

KAPITEL I

DEN INTERNATIONALE KONJUNKTURSITUATION

I.1 Stabil vækst

**Årlig vækst i
OECD-området på
2½ pct. i 1997-99**

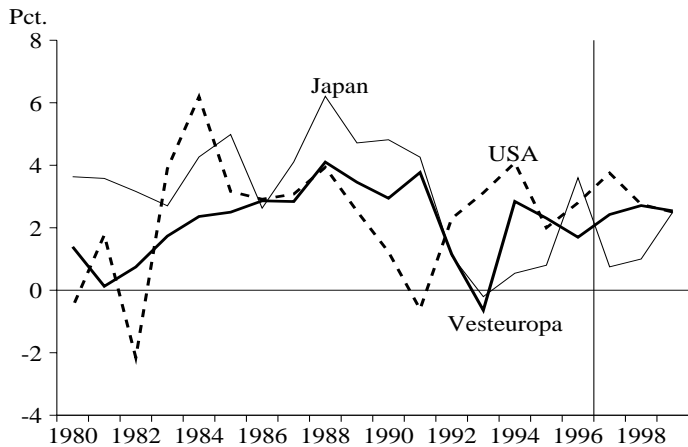
I OECD-området under ét udvikler konjunktoren sig stabilt med en vækst på omkring 2½ pct. i hele fremskrivningen. Det dækker dog i 1997 over forholdsvis store afvigelser landene imellem, idet der er stor forskel på, hvor de befinder sig i konjunkturcyklen. I den ene ende af skalaen ligger USA, Storbritannien og Norge, der gik ind i opgangskonjunktoren tidligt, med forventede vækstrater over 3 pct. I den anden ende ligger Japan, hvor opgangen endnu ikke er kommet rigtigt i gang, og hvor væksten kun ventes at blive knap 1 pct., jf. figur I.1.

**Stramning af
finanspolitikken
i EU**

Finanspolitikken er generelt blevet strammet i EU i forsøget på at overholde Maastricht-traktatens krav om et budgetunderskud på maksimalt 3 pct. af BNP. Denne stramning har været en medvirkende årsag til, at konjunkturopgangen kun langsomt er kommet i gang oven på vækstpausen i 1996. For visse potentielle ØMU-lande, herunder centrale lande som Tyskland og Frankrig, er det usikkert, om de kommer til at overholde budgetkriteriet i 1997. Traktaten åbner dog mulighed for at indlemme et land, hvis budgettet bevæger sig tilstrækkeligt hurtigt i den rigtige retning.

Kapitlet er færdigredigeret den 19. november 1997.

Figur 1.1 Real BNP-vækst



Anm.: Væksten i Vesteuropa er et BNP-vægtet gennemsnit for de europæiske lande, der er anført i bilagstabellerne.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, AIECE-institutter samt egne skøn.

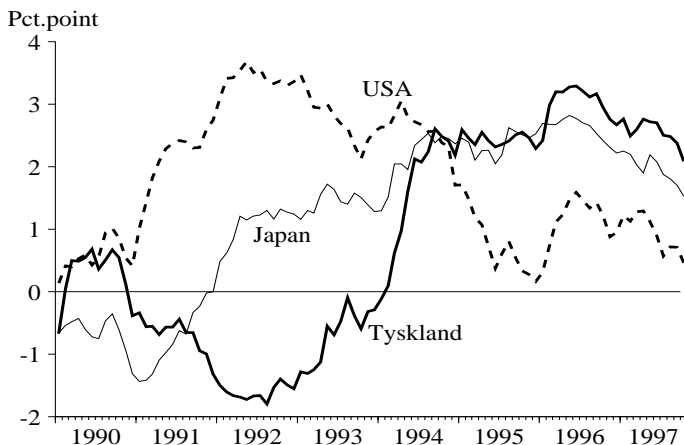
**Lempelse i USA
midt i
højkonjunktur og
uvirksom
lempelse i Japan**

Den amerikanske finanspolitik er blevet lempet bl.a. via skattesænkninger, men målet er stadig ligevægt på de offentlige finanser i 2002. Den amerikanske finanspolitik er således reelt blevet lempet i midten af en højkonjunktur. Problemstillingen er noget anderledes i Japan. Her har flere års forsøg på at kickstarte økonomien ved hjælp af finanspolitiske lempelser ført til stigende offentlig gæld og et budgetunderskud på ca. 4 pct. af BNP i 1996, uden at økonomien har vist tegn på at gå ind i en selv bærende opgang.

Pengepolitikken ventes strammet mere i EU end i USA

Den generelt lempelige pengepolitik i OECD-området ventes strammet i 1997-99, i takt med at væksten øges i Europa. Pengepolitikken er allerede blevet strammet i USA og Storbritannien i overensstemmelse med disse landes mere fremskredne placering i konjunkturcyklen. Der har til tider været sat spørgsmålstegn ved, om strammingsgraden af den amerikanske pengepolitik har været tilstrækkelig. Eftersom den lange rente afspejler forventningen til udviklingen i den korte rente, vil en sådan tvivl normalt bevirke, at den lange rente bliver betragteligt højere end den korte. Siden midten af 1996 har tendensen imidlertid været en indsnævring af spændet mellem den lange og den korte rente, jf. figur I.2. Denne indsnævring kan fortolkes som øget tiltro til tilstrækkeligheden af pengepolitikens strammingsgrad. Efterhånden som opsvinget kommer i gang i EU, ventes pengepolitikken også her strammet. Den første forhøjelse af renten er således allerede foretaget i Tyskland.

