

Økonomisk kronik, 1. halvår 1992

Henrik Fænøe, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

1. Sammenfatning

Udviklingen siden forårets økonomiske kronik har bekræftet de negative forventninger til væksten i verdensøkonomien. Opsvinget i USA er meget svagt og opbremsningen af væksten i Japan og Tyskland fortsætter. I England er den forventede vending i aktiviteten udeblevet og afløst af et fortsat fald, mens resten af Europa får sværere og sværere ved at holde væksten oppe.

Alle venter og håber på, at den korte rente i Tyskland bliver sænket, således at renteniveauet i Europa kan falde, idet dette forventes at kunne sætte skub i aktiviteten. Erfaringerne fra USA i det sidste årstid tyder dog på, at det er mere end tvivlsomt om et rentefald vil have den store effekt.

Meget tyder på at verdensøkonomien befinder sig i en tilpasningsproces, hvor forbrugerne er i færd med at forøge opsparingen efter en markant fald i opsparingstilbøjeligheden i 2. halvdel af 80'erne, samtidig med at virksomhederne som følge af den svigtende efterspørgsel reducerer investeringsniveauet. Samtidig forhindrer de store offentlige budgetunderskud en ekspansiv finanspolitik, hvorfor alle lande nu sidder og venter på at blive trukket igang af en stigende eksport, som følge af et opsving hos naboerne. Før forbrugerne har fået bragt opsparingskvoten op på det ønskede niveau, skal man derfor ikke forvente noget større opsving.

Et rentefald vil naturligvis lette denne proces, men lavinflation og stigende arbejdsløshed – som nu også rammer de hidtil beskyttede funktionærgrupper – taler for en yderligere forøgelse af opsparingen.

Usikkerheden vedrørende fremtiden for Maastricht aftalen og efterårets uro på finans- og valutamarkederne bidrager yderligere til at forøge opsparingstilbøjeligheden og reducere investeringslysten.

Også i Danmark udvikler aktiviteten sig svagt, og der er stadigvæk ikke udsigt til noget brud med de sidste fem års lavvækst tilstand. Den lave aktivitet har medført en yderligere vækst i arbejdsløsheden, som nu er på omkring 320.000. Til gengæld overrasker betalingsbalancen fortsat positivt og forventes i år at udvise et overskud på over 25 mia. kr., ligesom inflationen stadig er lav.

Der er tilsyneladende voksende politisk interesse for at opprioritere en reduktion af arbejdsløsheden på bekostning af betalingsbalancen og statsfinanserne. Fremrykningen af en række infrastrukturinvesteringer forekommer da også rimeligt velbegrundet i den aktuelle økonomiske situation, men der lader til at være en mindre forståelse for, hvor nemt en sådan politik kan gå galt.

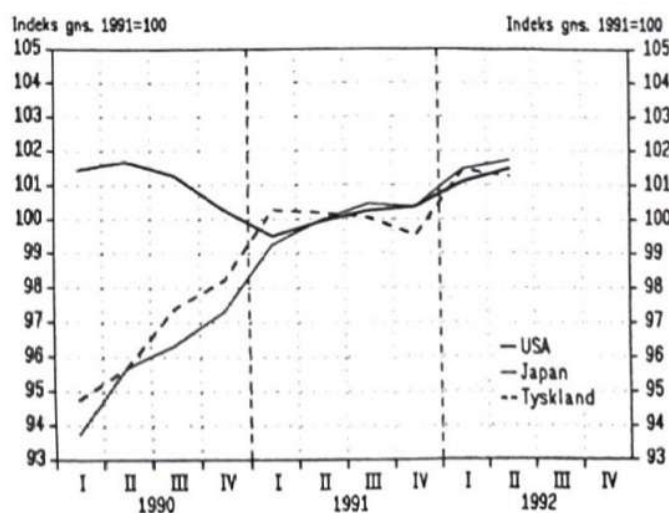
Hvis en yderligere afmatning af væksten i udlandet bremser fremgangen i eksporten og

en finanspolitisk lempelse forøger importen, kan den nuværende positive trend i betalingsbalancen hurtigt blive vendt. Samtidig vil statsfinanserne blive yderligere forværret. Hvis de finansielle markeder reagerer på dette med en udvidelse af rentespændet kan de positive effekter af den finanspolitiske lempelse let drukne i de negative effekter af en højere rente.

