

Økonomisk kronik

2. halvår 1995

Henrik Fænøe, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

1. Sammenfatning

Forventningerne til væksten i OECD-landene (excl. Japan) i år er nedjusteret betydeligt siden efterårets økonomiske kronik, og der ventes nu vækstrater i størrelsesordenen 1-2%, hvilket er ca. 1% lavere end forventet i efteråret.

Nedjusteringen af vækstforventningerne for i år skyldes, at aktiviteten i 2. halvår 1995 blev noget svagere end antaget, og at indikatorerne for aktivitetsudviklingen i de fleste lande tyder på, at den svage vækst er fortsat ind i 1996.

Der er dog stor forskel i udviklingen i de enkelte lande. Således var det specielt i USA, Tyskland og Frankrig, at væksten gik i stå i 1995, mens England, Italien – og i endnu højere grad Japan – var præget af en pæn vækst. De foreløbige nationalregnskabstal for 1. kvartal 1996 i USA tyder imidlertid på fornyet vækst her, hvilket efterlader kontinental-Europa, med Tyskland og Frankrig i spidsen, som det område, der er hårdest ramt af afmatningen.

Afmatningen i væksten er i sig selv med til at lægge en dæmper på de positive mekanismer, der skulle holde væksten i gang, da den stigende arbejdsløshed lægger en dæmper på forbrugsefterspørgslen, og den nu faldende kapacitetsudnyttelse reducerer behovet for

nye investeringer. På toppen af dette kommer yderligere finanspolitiske stramninger, fordi flere lande ønsker at være sikre på at opfylde konvergenskriterierne for ØMU'en i 1997.

Selv i de lande, hvor væksten er rimelig, fortsætter inflationen med at være lav og faldende, og forventningen om, at verdensøkonomien er på vej ind i et nyt, økonomisk regime, præget af lavinflation, bliver således stadig bekræftet.

Den stadig lavere korte rente, der er fulgt i kølvandet på den lave inflation, kombineret med rimelige balancer hos såvel forbrugerne som virksomhederne i de fleste lande, er stadig de centrale argumenter for forventningen om, at vi blot befinder os i en vækstpause, der inden for en overskuelig fremtid vil blive afløst af en fornyet, pæn vækst på 2-3% i de fleste OECD-lande. Dette afspejles da også i konsensusforventningerne til væksten i 1997, jf. tabel 1.

Ifølge de foreløbige nationalregnskabstal blev BNP-væksten i Danmark på 2½% i 1995, hvilket er i underkanten af forventningerne fra efteråret. Afmatningen har således også ramt Danmark, og vækstforventningerne for i år er blevet nedjusteret til niveauet ½-2%, jf. tabel 2.

Tabel 1. Foreløbige nationalregnskabstal for 1995 og konsensusforventninger til væksten i BNP/BNi i 1996 og 1997, for de store OECD-lande.

	1995 *)		1996 *)		1997
USA	2,0	(-)	2,2	(2,7)	2,2
Japan	0,9	(0,5)	2,4	(1,9)	2,3
Tyskland	2,1	(2,3)	0,9	(2,3)	2,2
heraf Vesttyskland	1,6	(1,9)	0,7	(1,9)	2,0
Frankrig	2,2	(2,8)	1,3	(2,4)	2,5
Italien	3,0	(3,0)	2,0	(2,6)	2,3
England	2,5	(2,5)	2,3	(2,7)	3,1

Kilde: Consensus Forecasts. 13. maj 1996, udgivet af Consensus Economics Inc.

