

Økonomisk kronik

2. halvår 1994

Henrik Fænøe, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

1. Sammenfatning

Væksten i den internationale økonomi fortsatte med at overraske positivt gennem 2. halvår 1994. I de fleste store lande blev væksten lidt højere end skønnet i forårets økonomiske kronik.

I Danmark blev væksten stort set som forventet som følge af et afbrud i væksten i 3. kvartal.

Trods den høje vækst er inflationen i de fleste OECD-lande stadig på et meget lavt niveau. Hvorvidt den vil vedblive hermed, afhænger af den fremtidige vækstudvikling.

Der er nu klare tegn på, at væksten i USA er ved at blive lavere. Også i mange andre lande har indikatorerne omkring årsskiftet antydnet en opbremsning i væksten. Nogle frygter derfor, at afmatningen i USA, styrkelsen af de kontinental-europæiske valutaer, stramningerne af finanspolitikken og de allerede relativt høje forbrugskvoter skulle kunne stoppe væksten i Europa. Selv om dette ikke kan udelukkes, forekommer det mere sandsynligt, at de dynamiske faktorer, der normalt holder et opsving kørende, vil overdøve de negative effekter og medføre en fortsat betydelig vækst i Europa. Udover stigende indkomster og faldende arbejdsløshed er et af de væsentligste argumenter en stærkt stigende og allerede meget høj kapacitetsudnyttelse i industrien i Europa. Da virksomhedernes ind-

tjening samtidig er usædvanlig god, er der grund til at forvente et betydeligt opsving i erhvervsinvesteringerne, specielt i industrien.

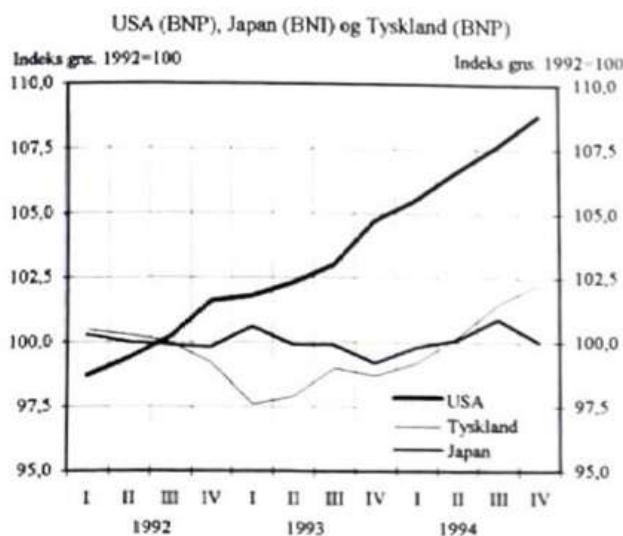
Alt i alt må der for 1995 forventes en noget lavere, men stadig høj vækst i USA, og en høj og stigende vækst i Europa.

Trods en fortsat høj vækst i Danmark vil vækstforskellen mellem Danmark og omverdenen skrumpe ind, og både betalingsbalancen og de offentlige finanser må forventes at udvikle sig pænt. Det er mere tvivlsomt, om inflationen i Danmark kan forblive på sit meget lave niveau eller nøjes med at stige lidt. Dette afhænger kritisk af, om det vil være muligt at undgå flaskehalse på arbejdsmarkedet trods den hastigt faldende arbejdsløshed.

2. Den internationale konjunktursituation

Opsvinget i den amerikanske økonomi fortsatte stærkere end forventet gennem 2. halvår 1994, og væksten for året som helhed blev på ca. 4%. Det er ½% højere end forventet i efterårets økonomiske kronik. Trods de stadig tydeligere tegn på, at væksten er ved at aftage, er vækstforventningerne for 1995 opjusteret til over 3%. Dette skyldes primært overhængen fra 1994, det vil sige det forhold, at året 1995 startede på et højere aktivitetsniveau som følge af den stærkere end forventede vækst i 2. halvår 1994.