2. Den internationale konjunktursituation

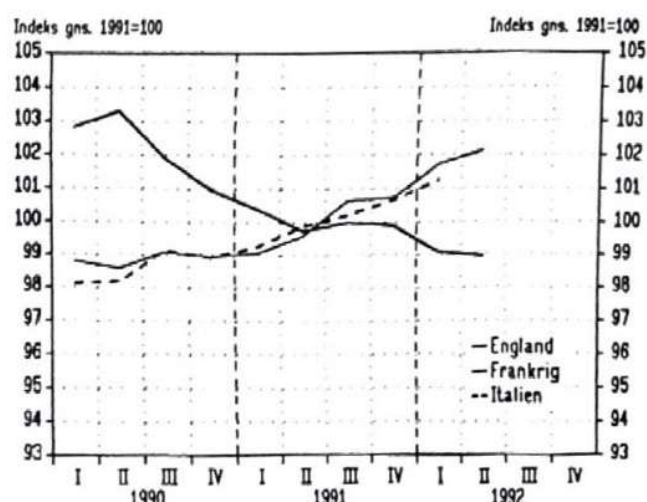
Selvom aktiviteten i USA voksede i første halvår 1992, jf. figur 1, så er væksten yderst behersket – trods yderligere reduktioner af den korte rente – og de seneste indikatorer tyder på at denne tendens varer ved. Forventningerne til væksten for året som helhed ligger stadigvæk på 1,5-2 pct., og til næste år forventes væksten at blive på ca. 2,5 pct. Dette er selvfølgelig en udvikling i den rigtige retning, men sammenholdt med tidligere konjunkturvendinger, er der tale om en behersket vækst, og der er ikke tale om en udvikling, der for alvor vil kunne trække resten af verdensøkonomien med op.

Figur 1. BNP/BNi. USA (BNP), Japan (BNi) og Tyskland (BNi).



Anm.: Sæsonkorrigerede data, faste priser.
Kilde: WEFA, Intline.

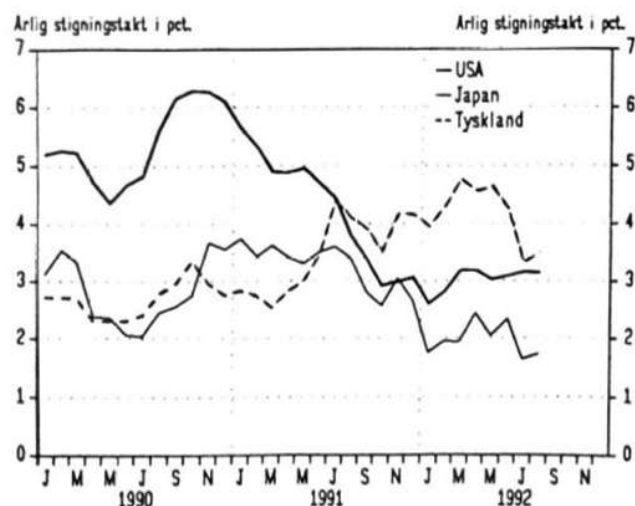
Figur 2. BNP. England, Frankrig og Italien.



Anm.: Sæsonkorrigerede data, faste priser.
Kilde: WEFA, Intline.

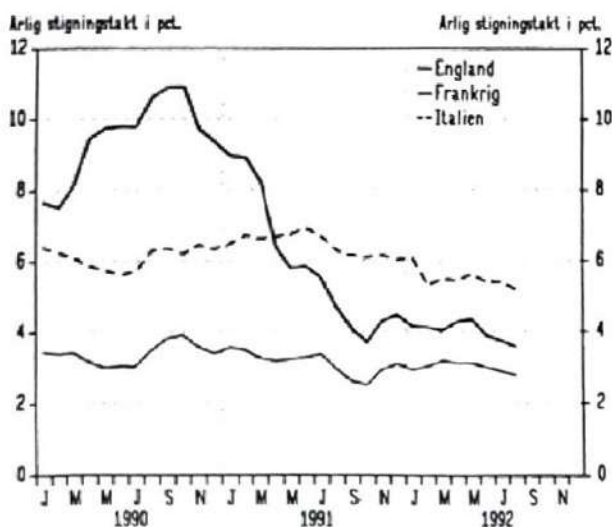
Inflationen i USA har frem til august holdt sig i overkanten af 3 pct., jf. figur 3., og der er ikke grund til at forvente en nævneværdigt højere prisstigningstakt.