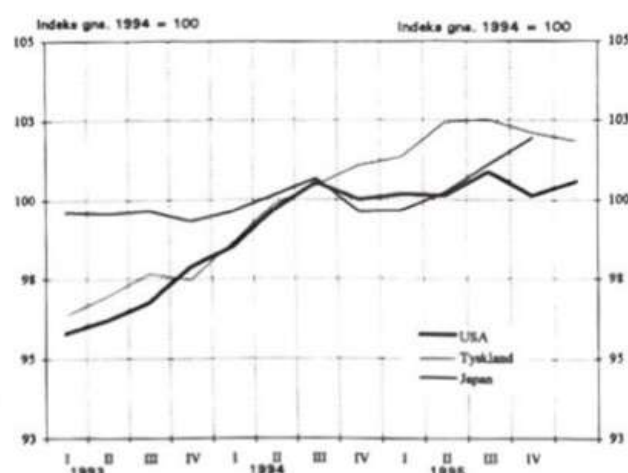
Anm.: Hver måned foretager Consensus Forecasts en rundspørge til over 200 fremtrædende prognoseproducenter og indsamler oplysninger om disses forventninger til væksten, inflationen og en række andre økonomiske nøgletal. På basis heraf beregnes de gennemsnitlige forventninger, som gengivet ovenfor.

*) I parentes er anført forventningerne fra efterårets økonomiske kronik.

Da det ikke mindst er eksporten, der har udviklet sig svagt, mens bl.a. investeringerne er steget pænt, har den internationale afmatning også ramt den danske betalingsbalance, som med faretruende hast nærmer sig nul. Til gengæld er inflationen fortsat usædvanligt lav, og hvis den internationale vækst tager til igen, bør Danmark kunne bevare sin attraktive økonomiske situation med betalingsbalanceoverskud, lavinflation og offentlige finanser i bedring. Dette forudsætter imidlertid, at man ikke forsøger at give dansk økonomi »kunstigt åndedræt« med en traditionel keynesiansk lempelse af finanspolitikken som reaktion på afmatningen.

Konsensusforventningerne til væksten i USA er nu 2,2% både i år og 1997. Det skal her bemærkes, at USA har foretaget en omfattende revision af den måde, hvorpå man beregner nationalregnskabstallene. Denne metodeændring har medført noget lavere tal for væksten, end man hidtil har opereret med. Dette gør sammenligning med væksten i tidligere år samt de tidligere udtrykte forventninger særdeles vanskelig.

Figur 1: BNP/BNi

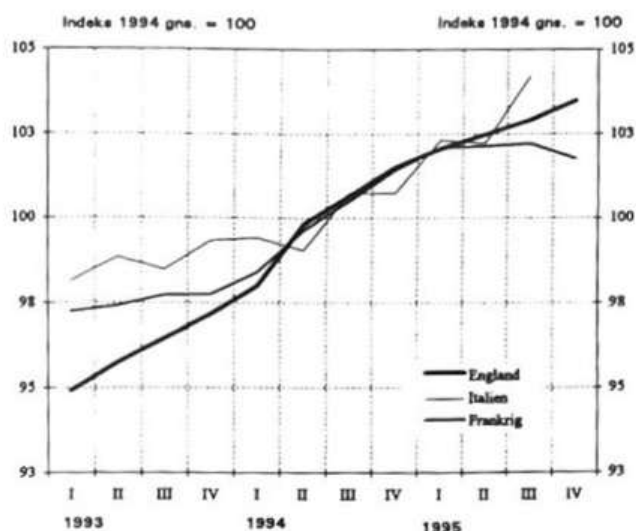


2. Den internationale konjunktursituation

Efter en mindre aktivitetsforøgelse i 3. kvartal faldt aktiviteten i USA i 4. kvartal til det samme niveau som i starten af året, jf. figur 1. At væksten for året som helhed alligevel blev på 2%, skyldes alene, at niveauet i 1. halvår 1995 var højere end niveauet i 1. halvår 1994. Gennem året 1995 var der ingen vækst i amerikansk økonomi. Stagnationsperioden er dog tilsyneladende brudt i 1. kvartal i år, men om der blot er tale om et

