

Økonomisk kronik,

1. halvår 1994

Henrik Fænøe, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

1. Sammenfatning

Opsvinget i USA, som startede i 1993, er som forventet fortsat i 1. halvår af 1994. Derimod var det ikke forventet i forårets økonomiske kronik, at også Europa og herunder ikke mindst Tyskland ville blive præget af en stærk aktivitetsfremgang i starten af i år. Dette betyder, at OECD-området, med undtagelse af Japan, nu har passeret bunden af lavkonjunktoren.

Opsvinget i Europa har været med til at forstærke det indenlandsk drevne opsving, der har præget Danmark siden midten af i fjor. Selv om fremgangen fortsætter, er der dog tydelige tegn på, at væksttempoet er aftaget, og den høje vækstrate fra 1993 til 1994 skyldes primært, at aktivitetsniveauet ved indgangen til 1994 var langt over gennemsnittet i 1993.

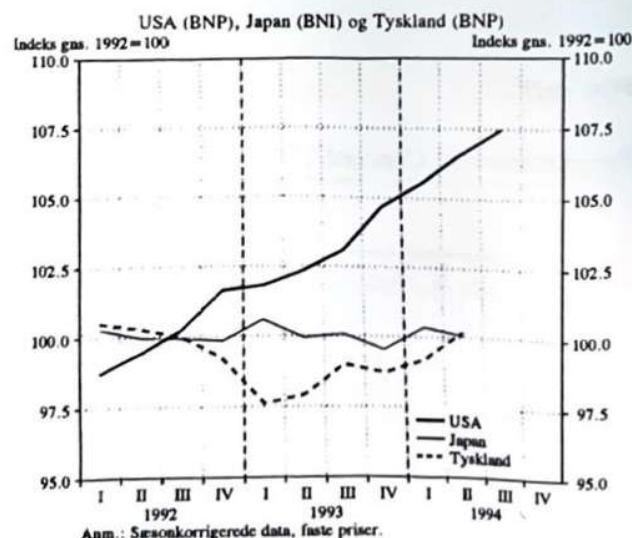
Opsvinget i Europa har bidraget til, at den danske eksport har udviklet sig mere positivt, end man kunne frygte, og dermed begrænset den forværring af handelsbalancen, der er forårsaget af den stærke importvækst i forbindelse med det indenlandske opsving. Derfor udviser betalingsbalancen fortsat et betydeligt overskud, omend det er mindre end tidligere. Inflationen i Danmark er for opadgående, men fra et meget lavt niveau, og opsvinget, kombineret med finanspolitiske stramninger, forventes at forbedre statsfinancerne betydeligt i det kommende år. Det har

derimod knebet med at få arbejdsløsheden til at falde, men med det nuværende væksttempo bør det kun være et spørgsmål om tid. Dansk økonomi må således stadig siges at befinde sig i en særdeles positiv udvikling.

2. Den internationale konjunktursituation

Som forventet i forårets økonomiske kronik er opsvinget i den amerikanske økonomi fortsat i 1994, men i et lidt langsommere tempo end i 2. halvår 1993, jf. figur 1. Det er investeringerne og eksporten, der bidrager mest til væksten, men også privatforbruget er i fremgang. Der forventes stadig en vækst i bruttonationalproduktet i 1994 på ca. 3½ pct., og knapt 3 pct. til næste år.

Figur 1. BNP/BNi



I Japan er stagnationen i aktiviteten fortsat i 1. halvår 1994, jf. figur 1, og bruttonationalproduktet befinder sig stadig på samme niveau som i 1992. De seneste indikatorer tyder dog på en vis fremgang, og der forventes stadig en vækst i år på ½ pct. For næste år er vækstskønnene uændret knapt 2 pct. Ud over de strukturelle problemer, der længe har plaget den indenlandske efterspørgsel, har den japanske økonomi nu også fået problemer med eksporten som følge af opskrivningen af den japanske yen.

Den største overraskelse i den internationale økonomiske udvikling i år har så afgjort været det stærke opsving i (Vest)Tyskland, jf. figur 1. I stedet for at stagnere på det lave niveau, man nåede i 1. halvår af 1993, har der været tale om en genopretning, således at aktiviteten i 2. kvartal i år befandt sig på nogenlunde samme niveau som på det hidtidige toppunkt i starten af 1992, jf. figur 1. Dette skyldes både, at nationalregnskabstallene for 2. halvår af 1993 er blevet opjusteret, og at der fra dette nye højere niveau har været en fortsat fremgang igennem 1. halvår 1994.

