

31. marts 2008

Signe Hansen direkte tlf. 33557714

## **AERÅDETS PROGNOSE, MARTS 2008 – ISÆR LAV DOLLAR RAMMER DANSK ØKONOMI**

*Væksten forventes at geare ned i år særligt i USA, men også i Euroområdet. Usikkerheden i den internationale økonomi kan ramme Danmark på flere måder. Det får især konsekvenser for dansk økonomi, hvis dollarkursen falder yderligere, mens lavere vækst i USA ikke får lige så store konsekvenser. En betydelig del af effekten på Danmark af en lav dollarkurs sker via de afledte effekter fra bl.a. Tyskland.*

### **Resumé:**

Forventningerne til amerikansk økonomi er løbende blevet nedjusteret det seneste år. Væksten i USA forventes derfor at blive på mindre end 2 pct. i 2008. Amerikansk økonomi forventes gradvist at komme til hæfterne igen i 2009. De fundamentale problemer, der er i amerikansk økonomi, kan meget vel betyde, at dollarkursen falder yderligere i år. Hvis dollaren falder yderligere gennem 2008, da kan det koste op imod 14.000 danske arbejdsplader over 2 år – og det selvom der er taget højde for, at ECB og FED samtidig vil sætte deres pengepolitiske renter ned. Den lavere vækst i USA vil ikke få lige så voldsomme konsekvenser for dansk økonomi som udviklingen i dollarkursen. I forhold til Danmark er den finansielle udvikling i USA derfor langt mere interessant end den realøkonomiske.

Europa er også mærket af uroen i den internationale økonomi om end i mindre grad end USA. Vækstskønnet for Euroområdet er derfor også løbende blevet nedjusteret, og væksten forventes nu at blive mindre end 2 pct. i både 2008 og 2009. På grund af en kraftigere befolkningsudvikling i USA end i Europa har væksten været højere i USA end i Europa. Der er derfor tale om en langt mindre nedgearing af den europæiske økonomi sammenlignet med den amerikanske, selvom forventningerne til væksten i pct. er nogenlunde den samme.

Forventningerne til tysk økonomi i 2008 er meget lig forventningerne til Euroområdet. Nedjusteringen af forventningerne til tysk økonomi skyldes nedjusteringen af væksten i omverdenen via eksporten. Da Tyskland er Danmarks største samhandelspartner, er udviklingen i Tyskland vigtig for dansk økonomi. Lavere vækst i Tyskland påvirker derfor også dansk økonomi i højere grad end lavere vækst i USA. En betydelig del af effekten på Danmark af en lav dollarkurs sker da også via de afledte effekter fra bl.a. Tyskland. Den afledte effekt fra Tyskland giver således i sig selv en lavere beskæftigelse herhjemme på 5.000 personer igennem 2008 og 2009.

