

Økonomisk kronik

2. halvår 1998

Niels Alsing, Økonom, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

Redaktionen er afsluttet den 16. april 1999

1. Sammenfatning

Siden udbruddet af Asien-krisen i midten af 1997 har den globale økonomi været præget af store forandringer. I tråd hermed er den makroøkonomiske situation endnu engang ændret på væsentlige punkter siden den seneste økonomiske kronik i december 1998.

Efterårets frygt for en lammelse af det internationale finansielle system i kølvandet på Ruslands devaluering og misligholdelse af gæld er nu forsvundet. Genopretningen af roen skyldes en række rentenedsættelser i USA og Europa og især amerikansk udpumpning af likviditet.

Selv ikke Brasiliens devaluering i januar kunne ryste de finansielle markeder andet end kortvarigt. En ventet opblussen af den finansielle uro fra efteråret udeblev. En vigtig lære af krisen i Brasilien er, at den var forudsat af markederne og derfor allerede indarbejdet i dispositioner og kurser.

Investorerne har således taget ved lære af de dyrtkøbte erfaringer fra krisen i Rusland, hvor der realiseredes store tab.

I kølvandet på devalueringen ventes Brasilien og resten af Latinamerika at få en opbremsning af væksten i 1999 og 2000 som følge af bortfald af købekraft og højere renter.

Asien-krisen påvirker også fortsat udviklingen i de udviklede økonomier USA, Japan og Europa. Det sker blandt andet igennem fortsat svag international handel, forværret konkurrenceevne og prisfald på råvarer og industrivarer.

Vækstbilledet i USA har endnu engang vist sig stærkere end ventet og udsigterne for væksten i 1999 er opjusteret meget markant i de seneste måneder til 3,3 pct.

På trods af det stadig lavere ledighedsniveau er der ikke tegn på generelt løn- og prispres. En væsentlig forklaring på dette er den meget stærke produktivitetsudvikling i økonomien.

Den økonomiske situation i Japan er yderligere forværret siden efterårets kronik. Nationalregnskabet for 4. kvartal viste fald i den økonomiske aktivitet for 5. måned i træk. Det er fortsat især investeringerne og det private forbrug, som trækker aktiviteten ned. De gennemsnitlige forventninger til væksten i 1999 (konsensus-forventningerne) er stabiliseret de seneste måneder på omkring -1 pct., se figur 1.

En hurtig genopretning af væksten i Japan synes udelukket, fordi den japanske regering efterhånden er løbet tør for økonomisk politisk råderum. Der skal nu grundlæggende

strukturelle ændringer til for at sikre væksten på sigt.

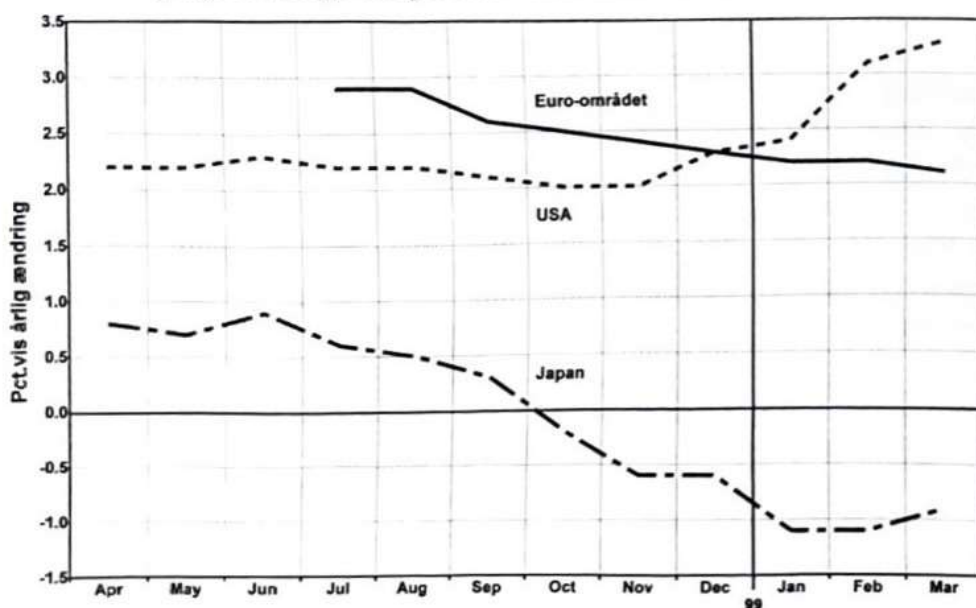
I euro-området har opsvinget vist sig svagere end ventet. Den indenlandske efterspørgsel har ikke kunnet kompensere tilstrækkeligt for en svagere efterspørgsel fra eksportmarkederne. Som modtræk mod den lave vækst sænkede den europæiske centralbank (ECB) i april 1999 den styrende rente markant med ½ pct.point til 2,5 pct. Det er imidlertid usikkert om dette er nok til at rette op på den svage vækst, som ventes at blive godt 2 pct. i 1999.

Introduktionen af euroen i det finansielle system den 1. januar i år er forløbet problemfrit. Euroen er accepteret på markederne og den internationale uro på de finansielle markeder har ikke spredt sig til euroen. Værdien af euroen over for især US-dollar har dog været faldende, hvilket skyldes den relativt svage økonomiske situation i euro-området.

