

Økonomisk kronik

1. halvår 1998

Henrik Fænøe, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

1. Sammenfatning

Siden forårets økonomiske kronik har mediernes været præget af negative nyheder vedrørende den økonomiske udvikling. På den baggrund skulle man tro, at der nu måtte tegne sig et helt andet billede af den økonomiske situation, end det der fremgik af forårets økonomiske kronik. Dette er imidlertid ikke tilfældet. I USA og Europa er der stadig pæn vækst, og selvom forventningerne til væksten er nedjusteret for nogen lande, heriblandt Danmark, så er der langt fra den nuværende situation til en egentlig recession.

Den økonomiske situation i flere asiatiske lande er godt nok blevet stadig værre, og vækstforventningerne for Japan er blevet nedjusteret markant. De faldende råvarepriser og turbulensen på de finansielle markeder har givet en række andre mindreudviklede lande, bl.a. Rusland, betydelige problemer. Selvom krisen i Asien har været katalysator for udviklingen, så skyldes mange af problemerne strukturelle svagheder i landenes økonomiske systemer.

De virksomheder i USA og Europa som er afhængige af eksport til Asien og Rusland bliver selvfølgelig ramt direkte af krisen. Samhandelens betydning for den samlede økonomi er dog relativt begrænset, specielt for så vidt angår Europa. Hertil kommer at de

negative effekter af den lavere eksport delvis modvirkes af stigende realindkomster og lavere renter. De lavere priser på råvarer og importerede industrivarer medfører, at forbrugerne i USA og Europa får flere penge til overs til køb af andre varer og tjenester, og de lavere renter påvirker også efterspørgslen positivt. Mange kontinentaleuropæiske lande befinder sig i en situation, hvor den indenlandske efterspørgsel er på vej opad, og der er således stærke kræfter, som påvirker økonomien positivt.

Efter mange års høj vækst er der imidlertid også indenlandske faktorer som taler for en betydelig afmatning af væksttempoet i USA, og i Europa kan den stigende usikkerhed medføre en uddybelse af investeringsplaner, hvilket vil bremse den indenlandske opsparring her.

Den alvorligste trussel mod fortsat vækst i Europa og USA er faren for at det finansielle system bliver lammet, som følge af tab i mindre udviklede lande og tab på udlån til såkaldte »hedge« fonde. Sidstnævnte, der trods navnet dækker over spekulation for lånte midler, er kommet ud i problemer, som følge af efterårets turbulens på de finansielle markeder. Skrækscenariet er, at bankerne må begrænse deres udlån, som følge af tab. Dette må dog stadig anses som relativt usand-

synligt, selvom informationen om bankernes engagementer desværre er uhyre ringe.

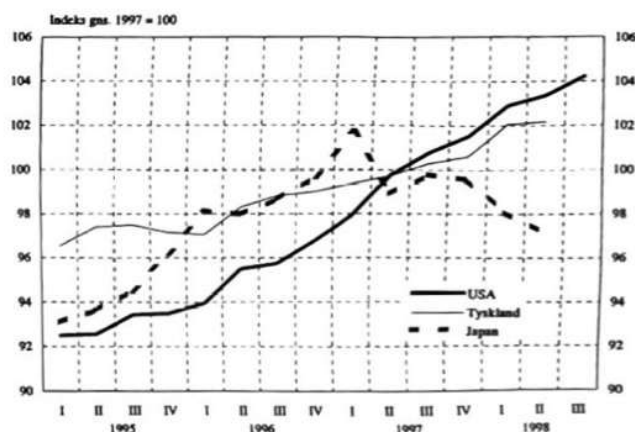
I Danmark medvirker pinsepakken til at begrænse den indenlandske efterspørgsel, og udover de direkte effekter af en lavere eksport til Asien, er dansk eksport blevet ramt af en betydelig forringelse af konkurrenceevnen, som følge af valutakursforskydninger. Alt i alt er vækstudsigterne for dansk økonomi blevet forværret noget siden i foråret.

Den negative stemning som krisen i Asien har medført, kan også tænkes at lægge en dæmper på virksomhedernes investeringsplaner, men forbrugerne, der traditionelt skeler mere til deres egen pengepung, end til avisernes overskrifter, vil formodentlig lægge en bund under efterspørgslen. Det er ligeledes vigtigt at være opmærksom på, at det er bekvemt for alle, der har problemer, at give Asien-krisen skylden.

