

Økonomisk kronik

1. halvår 1995

Henrik Fænøe, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

1. Sammenfatning

Usikkerheden med hensyn til udviklingen i den internationale økonomi er større end normalt, og mange frygter for en betydelig afmatning i væksttempoet. Det mest sandsynlige er dog stadig en fortsat pæn vækst i størrelsesordenen 2-3%, kombineret med en lav inflation.

I første halvår 1995 har den internationale økonomi i store træk udviklet sig som forventet i forårets økonomiske kronik. Der forventes derfor stadig en vækst i BNP i år på ca. 3% i USA, Frankrig, Italien og England. Derimod er vækstforventningerne til Japan blevet nedjusteret betydeligt efter en svag vækst igennem 1. halvår, ligesom vækstforventningerne til Tyskland er nedjusteret med ½% til 2-2½%.

Inflationen udvikler sig fortsat pænt og bekræfter forventningen om lavinflation.

Også den danske økonomi udvikler sig stort set som forventet i forårets økonomiske kronik. Selvom vækstforventningerne for tiden nedjusteres forventer de fleste stadig en vækst på mellem 3 og 4% i år, og trods den høje vækst forventes betalingsbalanceoverskuddet at kunne stabilisere sig omkring 20 mia. kr. Inflationen forventes nu at kunne holde sig i overkanten af 2%, og faren for flaskehalse er på kort sigt blevet reduceret af afdæmpningen i væksttempoet.

Dansk økonomi må således stadig siges at befinde sig i en særdeles gunstig position. At de grundlæggende økonomiske forhold er i orden, er vigtigere end det forhold, at Danmark ikke ønsker at deltage i den økonomiske monetære unions 3. fase. ØMU'en spiller dog stadig en overraskende stor rolle i den offentlige debat, og den manglende deltagelse i den 3. fase opfattes stadig som et stort problem i vide kredse. Dette er ikke nødvendigvis korrekt.

2. Den internationale konjunktursituation

De i det følgende refererede forventninger til den økonomiske vækst er fra Consensus Forecasts af 13. november 1995. 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. De enkelte prognoseproducenters forventninger offentliggøres sammen med beregninger af de gennemsnitlige forventninger. For de store OECD-lande er disse typisk baseret på 20-30 forskellige prognoser. De gennemsnitlige forventninger til væksten i år og til næste år er gengivet i tabel 1.

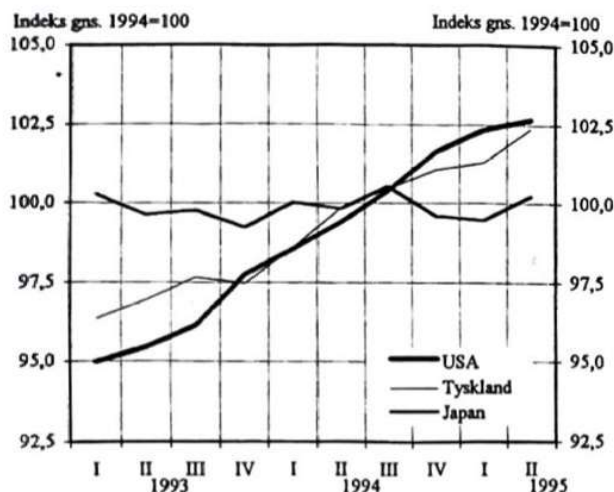
Tabel 1. Konsensusforventninger til realvæksten i BNP/BNi i de store OECD lande, pct.

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

Kilde: Consensus Forecasts, 13. november 1995, udgivet af Consensus Economics Inc.