Figur 3. Forbrugerpriser. USA, Japan og Tyskland.



Anm.: Data for Japan er sæsonkorrigeret.
Kilde: WEFA, Intline.

**Figur 4. Forbrugerpriser.
England, Frankrig og Italien.**



Kilde: WEFA, Intline.

I Japan var der også vækst i første halvår 1992, men væsentligt lavere end frem til starten af 1991, jf. figur 1. Udfladningen i væksten siden starten af 1991 slår igennem på år til år væksten i 1992, som nu forventes at blive på ca. 2 pct. Dette er en nedjustering af vækstskeppet fra foråret med en halv procent. Den seneste udvikling i indikatorerne tyder på at væksten sandsynligvis bliver endnu lavere. Også forventningerne om en vækst i 1993 på ca. 2,5 pct. kan meget vel vise sig at være et overkantsskøn. Inflationen har gennem første halvår holdt sig omkring 2 pct., og aktivitetsudviklingen taler for en fortsat lav inflation.

Også fra verdensøkonomiens andet lokomotiv Tyskland kommer der stadigt flere og tydeligere tegn på en brat opbremsning af det opsving, der har præget landet siden genforeningen. Det brud på tendensen til faldende aktivitet som fremgår af figur 1 i første kvartal i år, må ifølge de fleste iagttagere overvejende tilskrives fejl i sæsonkorrektionen, som følge af den milde vinter. Tallene for 2. kvartal tyder dog på, at aktiviteten i første

halvår 1992 tilsyneladende har været lidt højere end i 1991.

Trods dette tyder den seneste udvikling i detailomsætningen, industriproduktionen og andre indikatorer på, at tendensen nu er nedadgående igen. Vækstskeppene for (Vest)-Tyskland i år ligger stadig i overkanten af 1 pct., men de hidtidige forventninger om klart højere vækst i 1993 er blevet nedjusteret, så der til næste år kun forventes en vækst på 0,5-1 pct. I betragtning af at økonomer har en tendens til at underdrive omsving i konjunkturerne, må det idag anses som en realistisk mulighed, at Tyskland nu følger i kølvandet på den angelsaksiske verden og i 1993 vil få et regulært fald i aktiviteten før udviklingen vender igen.

Efter at have toppet i foråret med 4,8 pct. er inflationen i Tyskland faldet til ca. 3,5 pct. i sensommeren, og selvom dette stadigvæk er over Bundesbanks mål, så er det næppe inflationen der har stillet sig i vejen for den længe ventede reduktion af de korte tyske renter. Den accelererende vækst i pengemængden som i sensommeren nåede op på 8 - 10 pct. har været en større forhindring for et tysk rentefald. Før eller siden må afmatningen i aktiviteten dog slå igennem på såvel inflation som pengemængdevækst, og meget taler for, at tiden frem til sommeren 1993 vil blive præget af et markant fald i de korte renter.

Allerede i forbindelse med uroen i det europæiske valutasamarbejde i efteråret reducerede Bundesbank renten, men dette var ikke tilstrækkeligt til at forhindre den italienske lire og det britiske pund i at forlade samarbejdet. Dette kombineret med det overraskende danske nej og det knebne franske ja til Maastricht aftalen, har skabt en stor usikkerhed om fremtiden for det økonomiske og politiske samarbejde i Europa. Selvom den realøkonomiske betydning af usikkerheden

nok ofte overvurderes, så bidrager den naturligvis til yderligere at forringe investeringsklimaet.