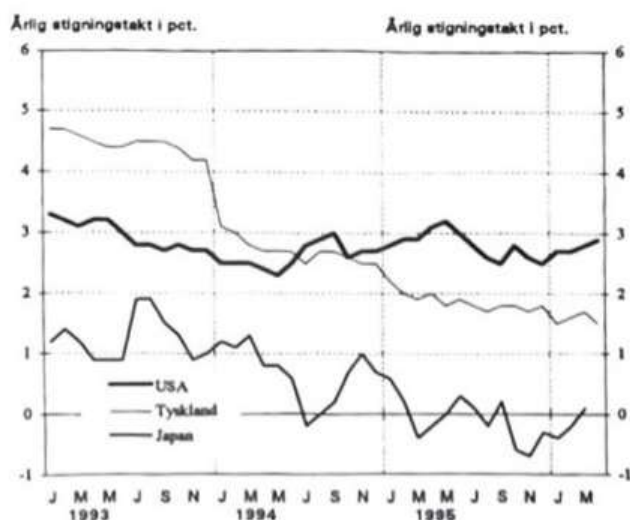
forbigående opsving, eller vækstprocessen bliver genoptaget, er svært at vurdere på nuværende tidspunkt.

Figur 2. BNP



Den svage vækst har holdt inflationen under 3%, jf. figur 3 og dette har givet baggrund for yderligere sænkninger af den korte, amerikanske rente.

Figur 3. Forbrugerpriser



Den japanske økonomi, som var præget af en meget svag aktivitetsudvikling fra midten af 1994 til midten af 1995, fik genoptaget væksten i 2. halvår 1995, jf. figur 1. Dette betød,

at væksten i aktiviteten i 1995 blev på knap 1%, hvilket var ½% højere end forventet i efteråret, jf. tabel 1.

Indikatorerne for den japanske økonomi tyder på, at væksten er fortsat i 1996. Japan er da også det eneste land, hvor konsensusforventningerne til væksten i år er blevet opjusteret fra knap 2% i efteråret til nu knap 2½%, jf. tabel 1. Trods genoptagelsen af væksten er inflationen i Japan fortsat meget lav, og i det sidste halve års tid har der faktisk været tale om deflation og ikke inflation, idet priserne er faldet. Den lave inflation er blevet understøttet af den stærke yen.

I Tyskland var 2. halvår 1995 præget af faldende aktivitet, jf. figur 1. Væksten for året som helhed blev på 2,1%, hvilket dog kun er lidt lavere end konsensusforventningerne i efteråret. Den fortsat svage udvikling i indikatorerne har dog medført en nedjustering af vækstforventningerne til i år fra 2,3% til nu kun knapt 1%, jf. tabel 1.

Der er mange årsager til den svage vækst i Tyskland. Den stigende arbejdsløshed og stadige rationalisering af såvel private som offentlige virksomheder lægger sandsynligvis en betydelig dæmper på de tyske lønmodtagers lyst til at forbruge. Den stærke DM og de høje omkostninger giver eksportindustrien konkurrenceevneproblemer, så trods den høje indtjening og stadig høje, omend nu faldende, kapacitetsudnyttelse er virksomhedernes investeringsbehov begrænset. På toppen af dette kommer nu planer om betydelige finanspolitiske stramninger for at sikre, at Tyskland lever op til ØMU'ens konvergenskrav i 1997.

Det fremhæves også ofte som et problem for den tyske økonomi, at forbrugernes opsparingskvote er faldet betydeligt i de senere år, og at en vending i denne proces yderligere vil kunne afdæmpe forbruget. Selv om man skal være forsigtig med sammenligning af niveauet for forskellige landes opsparingskvo-

ter, er det i den forbindelse bemærkelsesværdigt, at faldet i den tyske opsparingskvote blot har medført, at denne ligger på niveau med de fleste andre landes. Faldet i opsparingskvoten kan således tænkes at være af strukturel karakter og skyldes det forhold, at de yngre generationer af tyskere ikke længere udviser samme forsigtige adfærd som de generationer, der har oplevet 2. verdenskrig og de økonomiske problemer i mellemkrigsårene.

