

Økonomisk kronik

1. halvår 1993

Henrik Fænøe, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

1. Sammenfatning

Som forventet i forårets økonomiske kronik, blev kontinentaleuropa ramt af et økonomisk tilbageslag i 1. halvår 1993. Ligeledes blev opsvinget i USA svagere og stagnationen i Japan værre, end de fleste havde forventet. Den eneste positive overraskelse er England, hvor aktiviteten fortsætter med at vokse hurtigere end forventet.

Selvom en vending i Europa er noget forestående, eller allerede er sket, er der ikke udsigt til nogen stærk vækst. De negative effekter af fortsat faldende kapacitetsudnyttelse, voksende arbejdsløshed og finanspolitiske stramninger, vil næppe kunne modvirkes af de ekspansive effekter af en lavere kort rente.

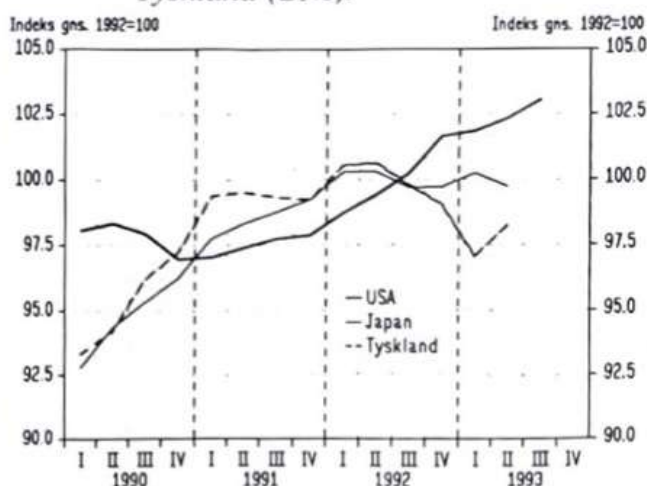
Danmark har også været ramt af aktivitetsfaldet igennem 1. halvår 1993 og flertallet af de økonomiske prognoser forventer nu nulvækst i år.

Til gengæld er der en lige så stor enighed om, at væksten til næste år vil komme op over 2½ pct., hvilket vil placere Danmark blandt de lande i Europa med højest økonomisk vækst. Det er stadig opsparringstilbøjeligheden hos de danske forbrugere der er kritisk afgørende for, om det forventede opsving realiseres. En række faktorer tyder på, at det vil blive tilfældet.

2. Den internationale konjunktursituation

Som frygtet i forrige økonomiske kronik blev væksten i USA i 1. halvår 1993 svagere end de fleste havde håbet på. Det fremgår tydeligt af figur 1, at væksttempoet gennem 1992 ikke kunne opretholdes i 1. halvår 93. Forventningerne til væksten i amerikansk økonomi er da også blevet nedjusteret fra godt 3 pct. i foråret til nu godt 2½ pct. Til næste år forventes ligeledes en vækst på mellem 2½ og 3 pct.

Figur 1. BNP/BNI.
USA (BNP) Japan (BNI) og
Tyskland (BNI).



Anm.: Sæsonkorrigerede data, faste priser.

Den stagnation i aktiviteten som prægede Japan gennem hele 1992 er fortsat i 1. halvår 1993, jf. figur 1. Hvor der i foråret forventedes en vækst i Japan i år på ca. 1½ pct., forventes nu nulvækst. Flere finanspolitiske lemper har ikke sat skub i aktiviteten, men kun kompenseret for det fortsatte fald i privatforbrug og investeringer. I 1994 forventes en vækst på godt 1 pct., hvilket stadig er langt under de vækstrater på mellem 3 og 6 pct., som har præget Japan i mange år.

I kontinentaleuropa blev aktivitetsudviklingen i 1. halvår 1993 klart svagere, end de fleste havde forventet. I Tyskland faldt aktiviteten stærkt i 1. kvartal, for derefter at rette sig noget igen i 2. kvartal, jf. figur 1. Umiddelbart tyder dette på at bunden skulle være nået i 1. kvartal, og at der allerede er et betydeligt op-sving på vej. Dette er dog nok en for optimistisk fortolkning af tallene.

Genopretningen fra 1. til 2. kvartal skyldes at importen er faldet mere end efterspørgselen samt ekstraordinære store lagerinvesteringer. Både privatforbrug og de faste investeringer faldt fra 1. til 2. kvartal.

Forventningerne til væksten i Tyskland i år er da også blevet nedjusteret, fra et fald på 1 pct. i foråret til nu et fald på godt 2 pct. Selvom der ikke er klare tegn på et opsving, tyder de fleste indikatorer på at bunden er nået, og et aktivitetsfald på et par pct. forekommer således realistisk.