Figur I.2 Forskellen mellem lang og kort rente i udvalgte lande



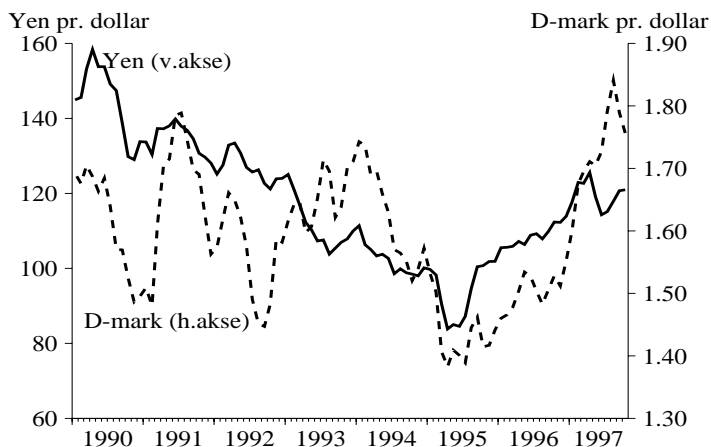
Anm.: Den lange rente er den ti-årige statsobligationsrente, og den korte rente er tre-måneders eurorenten. Sidste observation er oktober.

Kilde: Oplysninger fra Danmarks Nationalbank.

Hidtidig valutakursudvikling bidrager til vækstkonvergens

D-mark og yen er deprecieret med hhv. knap 25 pct. og knap 30 pct. i forhold til dollaren fra 1995-gennemsnit til oktober 1997, jf. figur I.3. Pundet er fulgt med dollaren op. Denne udvikling afspejler på den ene side højkonjunktur og høj rente i USA og på den anden side lavkonjunktur og lav rente i Japan og Tyskland, jf. figur I.4. Valutakursbevægelserne har fjernet en del af de seneste mange års store afvigelser fra købekraftspariteten. Kursændringerne vil blive en medvirkende årsag til vækstkonvergens blandt OECD-landene, idet de har givet et positivt vækstbidrag til lande, der hidtil har haft relativt lav vækst, mens konkurrenceevnen er blevet presset i de lande, der befinder sig på toppen af en højkonjunktur. Fremadrettet ventes en stramning af den tyske pengepolitik relativt til den amerikanske at betyde en svag appreciering af D-marken overfor dollaren.

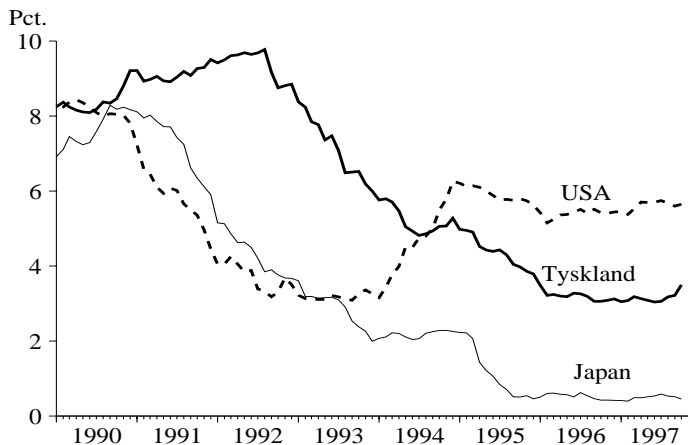
Figur I.3 *Nominel valutakurs*



Anm.: Sidste observation er oktober.

Kilde: Oplysninger fra Danmarks Nationalbank.

Figur I.4 Korte renter i udvalgte lande



Anm.: Tre-måneders eurorenter er anvendt som korte renter. Sidste observation er oktober.

Kilde: Oplysninger fra Danmarks Nationalbank.

**Intet tegn på
inflationspres -
heller ikke fremover**

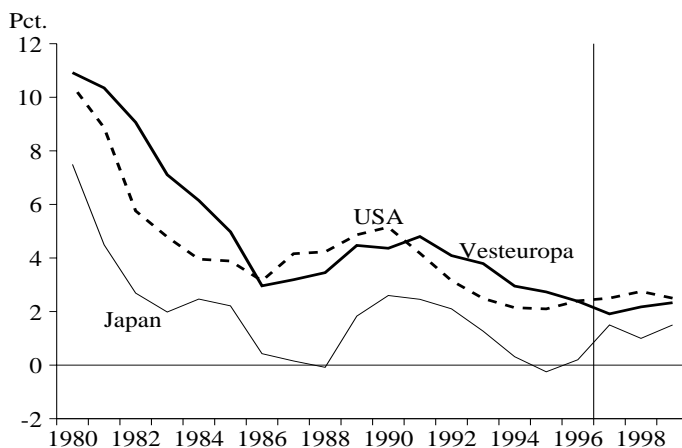
Inflationen har generelt i OECD-området kun vist svag tendens til at stige til trods for høj eller tiltagende aktivitet i de fleste lande. Der kan ventes et vist opadgående pres på priserne i både Kontinentaleuropa og Japan som følge af depreciering af valutakurserne, men der forventes ikke noget markant inflationspres i OECD-området inden for fremskrivningsperioden, jf. figur I.5. Det skyldes flere forhold. Ledigheden skønnes at forblive høj i mange af landene, flere centralbanker er - foreløbig med en vis succes - gået over til en inflationsmålsætning i pengepolitikken, jf. nedenfor, og overholdelse af Maastricht-kriterierne vil ligeledes direkte og indirekte virke inflationsdæmpende.

**Inflation som ny
målsætning i
pengepolitikken**

Den forholdsvis afdæmpede inflationsudvikling, der ligger i prognosen, skal bl.a. ses på baggrund af, at inflationsbekæmpelse har fået en mere fremtrædende rolle i pengepolitikken i de fleste OECD-lande. Lande som New Zealand, Canada, Storbritannien, Sverige og Finland overgik direkte til en formel in-

flationsmålsætning for pengepolitikken i begyndelse af 90'erne.¹ De seneste års udvikling i inflation og vækst i disse lande giver en indikation af, at regimeskiftet har været en succes. De har således både absolut og relativt reduceret deres inflationstakt mere end OECD-området under ét. Denne reduktion er sket, uden at landene har givet køb på vækst, jf. tabel I.1. De har derved fået en inflation, der ligger tættere på udviklingen i Tyskland og Schweiz, som har haft en inflationsmålsætning gennem en årrække, end på inflationen generelt i OECD. Det kræver dog en længere periode med det nye pengepolitiske regime, førend det kan konkluderes, om ændringen har været en succes eller ej.