Selv om der er mange gode grunde til afmatningen i den tyske vækst, er der også forhold, der taler for en genoptagelse af væksten. Her kan nævnes den stadig lavere korte rente, der er fulgt i kølvandet på den stadigt faldende inflation, jf. figur 3, og den vækst i eksporten, der vil følge af et opsving i Japan, USA og en række europæiske lande.

Et yderligere argument for fornyet vækst er, at den lagertilpasning, der var medvirkende til opbremsningen af væksten i 2. halvår 1995, i mange lande nu må formodes at være tilendebragt. I opsvingets tidlige stadier havde mange virksomheder opbygget betydelige lagre for at imødekomme den stigende efterspørgsel, og da væksten i efterspørgslen aftog i løbet af 1995, reducerede det behovet for yderligere lageropbygning, og for nogle var det ligefrem nødvendigt at reducere lagrene igen. Denne vending i efterspørgslen til lagre betød, at produktionen måtte udvikle sig svagere end efterspørgslen, og dette har været en af årsagerne til opbremsningen i væksten. Det er ganske almindeligt, at en sådan lagertilpasningsmekanisme forstærker væksten i de tidligere stadier af et opsving og medfører en pause i væksten umiddelbart derefter.

Der er dog ingen tvivl om, at de negative faktorer vejer tungt, og at risikoen for en længerevarende lavvækstperiode i Tyskland er et af de største usikkerhedsmomenter i den aktuelle økonomiske situation.

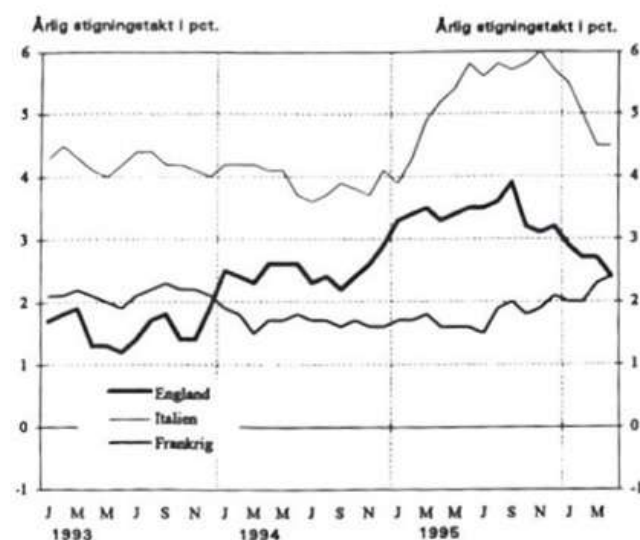
Aktivitetsudviklingen i Frankrig svarer til situationen i Tyskland med en meget svag stigning i 3. kvartal efterfulgt af et fald i BNP i 4. kvartal 1995, jf. figur 2. Det må dog her erindres, at det netop var i efteråret 1995, Frankrig var plaget af omfattende strejker og uroligheder, og at disse har påvirket aktiviteten negativt både direkte og indirekte. Strejkeramte virksomheder kan ikke producere noget, og den usikkerhed, urolighederne medfører, lægger en dæmper på folks trang til at foretage større økonomiske dispositioner. Ligesom i Tyskland kan mange ansatte i statsvirksomheder med rette være stadig mere bekymrede for deres fremtidige beskæftigelsesmuligheder. Som ef af kernelandene i det europæiske valutasamarbejde er Frankrig ligesom Tyskland ramt af en stærk valutakurs, hvilket på kort sigt dæmper eksporten og dermed aktiviteten.

I Frankrig blev årsvækstraten for BNP i 1995 kun på godt 2% mod de forventede 2,8%, og som følge af afmatningen i 2. halvår er vækstforventningerne til 1996 nu nedjusteret fra 2,4% til 1,3%, jf. tabel 1.

