktivitet i USA, Japan og Euro- området



Kilde: EcoWin

deks herunder forbrugerpriserne rensset for volatile energi- og fødevarepriser (kerneinflationen) samt diverse lønindeks accelererer. Det skyldes dels det høje væksttempo og det meget stramme arbejdsmarked, men også at stigende råvarepriser – især olieprisen – slår igennem på virksomhedernes omkostninger og sendes videre til forbrugerne.

Dermed har den nye amerikanske økonomi foreløbig nået en øvre grænse for, hvor hurtigt den kan vokse uden tiltagende løn- og prispress. Udviklingen er ikke overraskende: heller ikke i »en ny økonomi« kan væksten i længden ligge over den langsigtede vækstrate uden at skabe knaphed på ressourcer og dermed inflation. Gevinsten ved den ny økonomi er således ikke, at inflationen er død, men at økonomien kan vokse hurtigere, før der skabes inflation.

Ubalancerne i den amerikanske økonomi, som giver anledning til bekymring vedrørende den globale vækst, er vokset støt siden efteråret: Ledigheden er faldet til 3,9 pct. (det laveste niveau siden 1970), underskuddet på betalingsbalancen er vokset til over 4 pct. af BNP og husholdningssektorens opsparelskvote er faldet yderligere til ½ pct.

De makroøkonomiske ubalancer øger risikoen for en hård landing på flere måder. For det første er der risiko for, at Federal Reserve strammer pengepolitikken for aggressivt for at få bugt med væksten og dermed kommer til at skabe en recession.

For det andet kunne det fortsat højt vurderede aktiemarked korrigere kraftigt og få husholdningerne til at begynde at spare op igen og dermed forbruge mindre. Bag den kraftige vækst i forbruget de seneste år ligger nemlig en faldende opsparelskvote som kun har kunnet lade sig gøre på grund af meget store formuegevinster fra aktie- og boligmarkedet.

Den aktuelle uro på det amerikanske aktiemarked, især teknologi-indekset NASDAQ, vurderes ikke at få negative realøkonomiske konsekvenser, medmindre det samlede aktiemarked falder meget mere og faldet bliver langvarigt. Foreløbig er det samlede aktiemarked kun faldet med ca. 5 pct. i år, men der er risiko for et alvorligere fald.

For det tredje finansierer USA merforbruget ved salg af aktiver, idet salget af varer (dvs. eksport) ikke er tilstrækkeligt til at dække behovet for kapital. Der er en stadig stigende ri-

siko for, at udenlandske kreditorer vil kræve større og større risikopræmier for at blive ved med at købe amerikanske aktiver og/eller i værste fald sælge aktiverne massivt, med en dollarkrise og stigende renter til følge.

Disse risici samt den fortsat stærke vækst og de seneste dårlige løn- og inflationstal vanskeliggør arbejdet for den amerikanske centralbank – Federal Reserve. Fed har ansvar for prisstabilitet og for at økonomien får en blød landing. På den ene side er Fed nødsaget til at stramme pengepolitikken kraftigere og/eller i længere tid end tidligere ventet. Men det øger på den anden side risikoen for, at pengepolitikken strammes for meget og skaber recession.

Opsvinget i *Euro-området* er også taget til i styrke siden efterårets kronik. BNP-væksten er aktuelt omkring 3 pct., hvilket også ventes for årene 2000 og 2001 som helhed.

De gode vækstudsigter understøttes af en fortsat ret lav realrente, sprudlende erhvervs- og forbrugertillid, faldende ledighed, en