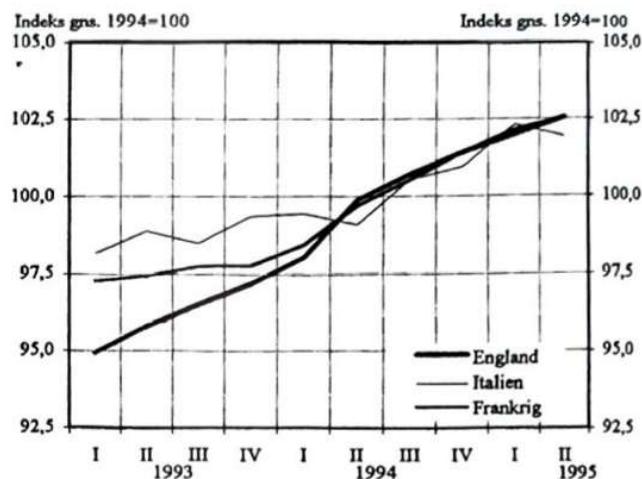
Anm.: Hver måned foretager Consensus Forecasts en rundspørge til over 200 fremtrædende prognoseproducenter og indsamler oplysninger om disses forventninger til væksten, inflationen og en række andre økonomiske nøgletal. På basis heraf beregnes de gennemsnitlige forventninger, som gengivet ovenfor.

Afmatningen i væksttempoet for den amerikanske økonomi gennem 1. halvår 1995 fremgår tydeligt af figur 1. Afmatningen er dog tilsyneladende brudt i 3. kvartal, og selv om dette i vid udstrækning kan tilskrives lagerinvesteringer, hvilket kan medføre en fornyet afmatning i 4. kvartal, er det en indikation på, at der blot er tale om en midlertidig vækstoppause og ikke begyndelsen på en egentlig recession. Konsensusforventningerne til væksten i USA i år er således opjusteret til 3,2%, og i 1996 forventes en vækst på ca. 2,7%.



Anm.: Sæsonkorrigerede data, faste priser

Figur 1: BNP/BNi

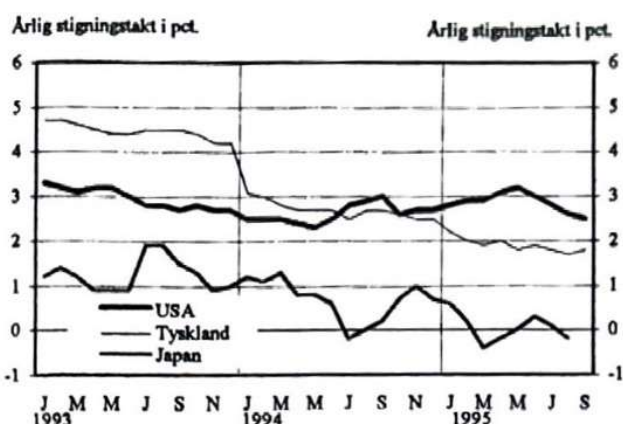


Anm.: Sæsonkorrigerede data, faste priser

Figur 2: BNP

I foråret blev tendensen til stigende inflation i USA brudt, og siden har inflationen overrasket positivt ved at falde under 3% igen, jf. figur 3.

I Japan har væksten været lavere end forventet gennem 1. halvår, og aktiviteten befinder sig stadig på samme niveau som ved indgangen til 1993, jf. figur 1. Der forventes nu kun en vækst i Japan i år på ½% mod tidligere 1½%.



Figur 3: Forbrugerpriser

Trods styrkelsen af yennen har eksporten udviklet sig positivt, og i modsætning til forventningerne i forårets økonomiske kronik, er det en svag, indenlandsk efterspørgsel, der er den væsentligste årsag til den lave vækst.

Efter et noget svagt 1. kvartal rettede væksten sig i Tyskland i 2. kvartal. Indikatorerne tyder dog på fornyet afmatning i 3. kvartal, og forventningerne til væksten i det samlede Tyskland er siden foråret nedjusteret fra ca. 3 til under 2½%.

Også i Tyskland har eksporten klaret sig forbløffende godt trods styrkelsen af D-marken, og det er også her, den indenlandske efterspørgsel – specielt privatforbruget – der fortsat udvikler sig relativt svagt. Betragter man alene det tidligere Vesttyskland, er væksten endnu lavere, idet der her kun forventes en vækst på knap 2% i år. Væksten forventes at fortsætte i samme tempo i 1996, både for det samlede Tyskland og for det tidligere Vesttyskland.