Aktivitetsudviklingen har været noget mere positiv i både England og Italien, jf. figur 2. I begge lande er væksten fortsat i 2. halvår 1995, og væksten i BNP for året som helhed blev i 1995 i England på 2½% og i Italien på 3%. I år forventes der en vækst i Italien på 2,0% og i England på 2,3%, hvilket kun er lidt lavere end forventningerne i efteråret, jf. tabel 1.

Det er således ikke alle lande i Europa, der er plaget af lavvækst, og i betragtning af landenes størrelse vil en fortsat pæn vækst i Italien og England, understøttet af væksten i Japan og USA, kunne bidrage til at trække resten af Europa i gang igen.

Figur 4. Forbrugerpriser



I efterårets økonomiske kronik måtte det konstateres, at inflationsraten i både England og Italien var steget, omend den havde stabiliseret sig på nye niveauer på henholdsvis 6 i Italien og 3½ i England. I slutningen af 1995 og begyndelsen af 1996 er inflationsraten i begge lande imidlertid faldet. I Italien er den på ny nået ned under 5%, og i England er den under 3%. Dette betyder, at selv i de lande, hvor væksten er rimelig, har man inflationen under langt bedre kontrol, end de fleste frygtede, da disse landes valutaer faldt kraftigt i forbindelse med sammenbruddet i EMS-systemet.

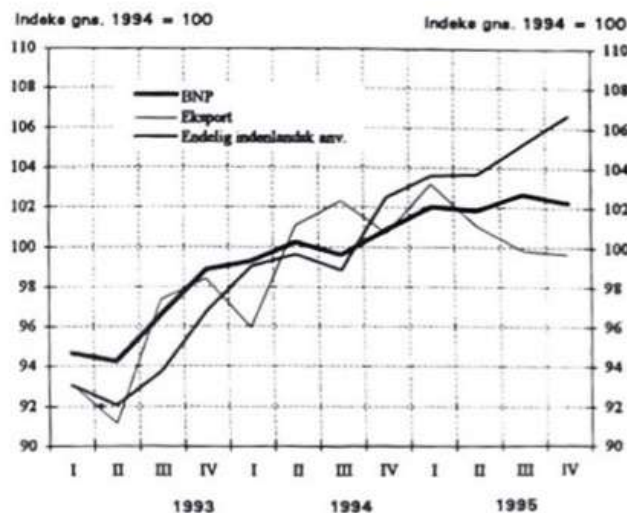
3. Danmarks økonomiske situation

Det danske bruttonationalprodukt voksede med godt 2½% i 1995. Dette er betydeligt lavere end væksten på 4½% i 1994 og også lidt lavere, end forventet i de fleste prognoser fra efteråret 1995, jf. den forrige økonomiske kronik.

Efter en svag aktivitetsforøgelse fra 2. til 3. kvartal var der tale om et regulært fald i aktiviteten i 4. kvartal, jf. figur 5. Dette betød, at aktiviteten stort set var konstant gennem året, og den eneste grund til, at årets vækstrate blev positiv, var, at niveauet i starten af 1994 var lavere, jf. figur 5. Det må

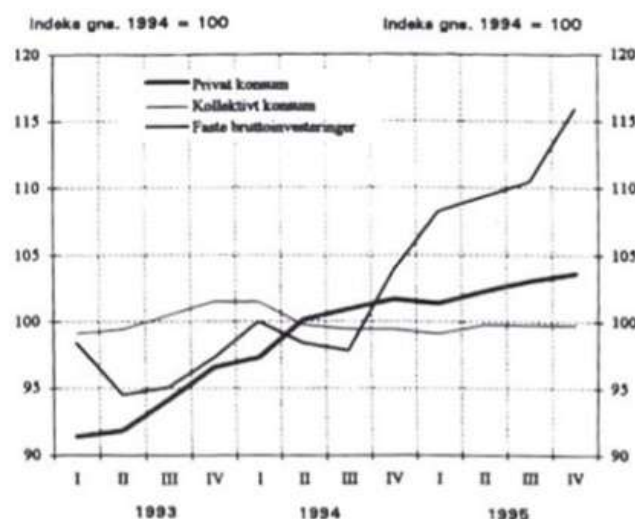
således konstateres, at vækstprocessen gik helt i stå i 1995.