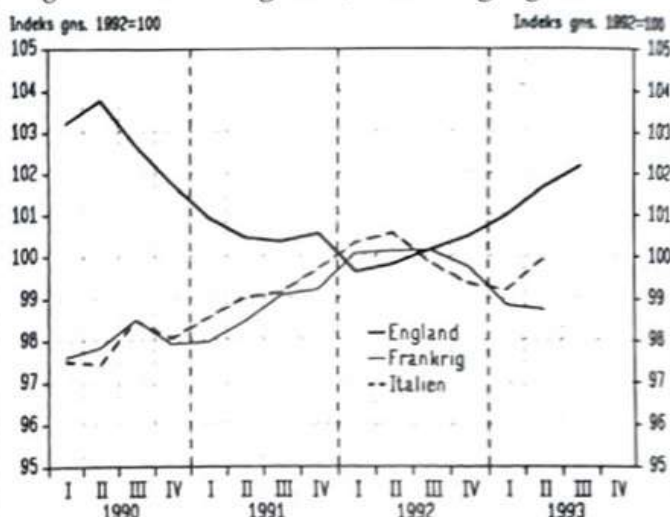
I 94 forventes en vækst på godt 1½ pct. Der er således stadig langt op til vækstraterne på 4 til 5 pct., der prægede Tyskland umiddelbart efter genforeningen.

Også i Frankrig fortsatte aktivitetsfaldet i 1. halvår 93, jf. figur 2, og forventningerne til væksten i år er nedjusteret fra nulvækst til et fald i aktiviteten på knapt 1½ pct. Til næste

år forventes en positiv vækst i underkanten af 1 pct.

I Italien har tilbagegangen tilsyneladende været mere behersket, og her forventes fortsat nulvækst i år, og en vækst på 1½ pct. til næste år.

Figur 2. BNP. England, Frankrig og Italien.



Anm.: Sæsonkorrigerede data, faste priser.

England er det eneste af de fire store europæiske lande, hvis aktivitetsudvikling har overrasket positivt i 1. halvår af 93. Fremgangen som startede i 2. halvår 1992, er fortsat i de første 3 kvartaler i 1993, jf. figur 2. Forventningerne til væksten i år er opjusteret fra 1 pct. til knapt 2 pct., og til næste år forventes en vækst på ca. 2½ pct.

Bortset fra Tyskland har inflationen fortsat været behersket i de store OECD lande.

I modsætning til hvad der blev hævdet i forårets økonomiske kronik har problemerne med pengemængdevæksten i Tyskland vist sig alligevel ikke at være overstået. Samtidig har inflationen i Tyskland været overraskende svær at få bragt ned, og det forventede fald i de korte renter i Tyskland og resten af Europa har været mindre end forventet i foråret.

Med den overraskende udvidelse af udsvingsbåndende i EMS samarbejdet til 15 pct., er valutakurssamarbejdet i Europa i praksis brudt sammen. Umiddelbart betyder sammenbruddet af EMS systemet, at de enkelte lande kan følge en mere uafhængig pengepolitik, hvilket i praksis vil sige, at man nu kan sænke renterne i resten af Europa uden at Tyskland gør det.

Af frygt for voldsomme kursudsving er denne frihed kun blevet benyttet i begrænset omfang. Til gengæld er Bundesbank nu blevet så overbevist om at inflationen og pengemængdevæksten er på vej ned, at de korte rentesatser i Tyskland er blevet reduceret flere gange efter EMS systemets sammenbrud. Denne udvikling forventes at fortsætte, og at blive fulgt af faldende korte renter i resten af Europa.

Erfaringerne fra USA viser imidlertid, at selv meget lave korte renter, næppe vil være nok til at sætte hurtigt gang i økonomien. Fortsat lav kapacitetsudnyttelse vil lægge en dæmper på investeringerne, og stadig stigende arbejdsløshed og svag indkomstfremgang, vil lægge en dæmper på privatforbruget. Den svage aktivitetsudvikling forringer de i forvejen svage statsfinanser, så heller ikke fra finanspolitikken er der udsigt til ekspansive impulser i Europa.

Selvom det benægtes fra politisk hold, betyder EMS sammenbruddet i praksis, at ØMU'en i bedste fald er udsat på ubestemt tid og i værste fald er død.

Baggrunden for systemets sammenbrud var forsøget på at føre en fælles pengepolitik i en række lande med ukoordineret finanspolitik, og en meget forskelligartet realøkonomisk udvikling. Dette understreger nødvendigheden af den finanspolitiske koordination og konvergens i økonomisk udvikling, der er op-

stillet som forudsætninger for dannelsen af ØMU'en.