I foråret forventede de fleste en vækst i (Vest)Tyskland i år på ca. ½ pct., men forventningerne til væksten er siden blevet opjusteret til hele 2 pct.

Den stærke fremgang i Tyskland skyldes dog altovervejende vækst i eksporten, mens den indenlandske efterspørgsel stort set er uændret. I betragtning af, at man kunne have frygtet et yderligere fald i denne, er selv et uændret niveau dog positivt.

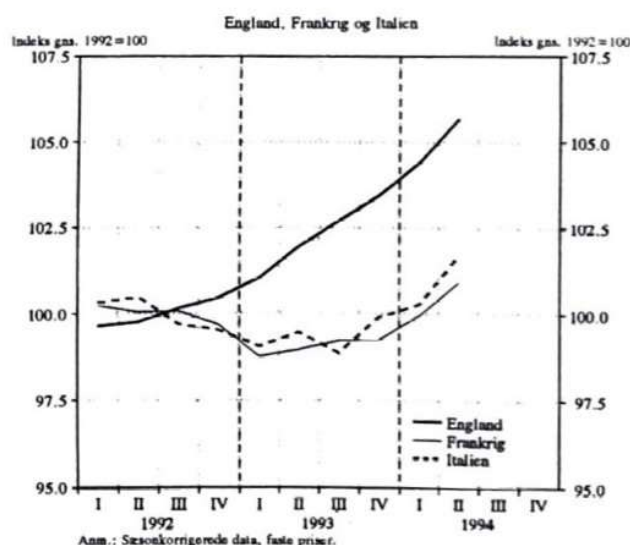
Fremgangen for den tyske eksport skyldes opsvinget i USA og hos Tysklands nordeuropæiske samhandelspartnere England, Danmark og Sverige, men også en markant forbedring af konkurrenceevnen i forhold til Japan. Således er D-marken nedskrevet med ca. 30 pct. i forhold til den japanske yen inden for de

sidste par år, og dette har bidraget til, at den tyske industri, der ofte konkurrerer med den japanske inden for maskiner og andet kapitaludstyr, har vundet betydelige markedsandele både i OECD-landene og i Asien.

En anden af de faktorer, der er med til at holde aktiviteten i Tyskland oppe, er en betydelig fremgang i det tidligere Østtyskland. Her er væksten nu på mellem 5 og 10 pct. p.a., og dette betyder, at den forventede vækst for det samlede Tyskland i år er på knapt 2½ pct., og til næste år på knapt 3 pct.

Det er ikke kun i Tyskland, at aktivitetsudviklingen i 1. halvår har overrasket positivt. Også de tre andre store europæiske økonomier Frankrig, Italien og England har været præget af en betydelig vækst, jf. figur 2.

Figur 2. BNP



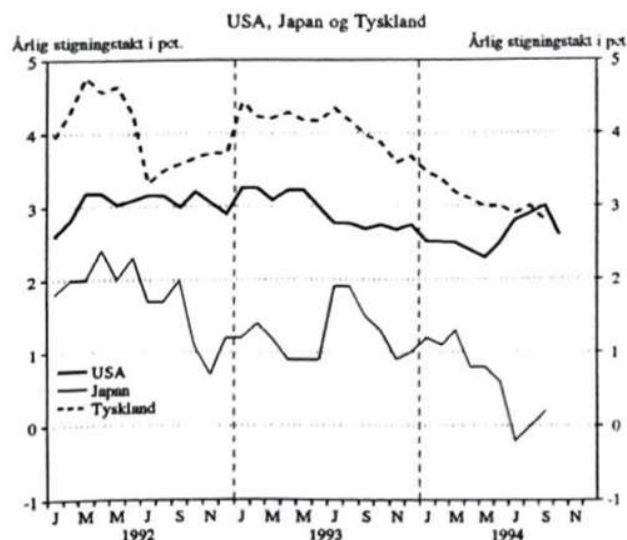
Det stærke opsving, der prægede England igennem 1993, er fortsat med accelererende styrke i 1. halvår 1994. Forventningerne til væksten er da også forøget fra ca. 2½ pct. til ca. 3½ pct. Til næste år forventes nu en vækst på knapt 3 pct.