Figur 1. BNP/BNI



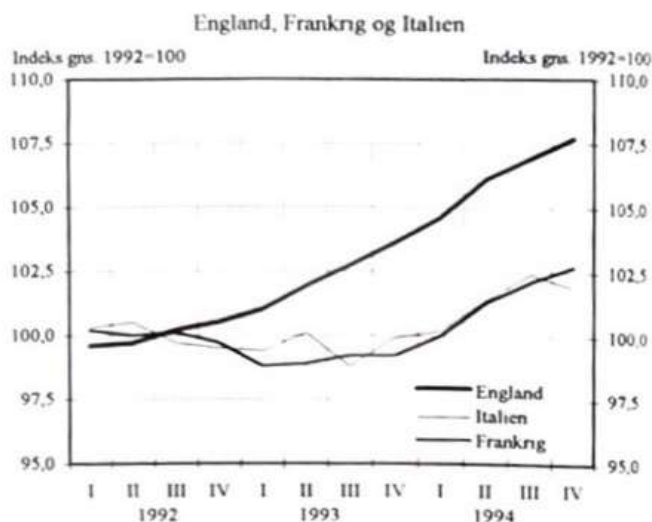
Anm.: Sæsonkorrigerede data, faste priser

Selv om der også har været pæn vækst i forbruget, er det primært en meget stærk vækst i eksporten og investeringerne, der har drevet væksten i USA i 1994. Eksporten må forventes at få yderligere støtte fra den svagere dollar og højere vækst i Europa, men i takt med udbygningen af kapaciteten og en afmatning i væksten må fremgangen i investeringerne forventes at tage af.

I Japan blev den begyndende vækst brudt i 4. kvartal, jf. figur 1. For året som helhed har væksten været i underkanten af 1%, og i år forventes nu en vækst på ca. 1½%. Den fortsatte styrkelse af yennen har en kraftig negativ effekt på den japanske eksport, og dette er en af de vigtigste årsager til den fortsat svage vækst i Japan.

I det samlede Tyskland blev væksten i 1994 på ca. 3% og for det tidligere Vesttyskland på 2½%. Dette er ca. ½% højere end forventet i efterårets økonomiske kronik. Det er stadig primært eksporten, men også i en vis udstrækning investeringerne, der trækker væksten. Derimod er privatforbruget i Tyskland fortsat relativt svagt.

Figur 2. BNP



Anm.: Sæsonkorrigerede data, faste priser.

Dette skyldes en allerede relativt høj forbrugskvote, den høje arbejdsløshed, og at stramningen af finanspolitikken begrænser de disponible indkomster.

Væksten i investeringerne skyldes dels opbygningen af det tidligere Østtyskland, men også en stadig højere kapacitetsudnyttelse i industrien, som giver behov for nyt kapitaludstyr.

Der er stor usikkerhed med hensyn til væksten i Tyskland i år og næste år. En række faktorer taler for, at det begyndende opsving vil gå i stå, mens andre taler for en fortsat vækst.

At opsvinget i Tyskland kom som en overraskelse, skyldes, at der allerede for et år siden var mange gode grunde til, at det ikke burde forekomme. Således var forbrugskvoten allerede relativt høj, der var udsigt til stramninger i finanspolitikken, og arbejdsløsheden var stærkt stigende. Arbejdsløsheden stiger ikke længere, men befinder sig nu på et højt niveau, og derudover er D-marken på det seneste blevet styrket, hvilket – alt andet lige – vil dæmpe eksporten.

Hvis arbejdsløsheden, finanspolitikken og forbrugernes ønske om en større opsparing holder forbruget nede samtidig med, at væksten i eksporten går i stå, vil behovet for yderligere investeringer blive afdæmpet. I så fald vil væksten i Tyskland blive lavere, end det forventes nu.

Det må dog anses for mere sandsynligt, at det allerede høje og voksende niveau for eksporten og investeringerne vil have så kraftige vækstimpulser på hele økonomien, at arbejdsløsheden vil kunne falde, og forbruget begynde at stige. Ligeledes vil den stærkere D-mark forøge den tyske forbrugers købekraft, da importpriserne vil blive lavere end ellers, og dette vil også kunne bidrage til den indenlandske efterspørgsel.