Figur I.5 Inflation



Anm.: Inflationen måles ved udviklingen i forbrugsdeflatoren. Inflationen i Vesteuropa er et BNP-vægtet gennemsnit for de europæiske lande, der er anført i bilagstabellerne.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, AIECE-institutter samt egne skøn.

- 1) Australien, Spanien og Israel har også omlagt pengepolitikken til en formel inflationsmålsætning. De to førstnævnte lande er ikke medtaget i gennemgangen i forbindelse med tabel I.1, da deres regimeskift sker efter 2. kvrt. 1993, jf. fodnote d i tabel I.1, mens Israel er udeladt som følge af landets atypiske økonomi. Kilde: Bernanke, B. S. and F. S. Mishkin (1997): *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?* *Journal of Economic Perspectives* vol. 11 No. 2, pp. 97-116.

Tabel I.1 Inflation og vækst før og efter indførelse af en formel inflationsmålsætning i pengepolitikken i New Zealand, Canada, Storbritannien, Sverige og Finland sammenholdt med Tyskland, Schweiz og hele OECD-området

	Regimeskift	Vægte i		Inflation ^b		Vækst ^c	
		OECD-BNP ^a	Før ^d	Efter ^d	Før ^d	Efter ^d	
		Andel i pct.	-----	Pct.	-----		
Nye infl.målsætningslande							
New Zealand	Mar. 90	0,3	2,7	0,5	0,5	0,9	
Canada	Feb. 91	3,1	1,5	0,3	0,6	0,7	
Storbritannien	Okt. 92	5,4	1,6	0,7	0,5	0,8	
Sverige	Jan. 93	0,9	1,8	0,4	0,5	0,6	
Finland	Feb. 93	0,5	1,7	0,2	0,7	1,1	
Nye lande i alt ^e		10,1	1,6	0,6	0,7	0,8	
Gamle infl.målsætningslande							
Tyskland		8,1	0,7	0,5	0,5	0,5	
Schweiz		0,9	0,7	0,3	0,5	0,1	
OECD		100,0	2,0	1,2	0,7	0,6 ^f	

a) Købekraftskorrigerede vægte i OECD-BNP, jf. OECD, *Economic Outlook no. 61 June 1997*, Paris.

b) Gennemsnitlig kv.-til-kvt. vækst i forbrugerprisindeks.

c) Gennemsnitlig kv.-til-kvt. vækst i BNP i faste priser.

d) "Før" dækker perioden 2. kv. 1980 til 4. kv. 1989. "Efter" dækker perioden 2. kv. 1993 til 2. kv. 1997.

e) Sammenvejning af de ovenstående lande med vægte i OECD-BNP.

f) Slutperiode 1. kv. 1997.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, OECD, *Main Economic Indicators*, og egne beregninger.

Forskellige mål for pengepolitikken

Et land kan i store træk vælge mellem fire pengepolitiske regimer. Centralbanken kan bruge renten til at 1) udjævne konjunktursvingninger, 2) kontrollere udviklingen i pengemængden, 3) holde en fast valutakurs eller 4) styre prisstigningerne i form af en inflationsmålsætning. Gennem de senere år har der udviklet sig en mere skeptisk holdning til pengepolitikens mulighed for at virke konjunkturudjævnende, bortset fra på det helt korte sigt, hvorfor konjunkturerne har fået mindre vægt som pengepolitisk målsætning. Sammenhængen mellem pengemængden på den ene side og realøkonomi og inflation på den anden side har desuden ofte vist sig at være så ustabil, at en del centralbanker har foretrukket at styre direkte på inflationen. Valget står derfor i høj grad mellem en inflationsmålsætning og en målsætning om en fast valutakurs.

Hvornår kan en inflationsmålsætning være at foretrække?

For en åben økonomi vil inflationen være stærkt påvirket af fluktuationer i importpriserne, og landet kan derfor være interesseret i at holde en stabil valutakurs for derigennem at styre inflationen. For en mere lukket økonomi vil den indenlandske komponent i inflationen vægte tungere, hvorfor det giver mere mening for et sådant land at styre på inflationen end på valutakursen. En råvareproducerende økonomi, der eksporterer til et bredt spektrum af lande, og som er underlagt de forholdsvis kraftige svingninger i verdensmarkedspriserne på råvarer, vil ligeledes være mindre interesseret i at knytte valutaen til en bestemt handelspartner. For det første fordi en sådan økonomi med mellemrum kan have behov for, at valutakursen kompenserer for store midlertidige udsving i råvarepriserne. For det andet fordi landets største handelspartner kun udgør en lille del af det samlede handelssamkvem. En fast bilateral kurs overfor en sådan handelspartner forhindrer derfor ikke store sving i den effektive valutakurs, og sikrer dermed ikke mod sving i den importerede inflation. Alternativt kunne en råvareproducerende økonomi styre direkte efter en fast effektiv valutakurs, men det har i praksis vist sig at være vanskeligt. Endelig kan overgangen til en inflationsmålsætning være et middel til at opbygge troværdighed og afdæmpe inflationsforventningerne i en situation, hvor et land historisk har haft problemer med inflationsbekæmpelsen og eventuelt har måttet opgive en valutakursmålsætning.

Hvornår kan en valutakursmålsætning være at foretrække?

For en lille åben økonomi, der ikke er råvareproducerende, og hvor en enkelt valuta har en stor vægt i den effektive valutakurs, kan det være attraktivt at vælge en fast valutakurs vis-a-vis en stor samhandelspartner med en troværdig inflationsmålsætning fremfor at have en selvstændig inflationsmålsætning. Gennemslaget fra rente til inflation tager længere tid og er mere uigennemskueligt end gennemslaget fra rente til valutakurs. Det kan derfor være lettere at opnå troværdighed af en fast valutakurs end af en inflationsmålsætning. En stabil valutakurs kan også mindske usikkerheden ved vare- og tjenestehandel samt finansielle transaktioner med udlandet.