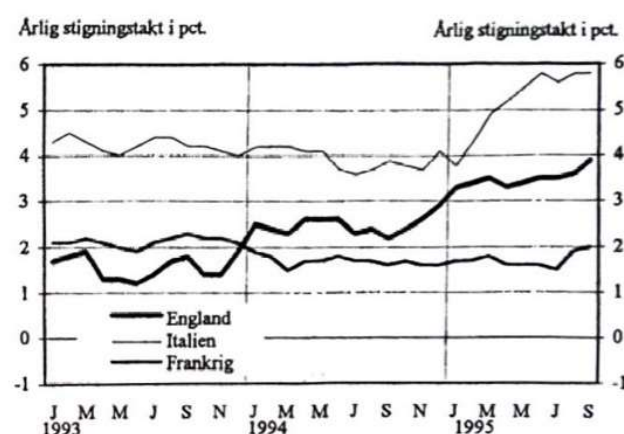
Forventningerne om en pæn, men dog behersket vækst er næppe blot udtryk for økonomernes sædvanlige tendens til at forvente dette. Der er gode argumenter for, at væksten ikke bliver overvældende høj, men på den anden side er det også svært at se væksten gå helt i stå. Privatforbruget holdes nede af en

fortsat høj – og nu ikke længere faldende – arbejdsløshed, kombineret med en allerede relativt høj forbrugskvote. I år har en kontraktiv finanspolitik ligeledes dæmpet privatforbruget.

Finanspolitikken ændres dog i 1996, hvor der gives betydelige skattelettelser, ligesom de ved overenskomstforhandlingerne i foråret aftalte lønstigninger må forventes at påvirke forbruget positivt. Den beherskede vækst reducerer behovet for nye investeringer, som til gengæld understøttes af en fortsat høj kapacitetsudnyttelse og pæn indtjening i industrien.

Inflationen er fortsat med at falde og den befinder sig nu i underkanten af 2%, jf. figur 3. Dette – kombineret med en fortsat lav pengemængdevækst – har givet mulighed for yderligere fald i den korte rente, hvis lave niveau også bidrager til at holde væksten i gang.

I England og Frankrig er væksten fortsat i behersket tempo gennem 1. halvår 1995. Også Italien havde en betydelig vækst i 1. kvartal, som dog blev afløst af et fald i 2. kvartal, jf. figur 2. For alle tre lande forventes fortsat en vækst i år på ca. 3% og en vækst til næste år på ca. 2½%, jf. tabel 1.



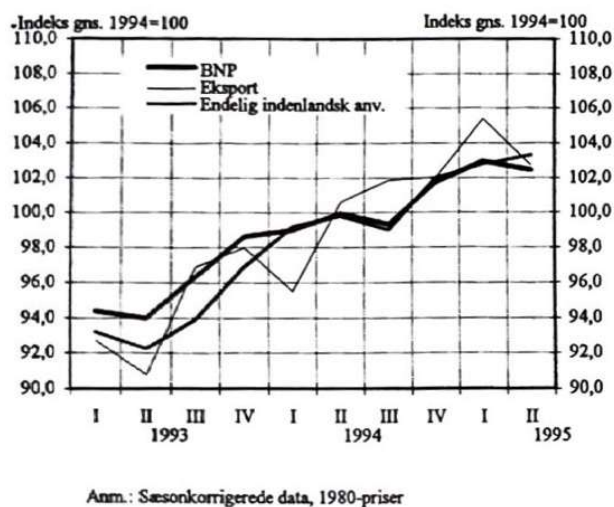
Figur 4: Forbrugerpriser

Selv om devalueringslandene England og Italien nu har inflationsrater på henholdsvis 3½ og 6%, tyder udviklingen på, at prisstigningstakten har stabiliseret sig på disse niveauer, jf. figur 4.

Alt tyder således på, at OECD-landene, med undtagelse af Japan, fortsat har udsigt til en pæn vækst uden overophedningsproblemer eller arbejdsløshedsforøgende lavvækst. Dette må siges at være et særdeles gunstigt udgangspunkt for en fortsat positiv udvikling i dansk økonomi.

