

Økonomisk kronik

2. halvår 1997

Henrik Fænøe, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

1. Sammenfatning

Den økonomiske udvikling er i store træk forløbet i overensstemmelse med forventningerne i efteråret. Der er således kun mindre afvigelser mellem de foreløbige nationalregnskabstal for 1997 og de forventninger, der var til væksten i verdens største økonomier, jf. tabel 1. I betragtning af de mange dommedagsprofetier, som krisen i Asien har udløst, er det bemærkelsesværdigt, at også vækstforventningerne for 1998 stort set er uændrede, bortset fra for Japan, hvor der er tale om en betydelig nedjustering. Påstanden i efterårets økonomiske kronik, om at krisen i Asien primært er et problem for Asien, lader indtil videre til at holde stik.

Med aftagende vækst i USA og tiltagende vækst i Europa forventes væksten i år i de store lande, eksklusive Japan, således stadig at blive i størrelsesordenen 2 til 3 pct., jf. tabel 1. I Japan derimod er forventningerne til væksten i år blevet nedjusteret fra ca. 1½ pct. til ca. $\frac{1}{2}$ pct. Den største trussel mod verdensøkonomien forekommer stadig at være at den økonomiske udvikling i Japan skal medføre et finansielt sammenbrud, der via de finansielle markeder hurtigt kan forplante sig til resten af verden. Dette må dog stadig anses som relativt usandsynligt.

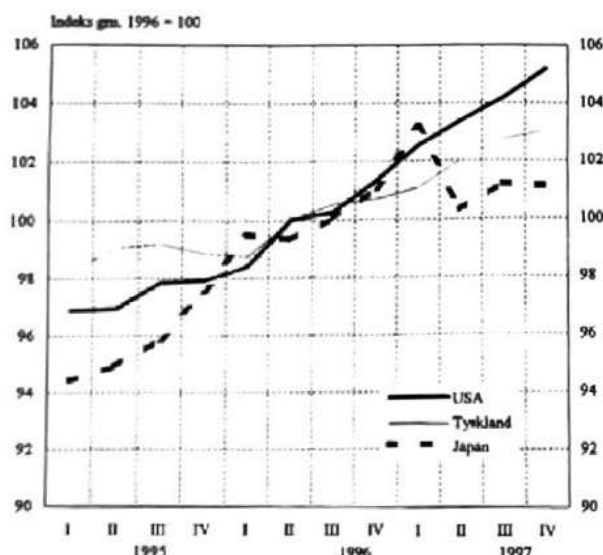
Alt tyder nu på, at ØMU'en vil træde i kraft den 1. januar 1999 med deltagelse af de fleste EU lande. I betragtning af de seneste års debat, om vanskelighederne for landene ved

at kvalificere sig til deltagelse, må dette betragtes som noget overraskende. Indførelsen af ØMU'en vil få stor betydning for de europæiske økonomiers udvikling.

Mens folketingsvalget politisk blev vældigt dramatisk, så er det bemærkelsesværdigt, så lidt valget påvirkede de finansielle markeder. Dette er udtryk for, at de finansielle markeder har erkendt, at de grundlæggende træk i den økonomiske politik i Danmark ligger fast, uanset hvilken fløj i Folketinget, der dominerer. Dette betyder også, at Danmark er godt rustet til introduktionen af ØMU'en, idet tilhiden til dansk økonomi er så stor, at omkostningerne ved at stå udenfor ØMU'en, formodentlig bliver begrænsede. Ifølge prognoserne forventer opsvinget i Danmark at fortsætte med en vækst i størrelsesordenen 3 pct., hvilket forventes at medføre fortsat lav arbejdsløshed, muligvis et behersket betalingsbalanceunderskud men de fleste forventer fortsat overskud, samt uændret lav inflation.

2. Den internationale konjunktursituation

I 2. halvår af 1997 fortsatte væksten i USA med uformindsket styrke, jf. figur 1. For året som helhed blev væksten knapt 4 pct. Trods den høje vækst aftog inflationen igennem hele året fra niveauet 3 pct. til ca. 1½ pct., jf. figur 3. Dette skyldes til dels den stærke dollar og heraf afledte lave importpriser, men også en fortsat meget afdæmpet prisudvikling internt i USA.