Dette viser samtidig at ØMU'en er en konstruktion med paradoksale egenskaber. Kun hvis de deltagende lande fører en koordineret finanspolitik med budgetdisciplin og fokus på lavinflation, vil ØMU'en kunne fungere. Men gør de dette, vil de formodentlig kunne opretholde faste valutakurser uden ØMU'en.

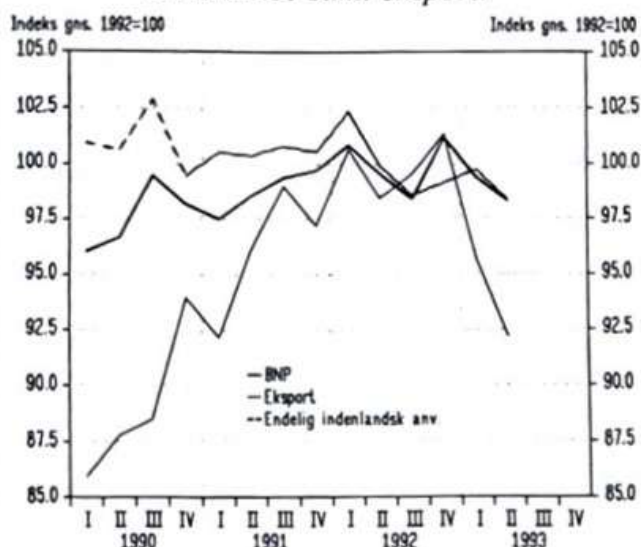
I lande som Danmark og Frankrig, hvor de sidste ti års økonomiske politik har været indrettet efter den »tyske model« (fra før genforeningen), med relativt stram finanspolitik, lav inflation og lange renter i nærheden af de tyske, har der været en betydelig uvilje mod at sætte de korte renter ned på bekostning af en svagere valuta og højere inflation. Selvom udviklingen i England og Sverige tyder på, at selv kraftige devalueringer kun har beherskede negative konsekvenser for inflationen, forekommer det fornuftigt ikke at foretage for drastiske ændringer på kort sigt. Faren for at ødelægge den hårdt tilkæmpede stabilitet er for stor.

Det er stadig en succesfuld afslutning på GATT-forhandlingerne, som er den vigtigste forudsætning for et kommende opsving i OECD-landene. Hvis forhandlingerne derimod bryder definitivt sammen og afløses af voksende protektionisme vil de langsigtede negative konsekvenser være uoverskuelige.

3. Den danske økonomi

Recessionen i Europa er ikke gået spurdløst henover Danmark. Eksporten er faldet stærkt gennem 1. halvår jf. figur 3. Efter en vis fremgang i 1. kvartal, faldt også den indenlandske efterspørgsel i 2. kvartal, og aktiviteten har været faldende gennem hele 1. halvår 1993, jf. figur 3.

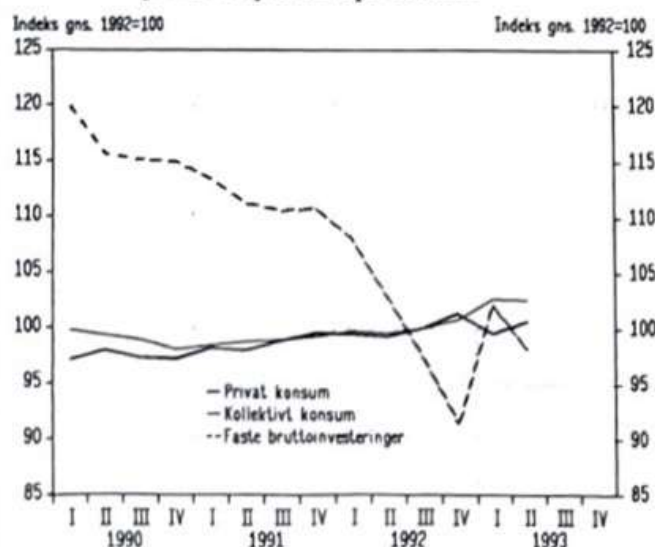
Figur 3. BNP, endelig indenlandsk anvendelse samt eksport.



Anm.: Sæsonkorrigerede data, 1980-priser.

Faldet i den indenlandske efterspørgsel skyldes dog primært en reduktion af lagrene, og såvel de faste bruttoinvesteringer som privatforbruget har udviklet sig noget mere positivt, end man umiddelbart kunne frygte.