Hvorfor skiftede landene mål?

De lande, der overgik til en inflationsmålsætning i begyndelsen af 90'erne, gjorde det med forskellige begrundelser.² Storbritannien, Finland og Sverige skulle vælge et alternativ, efter at de havde måttet opgive at styre valutakursen. Canada måtte erkende, at sammenhængen mellem pengemængde, realøkonomi og inflation var så ustabil, at selvom centralbanken styrede renten på en sådan måde, at pengemængden udviklede sig stabilt, så forhindrede det ikke inflationen i at accelerere. Nogle lande som f.eks. New Zealand overgik til et mere formelt inflationsmål for at sikre de historiske fremskridt med hensyn til at nedbringe inflationstakten. Generelt havde regimeskiftet i de forskellige lande også sin baggrund i en mere skeptisk holdning end hidtil til pengepolitikens muligheder for at stimulere realøkonomien på andet end det helt korte sigt.

Usikkert om inflationsmålsætning er en fordel

Det er endnu for tidligt at udtale sig endegyldigt om regimeskiftet. Det kræver en længere periode med det nye pengepolitiske regime, førend det kan konkluderes, om ændringen har været en succes eller ej.

Krisen i Sydøstasien usikkerhedselement i prognosen

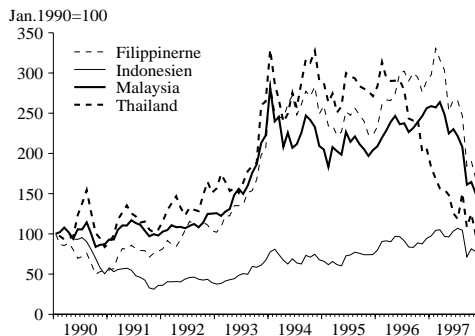
En generel usikkerhedsfaktor i prognosen er gennemslaget fra krisen i Sydøstasien til OECD-landene. Der er tale om direkte effekter som følge af depreciering af valutakurser og nedjustering af vækstforventninger for de berørte asiatiske lande og mere indirekte effekter via de globale fald i aktiekurserne.

2) Jf. Mishkin F. S. and A. Posen (1997): Inflation Targeting: Lessons from Four Countries, *Economic Policy Review August 1997*, Federal Reserve Bank of New York, New York.

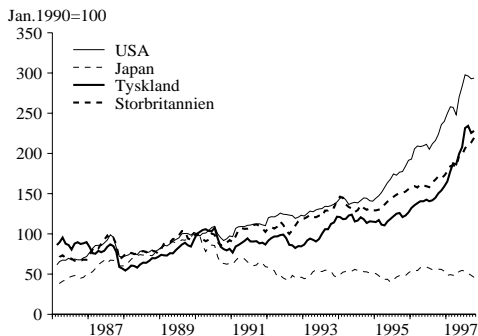
Krisen i Sydøstasien og dens årsager

Landene i Sydøstasien har i varierende grad været ramt af uro på valuta- og aktiemarkederne i 1997. Specielt Filippinerne, Indonesien, Malaysia og Thailand har oplevet store aktiekursfald, jf. figur I.6a, og deres valutaer er devalueret kraftigt, efter at de har måttet opgive tilknytningen til dollaren. Uroen er kulminationen på en længere periode med inflationært pres, forværret konkurrenceevne som følge af tilknytningen til den apprecierende dollar og tiltagende underskud på betalingsbalancen. Dette er sket i kølvandet på en økonomisk udvikling kendetegnet ved kraftigt stigende aktiekurser og ejendomspriser kombineret med og forstærket af stærk vækst i de indenlandske bankers kreditgivning til den private sektor. De sydøstasiatiske økonomier befandt sig derfor i en udsat situation, da de pengepolitiske myndigheder hævdede renten i løbet af 1996 for at dæmpe den indenlandske økonomi og stabilisere valutaerne. Resultatet var et selvforstærkende omslag i forventningerne til økonomiernes kortsigtede vækstpotentiale.

Figur I.6a Udvalgte aktiekurser i Asien



Figur I.6b Aktiekurser i USA, Japan, Tyskland og Storbritannien



Anm.: Sidste observation er oktober.

Kilde: Oplysninger fra Danmarks Nationalbank og The Economist.

Lille effekt af lavere vækst i Sydøstasien

Devalueringerne og den lavere vækst i Sydøstasien ventes at bevirke, at væksten i det samlede OECD-område bliver 0,2 pct.point lavere i 1997 og i 1998.³ Det dækker dog over forskelle landene imellem. Effekten i USA og Vesteuropa bliver således på linie med den samlede effekt, mens den japanske vækst bliver reduceret med 0,3 pct.point i 1997 og 0,4 pct.point i 1998.

Faldet i aktiekurserne reducerer også væksten lidt

Den indirekte effekt af krisen i Sydøstasien som følge af faldet på verdens aktiemarkeder vil ligeledes kun være af marginal betydning for OECD-området. Modelberegninger viser, at et fald i aktiekursen på 10 pct. sænker væksten ca. $\frac{1}{4}$ pct.point i Japan og Vesteuropa, mens den amerikanske vækst reduceres med $\frac{1}{2}$ pct.point som følge af mere udbredte og større aktiebeholdninger.⁴ Aktiekurserne i USA er medio november faldet med knap 5 pct. i forhold til gennemsnittet for juli (seneste toppunkt). Væksten i USA forventes således at blive knap $\frac{1}{4}$ pct.point lavere fordelt over 1997 og 1998. Aktiekursfaldet har været større i Vesteuropa, men her betyder det lille gennemslag, at effekten på væksten er mindre end i USA. De japanske aktier er faldet med næsten en femtedel siden toppunktet i juni, hvilket ventes at reducere væksten med knap $\frac{1}{2}$ pct.point, hvoraf det meste formodentlig kommer i 1998. Faldet i kurserne er dog langt mindre end kursfaldet i USA fra august til december 1987, hvor aktierne faldt med 28 pct, jf. figur I.6b. Der er taget højde for den samlede effekt af lavere vækst og deprecieringerne i de sydøstasiatiske lande og det afledte kursfald på verdens aktiemarkeder i prognosen.