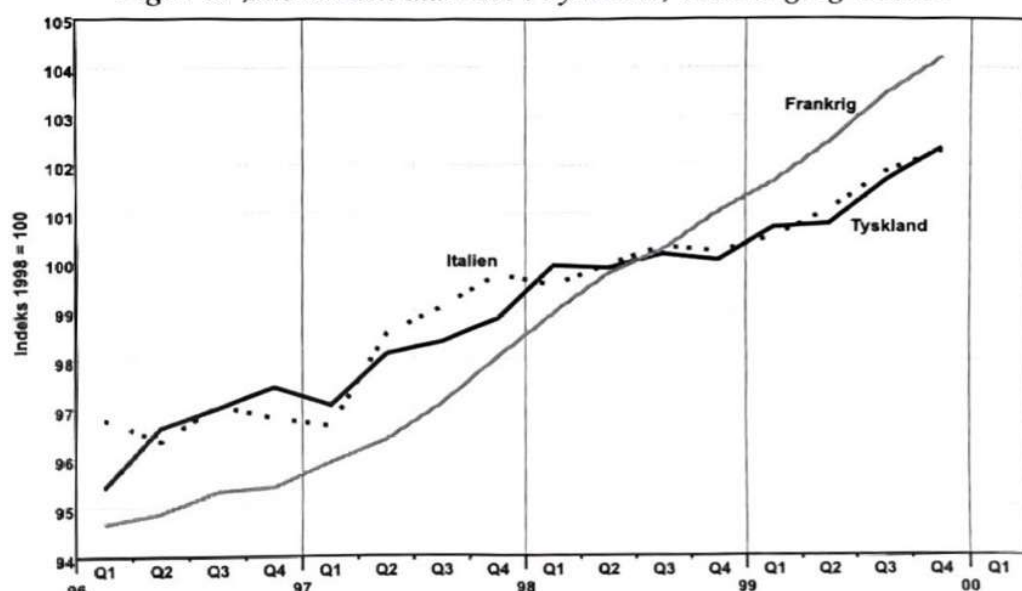
stærk global vækst samt en svækket euro, som øger eksportvæksten.

Frankrig er fortsat den mest dynamiske økonomi i området, idet den positive vekselvirkning mellem faldende ledighed og stigende indenlandsk efterspørgsel driver væksten frem. Men aktiviteten accelererer nu også i Tyskland og Italien, se figur 5, selvom opsvinget fortsat er ret eksportafhængig i disse lande.

I løbet af 2000 ventes opsvinget i Tyskland og Italien også at blive mere dynamisk efter fransk mønster og samtidig mindre sårbart over for efterspørgsel fra udlandet.

I 1. halvår svækkedes euroen over for US-dollar med yderligere 11 pct. og faldt blandt andet under den psykologisk vigtige paritet med USD. Siden euroens start primo 1999 er værdien over for USD i alt faldet med knap 25 pct. De fleste analytikere vurderer, at Euroen er kraftigt undervurderet. Begrundelserne for den svage euro er flere, herunder at væksten i USA er endnu stærkere end i euro-området,

Figur 5. Økonomisk aktivitet i Tyskland, Frankrig og Italien



Kilde: EcoWin

den korte rente er relativt højere i USA, samt at markedet midlertidigt synes at have mistet tilliden til euroen som et værdifast investeringsobjekt. Det skyldes formentlig dels tvivl om ECB's pengepolitik samt manglen på strukturelle reformer i Euro-området, som kan løfte den langsigtede vækstrate.

Den svage euro kombineret med kraftigt stigende oliepriser (som handles i dyre dollar) har løftet inflationen i Euro-området ret markant. I marts oversteg inflationen således ECB's målsætning på maksimalt 2 pct. Da udviklingen i pengemængden i Euro-området samtidig er for hurtig, har ECB set sig nødsaget til at stramme pengepolitikken i 3 omgange, så den styrende pengepolitiske rente nu er 3,75 pct. Det er fortsat 2,25 pct. point under den tilsvarende amerikanske rente.

Selvom ECB ikke har en egentlig valutakurspolitik for euroen – men derimod en inflationsmålsætning – bliver centralbanken alligevel nødt til at gribe ind, når valutasvækkelsen truer prisstabiliteten i euro-området via øgede importpriser. Stigende renter understøtter euroen, men det hjælper ikke i længden, hvis stigende rente samtidig svækker væksten, indtjeningen i virksomhederne og dermed de udenlandske investeringer. ECB kan i virkeligheden ikke gøre ret meget ved den svage euro bortset fra at forklare sin politik, presse politikerne til reformer og vente på at væksten i den amerikanske økonomi løjer af. Opsvinget i Euro-området vurderes at være stærkt nok til at kunne modstå de aktuelle rentestigninger.

I stærk kontrast til euro-svækkelse var det moderate resultat af overenskomstforhandlingerne i Tyskland en positiv udvikling for inflationsudsigterne i Euro-området. Overenskomsterne endte efter markante lønkrav på 5,5 pct. med at koste ca. 2,5 pct. om året i både 2000 og 2001. Det er foreneligt med fortsat vækst i beskæftigelsen og prisstabilitet.