2. Den internationale konjunktursituation

I USA fortsatte væksten med overraskende styrke i årets første 3 kvartaler, jf. figur 1. Konsensusforventningerne til væksten i USA i år er blevet opjusteret fra 3,1 til 3,6 pct. siden foråret, jf. tabel 1. Den højere vækst skyldes ikke at USA ikke er blevet ramt af problemerne i Asien. Tværtimod er den amerikanske eksport faldet betydeligt gennem 1. halvår, men dette er blevet mere end opvejet af en fortsat pæn fremgang i den indenlandske efterspørgsel. Investeringerne, men også privatforbruget, har udvist en overraskende høj vækst.

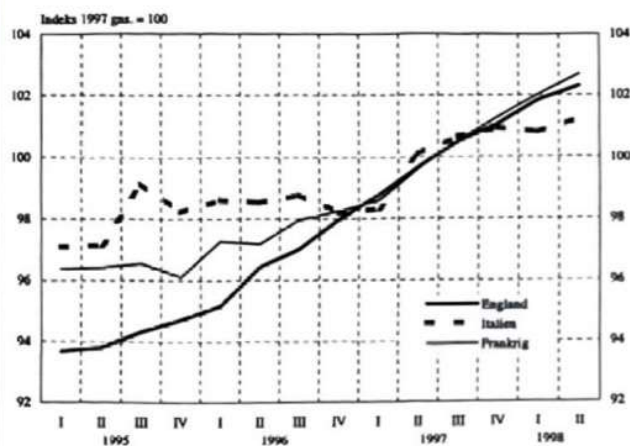
De amerikanske forbrugeres balancer er efterhånden noget anstrengte, og efter mange års høj vækst er det uundgåeligt at væksten i USA vil tage af. Svækkelsen af eksporten vil blot forstærke denne proces, som til gengæld vil blive modvirket af den amerikanske nationalbanks forventede rentesænkninger.



Anm.: Sæsonkorrigerede data, faste priser.

Figur 1: BNP/BNI
USA (BNP), Japan (BNI) og
Tyskland (BNP)

I 1999 forventes nu en vækst på 2 pct. mod 2,2 pct. i foråret, og dette svarer til nogenlunde uændrede forventninger til det absolutte aktivitetsniveau, idet væksten i 1999 nu tager udgangspunkt i et højere niveau for aktiviteten i 98, end man regnede med i foråret.

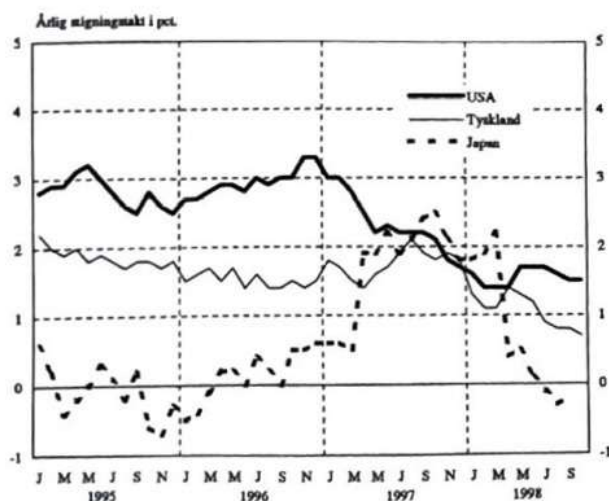


Anm.: Sæsonkorrigerede data, faste priser.

Figur 2: BNP England, Frankrig og Italien

Inflationen i USA har stabiliseret sig på omkring 1½ pct. i 1998, jf. figur 3, og der er ikke forventninger om dramatiske ændringer i dette niveau.

Stagnationen i den japanske økonomi i 2. halvår af 1997 blev afløst af direkte fald i aktiviteten i 1. halvår af 1998, jf. figur 1. I 2. kvartal var aktiviteten nået ned under niveauet for 1. kvartal 1996. Forventningerne til væksten i Japan i år er da også nedjusteret fra et fald på knap ½ pct. i foråret til et forventet fald på 2½ pct., jf. tabel 1. I foråret blev der forventet en vækst på 0,7 pct. i 1999, men nu forventes i stedet et yderligere fald i aktiviteten på 0,6 pct.