3) Baseret på INTERLINK-modelberegninger, der vil blive publiceret i OECD: *Economic Outlook no. 62 December 1997*, Paris.

4) NIESR: *National Institute Economic Review July 1996*, London.

I.2 Konjunkturbeskrivelse for udvalgte OECD-lande

USA: Fortsat vækst og intet inflationspres

Amerikansk økonomi vedbliver i 1997-99 at udvise pæne vækstrater og behersket inflation. Ledigheden har været aftagende siden begyndelsen af 1996, hvilket endnu ikke har givet sig udslag i inflationspres. Antydningen af en stigning i løn- og prisinflationen igennem 1996 er således blevet afløst af en nedadgående tendens i 1997. Producentpriserne er direkte faldet. Den apprecierende dollar, øget tilgang til arbejdsstyrken og fremgang i produktiviteten trukket af høj investeringsvækst er nogle af forklaringerne på denne udvikling.

Yderligere stramning af pengepolitikken på vej

Den amerikanske pengepolitik er ikke blevet strammet siden foråret trods høj vækst og lav ledighed. Den lange rente har været forholdsvis ustabil i kølvandet på skiftende forventninger til pengepolitikken og dermed udviklingen i de korte renter. På lidt længere sigt ventes et vist inflationspres at sætte ind, bl.a. som følge af at kapacitetsudnyttelsesgraden trods kraftig investeringsvækst er høj. Frygten for højere inflation ventes at få den amerikanske centralbank til at hæve renten yderligere.

Ligevægt på de offentlige finanser udskudt

De gode konjunkturer har forbedret stillingen på de offentlige finanser, og der var i sommeren 1997 uventet udsigt til et overskud allerede i 1998. På den baggrund blev den amerikanske præsident og kongressen i august enige om en budgetplan, der fastholder det oprindeligt aftalte tidspunkt for ligevægt til 2002. Der blev derved plads til konkrete skattelettelser på kort sigt og udskydelse af delvist uspecificerede besparelser. Det samlede resultat er en lempelse af finanspolitikken i midten af en højkonjunktur. Balance på budgettet i 2002 afhænger af fortsat pæn vækst i amerikansk økonomi.

**Japan:
Opgang i 1996
midlertidig**

De begyndende lyse udsigter for japansk økonomi blev i 1997 igen vendt til pessimisme. Efter at japansk økonomi havde en af de højeste vækstrater blandt OECD-landene i 1996, faldt væksten i 1997 til en af de laveste. Det private forbrug og de offentlige investeringer bidrog positivt til væksten i 1996. Omslaget skyldes en kraftig formindskelse af vækstbidraget fra netop disse to komponenter. Finanspolitikken er således blevet ændret fra ekspansiv til svagt kontraktiv via lavere offentlige investeringer og øgede skatter. Derudover reagerede det private forbrug mere negativt end ventet på en momsforhøjelse i foråret 1997.

**Svag men tiltagende
vækst i 1998-99**

Det ventes i fremskrivningen fortsat at gå godt for eksporten, bl.a. som følge af yen'ens depreciering, men det er de indenlandske efterspørgselskomponenter, der er afgørende for den samlede vækst i japansk økonomi. Øget profitabilitet i eksporterhvervene, forholdsvis høj kapacitetsudnyttelsesgrad og negativ realrente giver forventning om et pænt positivt vækstbidrag fra investeringerne fremover, mens det private forbrug kun ventes at vokse moderat. Samlet forventes japansk økonomi at udvise svag men tiltagende vækst.

**Begrænset råderum
for ekspansiv politik**

Med en diskonto på $\frac{1}{2}$ pct. kan pengepolitikken knapt blive mere lempelig. Underskuddet på de offentlige finanser nåede i 1996 op på ca. 4 pct. af BNP, hvilket heller ikke efterlader noget stort råderum for yderligere stimuleringer af økonomien på kort sigt. Finanspolitikken er planlagt til at være svagt kontraktiv fra 1998 og frem mod 2003. Målsætningen er at nedbringe underskuddet til 1 pct. af BNP.

Fortsat lav inflation

Momsforhøjelsen kommer til at betyde en midlertidig opgang i prisstigningstakten i 1997, men den underliggende inflation er fortsat lav som følge af faldende enhedslønomkostninger. Deprecieringen af yen'en gennem 1996 og ind i 1997 giver stigende importpriser, men fremadrettet ventes det, at de forskellige dereguleringstiltag vil bidrage til at sikre en fortsat lav inflation i Japan.

Japan påvirket af krisen i Sydøstasien

Japansk økonomi er mere påvirket af krisen i Sydøstasien end de øvrige store OECD-lande. Den seneste uro i de berørte asiatiske økonomier forventes at betyde en betragtelig nedjustering af forventningen til væksten i disse lande - i det mindste på kort sigt. De direkte transmissionskanaler til den japanske økonomi er bl.a. den bilaterale import og eksport af varer og tjenester, de direkte japanske investeringer i de pågældende økonomier og de japanske bankers udlån til området. Hertil kommer det afledte kursfald på det japanske aktiemarked.