Anm.: Sæsonkorrigerede data, faste priser.

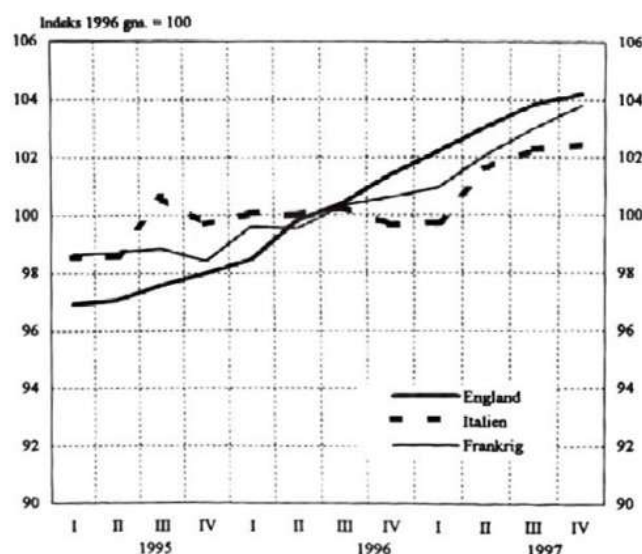
Figur 1. BNP/BNI
USA (BNP), Japan (BNI) og Tyskland (BNP)

Hvis nogen for 5 år siden havde hævdet, at inflationen kunne falde fra 3 til 1½ pct. i et land med en vækst på næsten 4 pct., ville de være blevet komplet til grin. Selvom ingen træer gror ind i himlen, og en fortsættelse af den høje vækst formodentlig før eller siden vil medføre en noget højere inflation, så forekommer udviklingen i USA at være endnu en bekræftelse på den flere gange tidligere fremsatte påstand om, at verdensøkonomien befinder sig i en ny situation med strukturelt betinget lavere inflation.

Ifølge prognoserne forventes væksten i USA imidlertid at aftage i år og til næste år til henholdsvis 3,1 og 2,2 pct. Hvis denne afmatning bliver realiseret, er der næppe grund til at frygte en betydeligt højere inflation, selvom prisstigningstakten nok vil stige noget, når de midlertidige effekter af dollarstyrkelsen forsvinder.

I Japan stabiliserede aktiviteten sig på et lidt højere niveau i 2. halvår efter det betydelige fald fra 1. til 2. kvartal, jf. figur 1. For året som helhed blev væksten på 1 pct. i overens-

stemmelse med forventningerne i efteråret, men dette var også betydeligt lavere end tidligere forventet. I år forventes et fald i aktiviteten på ½ pct., hvilket er en betydelig nedjustering i forhold til de tidligere forventninger om en vækst på 1½ pct., jf. tabel 1. I 1999 forventes en fornyet, men svag vækst på 0,7 pct. Japan er således tydeligt blevet ramt af krisen i Asien.



Anm.: Sæsonkorrigerede data, faste priser

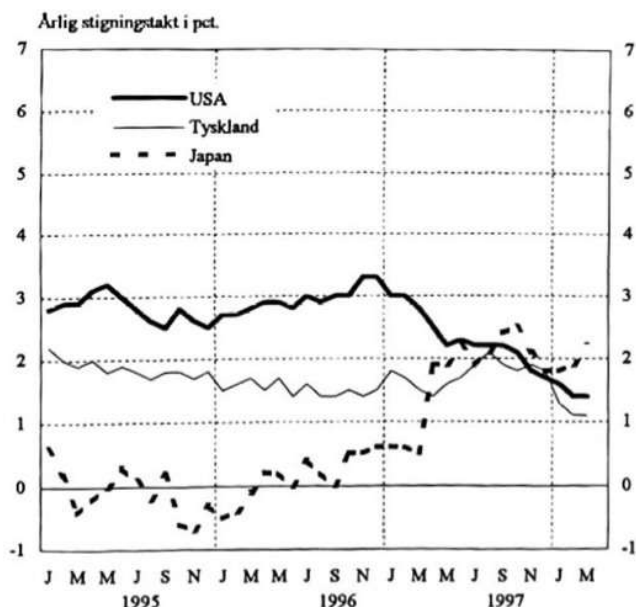
Figur 2. BNP
England, Frankrig og Italien

Den betydelige forringelse af Japans eksportmuligheder, som følge af de nærmeste samhandelspartners betydelige devalueringer, er dog næppe den eneste årsag til problemerne. En fortsat svag indenlandsk efterspørgsel forårsaget af uløste strukturelle problemer fra slutningen af firserne, er formodentlig også en vigtig årsag til udviklingen.