3. Danmarks økonomiske situation

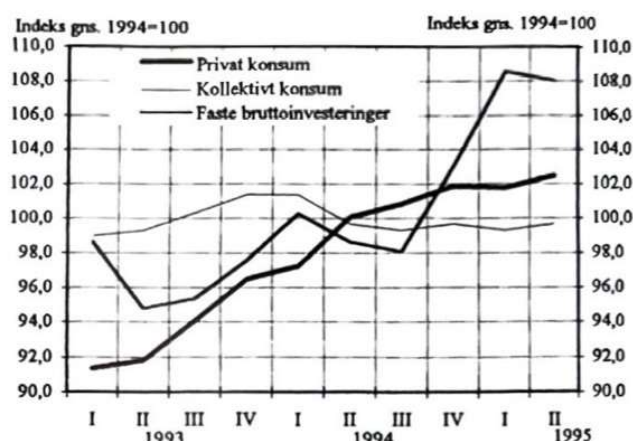
Efter en svag vækst i 1. kvartal, faldt BNP i Danmark i 2. kvartal, således at den samlede vækst gennem 1. halvår har været yderst behersket. Som følge af det høje aktivitetsniveau i 4. kvartal 1994 var aktiviteten i 1. halvår 1995 dog ca. 3½% højere end i samme periode sidste år, jf. figur 5.



Figur 5: BNP, Endelig indenlandsk anvendelse samt eksport.

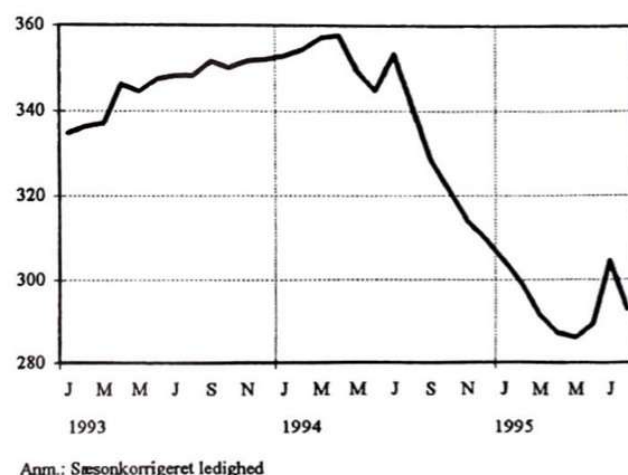
Mens det fortsat var eksporten, der trak væksten i 1. kvartal, var det et betydeligt fald i denne, der var ansvarlig for den faldende aktivitet i 2. kvartal, jf. figur 5. Den endelige indenlandske anvendelse udviste derimod en pæn vækst. Dette skyldes en stærk stigning i de faste bruttoinvesteringer i 1. kvartal, mens

det var privatforbruget og det kollektive konsum, der trak væksten i 2. kvartal, jf. figur 6.



Figur 6: Endelig indenlandsk anvendelse fordelt på komponenter

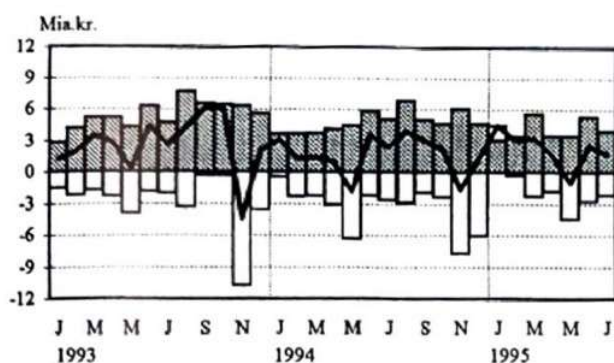
I tabel 2 og 3 er anført de vigtigste nøgletal fra en række prognoser for dansk økonomi. Det fremgår heraf, at væksten i år fortsat forventes at blive på 3-4% og til næste år lidt lavere. Uenigheden mellem de enkelte vurderinger er ikke meget større end usikkerheden på de endelige nationalregnskabstal, og der må således siges at være en rimelig grad af enighed om forventningerne til den fremtidige økonomiske vækst, selvom den offentlige debat giver indtryk af det modsatte.



Figur 7: Arbejdsløshed, Antal ledige i 1.000

Den faldende tendens i arbejdsløsheden, som startede i midten af 1994, blev brudt i 1. halvår 1995, jf. figur 7, men derefter genoptaget. De store udsving over sommeren kan henføres til tekniske forhold i forbindelse med ind- og udtræden af arbejdsmarkedspolitiske foranstaltninger. Det samme fænomen ses i sommeren 1994.