Trods det høje ledighedsniveau i euro-området – på 9,4 pct. i marts – vil kraftigt faldende ledighed kunne medføre begyndende lønpres i løbet af 2001. Det skyldes, at den strukturelle ledighed i Euro-området – fx langtidsledighed mv. – er ret høj i euro-området formentlig omkring 9 pct.

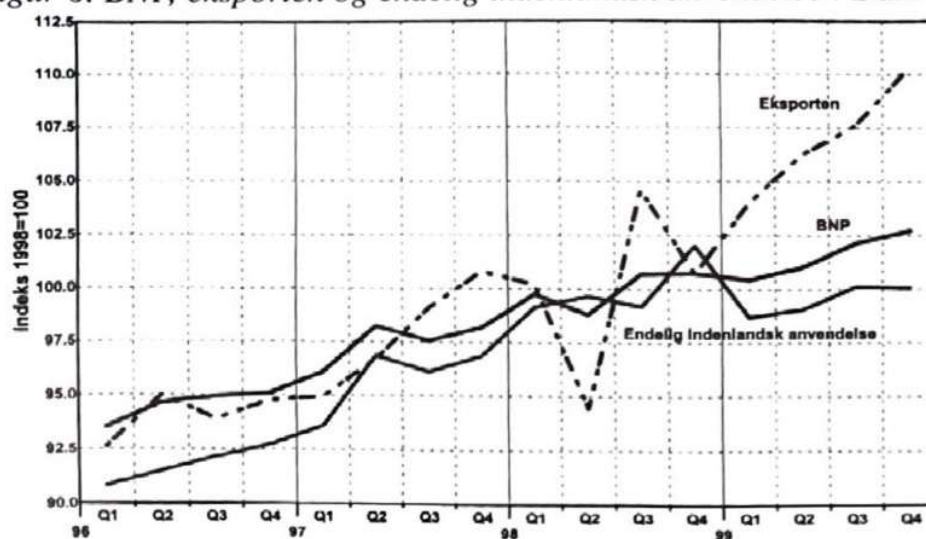
De økonomiske statistikker tegner et tvetydigt billede af den *japanske økonomi*. Det skyldes dels, at kvaliteten af BNP-tallene er ringere end vi er vant til fra USA og Europa, men også at der er store strukturelle ændringer i gang i den japanske økonomi, som forplumrer billedet. Et eksempel er, at der aktuelt nedlægges mange jobs i traditionel industri, mens der skabes nye jobs indenfor servicektoren især i forbindelse med internet og telekommunikation. Udviklingen er umiddelbart negativ for ledigheden, men ændringerne fremmer væksten på sigt.

Tvetydigheden viser sig ved, at BNP på den ene side faldt i både 3. og 4. kvartal 1999, men på den anden side viser tal for vækstforventningerne, industriproduktionen, erhvervstilliden, ordresituationen mv. at opsvinget kører videre. Væksttempoet er dog fortsat meget moderat, især fordi husholdningerne bliver ved med at holde det private forbrug på lavt blus. Sålange ledigheden er rekordhøj – knap 5 pct. – er det svært at forestille sig, at privatforbruget skal trække væksten afgørende op.

Det er formentlig de positive statistikker, som kommer tættest på sandheden, men der er fortsat grund til en sund portion skepsis over for meget optimistiske vækstforventninger. Den nye japanske Mori-regering ventes således at følge Obuchi-regeringens ekspansive økonomiske politik indtil væksten stabiliseres.

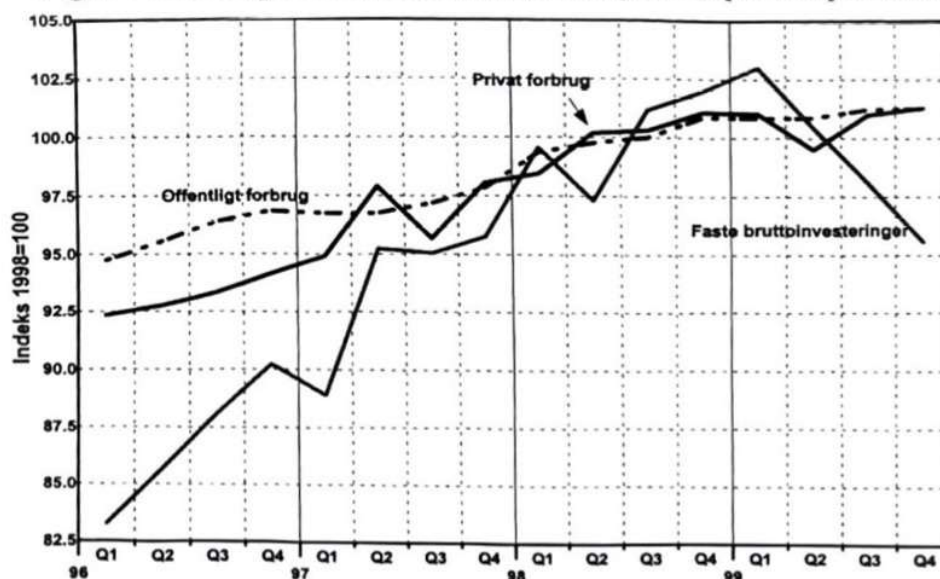
Væksten ventes at blive 1 pct. i år og 1½ pct. næste år. Selvom disse vækstrater forekommer små i forhold til den aktuelle vækst i