Japans økonomiske samkvem med de asiatiske lande

Den japanske samhandel med de øvrige asiatiske lande er betragtelig. I 1996 kom 39 pct. af den japanske vareimport herfra, og 44 pct. af eksporten gik til dette område. Heraf stod de fire hårdest ramte lande, Filippinerne, Indonesien, Malaysia og Thailand, for knap $\frac{1}{3}$, jf. tabel I.2. Som en indikator på størrelsesordenen af japanernes mere langsigtede investeringsengagement i området modtog ASEAN-landene 25 pct. af alle japanske direkte investeringer i udlandet i 1995; heraf modtog de fire krise-lande $\frac{3}{4}$.⁵ En anden indikator på størrelsen af det japanske engagement i Asien er området's andel af de japanske bankers udlån til udlandet. Således lå 70 pct. af de japanske bankers udlandslån i Asien ultimo 1996, hvoraf de fire krise-lande stod for godt halvdelen.

Lille gennemslag fra det finansielle samkvem

De direkte japanske investeringer i de fire kriseramte lande kommer formodentlig til at give et lavere afkast i en periode, men den generelle vurdering er, at økonomierne vil komme på fode igen indenfor en kort årrække. Selvom godt 40 pct. af de japanske bankers udlandslån er gået til de fire kriseramte lande, svarer det til under 2 pct. af bankernes indenlandske udlån. Den finansielle side af det japanske samkvem med de fire lande vurderes således ikke at få nogen mærkbar effekt på den japanske økonomi.

5) Foruden de nævnte fire lande består ASEAN af Brunei, Laos, Myanmar, Singapore og Vietnam.

Tabel I.2 Japans økonomiske samkvem med de fire hårdest ramte økonomier i Sydøstasien

	BNP 1996	Andel af Japans vareeksport 1996	Andel af Japans vareimport 1996	Andel af Japans udlandslån ultimo 1996^a	Andel af Japans dir. investeringer i 1995
	Mia. \$	----- Pct. -----		-----	
Malaysia	85	3,7	3,4	4,8	2,6
Thailand	165	4,4	3,0	22,1	5,6
Filippinerne	84	2,0	1,3	0,9	3,3
Indonesien	227	2,2	4,4	13,0	7,3
I alt	561	12,3	12,1	40,8	18,8
Asien ekskl. Japan	2.846	44,1	38,7	69,9	25,1 ^b

a) Samlede udestående japanske banklån til udlandet ultimo 1996 var 170 mia. dollars. Derudover var 220 mia. dollars udlånt til såkaldte "Offshore Banking Centres" som f.eks. Hongkong og Singapore. De japanske bankers hjemlige udlån var på samme tidspunkt 4.100 mia. dollars.

b) Kun ASEAN-landene se fodnote 5.

Kilde: IMF, *International Financial Statistics, Direction of Trade Statistics Yearbook*, Bank for International Settlements, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, Consensus, *Current Economics*, og oplysninger fra Japan External Trade Organization (JETRO).

Mærkbart gennemslag på japansk økonomi af krisen i Sydøstasien

Deprecieringen af de asiatiske valutaer og den lavere vækst i området betyder, at den japanske vækst bliver 0,3 pct.point lavere i 1997 og 0,4 pct.point lavere i 1998. Hvis dette gennemslag kombineres med effekten på væksten af faldet i de japanske aktiekurser på knap ½ pct.point, hvoraf størstedelen kommer i 1998, bliver den samlede effekt af krisen i Sydøstasien, at væksten i Japan bliver knap ½ pct.point lavere i 1997 og ¾ pct.point lavere i 1998. Disse effekter er indregnet i prognosen.

Tyskland: Opgang er blevet mere overbevisende

Der synes nu at være mere sikre tegn på, at konjunkturerne er vendt i Tyskland. Vendingen er hovedsagelig trukket af en pæn vækst i eksporten. Baggrunden for fremgangen er deprecieringen af D-marken og et fald i den lange rente. Fremadrettet ventes væksten fortsat at blive trukket af eksporten, men også af tiltagende erhvervsinvesteringer. Husholdningernes forbrug vil umiddelbart blive hæmmet af den høje ledighed, der dog ventes nedbragt i takt med, at virksomhederne får tiltro til opsvingets holdbarhed.

Inflationsfrygt afføder forventning om rentestigning

Deprecieringen af D-marken har betydet, at de tyske importpriser er begyndt at accelerere og dermed bidrage til en opgang i prisstigningstakten. Dette har fået den tyske Bundesbank til at advare om, at den vil se sig nødsaget til at gribe ind med renteforhøjelser, hvis inflationspresset i økonomien tiltager. Det udmøntede sig i oktober i den første renteforhøjelse siden 1992. Noget af opgangen i prisstigningstakten skyldes dog forhøjelser af de indirekte afgifter og øget egenbetaling for medicin. Den moderate vækst og de lave lønstigninger ventes til dels at holde inflationen i ave, men sandsynligvis ikke i en sådan grad at yderligere stramninger af pengepolitikken kan undgås.

Afdæmpet lønudvikling

De aftalte lønstigninger udvikler sig afdæmpet som følge af den høje ledighed med stigninger i underkanten af 1½ pct. i 1997. Hertil kommer et bidrag på ½ pct.point fra en forhøjelse af de sociale bidrag. For de delområder, hvor der er aftalt tarifmæssige lønstigninger for 1998, er de aftalte lønstigninger i størrelsesordenen 2½ pct., men hertil kommer yderligere et bidrag fra de sociale bidrag på 1 pct.point. Stigningerne i de sociale bidrag i 1997-98 skyldes hovedsagelig højere pensionsbidrag. Forventningen til stigningen i de samlede lønomkostninger i Tyskland indebærer ingen lønglidning af betydning i 1997-98.

Usikkert om Tyskland når 3 pct. i budgetunderskud i 1997

Det tyske budgetunderskud var i 1996 på knap 3½ pct. af BNP. Da finanslovsforslaget for 1997 blev fremlagt, var indholdet en besparelse på 1¼ pct. af BNP. Regeringen kom imidlertid ikke igennem med en del af forslagene, ligesom ledigheden er blevet højere end ventet. Tyskland kan derfor få problemer med at overholde Maastricht-kriteriet i 1997.