Der er forhåbninger om at en ny finanspolitisk lempelse kan stimulere økonomien, men sådanne forhåbninger har tidligere slået fejl. Det er næppe sandsynligt, men kan ikke helt udelukkes, at de økonomiske problemer i Japan medfører en nedsmeltning af Japans fi-

nansielle system. Dette vil via de finansielle markeder kunne få krisen til at forplante sig til resten af OECD-landene. En betydelig svækkelse af yenen som følge af krisen vil formodentlig også kunne få mærkbare negative konsekvenser for væksten i renten af OECD landene, særligt USA.

I Tyskland fortsatte væksten fra 1. halvår ind i 2. halvår, men tempoet var lavere i 4. kvartal. Det var alene en kraftig vækst i eksporten, der holdt gang i væksten i Tyskland, og den indenlandske efterspørgsel var stort set uændret igennem hele året. Dette dækker over et nogenlunde konstant privatforbrug, stigende erhvervsinvesteringer og faldende aktivitet inden for byggeriet.



Figur 3. Forbrugerpriser
USA, Tyskland og Japan

I år forventes væksten i Tyskland at blive på godt 2½ pct., hvilket er lidt lavere end forventet i efteråret, jf. tabel 1. Til næste år forventes en vækst i nogenlunde samme størrelsesorden. Indikatorerne for den tyske økonomi i starten af 1998 tyder på at væksten er kommet godt i gang. Arbejdsløsheden har tilsyneladende toppet, og dette kombineret med

den stadig lavere rente, understøtter forventningen om et opsving i den indenlandske efterspørgsel.

Inflationen i Tyskland lå gennem året i niveauet 1½-2 pct., og er faldet yderligere i starten af det nye år.

I Frankrig accelererede væksten betydeligt igennem 1997 og årsvækstraten nåede op på knapt 2½ pct., hvilket var lidt højere end forventet, jf. tabel 1. Trods en vis stagnation nåede Italien en vækst på 1½ pct., mens de seneste års høje vækst i England fortsatte med en samlet aktivitetsstigning på over 3 pct., jf. tabel 1.

Tabel 1. Foreløbige nationalregnskabstal for 1997 og konsensusforventninger til væksten i BNP/BNI i 1998 og 1999, for de store OECD lande.

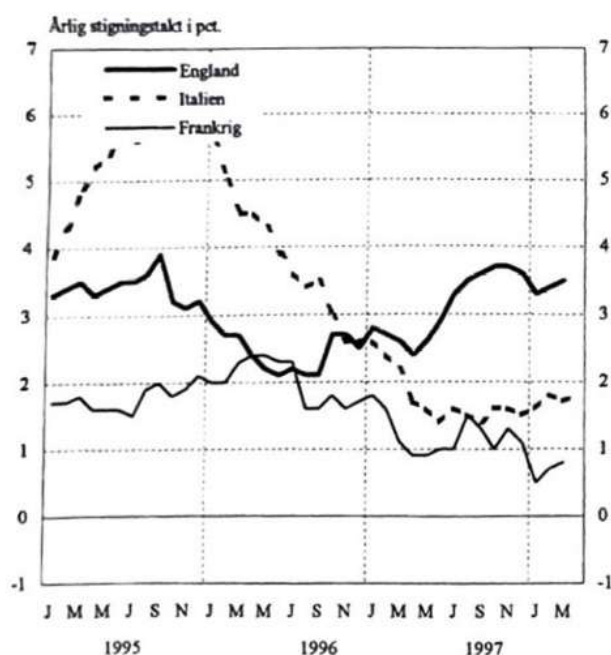
	1997		1998		1999
USA	3,8	(3,7)	3,1	(2,6)	2,2
Japan	0,9	-(1,1)	-0,4	(1,6)	0,7
Tyskland	2,3	(2,5)	2,6	(2,9)	2,7
Frankrig	2,4	(2,2)	3,0	(2,9)	2,7
Italien	1,5	(1,3)	2,4	(2,2)	2,8
England	3,1	(3,5)	2,2	(2,5)	1,8

Kilde: Consensus Forecast. 11. Maj 1998

Anm.: Hver måned foretager Consensus Forecast en rundspørge 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 gengives ovenfor. Tallene i parentes er forventningerne fra efterårets kronik.