Frankrig og Italien har fortsat en stabil men lav positiv vækst i aktiviteten, jf. figur 2, mens den forventede vending i England er udeblevet, og i stedet afløst af en fortsat faldende tendens, jf. figur 2. Hvor der i foråret var forventninger om en positiv vækst i aktiviteten i England i 1992 på knapt 1 pct., er der i dag udsigt til et yderligere fald af numerisk samme størrelse. I Frankrig ventes der en vækst både i år og næste år på 2 pct., mens vækstforventningerne for Italien er på godt 1 pct. for begge år.

Opsummerende må det konstateres, at der for ingen af de 6 store OECD lande kan forventes en vækst i år og til næste år på over 2,5 pct., og at der for de fleste af landene, særligt i Europa, er tale om lavere vækstforventninger.

Der er flere årsager til at verdensøkonomien er havnet i denne lavvækstsituation. Et af de vigtigste elementer i forklaringen er nok, at forbrugerne er i færd med at forøge opsparingen efter at opsparingskvoterne i sidste halvdel af 80'erne nåede et usædvanligt lavt niveau.

En faldende opsparingskvote er normalt i forbindelse med et økonomisk opsving som det der prægede verdensøkonomien i slutningen af 80'erne – og var i sig selv en af årsagerne til opsvinget. I flere lande blev faldet i opsparingstilbøjeligheden imidlertid forstærket af liberaliseringer af forbrugernes lånemuligheder. Samtidig bidrog store værdistigninger på værdipapirer og fast ejendom til yderligere at reducere opsparingslysten. Bortset fra Tyskland faldt opsparingskvoten markant fra 1982 til 1987 – 1989 i alle de store lande – og iøvrigt også i mange små, som f.eks. Sverige og Finland.

Siden er opsparingskvoten begyndt at vokse, men den er stadigvæk lav set i et længere historisk perspektiv. Med den voksende arbejdsløshed – som nu også rammer funktionærerne – faldende ejendomsværdier og høje realrenter som følge af faldet i inflationen, er der grund til at forvente en yderligere forøgelse af opsparingstilbøjeligheden i de fleste lande. Sålænge forbrugerne ønsker en højere opsparingskvote vil vækst i indkomsterne ikke give anledning til en tilsvarende vækst i forbrugsefterspørgselen, hvilket vil lægge en dæmper på ethvert tilløb til et økonomisk opsving.

Sagen bliver ikke bedre af, at privatforbruget er den eneste efterspørgselskomponent hvorfra starten på et opsving kan forventes at komme.

Et højt investeringsniveau frem til starten af 90'erne og afmatningen i forbrugsefterspørgselen har resulteret i generelt faldende kapacitetsudnyttelse. I overensstemmelse med de traditionelle acceleratorprincipper fører dette til et selvforstærkende fald i erhvervsinvesteringerne. Der kan derfor ikke forventes noget bidrag herfra til et opsving. Samtidig holdes boliginvesteringerne nede af faldende ejendomspriser og den høje realrente. Større finanspolitiske lempelser er der heller ikke udsigt til, eftersom alle lande bortset fra Japan allerede kæmper med betydelige budgetunderskud. Fra eksporten er der selvsagt heller ikke megen hjælp at hente, eftersom alle de betydningsfulde lande er ramt af lavvækst.

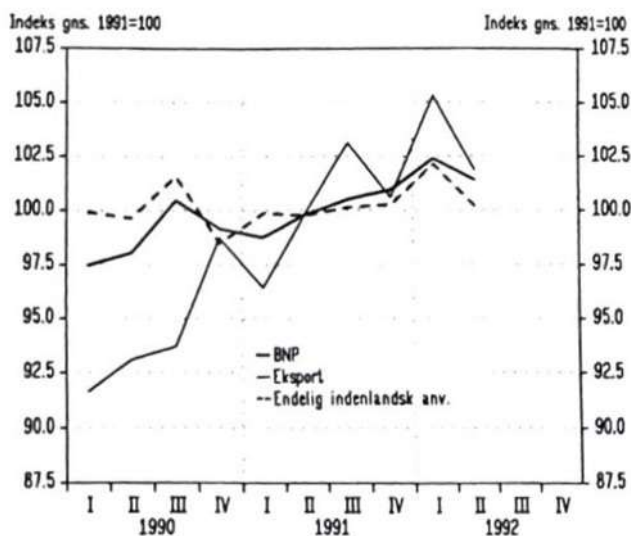
Hvorlænge lavvækstperioden vil vare ved er uvist, men før eller siden må tilpasningen af opsparingen være tilendebragt. Et rentefald i Europa vil bidrage til at denne proces forløber hurtigere end ellers, men det sidste års erfaringer fra USA tyder på, at et lavere renteniveau ikke har de helt store kortsigtede effekter.