Forventningerne til væksten i Tyskland i år er fortsat ca. 3%, og for det tidligere Vesttyskland ca. 2½%. Dette skøn er imidlertid behæftet med en betydelig usikkerhed.

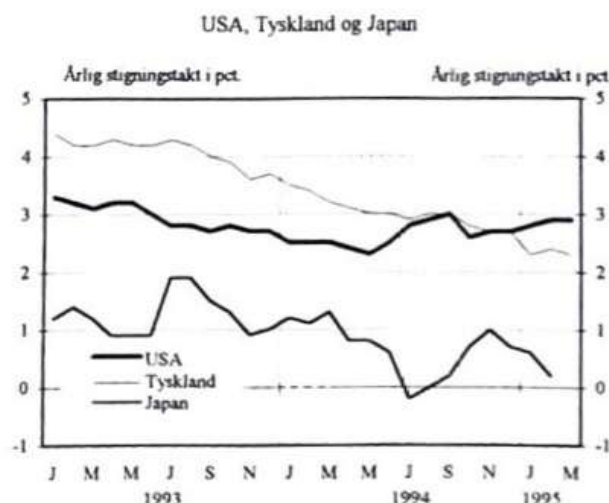
Også i de tre øvrige store europæiske lande – England, Frankrig og Italien – har væksten overrasket positivt og er endt med at være ca. ½% højere end hidtil forventet. Det betyder vækstrater i Frankrig og Italien på 2½% og i England på knap 4%. For 1995 forventes fortsat en vækst omkring 3% i alle lande.

En vækst i Europa på ca. 3% må betragtes som pænt og vil bidrage positivt til den fortsatte vækst i Danmark.

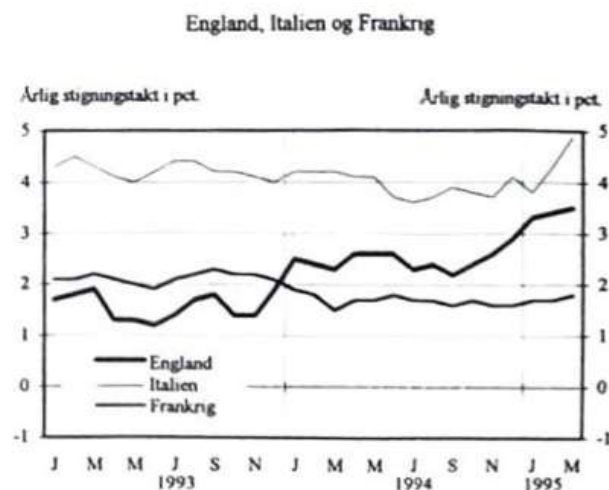
Trods den accelererende vækst i gennem 1994 har udviklingen i inflationen været rimeligt behersket, jf. figur 3 og 4. I USA har inflationen fortsat holdt sig under 3%, og i Tyskland er den faldet ned til et niveau i overkanten af 2% i starten af 1995. I Frankrig har inflationen stabiliseret sig under 2%. England og Italien er de eneste af de seks store lande, hvor der kan spores en tendens til stigende inflation. I England er forbruger-

prisstigningstakten forøget fra godt 2% i efteråret 1994 til ca. 3½% i foråret 1995. I Italien er inflationen steget fra 4 til 5% i starten af 1995. For begge landes vedkommende er svækkelsen af valutaen formodentlig den vigtigste årsag til den højere inflation.

Figur 3. Forbrugerpriser



Figur 4. Forbrugerpriser



I betragtning af den stærkere økonomiske vækst og devalueringen af pundet og liren er det mere forbavsende, at inflationsraterne ikke er steget mere, end det er forbavsende, at

de er steget overhovedet. Det må således betragtes som en helt naturlig ting, at inflationsraterne stiger behersket, når væksten er så høj som nu, og det er i fuld overensstemmelse med en forventning om, at den gennemsnitlige inflation i fremtiden vil være væsentligt lavere, end vi har været vant til de sidste 30 år.