Figur 3: Forbrugerpriser
USA, Tyskland og Japan

Den primære årsag til aktivitetsfaldet i Japan er et betydeligt fald i den indenlandske efterspørgsel anført af investeringerne. Hertil kommer en relativ svag eksportudvikling, som følge af krisen hos de nærmeste samhandelspartnere. En vigtig årsag til den svage indenlandske efterspørgsel er den pressede situation, som de fleste japanske banker og andre finansielle institutioner befinder sig i. I

mange år har man skubbet urealiserede tab foran sig, og som følge af fortsatte aktiekursfald og de økonomiske problemer i Asien, er mange banker nu kommet i åbenlyse økonomiske problemer. Regeringen har vedtaget en hjælpepakke, og der er håb om, at der langt om længe vil blive ryddet op i den japanske banksektor. Dette er formodentlig forudsætningen for at Japan på ny kan blive præget af vækst og fremgang.

I Tyskland accelererede væksten i 1. kvartal 1998, hvorefter der var tale om stagnation i 2. kvartal, jf. figur 1. Væksten i 1. kvartal var primært båret af et opsving i den indenlandske efterspørgsel, mens stagnationen i 2. kvartal skyldes kombinationen af stigende eksport og faldende indenlandsk efterspørgsel.

Konsensusforventningerne til væksten i Tyskland i år er forøget marginalt til 2,7 pct., mens forventningerne til væksten til næste år er nedjusteret med ½ pct. fra 2,7 til 2,2 pct., jf. tabel 1.

Det er ikke mindst den indenlandske efterspørgsel, der må forventes at bære væksten i Tyskland i de kommende år, men efter flere års stagnation er der også gode udsigter til dette. I Tyskland minder den økonomiske situation en del om situationen i Danmark i 1993. Efter flere års lavvækst er forbrugernes balancer blevet sundere, beholdningen af varige forbrugsgoder slidt, og behovet for ændringer i boligsituationen større. Da arbejdsløsheden nu er begyndt at falde, renten er lav og realindkomsterne stiger, er der grund til at forvente en fremgang i privatforbruget og boligbyggeriet. Der er tilmed ligesom i Danmark i 1993 netop tiltrådt en ny socialdemokratisk regering, der snarere vil fremme væksten end det modsatte.

	1998		1999	
USA	3,6	(3,1)	2,0	(2,2)
Japan	-2,6	(-0,4)	-0,6	(-0,7)
Tyskland	2,7	(2,6)	2,2	(2,7)
Frankrig	3,0	(3,0)	2,3	(2,7)
Italien	1,7	(2,4)	2,2	(2,8)
England	2,7	(2,2)	0,8	(1,8)

Kilde: Consensus Forecast, November 1998

Anm.: Hver måned foretager Consensus Forecast en rundspøge til over 200 fremtrædende prognoseproducenter og indsamler oplysninger om disses forventninger til væksten, inflationen og en række andre økonomiske nøgletal. På basis heraf beregnes de gennemsnitlige forventninger, som gengivet ovenfor.

Tallene i parentes er forventningerne fra forårets kronik.

Tabel 1. Konsensusforventninger til væksten i BNP/BNI i 1998 og 1999, for de store OECD lande.

Selvom den tyske industris eksport til Asien bliver reduceret mærkbart, så er der således indenlandske og tungere vejende efterspørgselskomponenter, der vil trække i positiv retning, og der er derfor grund til at se relativt lyst på den økonomiske udvikling i Tyskland. Nogenlunde den tilsvarende situation gør sig gældende i en række andre europæiske lande, herunder Sverige, og udsigterne for den europæiske økonomi er formodentlig lysere, end man kan få indtryk af, når man følger med i den løbende nyhedsstrøm.

At den økonomiske situation i Europa langt fra er katastrofal bekræftes yderligere af figur 2, hvor det fremgår at aktiviteten i Frankrig og England er fortsat med at stige pænt ind i 1. halvår 1998. I Frankrig forventes stadig en vækst i år på 3 pct., mens forventningerne til væksten i England er forøget fra 2,2 til 2,7 pct. siden foråret, jf. tabel 1.