I Danmark har fortsat stærk indenlandsk efterspørgsel og svigtende eksport igennem 1998 betydet, at underskuddet på betalingsbalancen er vokset. Pinsepakken har endnu ikke bremset væksten i det private forbrug, hvilket blandt andet skyldes, at faldet i de lange renter har understøttet fortsatte formuegevinster i boligmassen. De fleste økonomer venter en betydelig lavere aktivitet i 1999 end i 1998, da væksten var 3 pct. I år 2000 ventes væksten igen at tage lidt til, fordi der igen kommer mere gang i den internationale efterspørgsel.

Den globale vækst er samlet set ikke blevet svagere siden efterårets kronik, men fordelingen er blevet mere skæv. Væksten er højere end ventet i USA og lavere end ventet i Japan og euro-området. Imod forventning ser 1999 nu ikke ud til at blive året, hvor euro-området vil opleve højere vækst end i USA og overtage rollen som den globale vækstmotor.

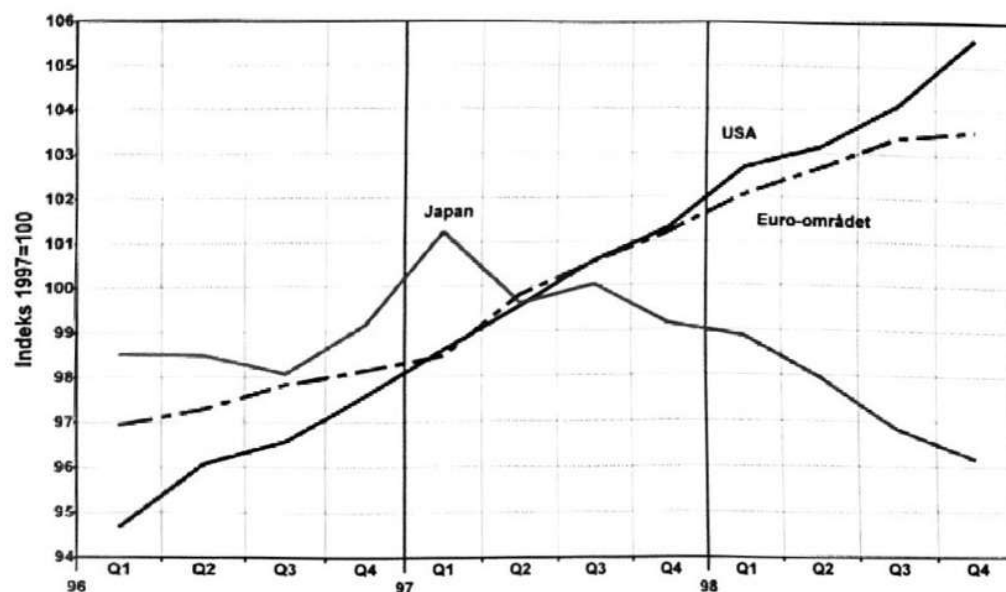
Figur 1: Forventet vækst i USA, Japan og euro-området for 1999 på forskellige tidspunkter i de seneste 12 måneder



Anm.: Udviklingen i de månedlige konsensus-forventninger til væksten i BNP i 1999 på baggrund af Consensus Forecasts panel af prognoseproducenter.

Kilde: Consensus Forecast

Figur 2: Økonomisk aktivitet i USA, Japan og euro-området



Anm.: Sæsonkorrigeret BNP i faste priser.

Omvendt er der mange tegn på, at den globale vækst har nået et lavpunkt og at den gradvist vil øges igen. Men der er også fortsat en række risici for at den globale vækst bliver lavere end nu ventet. Blandt disse er en forværring af krisen i Japan, en større korrektion af aktiekurserne i USA og muligheden for en devaluering af den kinesiske valuta.

2. Den internationale konjunktursituation

På 9. år af det amerikanske opsving viste nationalregnskabet for 4. kvartal 1998 overraskende accelererende aktivitet, se figur 2. Dette stod i stærk kontrast til den almindelige opfattelse, at USA var på vej ind i en periode med mere afdæmpet vækst.

I kølvandet på de overraskende væksttal er konsensus-skønnet for væksten for 1999 opjusteret kraftigt med 1 pct.point til 3,3 pct.

Det bemærkelsesværdige ved det sejlivede amerikanske opsving er, at der ikke er tegn på generelt løn- og prispres selvom ledigheden har nået et meget lavt niveau. Forbrugerpriserne er steget med ca. 1,5 pct. igennem

det seneste år. Kerneinflationen (forbrugerpriser renset for fødevarer og energipriser) ligger pænt mellem 2 og 2½ pct. om året.