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



Kilde: EcoWin

Figur 7. Endelig indenlandsk anvendelse fordelt på komponenter



Kilde: EcoWin

USA og Europa, vil den stigende aktivitet være med til at beslaglægge frie ressourcer globalt set og dermed bidrage til en stærkere underliggende inflation.

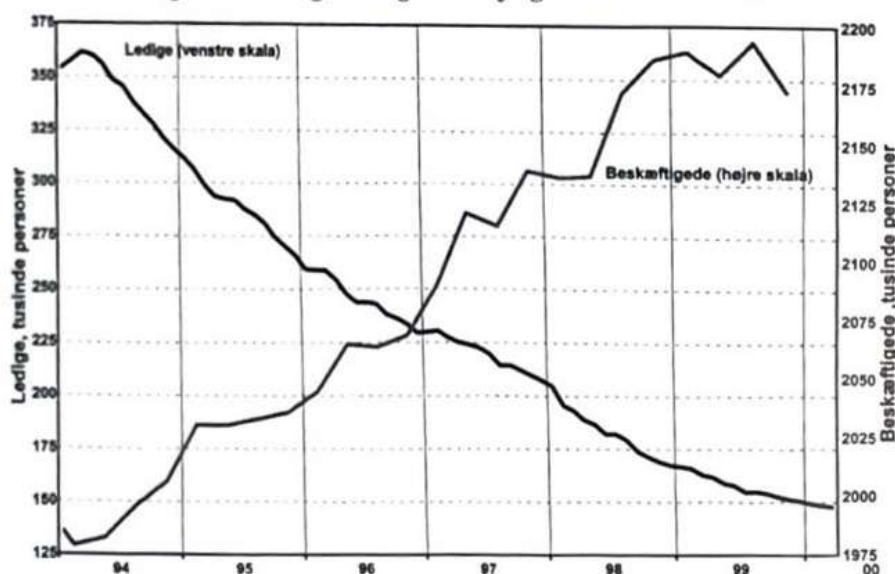
3. Konjunktursituationen i Danmark

Blandingen af en fornuftig finanspolitisk stramning og held med den internationale renteutvikling har skabt den ønskede bløde

landing for dansk økonomi. I 1999 var realvæksten således bare 1½ pct. efter 5 år med vækst på 2 pct. eller derover.

Den indenlandske efterspørgsel har faktisk ligget fladt siden 1. kvartal 1999, men investeringerne er dog faldet markant, se figur 6 og 7. Afdæmpningen i den indenlandske vækst har givet et tiltrængt pusterum til øko-