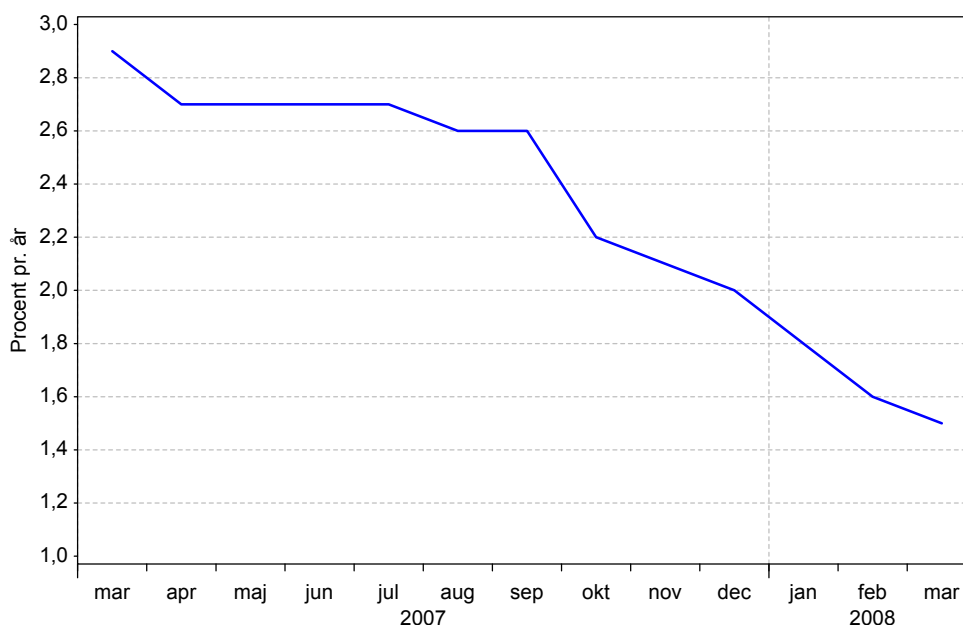
## INTERNATIONAL KONJUNKTURVURDERING

Den seneste tid har den internationale økonomi været præget af stor usikkerhed og nedjustering af forventningerne til den økonomiske vækst. På kort sigt har uroen på de finansielle markeder fået stort fokus, men den uro bundet i en mere fundamental bekymring for især amerikansk økonomi. Disse fundamentale problemer kan have længerevirkende betydning – også for dansk økonomi.

### Amerikansk økonomi

Forventningerne til amerikansk økonomi er løbende blevet nedjusteret, efterhånden som kreditkrisen har udviklet sig og forventningerne til de amerikanske boligpriser og privatforbruget er blevet nedjusteret. Figur 1 illustrerer, hvordan forventningerne til væksten i 2008 er blevet nedjusteret det seneste år. I marts 2007 ventede prognoserne i gennemsnit en vækst i USA på 2,9 pct. i år. I september 2007 var denne vurdering faldet til 2,6 pct. og siden er forventningerne styrtdykket, således at den seneste opgørelse fra marts 2008 viser vækstsikreren for USA på bare 1,5 pct. Det er meget lavt i amerikansk sammenhæng. I perioden fra 1990 til 2006 har den gennemsnitlige økonomiske vækst i USA været 2,9 pct. pr. år.

Figur 1. Udviklingen i forventningen til USA's vækst i 2008



Anm.: Figuren viser prognosemagerens forventninger til USA's vækst i 2008 på forskellige tidspunkter.

Kilde: The Economist, Poll of forecasters.

Tabel 1 viser væksts-kønnene for USA fra en række internationale institutioner. Størsteparten af skønnene (med undtagelse af NIESR) ligger på 2 pct. eller derunder. Der er ligeledes uenighed om udviklingen næste år – nogle mener, at amerikansk økonomi allerede der bliver bedre, men andre mener, at væksten forsat vil være historisk meget lav set med amerikansk målestok. Der er dog en generel forventning til, at væksten vil blive højere i 2009 end i 2008 og dermed generel enighed om, at amerikansk økonomi vil være på vej tilbage mod ret kurs igen i 2009.

Tabel 1. Vækstskøn for USA, Realvækst i BNP

	Vurdering fra	2007	2008	2009
The Economist, Poll of forecasters	Marts 2008	2,1	1,5	2,0
NIESR	Januar 2008	2,2	2,2	2,6
IMF	Januar 2008	2,2	1,5	-
OECD	December 2007	2,2	2,0	2,2
Europa Kommissionen	Oktober 2007	2,1	1,7	2,6

Kilde: Jf. første kolonne.

Den lavere vækst i USA har konsekvenser for dansk økonomi. Tabel 2 viser den isolerede effekt på Danmark af, at den amerikanske vækst er ½ pct.point lavere i 2008 og i 2009, end hvad man ellers kunne have forventet.