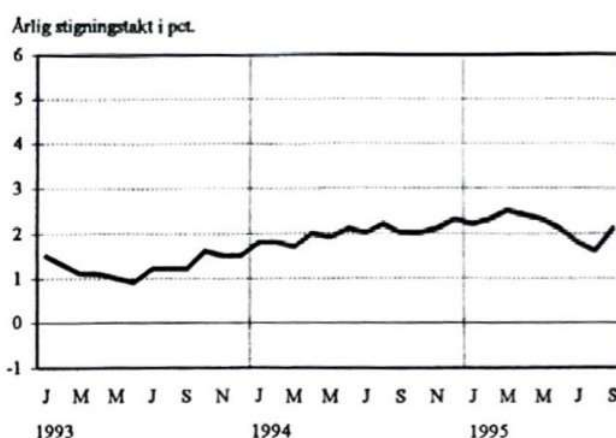
Ifølge prognoserne forventes faldet i arbejdsløsheden at aftage, således at arbejdsløsheden i år bliver på gennemsnitligt 290.000 og til næste år på ca. 270.000. Selv om det selvfølgelig er et mål at få reduceret arbejdsløsheden, er det hensigtsmæssigt, at dette ikke sker for hurtigt. Derved reduceres risikoen for, at der opstår flaskehalse undervejs, og der bliver bedre tid til at foretage de nødvendige arbejdsmarkedspolitiske foranstaltninger.



Figur 8: Betalingsbalance

Selv om afmatningen i den internationale vækst har ramt eksporten, er importen ligeledes blevet afdæmpet, således at overskuddet på handelsbalancen holder sig nogenlunde konstant omkring 4-5 mia. kr. pr. måned, jf. figur 8. Dette understøtter prognosernes forventning om et fortsat betalingsbalanceoverskud i underkanten af 20 mia. kr. både i år og til næste år. Det ser således ud til, at Danmark for alvor er sluppet af med sin kroniske tendens til underskud på betalingsbalancen.

Trods to års høj vækst har inflationen i Danmark holdt sig i nærheden af 2%, jf. figur 9. Mens prognoserne tidligere regnede med en behersket forøgelse i inflationsraten, forventes det nu at inflationen fortsætter på et niveau omkring 2%, jf. tabel 2 og 3. Dette er endnu en bekræftelse af, at vi befinder os i et nyt økonomisk regime, hvor det er muligt at forene en pæn vækst med en lav inflation. Selv om faren for, at den faldende arbejdsløshed skal skabe flaskehalse på arbejdsmarkedet og heraf afledte lønstigninger, fortsat er til stede, må frygten nu siges at være mindre end for et år siden.



Figur 9: Forbrugerpriser Danmark

Når nu den økonomiske situation i Danmark er lysere, end den har været i de sidste mange år, har økonomi verdenen måttet finde på nye problemer at diskutere. Et af dem er, at det ikke er lykkedes at få befolkningen med på deltagelse i den 3. fase i den økonomiske-monetære union, d.v.s. etableringen af den fælles europæiske valuta. Nogle frygter at dette skulle betyde, at dansk økonomi kommer til at have en rente, der er højere, end det ellers ville være tilfældet.

	Niveau 1994	DØR ²⁾ Nov.	SHB ³⁾ Nov.	DØS ⁴⁾ Okt.	AE ⁵⁾ Okt.	DDB ⁶⁾ Sep.
	mia.kr.	---- Realvækst i pct. ----				
Bruttonationalprodukt	932	3,1	2,8	3,8	3,5	3,7
Indenlandsk efterspørgsel, i alt	877	4,3	–	4,2	–	4,9
Heraf:						
Privat forbrug	498	3,1	2,5	3,0	3,6	3,6
Offentligt forbrug	236	0,9	0,3	0,8	0,5	1,5
Off. investeringer	20	–5,5	–	–5,5	0,0	–3,0
Faste erhvervsinvesteringer	91	18,2	–	15,6	–	13,5
Boligbyggeri	27	1,8	2,0	3,0	6,0	3,5
Lagerinvesteringer ¹⁾	5	0,4	1,0	0,5	0,5	0,8
Udenrigshandel:						
Ekspert	325	2,7	3,0	5,0	4,3	5,5
Import	270	5,7	6,0	6,1	6,8	8,7
Betalingsbalancens løbende poster, mia.kr.	17,0	16,9	16,0	19,6	20,0	22,4
Vækst i forbrugerpriser, pct.	2,0	1,8	2,1	2,1	2,2	2,3
Arbejdsløse, 1000 pers.	343	290	288	290	291	294