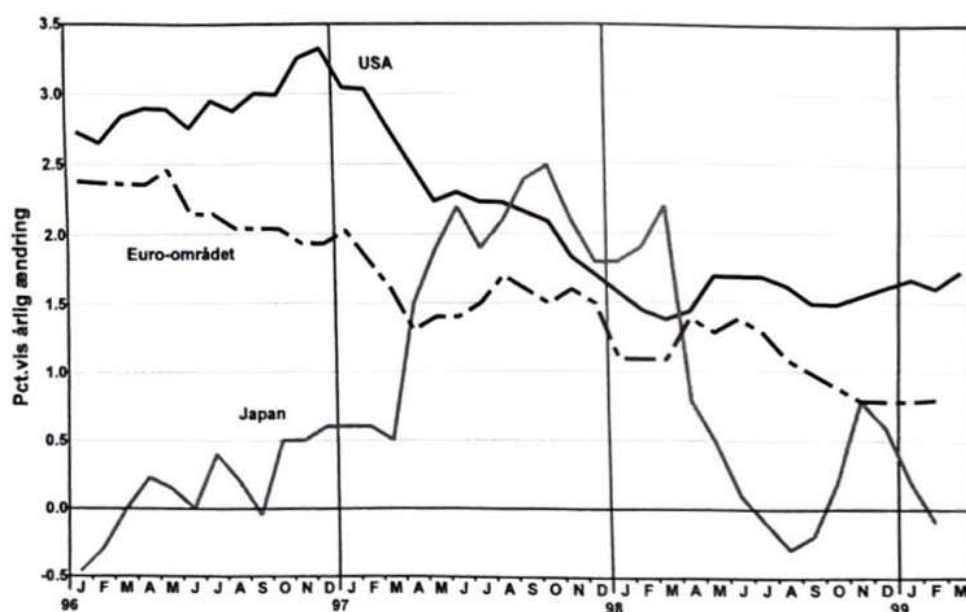
En væsentlig forklaring på dette er den meget stærke produktivitetsudvikling i økonomien. Omkostningerne per produceret enhed er ligefrem faldende i USA.

Det er især det private forbrug og investeringer, som trækker væksten, og langt overgår det negative vækstbidrag fra udenrigshandlen (en faldende eksport og stigende import).

Servicesektoren og teknologisektoren, som ikke er så konkurrenceudsat som fremstillingserhverv, trækker opsvinget i USA. Beskæftigelsen er steget meget hurtigere i servicesektoren end i økonomien som helhed, mens beskæftigelsen i fremstillingserhverv ligefrem er faldet siden foråret 1998.

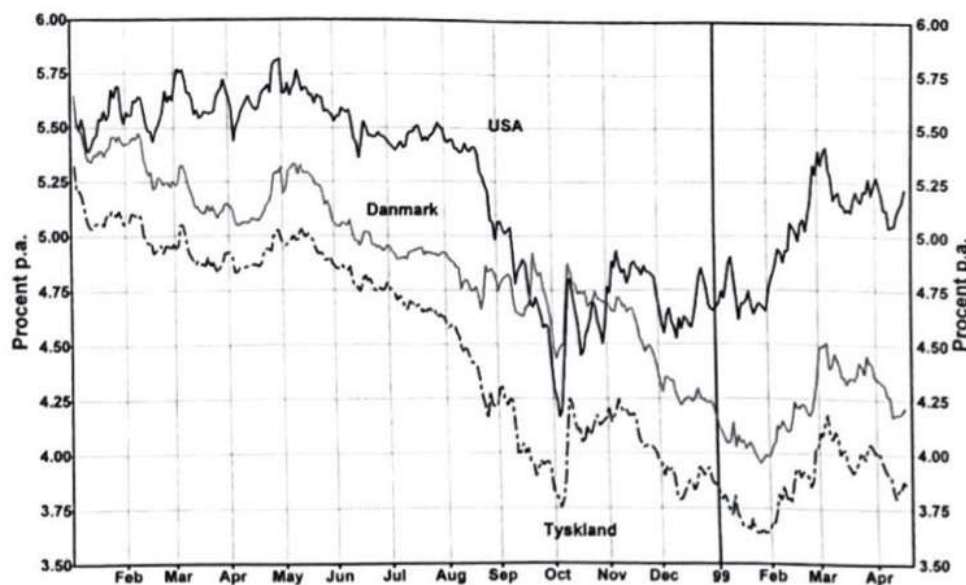
Selvom Asien-krisen har begrænset væksten i industrien mest, var tilliden i industrien i februar og marts overraskende stærk og pegede faktisk på fornyet vækst i industrien.

Figur 3: Forbrugerpriser i USA, Japan og euro-området



Anm.: Inflationshoppet i Japan i perioden april 1997 til marts 1998 skyldes en forøget forbrugsskat.

Figur 4: Lange renter i USA, Tyskland og Danmark



Anm: Effektive renter på 10-årige statsobligationer.

De nye tegn på kraftigere end ventet vækst har igen næret frykten for overophedning, øget inflation og en stramning af pengepolitikken i form af højere korte renter. Det har fået de internationale lange renter til at stige

med ca. ½ pct. point fra bundpunktet i oktober 1998 til omkring 5¼ pct., se figur 4.