Figur 4. Endelig indenlandsk anvendelse fordelt, på komponenter.



Anm.: Sæsonkorrigerede data, 1980-priser.

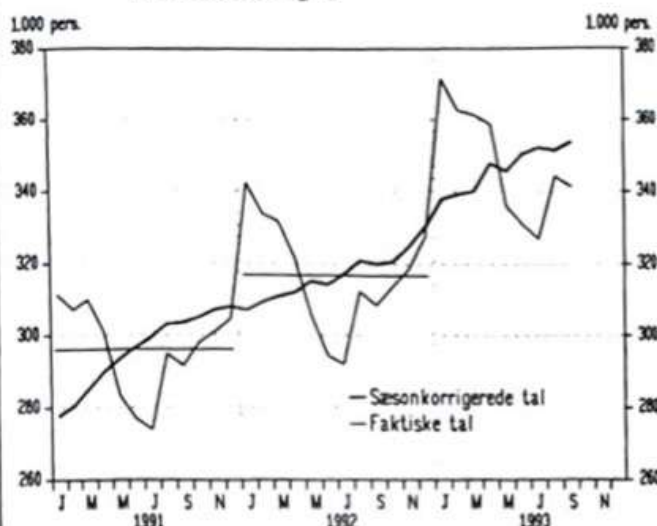
De faste bruttoinvesteringer steg betydeligt i 1. kvartal, og er kun faldet noget tilbage i 2. kvartal, jf. figur 4. Privatforbruget faldt ganske vist i 1. kvartal i forhold til 4. kvartal 92,

men i 2. kvartal steg det igen til et niveau klart over niveauet i 1. halvår 92.

Trods den relativt positive udvikling i forbruget og de faste investeringer, lå aktiviteten i 1. halvdel af år 1,3 pct. lavere, end i samme periode sidste år.

Den svage aktivitetsudvikling har medført en fortsat stigning i den sæsonkorrigerede ledighed, som nu er nået op på 255.000 personer, jf. figur 5.

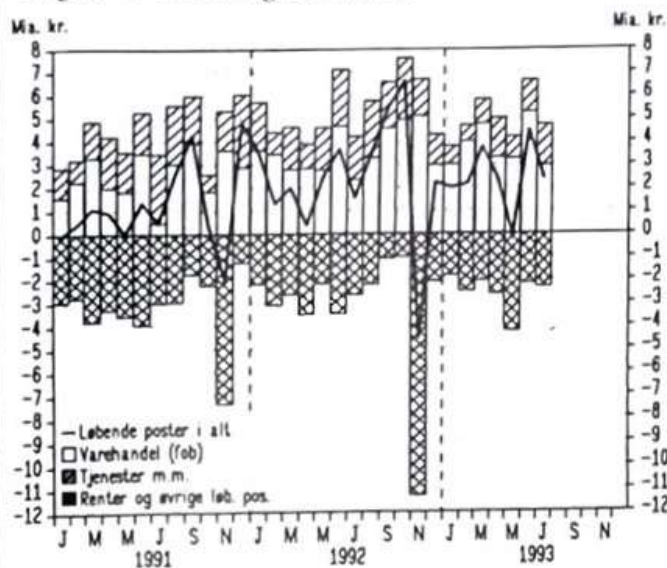
Figur 5. Arbejdsløshed. Gennemsnitligt antal fuldtidsledige.



Anm.: Sæsonkorrigerede data korrigeret for forsinkede indberetninger m.v.

Til gengæld har betalingsbalancen udviklet sig overraskende positivt trods faldet i eksporten. Afmatningen i den indenlandske efterspørgsel har reduceret importen, og de sidste par års overskud på betalingsbalancen samt faldende internationale renter har medført faldende rentebetalinger. I 1. halvår har der således været et overskud på betalingsbalancen på ca. 17 mia. kr., og der er ingen tegn på en forværring af betalingsbalancen, jf. figur 6.

Figur 6. Betalingsbalance.



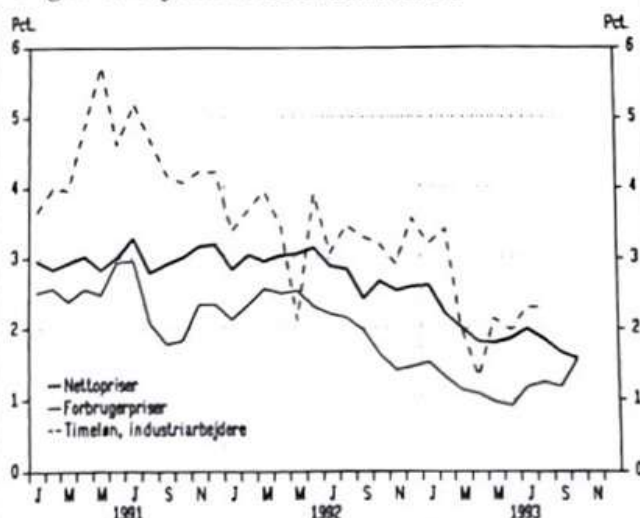
Også prisudviklingen var afdæmpet gennem 1. halvår 93. Stigningstakten for nettopriserne er faldet til under 2 pct., og forbrugerpriserne er som følge af afgiftslettelser kun steget med 1-1 1/2 pct., jf. figur 7.