I år og til næste år forventes en vækst i Italien og Frankrig i størrelsesordenen 2½ til 3 pct., mens væksten i England forventes at aftage til niveauet 2 pct., jf. tabel 1.

I England steg inflationen fra 2½-3½ pct. igennem året, men i både Italien og Frankrig faldt den yderligere til niveauet 1-1½ pct., jf. figur 4.



Figur 4. Forbrugerpriser
England, Italien og Frankrig

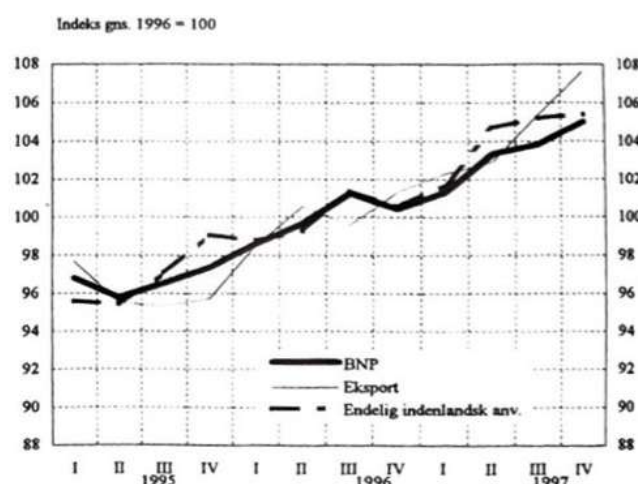
Såvel forbrugertilliden som indikatorerne for erhvervslivets tillid befinder sig på et meget højt niveau i de fleste europæiske lande, og umiddelbart forekommer det mere sandsynligt at væksten i Europa vil overraske positivt end negativt. I betragtning af den relativt høje arbejdsløshed, der præger det meste af Europa, vil en højere vækst, end den forventede, formodentlig kunne realiseres uden at inflationen behøver at stige. Alt i alt tegner de økonomiske udsigter for Europa således særdeles lyse.

Alt tyder nu på at ØMU'en vil træde i kraft 1. januar 1999 med deltagelse af de fleste medlemslande i EU. Etableringen af ØMU'en vil indebære en gennemgribende ændring af de økonomiske strukturer i Europa, og formodentlig både medføre en række fordele og ulemper for de europæiske økonomier.

3. Danmarks økonomiske situation.

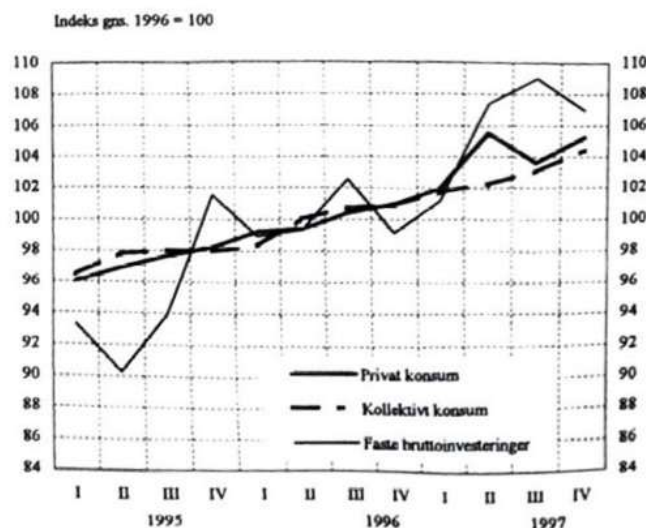
Væksten i den danske økonomi blev på 3,4 pct. i 1997, hvilket er lidt højere end forventningerne, der lå omkring 3 pct.

Mens det var den indenlandske efterspørgsel, der drev væksten i 1. halvår og eksporten udviklede sig svagt, var det omvendt en stærk stigning i eksporten gennem 2. halvår, der kompenserede for en stagnation i den indenlandske efterspørgsel, jf. figur 5. Dette svarer til forventningerne i efterårets økonomiske kronik.