I Frankrig har fremgangen medført en opjustering af vækstforventningerne i år fra 1½ til godt 2 pct., og 3 pct. til næste år.

Også for Italien er forventningerne til væksten i år blevet opjusteret fra 1½ til 2 pct. Til næste år forventes en vækst på knapt 3 pct.

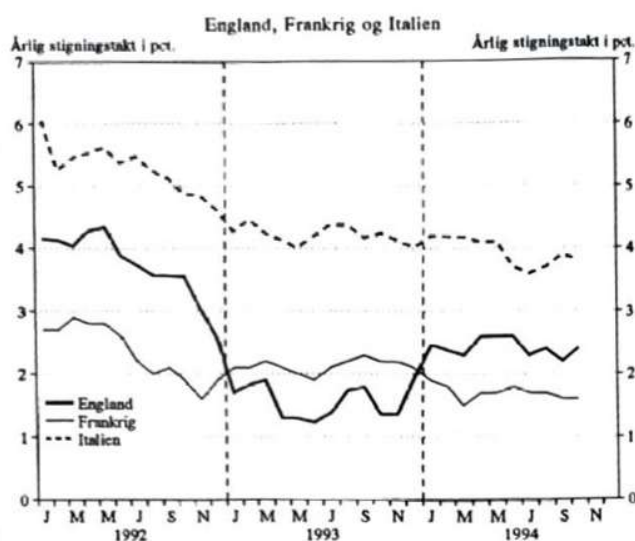
På trods af væksten i USA og Europa har inflationen fortsat sin faldende eller stagnerende tendens, jf. figur 3 og 4. Ganske vist har inflationsraten i USA været stigende over sommeren, men den befinder sig stadig under 3 pct., og dermed på et lavere niveau end i 1. halvår 1993.

Figur 3. Forbrugerpriser



I Tyskland har inflationen fortsat den faldende tendens, der startede i midten af 1993, og er nu nået under 3 pct. Tendensen til accelererende inflation, som prægede England omkring årsskiftet, er blevet brudt, og inflationen befinder sig nu stabilt omkring 2½ pct., jf. figur 4. I Frankrig har inflationen stabiliseret sig under 2 pct., og selv i Italien, hvor man kunne frygte inflation i kølvandet på devalueringerne, er inflationsraten nu krøbet under 4 pct.

Figur 4.



Det kan derfor synes underligt, at de lange renter siden foråret er steget med 2-4 pct. point i de fleste OECD-lande som følge af frygt for stigende inflation. Der er flere årsager hertil.

For det første var renterne over vinteren faldet til et uholdbart lavt niveau som følge af en fortsat kapitalindstrømning fra amerikanske investorer både i USA og Europa. For det andet er de finansielle markeder mere fokuseret på den inflation, der på længere sigt kan blive afledt af den stærke vækst, frem for den faktiske inflationsudvikling, som blot afspejler den tidligere aktivitetsudvikling.

Sidst men ikke mindst, er der formodentlig også tale om en overreaktion, fordi de finansielle markeder endnu ikke har accepteret forestillingen om en gennemsnitligt lavere inflationsrate på langt sigt. I forrige økonomiske kronik blev der argumenteret for, hvorfor vi ikke i fremtiden ville komme til at opleve de samme høje inflationsrater som i perioden fra midten af 60'erne til midten af 80'erne. Det er dog meget sandsynligt, at de finansielle markeder vil se beviser på muligheden af højere vækst uden medfølgende inflation, før de er villige til at opgive en risikopræmie

på renten. Ligesom det tog de finansielle markeder mange år at vende sig til højinflationen i slutningen af 60'erne, kan det nu godt tage flere år, før de bliver overbevist om, at situationen er en anden i dag.