Den svage aktivitetsudvikling i 1. halvår har medført at flertallet af de økonomiske prognoser nu forventer nulvækst i år, jf. forventningerne i forårets økonomiske kronik. Den svagere indenlandske efterspørgsel forventes at medføre at betalingsbalanceoverskuddet vil ligge imellem 25 og 30 mia. kr., og at inflationsraten vil holde sig mellem 1 og 2 pct. Til gengæld vil arbejdsløsheden blive i overkant af 350.000.

I forårets økonomiske kronik blev der efterlyst økonomisk politiske foranstaltninger, der kunne forøge den indenlandske efterspørgsel, uden at forringe statsfinanserne. Siden da har regeringen spillet ud med en række økonomisk politiske tiltag, som delvis lever op til dette krav. Væsentligst er her adgangen til at omprioritere ejerboliger, som forøger forbrugernes disponible indkomster her og nu, og samtidig forbedrer statsfinanserne i kraft af en fremrykning af realrenteafgiftsbetalingerne,

som følge af de store ekstraordinære udtrækninger af obligationer.

Figur 7. Inflation. Årsvækstrater.



Anm.: Nettoprisindekset er excl. energi, fødevarer og bolig.

Bortset fra udvidet låneadgang til kommunerne, har de fleste andre økonomiske foranstaltninger negative konsekvenser for statsfinanserne. Dette gælder skattereform med indbyggede lempelser, ligesom det gælder en række af de ekstraordinære tilskudsordninger til boligvedligehold og privat service.

Med lempelsen af finanspolitikken risikerer regeringen en forværring af statsfinanserne, og en deraf afledt rentestigning med negative konsekvenser for aktivitet og beskæftigelse. På den anden side vil en mere stram politik kunne forstærke de negative impulser fra udlandet, og yderligere udskyde det opsving, som i sidste ende er den afgørende faktor i en reduktion af underskuddet på statsfinanserne.

Selvom omprioritering og skattereform hjælper forbrugsvæksten på vej, er et stærkt forbrugsledet opsving stadig kritisk afhængigt af en højere marginal forbrugstilbøjelighed. Denne vil indtræffe før eller siden, og jo længere tid der går før det sker, des bedre er forbrugernes balancer og dermed fundamentet for et opsving.

Hjulpet på vej af ekstraordinær nedbringelse af dyr bankgæld i forbindelse med omprioriteringerne, højere ejendomspriser og værdipapirformuer samt lavere forbrugslånerenter er det sandsynligt at vendingen i forbrugstilbøjeligheden er nært forestående.

Ifølge de fleste prognoser, vil væksten til næste år nå op på over 2½ pct., og dermed placere Danmark som et af højvækstlandene i Europa. I de »dårlige gamle dage« ville en højere vækst i Danmark end i udlandet, umiddelbart slå ud i en markant forværring af betalingsbalancen. Som følge af det nuværende store overskud og deraf afledte faldende rentebetalinger, holder denne sammenhæng ikke længere. Trods prognoserne om relativ høj vækst i Danmark, forventes betalingsbalanceoverskuddet også til næste år at blive i størrelsesordenen 30 mia kr.

De grønne afgifter vil forøge prisstigningstakten til mellem 2 og 3 pct., men dette må snarere betragtes som en normalisering af inflationsraten, end som en udvikling på vej mod endnu højere prisstigninger. Nok så væsentligt er det, at væksten ifølge de fleste prognoser forventes at være tilstrækkelig til at reducere arbejdsløsheden, og dermed realisere regeringens mål om at knække arbejdsløshedskurven.

Hvis det længe ventede opsving endelig indfinder sig, vil det sandsynligvis overraske med sin styrke. Det usædvanlig positive er, at et overraskende stærkt opsving vil kunne give en mærkbar reduktion af arbejdsløsheden, en vis forværring af betalingsbalancen, men næppe en vending til underskud, og sandsynligvis kun en begrænset forøgelse af prisstigningstakten.