Siden efterårets økonomiske kronik har de internationale finansmarkeder været præget af en betydelig turbulens. I slutningen af december brød markederne i Mexico sammen, og dette spredte dønninger til store dele af resten af verden. Siden har et betydeligt dollarkursfald over for D-mark og yen samt kursfald hos de såkaldt svage valutaer i Europa over for D-markedet præget billedet.

Det kan umiddelbart forekomme mærkeligt, at finansielle kriser i Mexico og banksammenbrud i Singapore skal påvirke den svenske kronekurs og den lange rentes niveau i Sverige. Det er en udbredt opfattelse, at dette er udtryk for manglende logik og fornuft i den måde, de finansielle markeder fungerer på.

Umiddelbart burde der heller ikke være den store sammenhæng. Det er imidlertid værd at bemærke, at de lande, der bliver hårdest ramt af uroen på de finansielle markeder, også er de lande, der har de største strukturelle problemer. F.eks. har både Sverige og Italien store budgetunderskud på de offentlige finanser. Det, de finansielle markeder frygter, er, at disse budgetunderskud og den heraf afledte gæld vil resultere i en betydelig inflation, fordi man herved kan udhule realværdien af gælden. Når de lange renter i Sverige og Italien stiger, og deres valutaer falder i værdi, er det således en foruiddiskontering af dette.

Det irrationelle i de finansielle markeder består således ikke så meget i, at renterne

stiger, og valutaernes værdi falder, men snarere i, at det er mere eller mindre tilfældige hændelser andre steder i verden, der udløser reaktionen på disse problemer, som markederne kendte til i forvejen. Derudover er det meget sandsynligt, at markederne på kort sigt reagerer for kraftigt, og at der vil komme en modreaktion, når det viser sig, at Sverige og Italien har mere styr på problemerne end frygtet.

Den seneste tids uro gør det stadig mindre forståeligt, hvordan man seriøst kan diskutere den økonomiske monetære unions ikrafttræden inden for overskuelig fremtid. Da det netop er den manglende opfyldelse af kravene om begrænsede offentlige underskud og konvergens mellem de deltagende landes rente- og inflationsniveauer, der er anledning til de finansielle markeders reaktion, viser det, hvor vigtige disse krav er. Hvis kravene var opfyldt, og der var udsigt til, at de ville blive overholdt i fremtiden, ville man formodentlig have væsentligt mindre valutauro internt i Europa, hvilket i sig selv ville gøre behovet for ØMU'en mindre.

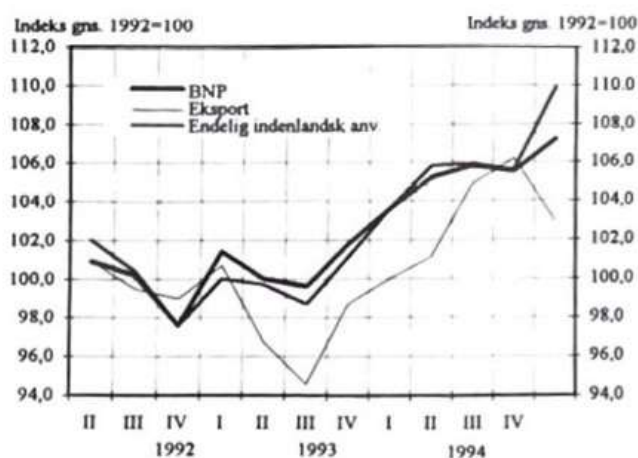
3. Danmarks økonomiske situation

Afmatningen af væksttempoet i den danske økonomi igennem 1. halvår 1994 kulminerede med et mindre fald i aktiviteten i 3. kvartal, jf. figur 5. I 4. kvartal er væksten dog taget til påny, på trods af et betydeligt fald i eksporten.