Anm.: Sæsonkorrigerede data, 1980 priser.

Figur 5. BNP, endelig indenlandsk
anvendelse samt eksport



Anm.: Sæsonkorrigerede data, 1980 priser.

Figur 6. Endelig indenlandsk
anvendelse fordelt på komponenter

Tabel 2. Skøn for den økonomiske udvikling i 1998

	Niveau, 1996 (mia. kr.)	DØR ¹ Maj	UNI ² Apr	AE ³ Apr	ØM ⁴ Dec
Bruttonationalprodukt	1013,9	3,0	3,0	3,5	2,7
Indenlandsk efterspørgsel ialt	969,4	3,2			2,4
Heraf:					
Privat forbrug	544	3,2	3,2	3,4	2,5
Offentligt forbrug	255,3	1,7	2,0	1,9	0,9
Offentlige investeringer	22,3	-7,5		-10,9	-12
Faste erhvervsinvesteringer	112,9	7,0	3,4*	6,9	4,9
Boligbyggeri	33,7	5,7		6,7	4,5
Lagerinvesteringer	1,3	-0,2	0,0	0,3	0,1
Udenrigshandel:					
Eksport	350,8	3,2	5,5	5,8	5,3
Import	306,3	3,8	5,5	6,3	4,7
Betalingsbalancens					
løbende poster, mia. kr.	16,7	-1,9	9,0	2,0	8,3
Vækst i forbrugerpriser, pct.	2,1	2,2	2,2	2,3	2,5
Arbejdsløse, 100 pers.	245,6	191	202	190	205
Offentlig saldo	-14,5	1,1	1,2	1,1	1,4

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

* Dette er de faste bruttoinvesteringer

1. Det Økonomiske Råd, maj 1998

2. Unibank Market, valuta- og obligationsstrategi, Marts, 1998

3. Arbejderbevægelsens Erhvervsråd, kvartalsprognose 22. april 1998

4. Økonomiministeriet, Økonomisk Oversigt, December 1997.

Den eneste indenlandske efterspørgselskomponent, der voksede igennem 2. halvår, var det offentlige forbrug, idet både privatforbruget og de faste bruttoinvesteringer i 4. kvartal befandt sig på nogenlunde samme niveau som i 2. kvartal, jf. figur 6.

I år forventes en vækst i størrelsesordenen 2,7-3,5 pct., jf. tabel 2, mens væksten til næste år forventes at fortsætte i niveauet 2½-3 pct.

Selvom prognoserne forventer en vis afmatning i væksten er der langt fra dette og ned til et lavvækstniveau, som det der prægede Dan-

mark i slutningen af firserne. Efter nogle år med betydelig økonomisk fremgang, er der nogen, der med erfaringerne fra firserne in mente, frygter for en gentagelse. Der er imidlertid mange gode grunde til at tro mere på prognosernes positive forventninger, end på en gentagelse af lavvækstperioden fra firserne.

Mens opsvinget i midten af firserne i høj grad var båret af en stigning i forbrugskvoten, hvilket vil sige at forbrugerne anvendte en større del af indkomsten på forbrug, end de havde gjort tidligere, så er væksten i privatforbruget i de senere år primært baseret på

fremgang i indkomsterne. Ligeledes må den stærke stigning i huspriserne snarere ses som en økonomisk rationel tilpasning til et væsentligt lavere renteniveau og relativt velstående forbrugere, end som en forbigående overophedning. Hertil kommer, at der ikke er grund til at frygte at forbrugerne baserer deres beslutninger på fejlagtige forventninger, hvilket formodentlig var tilfældet i midten af firserne.

I midten af firserne medførte det samtidigt fald i inflationen og renteniveauet, i kombination med skattereformen fra 1987, at realrenten efter skat blev positiv efter i mange år at have været negativ. I højrenteårene tjente forbrugerne reelt penge ved at låne, fordi de kunne trække renteudgifterne fra i skat, samtidig med at løn- og prisstigningerne udhulede realværdien af ydelserne på lånene. Der var derfor formodentlig mange der optog forbrugslån og købte fast ejendom i midten af firserne, i forventning om at realværdien af ydelserne hurtigt ville blive udhulet af inflationen. Dette blev ikke tilfældet, da løn- og prisstigningerne faldt til hidtil uset lave niveauer, samtidig med at skattereformen reducerede rentefradragsretten.