Tabel 2. Effekten på Danmark af lavere vækst i USA, 2008 og 2009

	2008	2009
	Realvækst pr. år (pct.)	
BNP	-0,1	-0,1
	Vækst pr. år (1.000 personer)	
Beskæftigelse	-1	-3
	Vækst pr. år (mia. kroner)	
Eksport	-3	-4
	Ændring i forhold til udgangspunktet, % af BNP	
Betalingsbalance	-0,1	-0,1

Anm.: Effekten af en amerikansk vækst, der i 2008 og 2009 er ½ pct.point lavere end normalt. Ingen effekter fra rente og valutakurs.

Kilde: Beregninger på den internationale model HEIMDAL.

Afdæmpning af amerikansk økonomi reducerer i sig selv væksten i Danmark med 0,1 pct.point pr. år i forhold til en situation, hvor væksten havde været ½ pct.point højere i USA. Over to år vil denne nedgearing af amerikansk økonomi sænke beskæftigelsen med cirka 4.000 personer herhjemme. Effekterne på Danmark af lavere vækst i USA skyldes ikke kun den direkte effekt fra USA, men også de indirekte effekter på Danmark af, at væksten i Europa, og dermed også væksten i Tyskland, gearer ned.

### **Euroområdet**

Europa er også mærket af uroen i den internationale økonomi om end i mindre grad end USA. Fra marts 2007 til marts 2008 har gruppen af prognosemagere fra The Economist ændret deres gennemsnitlige væksts-køn fra 2,2 til 1,7 pct. Tabel 3 viser væksts-kønnene for Euroområdet fra forskellige internationale organisationer. Der ses en tydelig nedgearing fra 2007 til 2008, som ifølge OECD både skyldes mindre bidrag fra bolig- og erhvervsinvesteringer samt mindre bidrag fra nettoeksporten. Samlet set forventes væksten at blive lige under 2 pct. i 2008 og 2009. På grund af en kraftigere befolkningsudvikling i USA end i Europa har væksten været højere i USA end i Europa. Der er derfor tale om en mindre nedgearing af den europæiske økonomi end den amerikanske, selvom forventningerne til væksten i pct. er nogenlunde den samme.

Tabel 3. Væksts-køn for Euroområdet, Realvækst i BNP

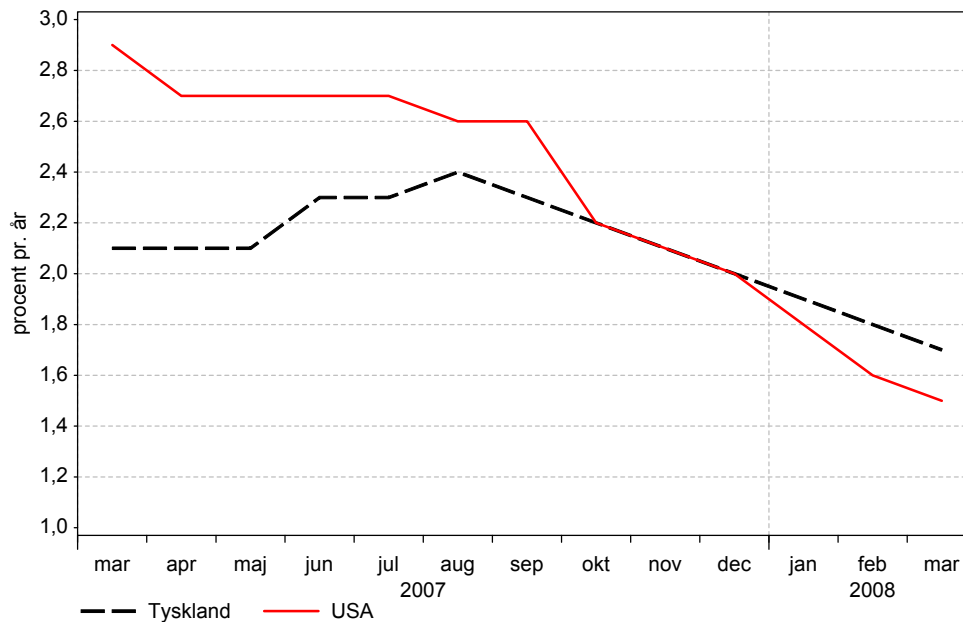
	Vurdering fra	2007	2008	2009
The Economist, Poll of forecasters	Marts 2008	2,6	1,7	1,8
NIESR	Januar 2008	2,7	1,9	2,1
IMF	Januar 2008	2,6	1,6	-
OECD	December 2007	2,6	1,9	2,0
Europa Kommissionen	Oktober 2007	2,6	2,2	2,1
	Februar 2008		1,8	