Der er fortsat udsigt til en afmatning af den amerikanske økonomi i løbet af andet halvår

Tabel 1: Forventninger til den økonomiske aktivitet i 1998, 1999 og 2000

	1998		1999		2000
Verden	1.6	(1.6)	1.6	(1.5)	2.2
USA	3.9	(3.6)	3.3	(2.0)	2.2
Japan	-2.9	(-2.6)	-0.9	(-0.6)	0.2
Euro-området	2.8	(2.9)	2.1	(2.4)	2.6
Tyskland	2.5	(2.7)	1.7	(2.2)	2.6
Frankrig	3.2	(3.0)	2.3	(2.3)	2.6
Italien	1.4	(1.7)	1.7	(2.2)	2.4
Storbritannien	2.3	(2.7)	0.6	(0.8)	1.9
Sverige	2.8	(2.9)	1.9	(2.4)	2.4
Norge	2.9	(3.2)	0.2	(0.7)	1.2
Danmark	2.6	(2.6)	1.6	(1.9)	1.9

Anm.: De gennemsnitlige forventninger til den økonomiske vækst i de tre år på baggrund af Consensus Forecasts panel af prognoseproducenter. Tallene i parentes er forventningerne fra efterårets kronik.

Kilde: Consensus Forecast, marts 1999.

1999, idet de høje investeringsniveauer ikke kan fortsætte sammen med faldende profit og overkapacitet i industrien. Dertil kommer, at det private forbrug ikke i længden kan vokse markant hurtigere end indkomsterne.

Der er risiko for en hårdere opbremsning i USA end flertallet spår, blandt andet fordi det private forbrug holdes kunstigt oppe af det overvurderede aktiemarked. Ifølge en simpel beregning på baggrund af indtjeningsforventninger og en risikofri rente er amerikanske aktier ca. 25 pct. overvurderet. En tommelfingerregel siger, at for hver 10 pct. aktiemarkedet falder over et år, vil forbrugsvæksten blive beskåret med ½ pct.point. Forbrugsvæksten var 5,5 pct. i 1998.

Udviklingen i Japan står i stærk kontrast til udviklingen i USA og euro-området. Krisen i den japanske økonomi er blevet meget dybere end ventet i løbet af 1998, da aktiviteten er faldet med hele 3 pct. Det er især investeringerne og det private forbrug, som har trukket

BNP ned. Virksomhederne begrænser deres produktionskapacitet på grund af faldende omsætning og overskud. Forbrugerne vælger at spare op frem for at forbruge, blandt andet fordi ledigheden er steget til et rekordhøjt niveau på 4,6 pct.

Det bliver stadig mere tydeligt, at den nuværende krise skyldes fundamentale problemer i det japanske samfund herunder et ineffektivt finansielt system med mange misligholdte lån, en ineffektiv servicesektor og et meget ufleksibelt arbejdsmarked.

Genopretningen af væksten i Japan har meget vanskelige vilkår, og den japanske regering er efterhånden ved at løbe tør for økonomisk politiske instrumenter (renten er nul og gældskvoten er stigende). De hidtidige kraftige penge- og især finanspolitiske lempelser har kun haft en meget begrænset effekt på økonomien. Det gør det svært at være optimist og forvente en hurtig forbedring.

Der skal grundlæggende strukturelle ændringer (oprydning i finanssektoren, deregulering af økonomien, omstrukturering af virksomhederne, osv.) til.

Strukturpolitik virker imidlertid kun på længere sigt, og kan virke negativt på kort sigt. Omstruktureringer betyder flere ledige, hvilket øger opsparringstilbøjeligheden, mindsker lønsummen og reducerer dermed forbruget og væksten.

Den økonomiske tilvækst i euro-området blev knap 3 pct. i 1998, men væksttempoet i euro-området er faldet noget igennem året, se figur 2. Dermed er væksten noget svagere end i USA, men langt stærkere end i Japan. I løbet af det seneste halve år er det i stigende grad blevet klart, at væksten i euro-området er mindre stærk og selv bærende end ventet.

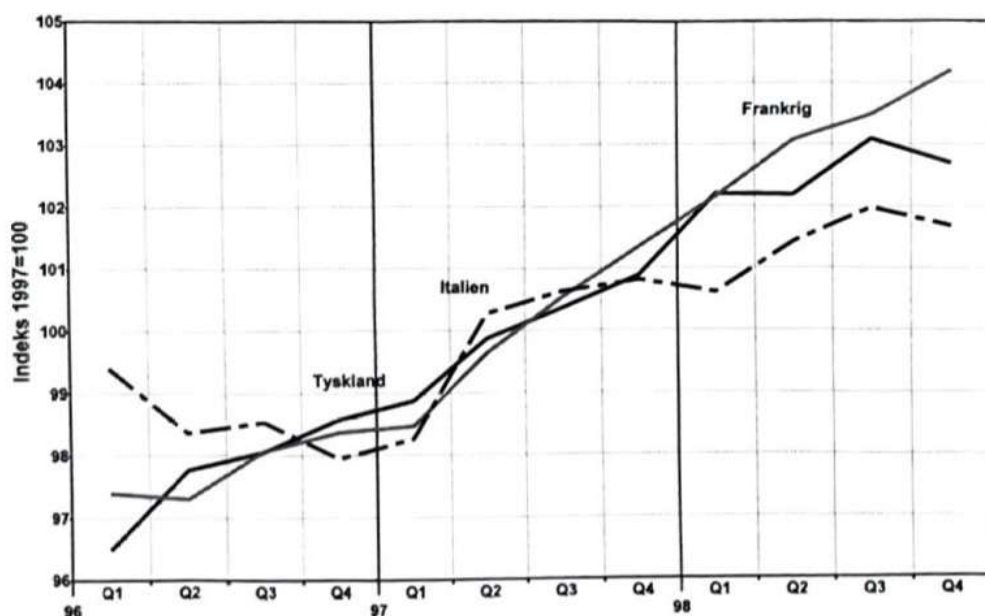
Den svage vækst har især ramt industrien, mens serviceindustri har klaret sig bedre. Det skyldes især, at industrien er meget mere konkurrenceudsat og afhængig af væksten i verdenshandlen end serviceerhverv.