Dette var formodentlig en af de vigtigste årsager til den længerevarende lavvækstperiode, der fulgte fra 1987 og frem, idet forbrugerne i denne periode i gennemsnit opsparede ca. halvdelen af hver ekstra tjent krone, hvilket er væsentligt mere end normalt. Sagt på en anden måde skyldtes lavvækstperioden at forbrugerne tilpassede deres balancer – dvs. reducerede gælden/opbyggede formue – til det faktiske realrenteniveau.

Der er ingen grund til at tro at forbrugerne igen skulle blive overraskede over udviklingen i realrenten efter skat, og væksten i privatforbruget er ikke baseret på noget nævneværdigt fald i opsparingskvoten.

Selvom boligbyggeriet tilsyneladende er faldet lidt på det seneste, så er der grund til at tro, at netop denne efterspørgselskomponent kan komme til at overraske stærkt positivt. Med de nuværende ejendomspriser og det lave renteniveau kan det mange steder bedre betale sig at bygge nye huse, frem for at købe gamle. Det tager imidlertid tid at planlægge og beslutte opførelsen af nye boliger, og derfor vil det kunne vare nogen tid før væksten i boligbyggeriet slår igennem. Der er derfor grund til at tro, at prognoserne undervurderer væksten i boligbyggeriet. De ekspansive effekter, som den positive udvikling i boligbyggeriet ofte har på hele den indenlandske økonomi, vil kunne medføre, at den samlede indenlandske aktivitet bliver større end forventet. Væksten i boligbyggeriet kan dog tænkes afdæmpet hvis et hæmmende finanspolitisk indgreb medfører en drastisk reduktion af rentefradragsretten eller andre elementer, der påvirker byggeriet negativt.

Selvom ØMU'en nu tilsyneladende realiseres med en bred deltagerkreds og Danmark har valgt ikke at deltage i ØMU'ens fase 3, vil det ifølge de fleste vurderinger næppe få afgørende betydning for udviklingen i dansk økonomi.

Selvom det kan lyde for godt til at være sandt, er der således god grund til fortsat optimisme, med hensyn til den fremtidige vækst i Danmark. Hvis der for alvor kommer gang i væksten hos vore samhandels partnere, og hvis der ikke foretages nogen betydelige stramninger af finanspolitikken, er det således sandsynligt, at væksten bliver højere end prognoserne forventer.

Arbejdsløsheden fortsatte med at falde igennem 2. halvår af 1997, jf. figur 7, og ifølge prognoserne forventes den at stabilisere sig på det nuværende niveau i underkanten af 200.000 i år og til næste år, jf. tabel 2.

Tabel 3. Skøn for den økonomiske udvikling i 1999

	Niveau, 1996 (mia. kr.)	DØR ¹ Dec	UNI ² Apr	AE ³ Mar	ØM ⁴ Dec
Bruttonationalprodukt	1013,9	2,8	2,3	3,0	2,5
Indenlandsk efterspørgsel ialt	969,4	2,8			2,0
Heraf:					
Privat forbrug	544	3,2	2,3	2,3	2,6
Offentligt forbrug	255,3	1,2	0,5	1,0	0,5
Offentlige investeringer	22,3	-2,5		-2,4	-2,5
Faste erhvervsinvesteringer	112,9	3,9	2,2*	5,7	2,3
Boligbyggeri	33,7	5,7		5,0	4,5
Lagerinvesteringer	1,3	0,0	0,0	-0,1	0,0
Udenrigshandel:					
Eksport	350,8	3,7	5,0	5,6	5,2
Import	306,3	3,7	4,5	4,3	4,1
Betalingsbalancens					
løbende poster, mia. kr.	16,7	-3,3	14,0	11,0	12,4
Vækst i forbrugerpriser, pct.	2,1	1,7	2,3	2,4	2,5
Arbejdsløse, 1000 pers.	245,6	175	195	177	195
Offentlig saldo	-14,5	2,2	2,2	2,1	2,7