Kilde: Jf. første kolonne.

### **Tyskland**

Ligesom i Euroområdet er væksten i Tyskland blevet nedjusteret. I figur 2 er udviklingen i forventningen til Tysklands vækst sammenholdt med forventningerne til USA's vækst. Selvom korrektionen for tysk økonomi ikke er så stor som for amerikansk økonomi, kan man se, at korrektionerne er foregået nogenlunde parallelt. Det seneste år er forventningerne til væksten i tysk økonomi i 2008 ifølge en række prognoser faldet fra 2,1 pct. til 1,7 pct. Denne vurdering ligger på samme niveau som forventningerne hos andre internationale organisationer jf. tabel 4.

Figur 2. Udviklingen i forventningen til Tysklands og USA's vækst i 2008.



Anm.: Figuren viser forecasternes forventninger til Tysklands og USA's vækst i 2008 på forskellige tidspunkter.

Kilde: The Economist, Poll of forecasters.

Tabel 4. Vækstskøn for Tyskland, realvækst i BNP

	Vurdering fra	2007	2008	2009
The Economist, Poll of forecasters	Marts 2008	2,6	1,7	1,9
NIESR	Januar 2008	2,6	1,8	2,1
OECD	December 2007	2,6	1,8	1,6
Europa Kommissionen	Oktober 2007	2,5	2,1	2,2
	Februar 2008		1,6	

Kilde: Jf. første kolonne.

Nedjusteringen af forventningerne til tysk økonomi skyldes delvist påvirkningerne fra omverdenen via nettoeksporten, der ifølge OECD forventes at bidrage til den økonomiske vækst med 0,4 pct.point i 2008 i forhold til et bidrag på 1,0 pct.point i 2007. Tysk økonomi forventes generelt at geare lidt ned i 2008, mens væksten igen forventes at blive lidt over 2 pct. i 2009. Kun OECD forventer en yderligere nedgearing af væksten i 2009.

Tyskland er Danmarks største eksportmarked, og eksporten til Tyskland er næsten tre gange større end til USA. Lavere vækst i Tyskland påvirker derfor dansk økonomi i højere grad end lavere vækst i USA.

Tabel 5 viser effekten på Danmark af, at den tyske vækst er ½ pct.point lavere i 2008 og i 2009 end, hvad man ellers kunne have forventet. Ved en nedgearing i Tyskland rammes eksporten og betalingsbalancen herhjemme

hårdere af en afmatning i USA. Lavere vækst i Tyskland kan betyde, at eksporten herhjemme bliver hhv. 4 og 5 mia.kr mindre de næste to år.

Tabel 5. Effekten på Danmark af lavere vækst i Tyskland, 2008 og 2009

	2008	2009
	Realvækst pr. år (pct.)	
BNP	-0,1	-0,1
	Vækst pr. år (1.000 personer)	
Beskæftigelse	-2	-3
	Vækst pr. år (mia. kroner)	
Eksport	-4	-5
	Ændring i forhold til udgangspunktet, % af BNP	
Betalingsbalance	-0,1	-0,2

Anm.: Effekten af en tysk vækst, der i 2008 og 2009 er ½ pct.point lavere end normalt.