Det er dog værd at understrege, at der ikke idag er tale om en krise af samme omfang som i 30'erne, hvor aktiviteten faldt betydeligt. Det vi befinder os i er snarere en langtrukken periode med vækstrater på mellem 0 og 2 pct. indtil de strukturelle ubalancer er bragt på plads. På kortere sigt kan tilbageslaget i Tyskland dog indebære negative vækstrater i visse dele af Europa.

3. Den danske økonomi

I 1. halvår 1992 voksede aktiviteten i Danmark med 2,5 pct. sammenholdt med samme periode sidste år. Der er således tale om en behersket men positiv vækst. Aktiviteten faldt dog fra 1. til 2. kvartal, jf. figur 5, ligesom år til år vækstraten er holdt oppe af et tilbagefald i aktiviteten i starten af 1991.

Figur 5. BNP, endelig indenlandsk anvendelse samt eksport.

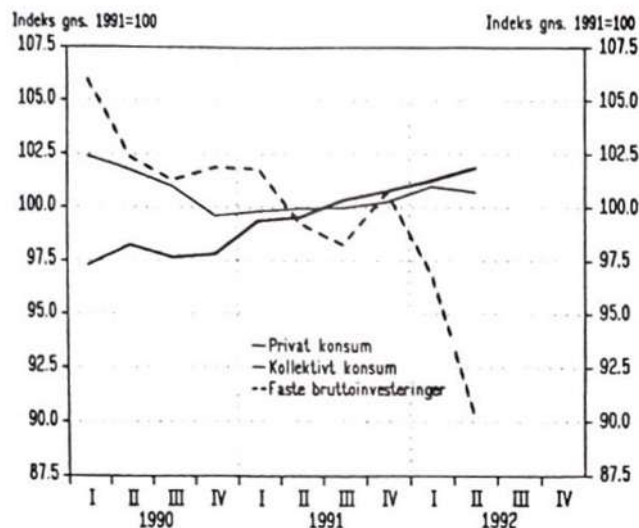


Anm.: Sæsonkorrigerede data, 1980-priser.
Kilde: Danmarks Statistik, DSTB.

Det er stadig primært eksporten der trækker væksten, og den endelige indenlandske anvendelse lå i 2. kvartal i år på et niveau svarende til gennemsnittet for sidste år.

Selvom der ikke er tale om nogen eksplosiv udvikling i det private forbrug, så er der dog en stabil opadgående tendens, jf. figur 6. Privatforbruget ligger nu 2 pct. over gennemsnittet for 1991.

Figur 6. Endelig indenlandsk anvendelse fordelt på komponenter.



Anm.: Sæsonkorrigerede data, 1980-priser.
Kilde: Danmarks Statistik, DSTB.

At denne vækst ikke har resulteret i en vækst i den samlede indenlandske efterspørgsel skyldes alene, at de faste bruttoinvesteringer i 2. kvartal er faldet dramatisk og nu ligger 10 pct. lavere end gennemsnittet for sidste år, jf. figur 6. Betragter man udviklingen over de sidste 2 ½ år ses en klart nedadgående tendens i investeringerne, afbrudt af en vis udfladning i slutningen af 1991.

Det kollektive forbrug er vokset ganske svagt, og har derfor ikke bidraget nævneværdigt til væksten. Det har derimod lagerinvesteringerne som har bidraget ligeså stærkt til aktivitetsfremgangen som væksten i privatforbruget.

I følge de seneste prognoser for dansk økonomi forventes BNP at vokse med 1 til 2 pct.

i år og lidt mere i 1993. Alle disse prognoser er dog i større eller mindre udstrækning baseret på forventningen om et internationalt økonomisk opsving og bliver væksten i udlandet så svag som det nu må frygtes, må også væksten i Danmark blive lavere end prognoserne forventer på nuværende tidspunkt. Der er således ikke udsigt til at Danmark kommer ud af den lavvækstperiode som har præget økonomien i over fem år.