Storbritannien: Højvækstperiode står foran afslutning

Efter fem års opgangskonjunktur i Storbritannien ventes lavere vækstrater i de kommende år. Væksten har indtil nu ikke mindst været trukket af det private forbrug. Den kraftige fremgang i forbruget kan bl.a. forklares ved ekstraordinære udbetalinger i forbindelse med sammenlægning af building societies, privatiseringer indenfor elsektoren og udløb af en tvungen opsparingsordning. En yderligere medvirkende årsag til forbrugsfremgangen har været faldet i ledigheden, der nu ligger på det laveste niveau siden 1980. Lønstigningstakten har indtil nu været moderat, mens inflationen har været svagt opadgående siden begyndelsen af 1996. Pundets appreciering har medvirket til at holde inflationstakten i ave via en moderat udvikling i importpriserne.

Bank of England: Pengepolitikken strammes

Bank of England har hævet den officielle rente med i alt 1 pct.point siden maj 1997 for at imødegå den uventet kraftige vækst. Den seneste forhøjelse af renten skete i november. Den blev foretaget på trods af, at Bank of England i forbindelse med rentestigningen i august havde meddelt, at inflationsmålet på 2½ pct. nu kunne nås, hvorfor der ikke skulle forventes yderligere rentestigninger. Det er stadig usikkert, om det nuværende renteniveau er tilstrækkeligt til at bringe den engelske økonomi ned på en mere holdbar væksttrend.

Blød landing men overophedning kan ikke udelukkes

Det er sandsynligt, at stramningen af pengepolitikken, apprecieringen af det engelske pund og bortfaldet af de midlertidige effekter, der har medvirket til den kraftige forbrugsfremgang, tilsammen er tilstrækkelige til, at den engelske økonomi lander blødt. En medvirkende faktor vil også være den moderat stramme linie i finanspolitikken. Der er dog en reel risiko for, at økonomien kan løbe løbsk, og der vil i så fald blive brug for skrappe tiltag. Derved vil et markant fald i væksten til under den langsigtede trendvækst blive sandsynlig.

Frankrig: Ekporttrukket vækst

Efter et par år med aftagende vækst ventes fransk økonomi igen at komme op i omdrejninger med vækstrater på omkring 2½ pct. i 1997-99 trukket af et lavt renteniveau og en depreciering af den franske franc. Arbejdsløsheden har stabiliseret sig på et højt niveau, men beskæftigelsen er stigende som følge af pæn vækst i eksporten. Investeringerne og det private forbrug ligger fortsat underdrejet, men ventes at tage til i fremskrivningsperioden.

På længere sigt opgang i inflationen

Lønstigningerne ventes ikke at tage til før længere inde i konjunkturopgangen. Det skyldes den høje ledighed og forventede stigninger i arbejdsstyrken. Stigninger der bl.a. skyldes indfasningen af forskellige tiltag overfor de unge og afviklingen af værnepligten. Inflationen fortsætter ligeledes på kort sigt med at udvikle sig moderat, men på lidt længere sigt ventes prisstigningerne at tage til. Producentpriserne er allerede stigende, ligesom der kommer et positivt bidrag fra den deprecierende franc via importpriserne.

Pengepolitik lempelig

Den franske pengepolitik har været lempelig som følge af bindingen til den tyske pengepolitik. Derudover er det franske renteniveau blevet reduceret yderligere. Det skyldes, at tiltroen til franc'en er blevet styrket i en sådan grad, at det har været muligt for den franske centralbank igennem 1996 og ind i 1997 at reducere det korte rentespænd, der opstod i kølvandet på valutauroen i 1993. Det lange rentespænd til Tyskland forsvandt i 1996 og har været direkte negativt i 1997. En af de forklaringer, der er blevet fremført på dette fænomen, er en stigning i de franske husholdningers efterspørgsel efter livsforsikringer, og selskabernes efterfølgende præference for at investere i franske aktiver med lang løbetid. I fremskrivningen antages den franske pengepolitik at blive strammet parallelt med den forventede tyske stramning.

Budgettet overholder næsten Maastricht-kriteriet i 1997

Finanspolitikken blev strammet over sommeren 1997, efter at der var udsigt til et underskud på $3\frac{3}{4}$ pct. af BNP i 1997 stigende til $4\frac{1}{2}$ pct. i 1998. De finanspolitiske stramninger består hovedsagelig i skattestigninger og kun i mindre grad af besparelser. Herudover forbedres budgettet midlertidigt i 1997 med knap $\frac{1}{2}$ pct.point som følge af indtægter fra salget af statens aktier i France Telecom. Samlet indebærer disse forbedringer, at regeringen nu forventer et underskud på 3,1 pct. af BNP i 1997 faldende til 3 pct. i 1998. Opfyldelsen af Maastricht-kravet i 1998 er bl.a. baseret på en forventet vækst i 1998 på 3 pct., hvilket er $\frac{1}{4}$ pct.point højere end forventningen i denne prognose.

Sverige: Væksten ventes at tage til i 1997-99

Væksten i svensk økonomi ventes at tage til efter en vækstpause i 1996 og første halvdel af 1997. Den primære vækstfaktor vil være den indenlandske efterspørgsel trukket af lavere renter, faldende ledighed og en vel overstået konsolidering af den offentlige sektor. Nettoeksporten ventes også at bidrage positivt til væksten i kølvandet på den seneste depreciering af den svenske krone i forhold til dollaren og tiltagende vækst på markederne for svensk eksport.

Fortsat meget moderat inflation

Den svenske lønstigningstakt ventes at aftage fra sit nuværende høje niveau som følge af lavere inflationsforventninger og den høje ledighed. Gennemslaget fra de høje lønstigninger i 1994-96 til inflationen blev modereret af kraftig vækst i produktiviteten. Derudover har den lave indenlandske efterspørgsel, den faldende rente og sænkning af afgifterne været medvirkende til den afdæmpede prisudvikling. I modsat retning trækker stigende importpriser i kølvandet på deprecieringen af den svenske krone. Fremadrettet ventes inflationen at tage lidt til, efterhånden som de modererende engangseffekter i form af afgiftssænkninger og rentefald bortfalder, og den indenlandske efterspørgsel retter sig.