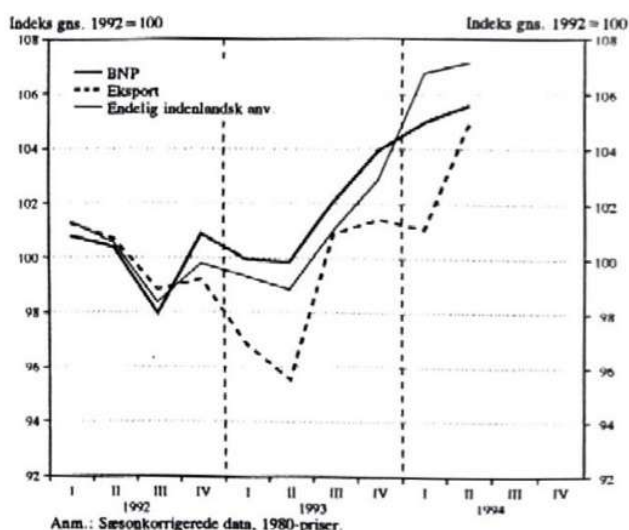
Rentestigningen er i øvrigt i sig selv et af argumenterne for, at højinflationsiden er forbi. Skulle der igen for alvor blive tilløb til accelererende inflation, ville de finansielle markeder formodentlig reagere prompte med yderligere rentestigninger og dermed lægge en dæmper på efterspørgslen og inflationen. Dette vil blive understøttet af, at de fleste nationalbanker vil sætte de korte renter stærkt i vejret, såfremt der blev tilløb til stigende inflation.

Danmarks økonomiske situation

Den stærke vækst i den indenlandske efterspørgsel, som startede i 2. halvår 1993, er stoppet i 2. kvartal i år, jf. figur 5. Til gengæld har eksporten genoptaget væksten i 2. kvartal 1994 efter at have stagneret siden midten af 1993. Nettoeffekten af disse ændringer har været at aktiviteten efter et stort spring i 2. halvår af 1993 nu vokser med en mere holdbar vækstrate i størrelsesordenen 2 til 3 pct. p.a. Det høje niveau, man forlod 1993 med, betyder dog, at år til år vækstraten for 1994 må forventes at blive i størrelsesordenen 4 til 5 pct.

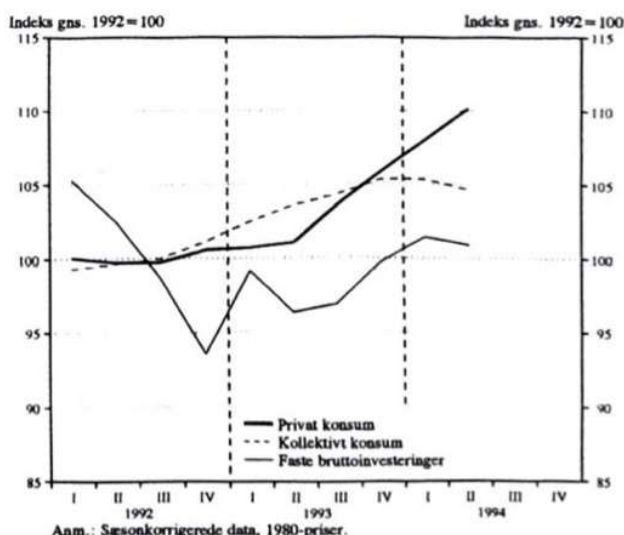
Det er stadig privatforbruget, der bidrager stærkest til væksten, jf. figur 6. Mest bemærkelsesværdigt er måske, at det offentlige forbrug har stabiliseret sig på sit nye højere niveau i 1. halvår af 1994 og dermed ikke som i 1993 bidrager positivt til væksten.

Figur 5. BNP, endelig indenlandsk anvendelse samt eksport



Regeringen fik sit længe ventede knæk i arbejdsløsheden i maj måned, hvor den sæsonkorrigerede ledighed begyndte at falde. Faldet fortsatte i juni, men blev afløst af et nyt knæk i den gale retning i juli, jf. figur 7.

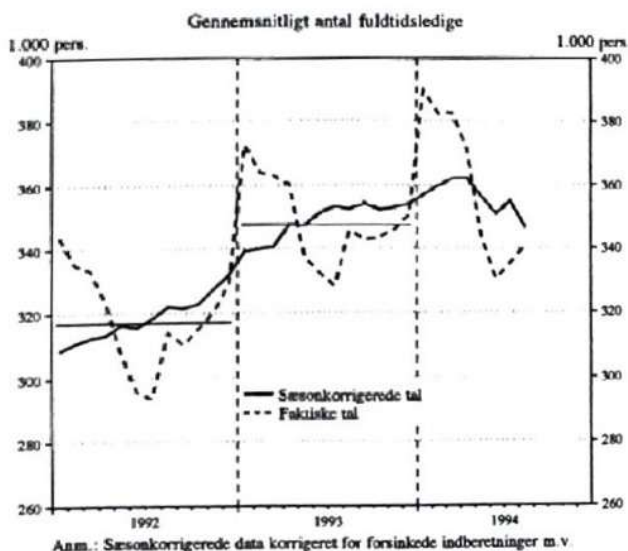
Figur 6. Endelig indenlandsk anvendelse fordelt på komponenter