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

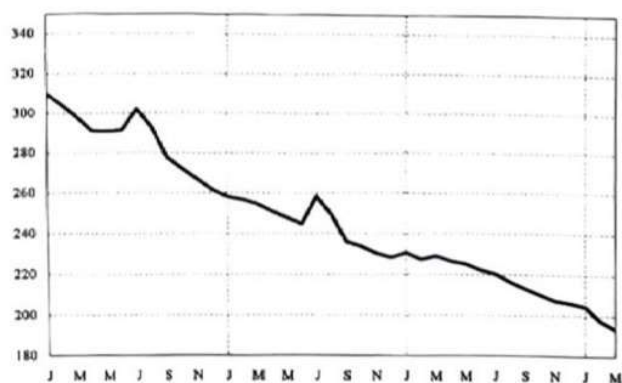
* Dette er de faste bruttoinvesteringer

1. Det Økonomiske Råd, maj 1997

2. Unibank Market, Valuta- og obligationsstrategi, marts 1998

3. Arbejderbevægelsens Erhvervsråd, kvartalsprognose 22. april 1998

4. Økonomiministeriet, Økonomisk Oversigt, december 1997



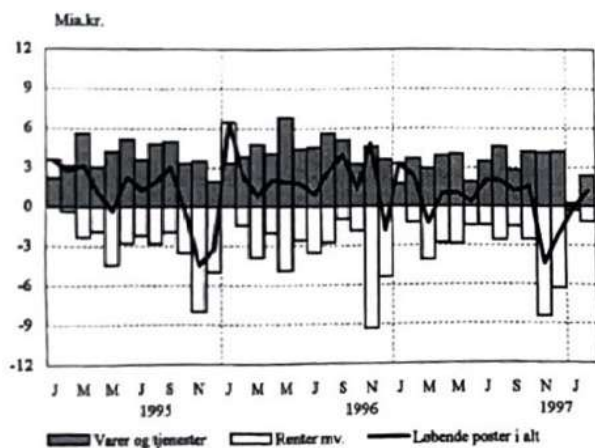
Anm.: Sæsonkorrigeret ledighed

Figur 7. Arbejdsløshed, antal ledige i 1.000

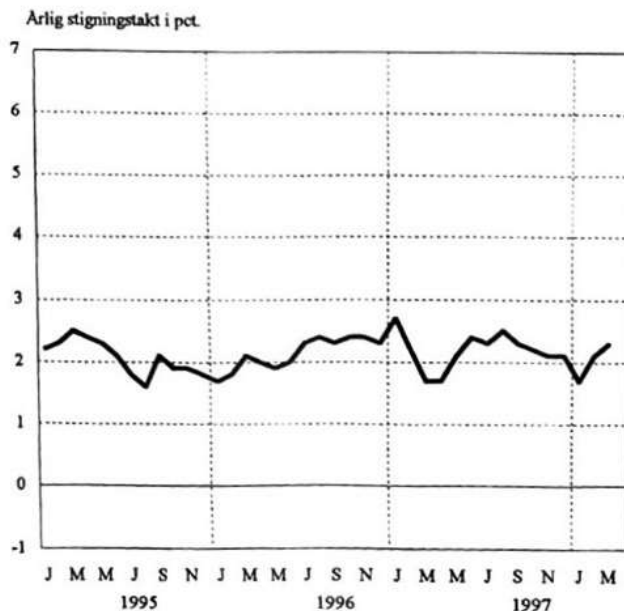
Væksten i eksporten og stagnationen i den indenlandske efterspørgsel i 2. halvår sikrede et overskud på betalingsbalancen på 7 mia. kr., hvilket svarer til prognosernes forventninger. I år og til næste år forventer prognoserne at betalingsbalancen vil lande et sted mellem et underskud på 3 og overskud på ca. 10 mia, og selvom der skulle blive tale om et begrænset underskud vil det næppe få mærkbare negative konsekvenser.

Selvom væksten blev lidt højere end forventet, så forblev inflationsraten på omkring 2 pct. igennem hele 1997, jf. figur 9. Ifølge prognoserne forventes inflationen fortsat at

ligge i størrelsesordenen 2 til 2½ pct. i år og til næste år, og de netop overståede overenskomstforhandlinger forhindrer ikke at disse forventninger kan blive realiseret.



Figur 8. Betalingsbalance



Figur 9. Forbrugerpriser Danmark