1) I procent af forrige års BNP

2) Det økonomiske Råd; Dansk Økonomi, december 1995

3) Svenske Handelsbanken; Nordic Financial Update, 20. november 1995

4) Økonomiministeriet; Økonomisk oversigt, oktober 1995

5) Arbejderbevægelsens Erhvervsråd; Nyt fra Erhvervsrådet, 23. oktober 1995

6) Den Danske Bank; Den Danske Økonomi, september 1995

Tabel 2. Skøn for den økonomiske udvikling i Danmark i 1995

	Niveau 1994	DØR ²⁾ Nov.	SHB ³⁾ Nov.	DØS ⁴⁾ Okt.	AE ⁵⁾ Okt.	DDB ⁶⁾ Sep.
	mia.kr.	---- Realvækst i pct. ----				
Bruttonationalprodukt	932	2,4	2,8	2,9	3,3	3,2
Indenlandsk efterspørgsel, i alt	877	2,2	–	3,1	–	3,3
Heraf:						
Privat forbrug	498	2,7	4,5	2,8	3,4	3,3
Offentligt forbrug	236	1,6	1,2	1,1	0,8	1,5
Off. investeringer	20	–7,4	–	–7,4	–5,0	–0,2
Faste erhvervsinvesteringer	91	5,2	–	7,1	–	4,6
Boligbyggeri	27	4,0	7,6	5,0	8,0	4,4
Lagerinvesteringer ¹⁾	5	–0,3	0,1	0,4	0,1	0,3
Udenrigshandel:						
Eksport	325	3,3	2,5	4,3	4,6	4,9
Import	270	3,0	5,5	5,0	5,5	5,4
Betalingsbalancens løbende poster, mia.kr.	17,0	17,6	12,0	21,5	22,0	23,9
Vækst i forbrugerpriser, pct.	2,0	2,5	2,4	2,4	2,4	2,7
Arbejdsløse, 1000 pers.	343	277	270	260	267	276

1) I procent af forrige års BNP

2) Kilde: Arbejderbevægelsens Erhvervsråd

3) Kilde: Økonomisk oversigt, Økonomiministeriet oktober 1995

4) Kilde: Den Danske Bank

5) Kilde: Unibank

6) Kilde: Svenske Handelsbanken

7) Kilde: OECD

8) Kilde: Dansk Industri

9) Kilde: Det økonomiske Råd

Tabel 3. Skøn for den økonomiske udvikling i Danmark i 1996

Årsagen til, at den danske rente skulle blive højere som følge af Danmarks manglende deltagelse i ØMU's 3. fase, er den risiko, der knytter sig til den danske valuta. Internationale investorer forventes at kræve en risikopræmie for at holde obligationer i danske kroner og ikke i den fælles europæiske valutaenhed, på samme måde som den danske rente i dag er højere end den tyske, fordi tiltroen til D-marken er større end til den danske krone.

Selv om forbilledet for den fælles europæiske mønt og den politisk uafhængige europæiske centralbank er den tyske mark og den tyske forbundsbank, så er det ikke givet, at en fremtidig fælles europæisk centralbank vil opnå samme tillid, som Bundesbank har i dag. Hvis der overhovedet skal være nogen mening med en fælles europæisk mønt, må i hvert fald både Tyskland og Frankrig deltage. Der vil formodentlig også blive lagt afgørende vægt på, at Italien deltager, da man ellers kun har to af de store EU-lande med.

Selv om den europæiske centralbank gives en nok så selvstændig status, og selv om de franske og italienske politikere officielt bakker op om en sådan, kan der være stærk grund til at frygte, at en fælles europæisk centralbank ikke vil nyde samme tillid, som Bundesbank har i dag. Trods uafhængigheden vil der altid være et vist politisk pres på en centralbank. Der er også fare for, at de franske og italienske regeringer i pressede situationer vil være uvillige til at følge en politik, der bringer landenes økonomier i overensstemmelse med konvergenskravene. Der er således stor grund til at frygte for langvarige økonomisk-politiske kampe og uenigheder vedrørende de enkelte landes økonomiske politik. For at sige det lidt groft kan man godt få mistanke om, at mange franske og italienske politikere blot ser ØMU's 3. fase som en mulighed for at skubbe nogle af de økonomiske tilpasningsbyrder over på andre.