Det var således en stærk stigning i den indenlandske efterspørgsel som drev væksten i 4. kvartal. Det var alle typer af indenlandsk efterspørgsel som bidrog til væksten, jf. figur 6.

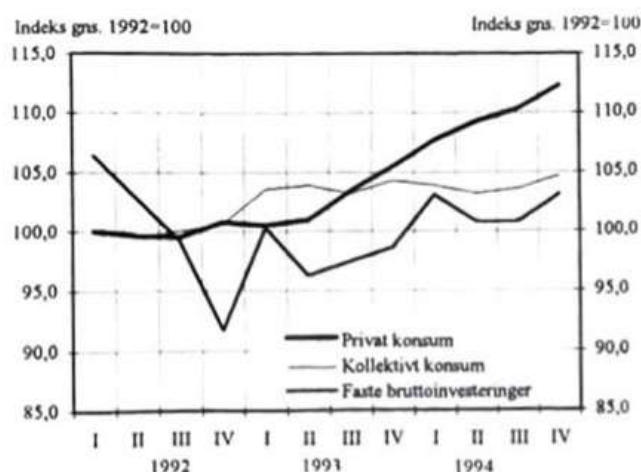
Væksten i BNP for hele året 1994 blev som ventet på 4½%. Dette forekommer umiddelbart højt, men – som det allerede blev påpeget i efterårets økonomiske kronik – skyldes en betydelig del af væksten, at niveauet for aktiviteten var meget høj ved indgangen

Figur 5. BNP, endelig indenlandsk anvendelse samt eksport



Anm.: Sæsonkorrigerede data, 1980-priser.

Figur 6. Endelig indenlandsk anvendelse fordelt på komponenter

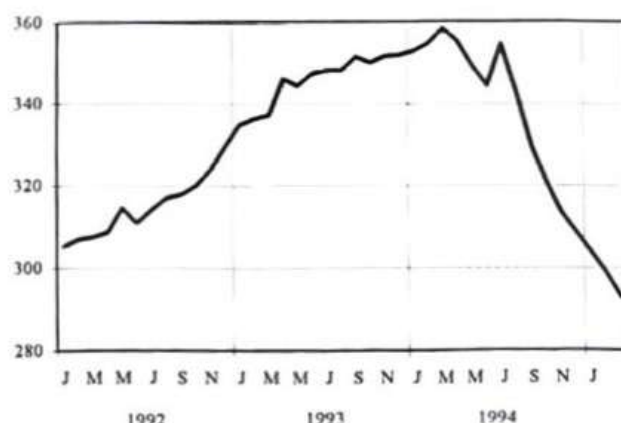


Anm.: Sæsonkorrigerede data, 1980-priser.

til 1994 sammenholdt med gennemsnittet for 1993. Væksten igennem 1994 var indtil 4. kvartal rimeligt behersket, jf. figur 5.

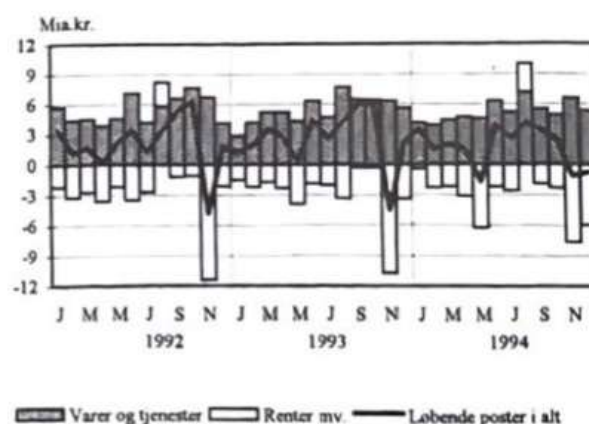
Ifølge prognoserne for dansk økonomi forventes væksten i BNP i år at nå op på mellem 3 og 4%. Dette er således stadig en pæn vækst i overkanten af det europæiske gennemsnit, men dog lavere end i 1994.