Figur 5. BNP, endelig indenlandsk anvendelse samt eksport



Opbremningen af væksten skyldes alene et betydeligt fald i eksporten og må dermed tilskrives afmatningen i det internationale væksttempo og formodentlig i en vis udstrækning også den svagere danske konkurrenceevne som følge af den stærke danske kronekurs.

Figur 6. Endelig indenlandsk anvendelse fordelt på komponenter



I modsætning til eksporten genoptog den indenlandske efterspørgsel væksten i 2. halvår 1995, jf. figur 5. Det er specielt de faste bruttoinvesteringer, der er steget stærkt, og ved udgangen af 1995 lå de ca. 15% over det gennemsnitlige niveau i 1994, jf. figur 6.

Også det private forbrug har genoptaget væksten efter en stagnation omkring årsskiftet 1994/95, jf. figur 6. Derimod har det kollektive konsum ikke bidraget til væksten gennem 1995.

Tabel 2. Skøn for den økonomiske udvikling 1996

	Niveau 1994	ØM ¹ Maj	DØR ² Maj	UNI ³ Maj	DDB ⁴ Marts	AE ⁵ Juni
	mia.kr.	Realvækst i pct.				
Bruttonationalprodukt	929	1,8	0,9	0,5	1,3	1,7
Indenlandsk efterspørgsel, ialt	870	2,1	- 0,1	1,5	1,9	-
Heraf:						
Privat forbrug	499	2,1	0,5	2,5	2,7	2,3
Offentligt forbrug	235	0,7	1,1	0,8	1,6	1,5
Offentlige investeringer	21	- 1,9	- 2,0	0,5	1,9	- 2,0
Faste erhvervsinvesteringer	90	5,4	4,8	5,5	- 1,5	-
Boligbyggeri	28	4,0	7,8	6,0	3,4	6,1
Lagerinvesteringer	- 3	- 0,5	- 1,5	- 0,8	- 0,7	- 1,0
Udenrigshandel:						
Eksport	325	1,5	1,1	0,0	2,7	1,9
Import	265	1,0	- 1,2	2,8	2,6	0,8
Betalingsbalancens lb. poster, mia.kr.	21,9	8,3	9,6	4,0	9,0	8,0
Vækst i forbrugerpriser, pct.	2,0	2,1	2,4	2,3	2,1	2,2
Arbejdsløse, 1000 pers.	343	255	264	260	263	252
Offentlig saldo, mia. kr.	- 37	- 12	- 21	- 15	- 15	- 11

Kilder:

- 1) Økonoministeriet, Økonomisk Oversigt, maj 1996.
 - 2) Det Økonomiske Råd, Dansk Økonomi, Forår 1996.
 - 3) Unibank; Konjunkturprognose, maj 1996.
 - 4) Den Danske Bank; Dansk Økonomi, Marts 1996.
 - 5) Arbejderbevægelsens Erhvervsråd; Kvartalsprognose juni 1996.
- Anm.: Lagerinvesteringer er angivet i pct. af BNP forrige år.