Euro-området synes hårdere ramt på væksten som følge af krisen på de nye markeder end USA. Det forekommer paradoksalt, fordi euro-området handler mindre med de kriseramte områder i verden end USA gør. En del af forklaringen er, at euro-området er mere industritung (mindre servicetung). Dertil kommer, at væksten i euro-området i udgangspunktet var meget mere afhængig af eksport som drivkraft end tilfældet er i USA. Der er simpelthen endnu ikke kommet rigtig gang i forbrugerne i euro-området i dette opsving.

Det er karakteristisk, at de mest industritunge større lande – Tyskland og Italien – har klaret sig dårligere end Frankrig, som har en mere udviklet servicesektor, se figuren 5.

Den overraskende store nedsættelse af de styrende renter i euro-området i april på 50 basispoint til 2,50 pct. signalerer, at den europæiske centralbank (ECB) aktuelt er særdeles bekymret for væksten. Samtidig er inflationen så afdæmpet i især Tyskland og Frankrig, at der tales om faren for deflation. ECB

Figur 5: Økonomisk aktivitet i Tyskland, Frankrig og Italien



Anm: Sæsonkorrigeret BNP i faste priser.

sætter derfor ikke prisstabiliteten over styr ved at sænke renten.

Den umiddelbare realøkonomiske effekt af rentenedsættelsen er formentlig ikke stor, fordi renten i forvejen var lav. Men ECB håber, at den overraskende store rentenedsættelse kan vende den negative stemning i især erhvervslivet og hos forbrugerne for derigennem at inspirere til øget investeringer og forbrug. Et lignende middel brugte Federal Reserve i efteråret med succes, da der var frygt for en alvorlig kreditstramning i USA.

ECB pointerede, at der var tale om en enkeltstående rentenedsættelse og spillede på den måde den økonomisk-politiske bold over på politikernes banehalvdel med beskeden: yderligere vækststimulering må ske over finans- og strukturpolitik. Men finanspolitiske lempelser er realistisk set blokeret, da flere af landene allerede nu har vanskeligheder med at opfylde Stabilitets- og vækstpagtens forbud mod budgetunderskud på mere end 3 pct. af BNP.

Væksten i euro-området ventes igen at tage til i 2. halvår af 1999 blandt andet som reaktion på den seneste pengepolitiske lempelse og forbedrede eksportmuligheder.

Den fælles valuta euroen blev succesfuldt introduceret på de finansielle markeder fra starten af 1999 uden finansiell uro. Værdien af euroen har imidlertid ikke været så stabil som den europæiske centralbank kunne ønske og markederne havde forventet. Mod forventning er euroen faldet ret kraftigt i værdi – ca. 8 pct. – over for dollaren på den relativt svage økonomiske udvikling i euro-området. Det er umiddelbart med til at understøtte væksten i euro-området via en forbedret konkurrenceevne.

Den forventede vækstpause i euro-området i 1999 ventes også at ramme det øvrige Europa. Opsvinget i Sverige ventes således at bli-

ve dæmpet i 1999. I Storbritannien og Norge, som også aftager store andele af den danske eksport, er højkonjunktoren vendt og der er nu udsigt til nogle år med lav vækst.

Med den relative ro på de finansielle markeder, er opmærksomheden nu rettet mod vækst og inflation/deflation.

Den globale vækst er ikke blevet svagere siden efterårets kronik, men fordelingen er blevet mere skæv. USA vokser hurtigere, mens Japan og euro-området vokser langsommere end forventet. Det har øget fokuset på at tæmme vækst og inflation i USA, hvilket har fået de internationale renter til at stige noget. Omvendt lempes den økonomiske politik i Japan (finans- og pengepolitik) og euro-området (pengepolitikken) for at stimulere væksten og undgå deflation her.