I Italien derimod var aktiviteten i 1. kvartal stort set uændret i forhold til 4. kvartal, og vækstforventningerne for i år er nedjusteret fra 2,4 til 1,7 pct., jf. tabel 1.

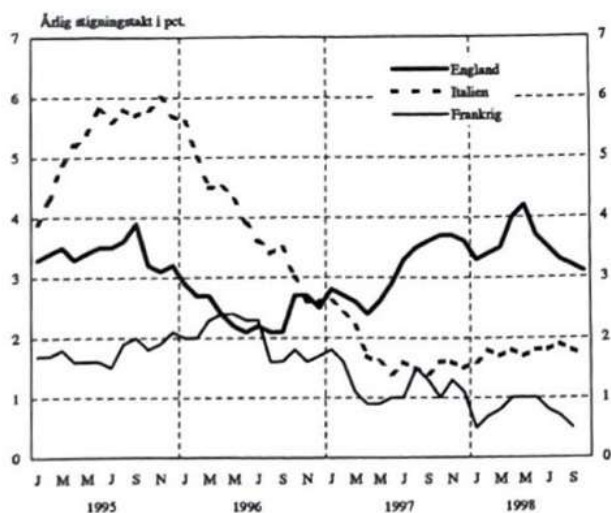
Forventningerne til væksten i 1999 er nedjusteret i både Frankrig, Italien og England, jf. tabel 1, men både i Frankrig og Italien forventes som i Tyskland en vækst på 2 til 2½ pct., og i England forventes stadig en positiv vækst, omend kun på knapt 1 pct.

Med etableringen af Euro'en vil den korte rente skulle harmoniseres i store dele af Europa, og den aktuelle situation taler for at renterne vil blive sat ned i en række af randlandene, fremfor op i Tyskland og Frankrig. Selv i de lande, hvor man måske kunne have behov for højere renter, som følge af en pæn økonomisk aktivitet, vil dette ikke finde sted. Når dertil lægges, at der er socialdemokratiske regeringer i flere af de betydelige europæiske lande, og at der er en række andre fundamentale argumenter for stærkere indenlandsk efterspørgsel, er det svært at blive meget negativ på vækstforventningerne i Europa.

De seneste indikatorer for udviklingen i Europa tyder dog på en betydelig forværring af forventningerne til fremtiden og hvis dette medfører lavere investeringer og forbrug kan væksten i Europa blive lavere end det forventes nu.

Blandt de skrækscenarier, der tegnes af nogen af de mest negative økonomer, er en udvikling med deflation og økonomisk krise som i 30'erne. Dette er højst usandsynligt.

Der er ingen tvivl om, at råvarepriserne og priserne på mange industrielle produkter er faldet og fortsat vil være under et betydeligt pres, men der er den afgørende forskel mellem situationen i dag og i 30'erne at de råvareproducerende sektorer og industrien fylder relativt begrænset i de udviklede økonomier. Hovedparten af den økonomiske aktivitet ligger i den private og offentlige servicesektor, hvor den væsentligste omkostning er lønninger, og dem er der absolut ikke udsigt til noget fald i.

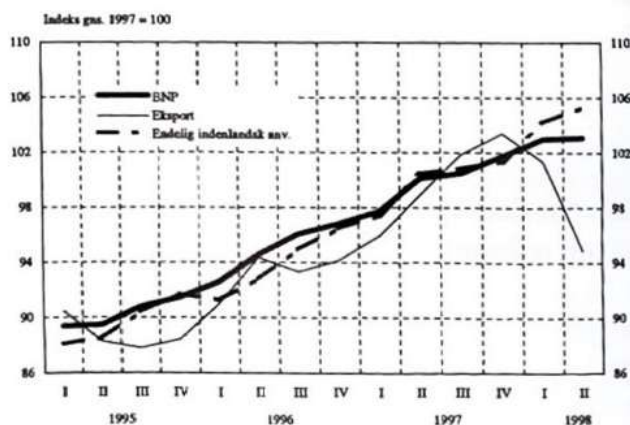


Figur 4: Forbrugerpriser
England, Italien og Frankrig

I praksis er det også kun i Japan at prisstigningerne er helt forsvundet, jf. figur 3 og 4. I Frankrig og Tyskland ligger inflationen således i underkanten af 1 pct., i Italien på knapt 2 pct. og England på ca. 3½ pct.