Figur 8. Ledighed og beskæftigelse i Danmark



Kilde: EcoWin

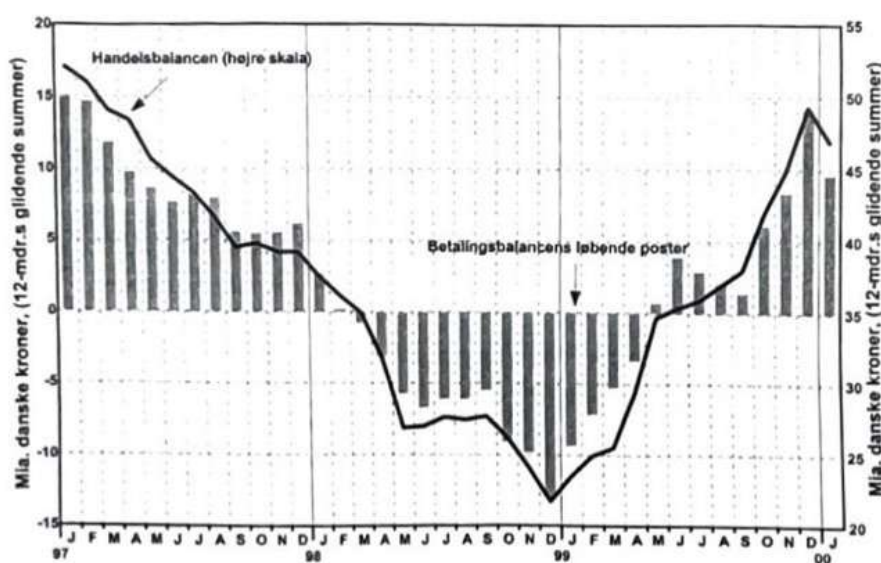
nomien, som viste klare tegn på overophedning og stigende ubalancer især med hensyn til opsparing og betalingsbalance.

Den stærke eksportudvikling har imidlertid kompenseret for bortfaldet af indenlandsk efterspørgsel og holdt aktiviteten oppe på et rimeligt niveau. Beskæftigelsen er ikke faldet ret meget og ledigheden ligger fortsat meget lavt, se figur 8.

Samtidig har den formindskede import og forøgede eksport forbedret handels- og betalingsbalancen meget markant, se figur 9. Øget global vækst samt svækkelsen af kronen over for USD, svenske kroner og britiske pund har bidraget til eksportfremgangen.

Mange økonomers forudsigelser af, at Pinse-pakken ville få huspriserne til at falde på grund af begrænsning af rentefradragsretten

Figur 9. Handels- og betalingsbalancen i Danmark



Kilde: EcoWin

og øgede afgifter, har foreløbig ikke vist sig at holde stik. Efter en midlertidig stagnation i 4. kvartal er priserne igen kommet på stigningskurs i 1. kvartal. Omsætningen af boliger er faldet betydeligt, men altså uden at slå igennem på priserne. Udviklingen skyldes formentlig, at husholdningernes økonomi fortsat er ret solid og at de har stor tillid til fremtiden og ikke mindst at ledigheden ikke er steget. Et generelt prisfald på boliger forekommer nu mindre sandsynligt.

De danske forbrugerpriser er steget meget markant igennem 1999 og stigningstakten toppede foreløbige med 3,2 pct. i marts i år. Stigningen skyldes altovervejende direkte og indirekte effekter af de højere importpriser på olie og svækkelsen af kroner over for USD og burde ikke svække konkurrenceevnen over for Euro-området. I resten af 2000 er der udsigt til en vis afdæmpning af inflationen i takt med, at oliepriserne stabiliserer sig, se figur 10.

Det danske overenskomstresultat for 2000/2001 svarer til en lønstigning på ca. 3,5 pct., hvilket må betegnes som rimeligt især set i forhold til det fortsat lave ledighedsniveau og

de kraftigt forhøjede priser i 1999. Dermed er der ikke tegn på, at den høje inflation i 1999 har sat gang i en negativ løn-prisspiral.

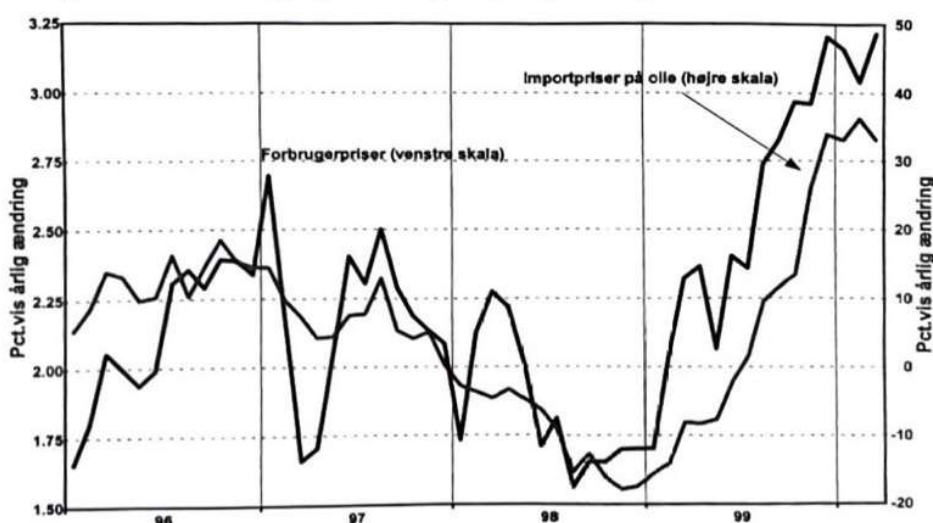
Givet det stramme arbejdsmarked er der risiko for, at væksten på ca. 2 pct. i 2000 og 2001, vil medføre et vist øget lønpres. Det vil kunne øge inflationen, svække konkurrenceevnen og betalingsbalancen og dermed kunne fremtvinge endnu et økonomisk politisk indgreb.