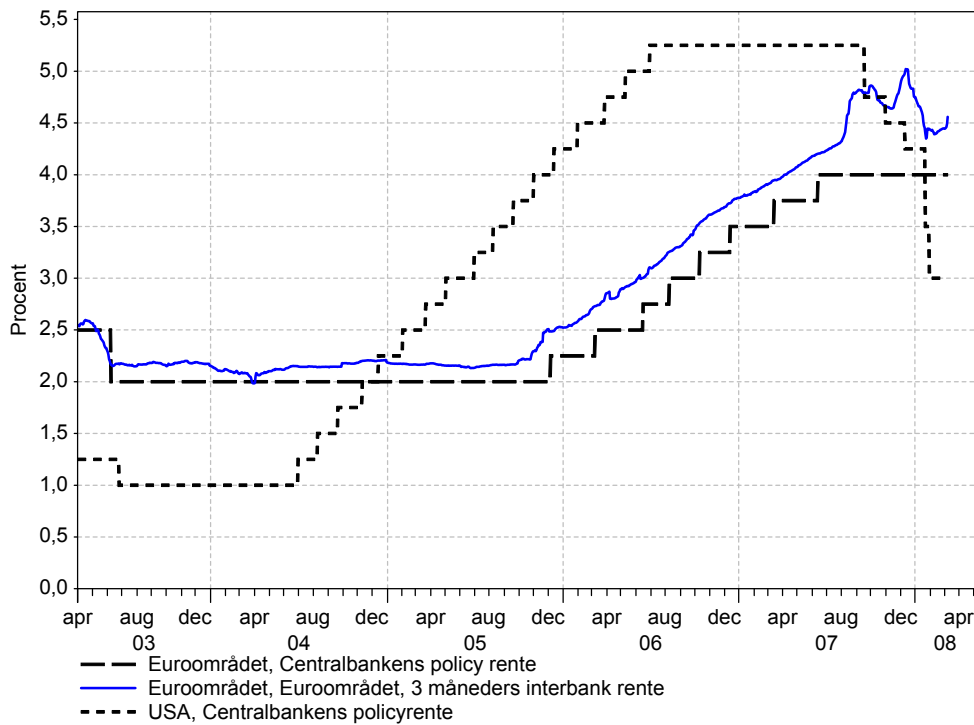
Ingen effekter fra rente og valutakurs.

Kilde: Beregninger på den internationale model HEIMDAL.

### Renteudviklingen

I forbindelse med den finansielle krise har den amerikanske centralbank (FED) nedsat renten betydeligt. Fra årsskiftet til slutningen af januar er FED's rente således af to omgange sat ned fra 4,25 pct. til 3,0 pct. Uroen på de finansielle markeder påvirker også renterne i Europa i nedadgående retning. Det skyldes blandt andet, at når aktierne falder, da bliver det relativt mere fordelagtigt at investere i obligationer. Da stiger efterspørgslen efter obligationer, hvilket har fået både korte og lange markedsrenter til at falde. En anden medvirkende årsag kan være, at markedet har forventet rentestigninger fra Den Europæiske Centralbank (ECB), der ikke er kommet.

Figur 3. Udviklingen i forskellige korte renter.



Kilde: Ecwin

### Lav dollarkurs

Med de fundamentale balance- og vækstproblemer, der er i amerikansk økonomi, må man forvente en lavere dollarkurs, end vi har set historisk. Det har selvfølgelig en effekt på Danmark og resten af Europa, at købelysten i USA falder, og at konkurrenceevnen overfor amerikanerne og den del af verden, der følger dollaren, er forværret.

I begyndelsen af 2008 har dollaren ligget på et historisk lavt niveau svarende til godt 4,8 DKR/USD. Med de nuværende udsigter for amerikansk økonomi er det ikke urealistisk, at dollaren forbliver på det lave niveau.