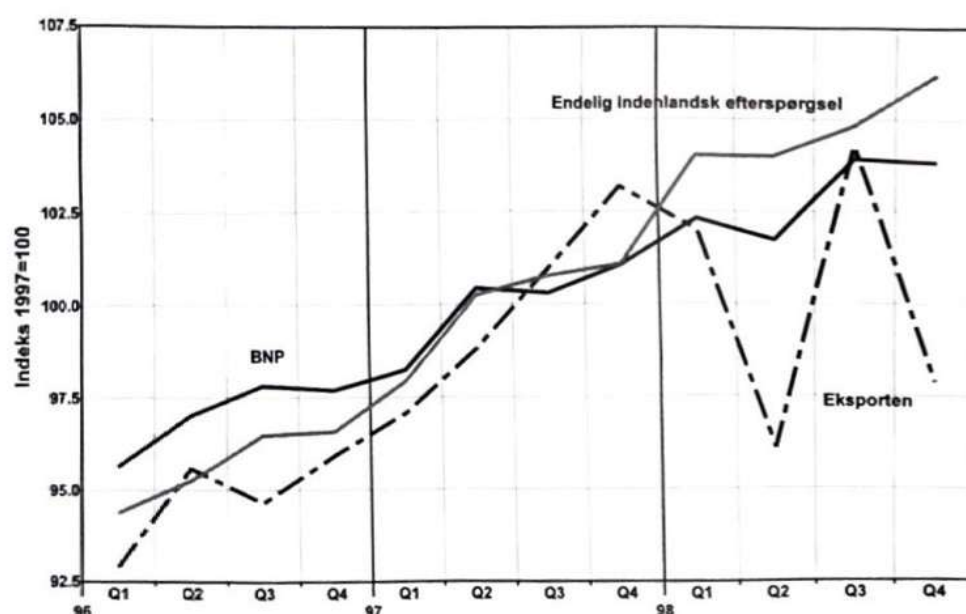
Der er tegn på, at den globale vækst har nået et lavpunkt og langsomt vil øges igen. Men der er også fortsat en række usikkerhedsmomenter, som kunne trække væksten yderligere ned. Blandt disse er en forværring af krisen i Japan, en større korrektion af aktiekurserne i USA og muligheden for en devaluering af den kinesiske valuta.

Selvom der skulle komme gang i væksten i euro-området og især i Japan igen og råvare- og oliepriserne er på vej op, venter de færreste, at inflationen og dermed renterne vil stige kraftigt. Dertil ventes væksten at blive for moderat ligesom den globale produktionskapacitet fortsat er noget større end efterspørgslen.

3. Konjunktursituationen i Danmark

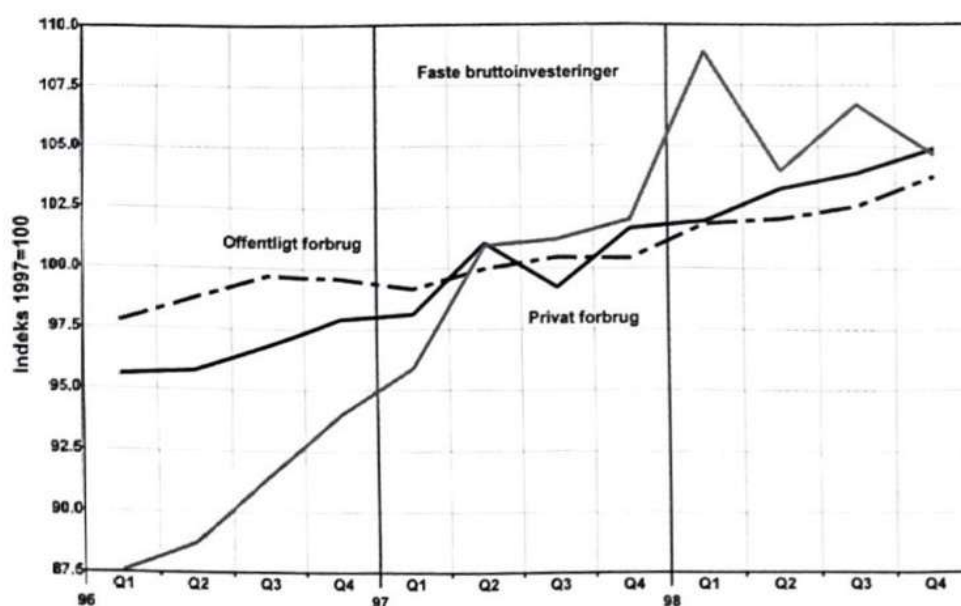
Den aktuelle konjunktursituation i Danmark ligner mest den vi ser i USA: høj, indenlandsk drevet vækst, faldende eksport, lavt ledighedsniveau, stabile lave priser, forværring af betalingsbalancen og relativt stærk valuta.

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



Anm: Sæsonkorrigerede mængder.

Figur 7: Endelig indenlandsk anvendelse fordelt på komponenter



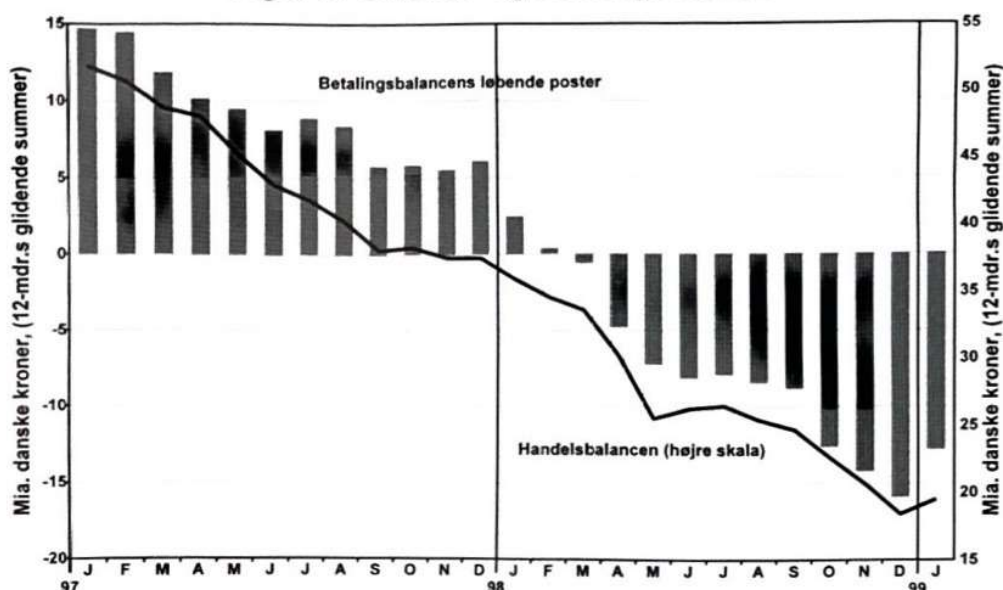
Anm: Sæsonkorrigerede mængder.