En betydelig del af væksten i ledigheden i juli må dog henføres til det forhold, at juli-opgørelsen i år indeholder en uge mere end sid-

ste år, og at usædvanligt mange personer har været registreret som ledige i forbindelse med ferie med understøttelse.

Figur 7. Arbejdsløshed



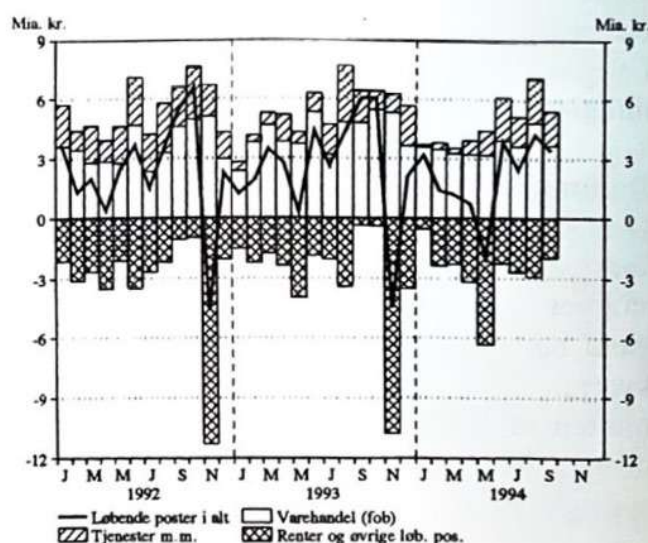
Selv om ledigheden siden har genoptaget faldet er det overraskende, at opsvinget og orlovsordningerne ikke har sat sig tydeligere spor i arbejdsløsheden. En af forklaringerne kan være, at væksten i beskæftigelsen sker ved en tilgang til arbejdsstyrken, præcis som det skete i midten af 80'erne, hvor den stærke vækst i beskæftigelsen satte sig større spor i arbejdsstyrken end i ledigheden.

Der er dog god grund til at tro, at kombinationen af vækst og orlovsordninger vil medføre en fortsat reduktion af ledigheden, som i år forventes at være ca. 340.000 og til næste år godt 300.000.

Selv om der også er vækst i resten af Europa, vil Danmark være et af de lande i Europa, der har den højeste vækstrate i år. Det er derfor ikke overraskende, at importen vokser hurtigere end eksporten, hvilket har forværrer vare- og tjenestebalancen fra et overskud på knapt 47 mia. kr. i de første 3 kvartaler af 1993 til et underskud på 43 mia. kr. i år. Det har derimod været mere overraskende, at også

renteposterne er blevet forværret fra et underskud på ca. 20 mia. kr. til et underskud på knapt 25 mia. kr. i årets første 3 kvartaler. Dette harmonerer dårligt med den faldende udenlandsgæld og det lavere internationale renteniveau. Det er derfor overvejende sandsynligt at forværringen af renteposterne, som var koncentreret om en enkelt måned, hænger sammen med tilbagesalg af danske obligationer fra udlandet og dermed er af forbigående karakter.