3. Danmarks økonomiske situation

I Danmark fortsatte væksten i 1. kvartal 1998, mens aktiviteten stagnerede på nogenlunde uændret niveau i 2. kvartal. Det var fortsat fremgang i den indenlandske efterspørgsel, der holdt væksten oppe, idet eksporten faldt både i 1. og 2. kvartal. Mens det i høj grad var investeringerne, der bar væksten i 1. kvartal, så var det fortsat fremgang i privatforbruget, der trak den indenlandske efterspørgsel op i 2. kvartal, jf. figur 6.



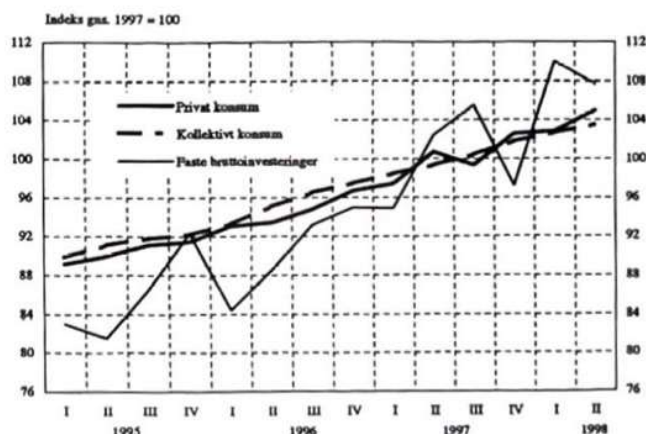
Anm.: Sæsonkorrigerede data, 1990 priser

Figur 5: BNP, endelig indenlandsk
anvendelse samt eksport

Det er svært at vurdere den underliggende økonomiske udvikling i 2. kvartal, da konflikten på arbejdsmarkedet medførte et betydeligt aktivitetsbortfald, og konflikten må have været en væsentlig årsag til den økonomiske stagnation.

Omvendt er der næppe tvivl om, at konkurrenceevneforværringen, krisen i Asien og relativt svag vækst hos samhandelspartnerne også har bidraget til den meget negative udvikling i eksporten.

Når udsigterne for dansk økonomi i resten af 1998 skal vurderes, er det ikke kun usikkerheden med hensyn til effekten af strejken i 2. kvartal, der volder vanskeligheder, men også vurderingen af, hvor hårdt eksporten fremover vil blive ramt af krisen i Asien, samt hvor store de vækstdæmpende effekter vil være af forårets pinsepakke. Formålet med denne var at bremse den fortsat stærke vækst i den indenlandske efterspørgsel, og der er heller ikke tvivl om, at nettoeffekten af pinsepakken er vækstdæmpende. Spørgsmålet er imidlertid om den fortsat lavere rente og de stigende realindkomster vil have endnu stærkere vækstoffremmende effekter, end hidtil antaget, og derfor holde gang i den indenlandske aktivitet trods opstramningen.



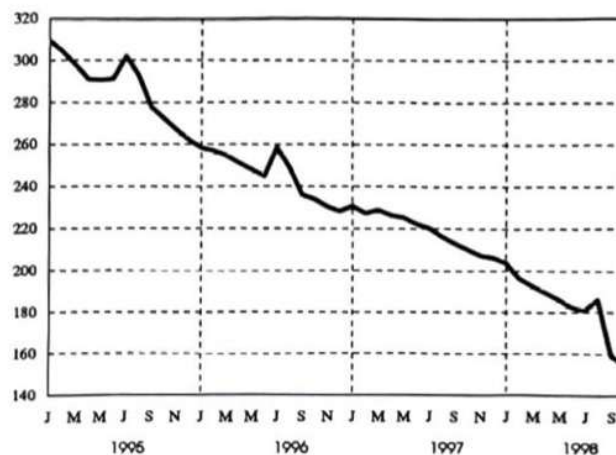
Anm.: Sæsonkorrigerede data, 1990 priser.

Figur 6: Endelig indenlandsk anvendelse fordelt på komponenter

De fleste prognoser forventer nu at væksten i år bliver noget lavere end hidtil antaget. I foråret forventedes en vækst i størrelsesordenen 3 pct., men vækstforventningerne befinder sig nu i størrelsesordenen ca. 2½ pct. Selvom vækstforventningerne er nedjusteret, er der dog stadig tale om en ganske pæn vækst.