I modsætning til USA er Danmark en lille, åben økonomi med en stor udlandsgæld og er derfor langt mere sårbar over for en negativ udvikling på betalingsbalancen.

Bag forårets pinsepakke lå netop hensynet til

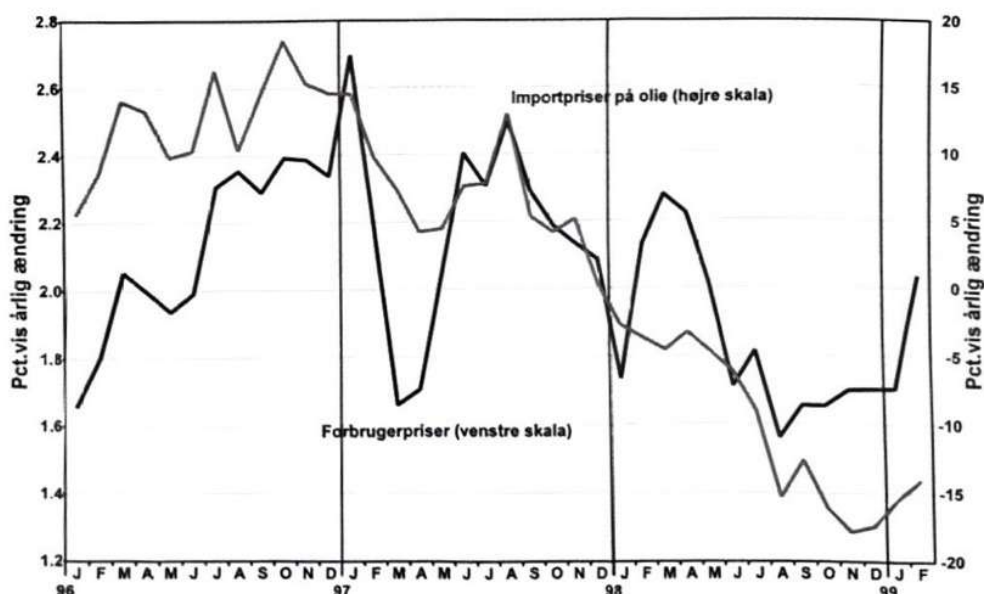
en stabil økonomisk udvikling med ligevægt på de ydre og indre balancer og en fast kronkurs over for euroen. Pinsepakken skulle bremse aktiviteten i økonomien og især tilvæksten i det private forbrug og øge opsparringen.

Figur 8: Handels- og betalingsbalancen



Anm: 12-måneders glidende gennemsnit viser tendensen i udviklingen. December-tallet er gennemsnittet for det forgangne år.

Figur 9: Forbrugerpriser og importpriser på olie i Danmark

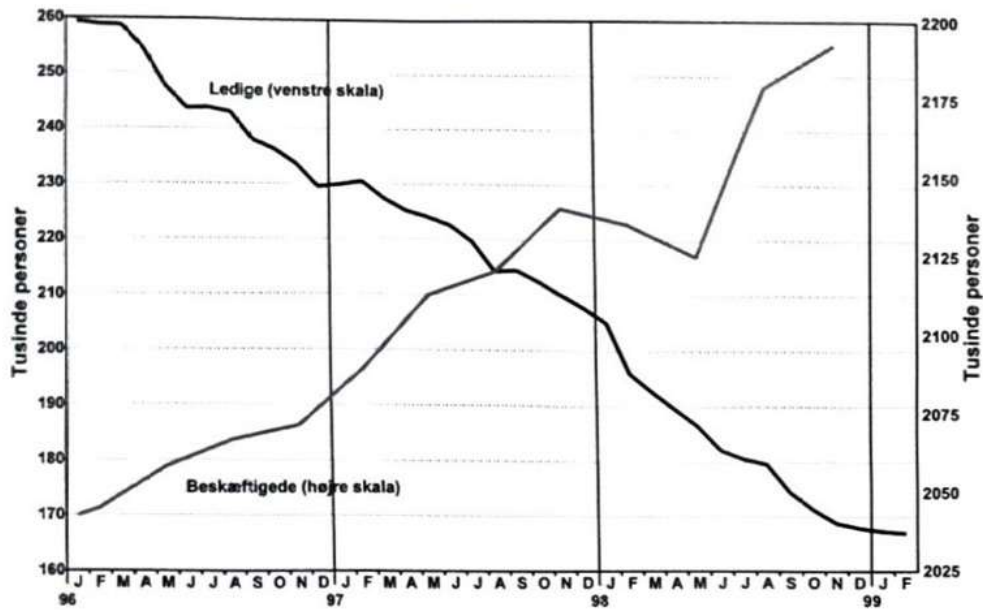


Den makroøkonomiske udvikling er imidlertid løbet fra Pinsepakken på mange områder siden pakkens vedtagelse. Ifølge nationalregnskabet for 4. kvartal er væksten i den indenlandske efterspørgsel *ikke* taget mærkbart af. Det private forbrug stiger fortsat hurtigt,

mens eksporten er gået i stå. Betalingsbalancen er dermed yderligere forværret.