Tabel 3. Skøn for den økonomiske udvikling 1997

	Niveau 1994	ØM ¹ Maj	DØR ² Maj	UNI ³ Maj	DDB ⁴ Marts	AE ⁵ Juni
	mia.kr.	Realvækst i pct.				
Bruttonationalprodukt	929	3,0	2,2	2,5	2,3	3,4
Indenlandsk efterspørgsel, ialt	870	2,6	1,6	2,0	2,4	–
Heraf:						
Privat forbrug	499	3,1	2,5	3,0	2,5	3,1
Offentligt forbrug	235	0,7	0,5	0,5	1,5	0,8
Offentlige investeringer	21	– 2,8	– 7,8	0,0	2,8	– 2,0
Faste erhvervsinvesteringer	90	4,5	1,3	2,5	3,6	–
Boligbyggeri	28	5,0	6,9	4,0	4,0	6,2
Lagerinvesteringer	– 3	0,2	– 0,1	– 0,3	– 0,3	– 0,1
Udenrigshandel:						
Eksport	325	3,6	3,5	5,5	3,8	4,5
Import	265	3,2	2,3	4,8	3,7	3,8
Betalingsbalancens lb. poster, mia.kr.	21,9	10,0	10,9	8,0	10,8	9,0
Vækst i forbrugerpriser, pct.	2,0	2,4	2,8	2,5	2,3	2,5
Arbejdsløse, 1000 pers.	343	245	265	270	268	244
Offentlig saldo	– 37	– 9	– 16	– 10	– 14	– 2

Kilder:

- 1) Økonoministeriet, Økonomisk Oversigt, maj 1996.
- 2) Det Økonomiske Råd, Dansk Økonomi, Forår 1996.
- 3) Unibank; Konjunkturprognose, maj 1996.
- 4) Den Danske Bank; Dansk Økonomi, Marts 1996.
- 5) Arbejderbevægelsens Erhvervsråd; Kvartalsprognose juni 1996.

Anm.: Lagerinvesteringer er angivet i pct. af BNP forrige år.

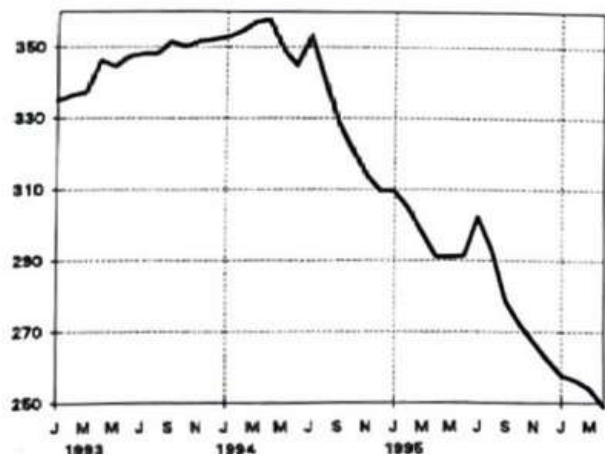
Afmatningen i væksten såvel herhjemme som i udlandet har medført en betydelig nedjustering af vækstsønnene for i år. Således forventer de seneste prognoser en vækst i dansk økonomi i år på mellem 0,5 og 1,8%, jf. tabel 2, hvilket kan sammenholdes med forventningerne i efteråret på ca. 3%. Både de store ændringer i forventningerne og de relativt store forskelle i sønnene afspejler den betydelige usikkerhed der præger den aktuelle konjunktur situation.

Ifølge prognoserne for dansk økonomi forventes væksten at blive genoptaget i 1997 for at komme op i et niveau på 2-3%, jf. tabel 3. Der er således udbredt enighed om, at den igangværende afmatning er forbigående, og dette må da også stadig anses for det mest rimelige skøn.

Afmatningen i væksten forventes at bremse det betydelige fald i ledigheden, der prægede 2. halvår 1995, jf. figur 7. I starten af i år har arbejdsløsheden stabiliseret sig i størrelsesordenen 250.000, og ifølge de seneste prog-

noser forventes arbejdsløsheden for året som helhed at blive omkring dette niveau, både i år og til næste år.