Udsigterne for den danske økonomi i 2000 og 2001 er gode. Ifølge Reuters makroøkonomiske panel, som består af 29 danske og udenlandske prognosemagere, er konsensusforventningerne til BNP-væksten i år og næste år godt 2 pct., se figur 11. BNP-skønnet har ligget ret stabilt i de seneste måneder.

Skønnet for ledigheden er nedjusteret løbende i løbet af foråret og ventes nu at forblive på det aktuelle niveau på 5,3 pct. i begge år.

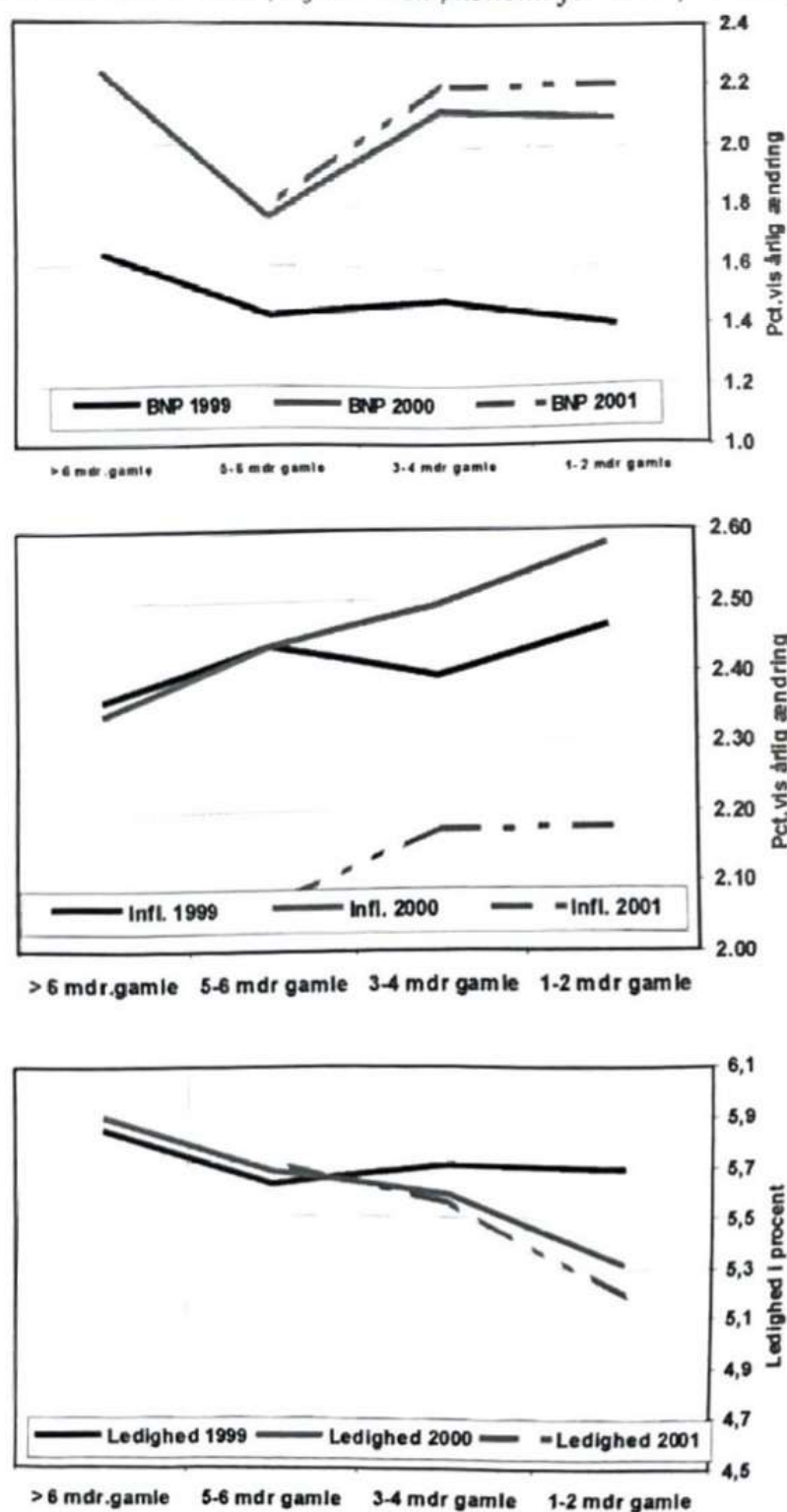
Samtidig er skønnet for betalingsbalancens løbende poster opjusteret til 10-15 mia. DKK som følge af forbedrede eksportudsigter.