Figur 8. Betalingsbalance

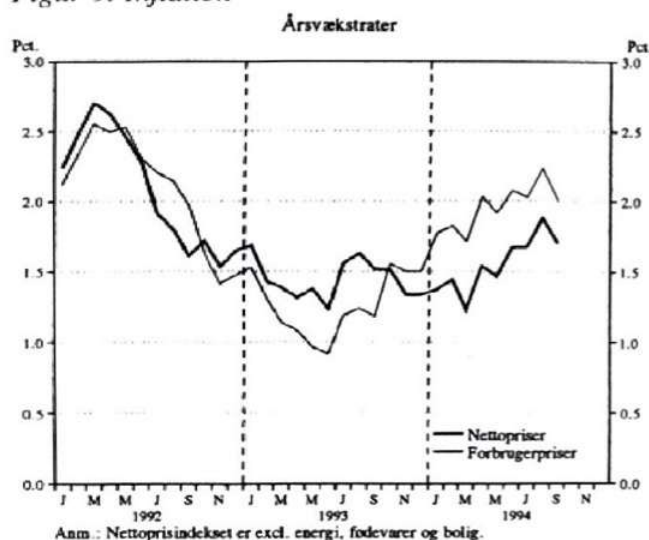


Alt i alt er betalingsbalanceoverskuddet i de første 3 kvartaler af 1994 blevet reduceret til godt 18 mia. kr. fra et niveau på ca. 27 mia. kr. i 1993. Med opsvinget i Europa, en afdæmpning af væksten i Danmark og en fornyet nedadgående tendens i rentebetalingerne, forekommer prognosernes forventninger om et samlet overskud i år på 20 til 25 mia. kr. stadig realistisk. Også i 1995 er der udsigt til at opretholde et overskud i samme størrelsesorden, og dommedagsprofetierne om, at det nyvundne betalingsbalanceoverskud er på vej til at blive sat over styr, forekommer at være for pesimistiske.

Såvel stigningstakten i forbrugerpriserne som nettopriserne har været stigende gennem

1994, men da udgangspunktet var usædvanligt lavt, befinder forbrugerprisstigningstakten sig stadig kun på 2 pct., og nettoprisstigningstakten på 1,7 pct. Dette er stadig meget lavt, og er et første tegn på, at Danmark ikke vil vende tilbage til de gamle højinflations-tider, trods en betydelig fremgang i efterspørgslen.

Figur 9. Inflation



I en international sammenligning er inflationen i Danmark også usædvanligt lav, og en forøgelse til omkring 3 pct. p.a. vil blot kunne betragtes som en normalisering. Skulle opsvinget fortsætte stærkere end det forventes nu, og skulle der opstå flaskehalse i større omfang, er der dog en klar risiko for en endnu højere inflation.

Selv i en situation, hvor den gennemsnitlige inflationsrate befinder sig omkring 3 pct., vil der være perioder, hvor inflationen stiger til omkring 5 pct. Hvis inflationen bevæger sig fra det nuværende niveau på 2 til 5 pct. over de næste par år, bliver det svært at overbevise de finansielle markeder om, at den ikke vil fortsætte ud over de 5 pct., og dette vil kunne drive den danske rente i vejret i forhold til det nuværende niveau. Det er imidlertid uhyre svært at afgøre, om der vil komme nævneværdige flaskehalsproblemer, og hvorledes disse i givet fald vil påvirke lønstigningstakten.

Den decentralisering af lønforhandlingerne, der har præget det danske arbejdsmarked i de senere år, har formodentlig bidraget til at reducere lønstigningerne under den høje arbejdsløshed. Spørgsmålet er, om decentraliseringen ikke vil kunne have den omvendte effekt i en periode med faldende arbejdsløshed. Hvis virksomhedernes indtjening stiger, og de ansatte følger de bør have deres andel af fremgangen, er det meget muligt, at man lokalt kan blive enige om lønstigninger, der overstiger, hvad der er foreneligt med en fortsat reduktion af arbejdsløsheden.

Under opsvinget i midten af 80'erne reagerede det danske arbejdsmarked, som om der var fuld beskæftigelse ved et ledighedsniveau på omkring 220.-250.000 personer. Hvis dette stadig er niveauet for den strukturelle ledighed, er der rigeligt råderum ned til en inflationsskabende situation på arbejdsmarkedet, men det er meget sandsynligt, at den strukturelle ledighed er blevet større i mellemtiden. En af de højest prioriterede opgaver i den økonomiske politik bør derfor være en nøje opfølgning af udviklingen på arbejdsmarkedet og en villighed til hurtige og radikale indgreb, såfremt der viser sig tendenser til flaskehalse.

Såfremt accelererende lønstigninger som følge af flaskehalse på arbejdsmarkedet kan undgås, må udsigterne for dansk økonomi karakteriseres som usædvanlig lyse. Støttet af en rimelig international vækst, forbrugere med balancen i orden og et konkurrencedygtigt erhvervsliv, er der udsigt til flere års pæn vækst i dansk økonomi uden ødelæggende konsekvenser for betalingsbalance, statsfinanser eller inflation.