Figur 7. Arbejdsløshed, Antal ledige i 1.000



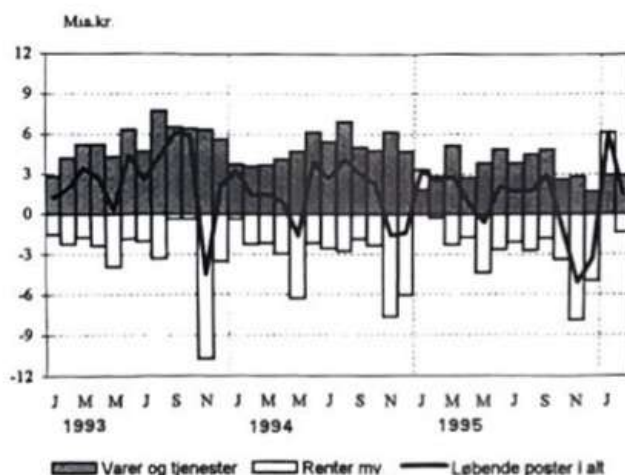
Dette betyder, at den fare, der har været for overophedning af økonomien og heraf afledt accelererende inflation, nu må siges at være drevet over. Det kan være en fordel, at der nu bliver lidt bedre tid til at foretage strukturelle ændringer på arbejdsmarkedet, således at man kan undgå en accelererende inflation, når arbejdsløsheden forhåbentligt påny begynder at falde.

Da erhvervsinvesteringerne har et meget højt importindhold, har den stærke vækst i disse trukket importen opad, og dette – kombineret med den svage udvikling i eksporten – har medført en forringelse af vare-/tjenestebalancen og dermed betalingsbalancen i 1995. Det fremgår således tydeligt af figur 8, at saldoen på vare-tjenestebalancen igennem 1995 har ligget under niveauet for 1994, og da renteposterne ikke er blevet nævneværdigt bedre, blev resultatet et betalingsbalanceoverskud for året som helhed på ca. 8 mia.kr. Dette er et betydeligt fald fra de 19 mia.kr., der blev opnået i 1994, og ligeledes klart lavere end forventningerne i efteråret 1995, som lå i størrelsesordenen 15-20 mia.kr.

Det har givet anledning til berettiget bekymring, at betalingsbalancen er blevet markant forværret, og der er nu en vis frygt for, at der igen skal opstå underskud.

At der på så kort tid kan ske så betydelige ændringer af betalingsbalancens saldo skyldes det simple forhold, at betalingsbalancens saldo er differencen mellem to store tal, nemlig de løbende indtægter og de løbende udgifter. Blot små, modsatrettede ændringer i henholdsvis udgifter og indtægter får betydeligt gennemslag på saldoen. Derfor er det ikke forkert at regne med en usikkerhed på betalingsbalanceskønnet i størrelsesordenen 10 mia.kr., hvilket betyder, at et 0-resultat ligger inden for den usikkerhedsmargin, prognoserne må operere med.

Figur 8. Betalingsbalance



Hvis væksten hos vore vigtigste samhandelspartnere, herunder Sverige og Tyskland, fortsætter med at være meget lav, og den indenlandske efterspørgsel i Danmark med investeringerne i spidsen fortsætter med at vokse, er faren for, at betalingsbalanceoverskuddet forsvinder relativt stor. Hvis der omvendt kommer gang i den internationale vækst, og investeringerne i Danmark stabiliserer sig på det aktuelle niveau, bør Danmark kunne bibeholde sit betalingsbalanceoverskud. I prognoserne for dansk økonomi for-

ventes der stadig et overskud i størrelsesordenen 10 mia.kr. både i år og til næste år, men yderligere nedjusteringer er en mulighed.

Afmatningen i væksten har medvirket til, at inflationen, i modsætning til forventningerne, var faldende igennem 1995 og efter en behersket stigning i starten af 1996 stadig befinder sig omkring 2%, jf. figur 9. For få år siden var der næppe mange, der havde troet, at Danmark kunne gennemleve en periode med en BNP-vækst på over 4% og stadig holde stigningen i forbrugerpriserne under 2½%. Selv om det har hjulpet at vækstfasen blev så relativt kortvarig, er der næppe tvivl om, at den lave inflation er et resultat af grundlæggende strukturelle ændringer og at den er kommet for at blive.

Figur 9. Forbrugerpriser