Regeringen forventer ligevægt på budget i 1998

Med fremlæggelsen af finanslovsforslaget for 1998 forventer den svenske regering, at de offentlige budgetter kommer til at balancere. Forbedringen fra 1997 til 1998 skal hovedsagelig trækkes af bedre konjunkturer, idet finanslovsforslagets hovedpunkter består af lempelser i form af bl.a. en forøgelse af børnepenge, studiestøtte og boligtilskud samt en tilbagetrækningsordning for de 63-65 årige. Regeringens forventning om ligevægt på de offentlige finanser i 1998 bygger på optimistiske forventninger til væksten i 1997-98 på henholdsvis knap 2½ pct. og godt 3 pct.

Bilagstabel I.1 Realvækst i udvalgte OECD-lande

	Eksport- vægte ^a	Realvækst ^b			
		1996	1997	1998	1999
	Andel i pct.	Pct. stigning			
USA	6,6	2,80	3,75	2,75	2,50
Japan	3,1	3,60	0,75	1,00	2,50
Tyskland	28,7	1,40	2,50	2,75	2,50
Frankrig	6,4	1,50	2,25	2,75	2,50
Italien	2,8	0,70	1,25	2,25	2,50
UK	10,7	2,30	3,25	2,25	2,00
Spanien	2,3	2,30	3,00	3,50	3,50
Holland	6,0	3,50	3,25	3,75	3,00
Belgien	2,9	1,50	2,25	2,50	2,50
Schweiz	2,4	-0,20	0,50	2,25	2,50
Østrig	1,7	1,10	1,50	2,50	2,50
Sverige	13,7	1,30	1,25	2,00	2,50
Norge	9,3	5,30	3,50	4,00	3,00
Finland	3,3	3,70	4,50	4,00	3,50
OECD ^c		2,4	2,6	2,4	2,5
Vesteuropa ^c		1,7	2,4	2,7	2,6
Aftagere ^d	100,0	2,2	2,5	2,7	2,6
Danmark		2,7	2,8	2,7	2,6

a) S sammensætningen af industrieksporten 1996.

b) Stigning i BNP, faste priser.

c) Kun lande medtaget ovenfor. Sammenvejet med BNP-vægte.

d) Sammenvejet med eksportvægte.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, AIECE-institutter og egne skøn.

Bilagstabel I.2 Løn- og prisudviklingen i udvalgte OECD-lande

	Eksportvægte ^a	Lønudvikling ^b				Prisudvikling ^c				KE-vægte ^d
		1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999	
	Andel i pct.	----- Pct. stigning -----				-----				Andel i pct.
USA	6,6	3,20	3,50	3,50	3,50	2,40	2,50	2,75	2,50	11,8
Japan	3,1	2,97	2,00	2,00	3,00	0,20	1,50	1,00	1,50	7,9
Tyskland	28,7	5,15	2,50	3,50	3,50	1,90	1,75	2,00	2,00	23,2
Frankrig	6,4	2,61	2,50	3,00	3,00	1,80	1,25	1,75	2,00	7,9
Italien	2,8	3,62	4,75	3,50	3,00	3,90	2,00	2,25	2,50	5,6
UK	10,7	4,48	4,50	5,00	4,50	2,60	2,75	3,00	3,00	11,3
Spanien	2,3	4,30	4,50	4,50	4,50	3,60	2,00	2,25	2,50	2,5
Holland	6,0	1,39	3,00	3,00	3,00	2,10	2,25	2,00	2,50	3,7
Belgien	2,9	1,88	3,00	3,00	3,00	2,20	1,75	2,00	2,00	2,8
Schweiz	2,4	1,21	0,50	0,75	1,00	0,90	0,50	1,00	1,50	2,6
Østrig	1,7	3,27	1,50	2,00	3,00	1,90	1,50	1,50	1,50	1,7
Sverige	13,7	7,50	5,25	4,50	4,00	1,20	2,25	2,50	2,50	10,6
Norge	9,3	4,74	4,00	4,00	4,50	1,30	2,50	2,00	2,50	4,6
Finland	3,3	2,41	2,00	3,50	4,00	0,60	1,50	1,75	2,50	3,7
OECD ^e						2,0	2,0	2,2	2,2	
Vesteuropa ^e						2,4	1,9	2,2	2,3	
Aftagere ^f	100,0					1,8	2,0	2,1	2,3	
Konkurrenter ^g		4,1	3,3	3,5	3,5	1,9	2,0	2,1	2,3	100,0
Danmark		3,9	4,3	4,4	4,4	2,1	2,3	2,6	2,4	

a) S sammensætningen af industrieksporten i 1996.

b) Stigningstakt for timelønsomkostninger i industrien.

c) Stigningstakt for deflatoren for det private forbrug i nationalregnskabet.

d) Konkurrencevægtene (KE-vægte) afspejler landenes betydning som konkurrenter for dansk industrieksport i 1989, idet vægten for et land både afspejler landets direkte betydning som aftager af dansk eksport og den udstrækning, hvormed Danmark konkurrerer med landet på tredjelandes markeder (såkaldt dobbeltvejede eksportvægte). En række lande, som Danmark konkurrerer med, er udeladt ved beregningen af vægtene. Det er Island, Portugal, Irland, Canada, New Zealand og Australien. Vægtene for disse lande er fordelt ud på de øvrige lande.

e) Kun lande medtaget ovenfor. Sammenvejet med BNP-vægte.

f) Sammenvejet med eksportvægte.

g) Sammenvejet med konkurrencevægte.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, Swedish Employers' Confederation, *Wages and Total Labour Costs for Workers*, AIECE-institutter og egne skøn.