Figur 7. Arbejdsløshed. Gns. antal reg. ledige i pct. af arbejdsstyrken



Anm.: Sæsonkorrigeret ledighed

Figur 8. Betalingsbalance



Den gennemsnitlige ledighed i 1994 blev på 340.000 personer. Arbejdsløshedskurven er nu ikke kun knækket, men også stærkt faldende, jf. figur 7. Faldet i arbejdsløsheden skyldes til dels orlovsordningerne, men også en betydelig fremgang i beskæftigelsen i den private sektor som følge af opsvinget. Da en ikke ubetydelig del af de personer, der går på orlov, ikke bliver erstattet af arbejdsløse, kan man ikke tillade sig blot at summere antallet

af arbejdsløse og antallet af personer på orlov og bruge dette som et skøn for, hvad arbejdsløsheden ville have været uden orlovsordningerne.

De under overenskomsterne aftalte lønstigninger bør – kombineret med rimelige forventninger til produktivitetsstigningerne – ikke kunne få nævneværdige negative konsekvenser for inflationen i Danmark. Hvis det markante fald i arbejdsløsheden fortsætter, er der dog en stadig stigende risiko for, at flaskehalse på arbejdsmarkedet vil give anledning til betydeligt højere lønstigninger. Dette er den største trussel med den ellers grundlæggende positive udvikling i dansk økonomi. Ifølge prognoserne forventes en ledighed i år på knapt 300.000 personer.

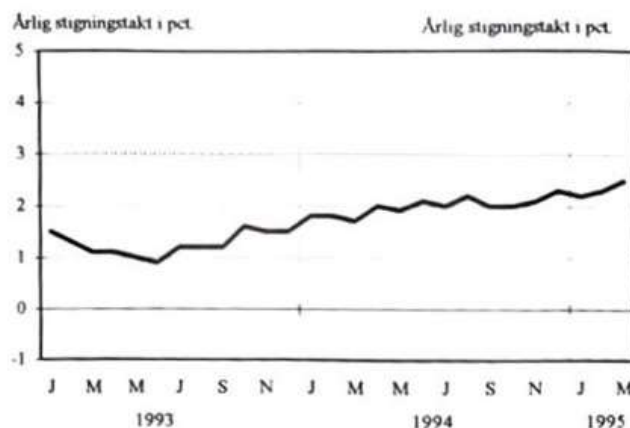
Trods kombinationen af usædvanlig høj vækst i Danmark og mere behersket vækst hos vore samhandelspartnere blev betalingsbalancen kun forværret med 7 mia.kr. til et overskud på 22 mia.kr. for 1994 som helhed. Af forværringen på 7 mia.kr. er det kun de 2½ mia.kr., der kan henføres til vare- og tjenestebalancen, mens resten skyldes en noget overraskende forværring af renteposterne. Forværring af renteposterne skal ses i sammenhæng med udlandets køb og salg af danske obligationer i henholdsvis 1993 og 1994. Den underliggende tendens i renteposterne bør være aftagende, da udlandsgælden er faldende som følge af overskuddet på de løbende poster.

Med tiltagende vækst hos vore nærmeste samhandelspartnere og aftagende vækst i Danmark er der således god grund til at forvente et fortsat pænt overskud på betalingsbalancen. Ifølge de økonomiske prognoser forventes dette at blive på mellem 15 og 25 mia.kr. i 1995.

Som følge af opsvinget er de offentlige finanser også i bedring, og inden for en over-

skuelig fremtid bør det være muligt at opnå balance på disse.

Figur 9. Forbrugerpriser Danmark



Trods den stærke vækst har forbrugerprisstigningstakten i Danmark holdt sig nede i overkanten af 2%, jf. figur 9. Selv om forbrugerprisstigningstakten i 1995 må forventes at nå op på mellem 2½ og 3%, er der stadig tale om relativt lave prisstigninger, såvel i international sammenligning som med den historiske udvikling i Danmark. Alt tyder således på, at vi som forventet befinder os i en situation med permanent lavere inflation.