Den fortsatte vækst i det private forbrug ligger skyldes blandt andet, at det internationale renteniveau og dermed det danske er faldet

Figur 10. Ledighed og beskæftigelse i Danmark



markant siden sommeren 1998. Rentefaldet i Europa er drevet af en kombination af lav inflation, faldende budgetunderskud og investorfugt til investeringsobjekter med lav risiko, såsom statsobligationer, i forbindelse med efterårets finansielle uro, se figur 4 ovenfor.

Rentefaldet har medført yderligere formuegevinster blandt andet i form af stigende huspriser. En del af disse gevinster er realiseret ved omlægning af realkreditlån. Dertil kommer, at faldende priser især på råvarer og olie har øget forbrugernes købekraft. Det er karakteristisk, at tilliden til familiernes økonomiske situation fortsat er meget høj, mens tilliden til Danmarks økonomiske situation er svækket markant og erhvervenes tillid nærmest er brudt sammen.

Debatten om nye økonomiske indgreb og problemerne med konkurrenceevnen har fået ny næring og kommer formentlig til at fylde store dele af den økonomisk politiske debat resten af året.

Den økonomiske udvikling efter Pinsepakkens vedtagelse illustrerer iøvrigt fint, hvor vanskeligt det er at dosere et økonomisk politisk indgreb, når verden og økonomien er foranderlig.

Der er bred enighed blandt økonomer om, at væksttempoet er på vej ned i Danmark, se tabel 2. Der er imidlertid ganske stor spredning blandt prognosemagernes konkrete vurderinger af den økonomiske udvikling i de kommende år.

Konsensus-skønnet for væksten i økonomien i 1999 er ca. 1½ pct. mod en realiseret vækst i 1998 på knap 3 pct. Det er især det private forbrug og investeringer, som ventes at vokse langsommere i 1999. Inflationen ventes fortsat at være afdæmpet i 1999 på 2 pct. Beskæftigelsen ventes at falde, og ledigheden har formentlig nået bunden med ca. 160.000 personer. Ifølge prognoserne vil ledigheden stige noget igennem 1999 og 2000.

I 2000 er der igen udsigt til lidt højere vækst-

Tabel 2. Udvalgte prognoser for den økonomiske udvikling i Danmark

	Niveau, 1997	1998	1999			2000		
	(mia. kr.)		ØM	AE	DDB	ØM	AE	DDB
			- Pct.vis ændring i f.t. året før -					
Bruttonationalprodukt	1120.9	2.9	1.6	1.0	1.0	1.2	1.5	2.2
Indenlandsk efterspørgsel, i alt	1083.7	3.4	1.3	0.8	0.7	0.9	1.3	2.3
Heraf:								
Privat forbrug	568.5	3.5	1.5	1.5	1.8	1.4	1.7	2.5
Offentligt forbrug	286.8	2.6	1.4	1.5	2.0	1.0	1.0	1.7
Offentlige investeringer	20.8		5.0	3.3	6.3	0.0	0.0	5.8
Faste erhvervsinvesteringer	162.6	6.1	0.7	-0.3	-2.3	0.2	2.1	3.0
Boligbyggeri	40.1		-3.0	-2.1	-1.2	-0.5	-0.7	2.4
Lagerinvesteringer	4.9	0.9	0.1	-0.2	-0.4	-0.1	0.0	-0.2
Udenrigshandel:								
Eksport	403.6	0.1	2.7	1.9	2.1	3.4	3.0	3.6
Import	366.4	4.7	2.1	1.2	1.4	2.5	2.5	4.0
Betalingsbalancens løbende poster, Mia. kr.	6.0	-15.9	-6.5	-10.0	-7.4	-2.0	-4.0	-6.2
Vækst i forbrugerpriser, Pct.	2.1	1.9	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2
Arbejdsløse, 1000 pers.	220	182.7	165.0	172.0	181.0	175.0	183.0	172.0
Offentlig saldo, pct. af BNP	5.0	0.8	2.7	2.9	1.8	2.3	2.5	1.9

Anm.: Lagerinvesteringer er angivet i pct. af BNP året før.

Kilder: Økonomiministeriet (ØM), Økonomisk Oversigt, December 1998, Arbejderbevægelsens Erhvervsråd (AE), Kvartalsprognose 22. marts 1999, Den Danske Bank (DDB), Den Nordiske Økonomi, Januar 1998 og Nationalregnskabet, Danmarks Statistik.

rater i takt med en genopretning på de kriseramte nye markeder herunder Rusland og Sydøstasien og især en forøget aktivitet i

Tyskland. Det ventes at resultere i en forbedring af betalingsbalancen, som dog fortsat ventes at være negativ i år 2000.