Figur 10. Forbrugerpriser og importpriser på olie i Danmark

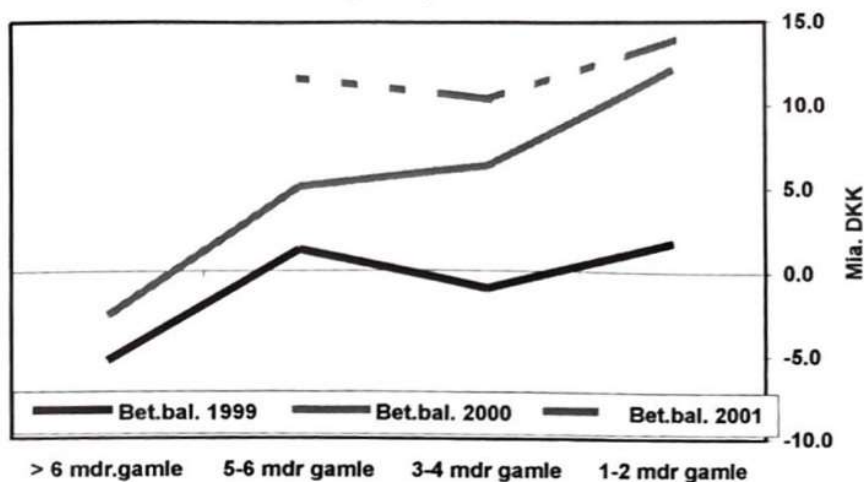


Kilde: EcoWin

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



Figur 11 fortsat



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

Kilde: Reuters

Omvendt er skønnet for inflationen opjusteret især for 2000 (2½ pct.), men inflationen ventes at falde igen i 2001 til godt 2 pct. Det forringede inflationsbillede skyldes altovervejende effekterne af de forøgede oliepriser og vil som sådan formentlig være et midlertidigt fænomen.

De generelt gode økonomiske udsigter for den danske økonomi er ikke uden risici, men disse kommer nu i højere grad udefra end indefra i økonomien.

Den danske økonomi er således meget følsom over for en nedgang i den internationale økonomiske aktivitet, fordi væksten altovervejende er eksportdrevet. Som nævnt ovenfor kunne de negative vækstoverraskelser især komme fra USA.

Afstemningen den 28. september om det danske forbehold over for deltagelsen i den fælles mønt euroen ser ifølge meningsmålingerne ud til at blive et ja. De finansielle markeder synes også at regne med, at det bliver et

ja. På den anden side kan et nej ikke udelukkes.

De økonomiske konsekvenser af et nej eller forventninger om et nej er vanskeligt at vurdere. Der kunne opstå pres mod kronen, fordi et nej ville øge usikkerheden omkring den danske valuta og Danmarks forhold til EU. Nationalbanken kunne blive nødt til at forsvare kronen med øgede korte renter, men det bliver formentlig kun nødvendigt i en kortere periode. Folkeafstemningen ventes således ikke i nævneværdig grad at forringe de gode kortsigtede økonomiske udsigter.

Deltagelse i euroen vil på længere sigt være en økonomisk fordel for Danmark. Valutakursrisikoen ved danske kroner forsvinder, rentespændet til Tyskland bliver lavere, Danmark vil tiltrække flere investeringer og likviditeten på det danske obligations- og aktiemarked bliver formentlig større.

Redaktionen er afsluttet
den 10. maj 2000