Hvis vi forestiller os en situation, hvor væksten fortsat forventes lav i USA, må vi forvente, at den amerikanske nationalbank FED sænker den pengepolitiske rente, og at dollaren falder yderligere gennem 2008. Sker det, vil det dæmpe væksten og øge ledigheden i Danmark. Omvendt vil den lavere dollarkurs trykke inflationen i Europa nedad, da importvarer bliver relativt billigere, og der vil med tiden åbnes op for rentefald fra ECB, som vi ellers ikke havde oplevet. Sådanne rentefald vil delvist modgå de negative effekter af den lave dollarkurs, og den samlede effekt på vækst, beskæftigelse etc. vil være lidt mindre.

Tabel 6 viser nogle af effekterne af et fald i dollarkursen i 2008 kombineret med gradvise rentefald fra ECB og FED.

Tabel 6. Effekten på Danmark af et fald i dollarkursen kombineret med rentefald, 2008 og 2009

	2008	2009
	Realvækst pr. år (pct.)	
BNP	-0,1	-0,3
	Vækst pr. år (1.000 personer)	
Beskæftigelse	-3	-11
	Ændring i forhold til udgangspunktet, % af BNP	
Betalingsbalance	-0,1	-0,5

Anm.: Effekten af en gradvis depreciering af den amerikanske dollar på 5 pct. ultimo 2008 og uændret valutakurs i 2009. Det er antaget, at effekten slår 60 pct. igennem i 2008 og 100 pct. i 2009. Der er en modgående effekt af et gradvist rentefald i Europa på 50 basispoint ved årsskiftet og et gradvist rentefald i USA på 75 basispoint ved årsskiftet.

Kilde: Beregninger på den internationale model HEIMDAL.

Som det fremgår af tabellen, vil en lavere dollarkurs kombineret med et moderat rentefald reducere beskæftigelsen i Danmark med op mod 14.000 personer over de kommende to år. Det vil ikke bare være arbejdspladser i forhold til eksporten til USA, der forsvinder, men også eksport til Tyskland og andre europæiske lande, fordi disse lande påvirkes negativt af dollarfaldet. Desuden vil eksportarbejdspladser indenfor andre erhverv, såsom service-sektoren, blive indirekte ramt, da de leverer til de eksportorienterede erhverv. Betalingsbalancen i pct. af BNP vil også være 0,5 pct.point lavere i 2009, svarende til 8,8 mia. kr. sammenlignet med, hvad man som udgangspunkt kunne forvente. Udviklingen i dollarkursen har dermed større afsmittende effekter på dansk økonomi end en nedgearing af vækst i USA. I forhold til Danmark er den finansielle udvikling i USA derfor langt mere interessant end den realøkonomiske.

Årsagen til den store effekt på Danmark af en lavere dollarkurs skyldes, at den lave dollar dæmper den tyske økonomi, da det bliver sværere for Tyskland at sælge sine varer. I tabel 7 er vist den afledte effekt på Danmark ved, at Tysklands vækst (og især eksport) reduceres som følge af faldende dollarkurs. Det ses, at en betydelig del af effekten af en depreciering af dollaren sker via de afledte effekter fra bl.a. Tyskland. Den afledte effekt fra Tyskland giver således i sig selv en samlet lavere beskæftigelse i Danmark på 5.000 personer igennem 2008 og 2009.

Tabel 7. Effekten på Danmark af lavere vækst i Tyskland som følge af dollarfald, 2008 og 2009

	2008	2009
	Realvækst pr. år (pct.)	
BNP	-0,1	-0,1
	Vækst pr. år (1.000 personer)	
Beskæftigelse	-1	-4
	Ændring i forhold til udgangspunktet, % af BNP	
Betalingsbalance	-0,1	-0,2

Anm.: Effekten af en tysk vækst, der i 2008 og 2009 er reduceret som følge af en lavere dollarkurs.

Kilde: Beregninger på den internationale model HEIMDAL.