Der er derfor grund til at frygte, at en fælles europæisk valuta vil opnå mindre, tillid end den tyske mark har haft hidtil, og at lande med orden i de fundamentale økonomiske forhold vil kunne blive et attraktivt alternativ for internationale investorer. Schweiz er et oplagt eksempel herpå. Ovenstående skal ikke tages som udtryk for en forventning om, at Danmark i løbet af få år kan opnå samme rolle og position som Schweiz, men på den anden side er der ingen tvivl om, at jo længere tid Danmark kan bevare den nyvundne økonomisk-politiske stabilitet, desto større tillid vil der komme til dansk økonomi og den danske krone.

Der er heller ikke noget naturgivent i, at den tyske mark eller en DM-inspireret fælles europæisk valuta skulle bevare sin rolle som ankervaluta for tid og evighed. Markens aktuelle stabilitet skyldes jo netop tyskernes angst for inflation og det sammenbrud i pengesystemet, som landet oplevede i tyverne.

Til ovenstående kan føjes, at lande som Østrig og Holland igennem mange år, og uafhængigt af det officielle europæiske valutakurssamarbejde, har haft en stabil valutakurs over for D-marken og har kunnet opnå lange renter på niveau med den tyske.

Ovenstående betragtninger har været baseret på en antagelse om, at den økonomiske monetære unions 3. fase faktisk bliver gennemført. Der kan imidlertid rejses stor tvivl om, hvorvidt dette nogen sinde bliver tilfældet.

Det fremgår således klart af en række udtalelser fra Tyskland, at man her i stigende grad er bekymret over at miste sin pengepolitiske suverænitet og frem for alt ikke ønsker at deltage i ØMU'en, før de øvrige lande har vist, at de kan leve op til konvergenskravene. Omvendt er der stadig flere signaler fra Italien og Frankrig, som tyder på, at disse lande mener, at man godt kan slække lidt på kravene.

Et skridt på vej hen mod en fælles valuta er de uigenkaldeligt fastlåste valutakurser. I betragtning af, at det hidtidige fastkurssamarbejde reelt er brudt sammen, vil bare det at etablere faste valutakurser være et ambitiøst projekt i sig selv. Så længe de enkelte landes valutaer stadig eksisterer, vil et sådant system ligge åbent for de internationale finansielle markeders spekulative angreb. Selv om politikerne således skulle se igennem fingre med manglende opfyldelse af konvergenskravene, så er der stor sandsynlighed for, at de finansielle markeder ikke vil gøre det. Selv i en situation, hvor der faktisk ikke skulle være nogen realøkonomisk grund til at ændre på de etablerede faste valutakurser, kan man frygte, at spekulationsbølger opstår.

Selv om der skulle være politisk vilje til at gennemføre ØMU'en som planlagt, er det således sandsynligt, at der undervejs kan opstå så store kriser, at projektet udsættes for nye tilbageslag.

Alt i alt kan man forestille sig mange situationer, hvor det, at Danmark ikke vil deltage i ØMU'ens 3. fase, medfører, at vi holder os fri af en række problemer. Det er derfor tvivlsomt, om de mange dommedagsprofetier om omkostningerne ved Danmarks manglende deltagelse i ØMU'ens 3. fase er korrekte. Det kan faktisk ikke afvises, at det på langt sigt bliver en fordel for Danmark på forhånd at have erklæret, at man ikke vil deltage.

Denne konklusion er dog kun rigtig under forudsætning af, at Danmark bevarer sin nuværende stabile økonomiske udvikling med overskud på betalingsbalancen, lav inflation, de offentlige budgetter på vej mod balance, og en fast valutakurs i forhold til D-marken. En fortsættelse af disse forhold og overbevisende politiske signaler om, at man vil fortsætte denne linje, må således anses for langt vigtigere end den manglende deltagelse i ØMU'ens 3. fase.