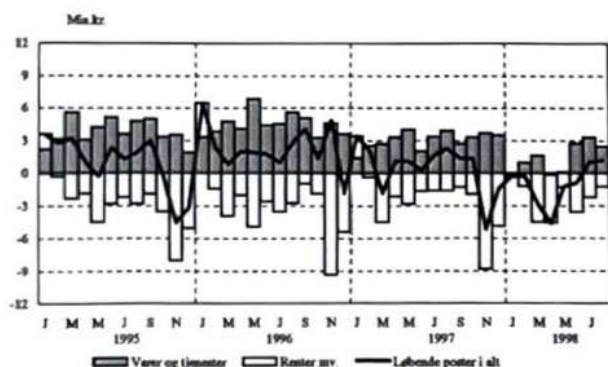
Vækstforventningerne for 1999 er blevet nedjusteret noget mere, idet der nu forventes en vækst på ca. 2 pct., jf. tabel 3, mens der i foråret var vækstforventninger i størrelsesordenen 2½ til 3 pct. I betragtning af den usikkerhed, der hersker med hensyn til nettoeffekten af krisen i de mindre udviklede lande, er vækstskønnene for 1999 formodentlig noget mere usikre end sædvanligt. Skulle prognoserne få ret, vil der dog også i 1999 blive tale om en pæn, omend noget lavere vækst, end den der har præget Danmark siden 1994. Nogen egentlig recession er der derfor ikke tale om.

Det er også svært at se nogen tegn på krise i udviklingen i arbejdsløsheden, der har fortsat sin støt faldende tendens igennem den forløbne del af 1998, jf. figur 7. Ledigheden er nu nede under 160.000, et niveau, der for få år siden ville blive opfattet som rent utopi. Den gennemsnitlige ledighed forventes i år at blive på 185.000 og til næste år at havne i niveauet 170.000 til 180.000. Opbremsningen i væksten forventes således at medføre en opbremsning i reduktionen af arbejdsløsheden.



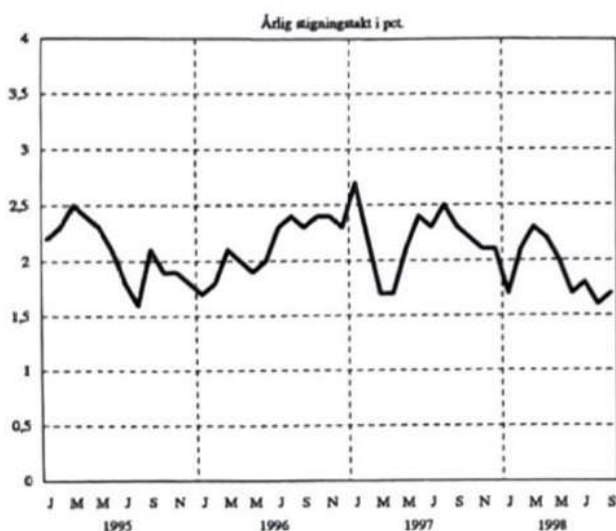
Anm.: Sæsonkorrigeret ledighed.

*Figur 7: Arbejdsløshed
Antal ledige i 1.000*



Figur 8: Betalingsbalance

Den fortsatte fremgang i den indenlandske efterspørgsel, kombineret med det betydelige fald i eksporten, har medført, at betalingsbalancen, som frygtet i foråret, er blevet negativ, jf. figur 8. Prognoserne forventer nu et underskud i år i størrelsesordenen 0 til 10 mia. kr. Prognoserne forventer en forbedring af betalingsbalancen i 1999, og skønnene befinder sig i intervallet 0 til +10 mia. kr., jf. tabel 2 og 3.



Figur 9: Forbrugerpriser. Danmark

Det er svært at vurdere den isolerede effekt af betalingsbalanceunderskuddet på det danske renteniveau, men umiddelbart tyder kommentarerne fra iagttagere på, at udvidelsen af rentespændene snarere skyldes den generelle internationale finansielle uro, end det forhold at betalingsbalancen igen er blevet negativ. Dansk økonomi vurderes stadig at være grundlæggende sund.

Gennem 1. halvår er inflationen faldet fra 2 til 1½ pct., jf. figur 9. Ifølge prognoserne forventes prisstigningerne i år at blive i størrelsesordenen 1½ til 2 pct., og til næste år forventes priserne at stige fra 2 til 2½ pct., jf. tabel 2 og 3. Ifølge prognoserne er der således ikke grund til at forvente nogen nævneværdig inflation i Danmark.

Som følge af den generelle negative stemning, er der ikke mange, der taler om faren for overophedning og løninflation, men i Danmark er dette nok stadig en lige så stor trussel som risikoen for deflation og lavvækst.

Alt i alt må den økonomiske situation betragtes som noget mere usikker end tidligere, men mediernes krisestemning forekommer stærkt overdreven. I løbet af det næste halve års tid vil det vise sig om dommedagsprofeterne får ret, eller om problemerne i Asien og andre mindreudviklede lande overvejende vil være et lokalt problem, mens resten af verden vil kunne fortsætte en rimelig økonomisk udvikling.

	Niveau 1997 (mia. kr.)	ØM Okt.	DDB Okt.	AE Sep.	UNI Aug.
Bruttonationalprodukt	1120,9	2,6	2,3	2,3	2,5
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1083,7	3,3	3,3		
Heraf:					
Privat forbrug	568,5	3,1	3,4	2,5	2,8
Offentligt forbrug	286,8	2,1	1,9	1,5	2,0
Offentlige investeringer	20,8	- 8,5	- 3,3	- 8,4	
Faste erhvervsinvesteringer	162,6	7,7	7,0	6,1	4,5*
Boligbyggeri	40,1	1,0	0,9	4,0	
Lagerinvesteringer	4,9	- 0,1	- 0,1	- 0,2	0,0
Udenrigshandel:					
Eksport	403,6	2,5	1,1	4,0	3,8
Import	366,4	4,5	3,8	5,1	5,0
Betalingsbalancens					
løbende poster, mia. kr.	6,0	- 7,0	- 10	- 5,0	2,0
Vækst i forbrugerpriser, pct.	2,1	1,8	1,9	2,0	2,0
Arbejdsløse, 1000 pers.	220	185	181	185	185
Offentlig saldo	5,0	1,0	0,6	1,4	1,2

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

* Dette er de faste bruttoinvesteringer

ØM: Økonomiministeriet, Økonomisk Oversigt, Oktober 1998

DDB: Den Danske Bank, Den Nordiske Økonomi, September 1998

AE: Arbejderbevægelsens Erhvervsråd, Kvartalsprognose 21. September 1998

UNI: Unibank Markets, Økonomisk perspektiv— Danmark, August 1998

Tabel 2: Skøn for den økonomiske udvikling i 1998

	Niveau 1997 (mia. kr.)	ØM Okt.	DDB Okt.	AE Sep.	UNI Aug.
Bruttonationalprodukt	1120,9	1,7	1,3	2,2	2,2
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1083,7	1,4	1,4		
Heraf:					
Privat forbrug	568,5	1,4	1,9	1,4	2,0
Offentligt forbrug	286,8	0,9	1,5	0,8	1,2
Offentlige investeringer	20,8	2,0	0,0	2,0	
Faste erhvervsinvesteringer	162,6	2,8	1,5	2,8	1,2*
Boligbyggeri	40,1	- 0,5	- 1,5	5,0	
Lagerinvesteringer	4,9	- 0,1	- 0,1	0,1	0,0
Udenrigshandel:					
Eksport	403,6	2,9	2,6	4,8	4,3
Import	366,4	2,3	3,0	3,5	3,0
Betalingsbalancens					
løbende poster, mia. kr.	6,0	0,0	- 7	4,0	8,0
Vækst i forbrugerpriser, pct.	2,1	2,3	2,3	2,5	2,5
Arbejdsløse, 1000 pers.	220	175	181	178	170
Offentlig saldo	5,0	2,5	1,1	2,6	2,5

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

* Dette er de faste bruttoinvesteringer

ØM: Økonomiministeriet, Økonomisk Oversigt, Oktober 1998

DDB: Den Danske Bank, Den Nordiske Økonomi, September 1998

AE: Arbejderbevægelsens Erhvervsråd, Kvartalsprognose 21. September 1998

UNI: Unibank Markets, Økonomisk perspektiv - Danmark, August 1998

Tabel 3: Skøn for den økonomiske udvikling i 1999