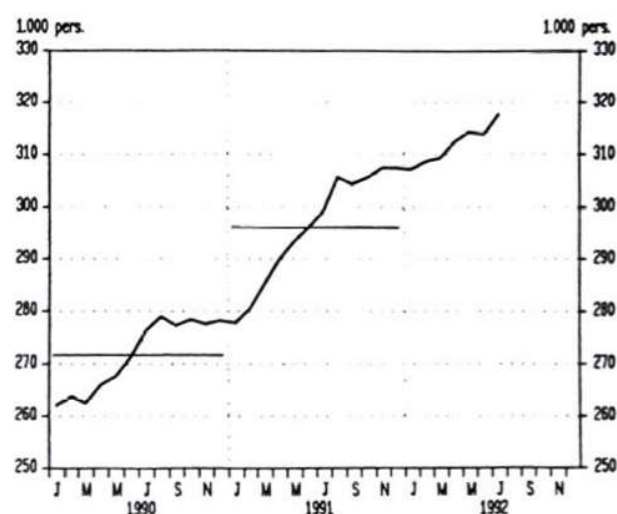
Den svage udvikling i aktiviteten har medført en yderligere forøgelse af arbejdsløsheden, som nu er nået op omkring 320.000 fuldtidsledige, jf. figur 7. Den stadigt stigende arbejdsløshed har naturligt givet anledning til politiske bekymringer, og der er en voksende politisk enighed om, at der skal lægges mere vægt på bekæmpelsen af arbejdsløsheden. Med den svage aktivitet som præger byggesektoren, er der da også god grund til at fremskynde en række infrastrukturinvesteringer, som på langt sigt er vækstfremmende.

På den anden side er det nødvendigt at være opmærksom på, at en lempelse af finanspolitikken indebærer en fare for blot at skabe nye problemer, jf. nedenfor.

Modstykket til den stigende arbejdsløshed er en fortsat overraskende positiv udvikling i betalingsbalancen, jf. figur 8. I årets første 9 måneder beløb det samlede overskud sig til 24 mia. kr., og det samlede overskud i år må nu forventes at nå op omkring 30 mia. kr. For 1993 forventes en yderligere mindre forøgelse af betalingsbalanceoverskuddet. Denne forbedring må dog være kritisk afhængig af en højere international vækst.

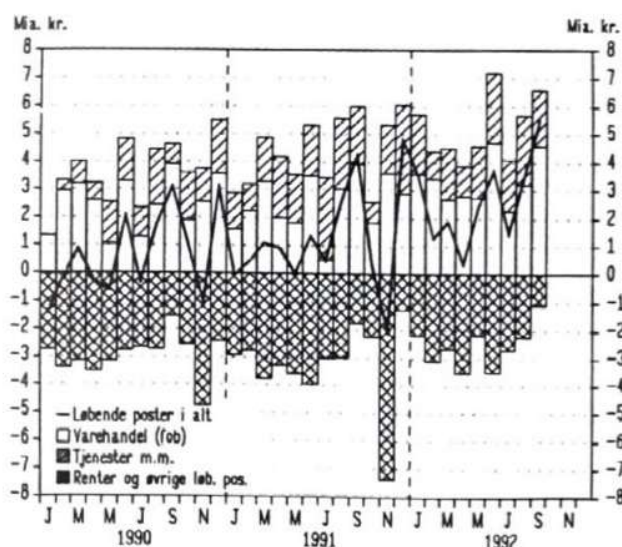
Betalingsbalanceoverskuddet har efterhånden nået en så betragtelig størrelse, at det vil tage tid, før der igen vil kunne blive tale om et underskud. Det må dog frygtes, at den hidtidige positive udvikling snart vender og tendensen til voksende overskud bliver afløst af

Figur 7. Arbejdsløshed. Gennemsnitligt antal fuldtidsledige.



Anm.: Sæsonkorrigerede data korrigeret for forsinkede indberetninger m.v.
Kilde: Danmarks Statistik, DSTB.

Figur 8. Betalingsbalance.



Kilde: Danmarks Statistik, DSTB.

en nedadgående tendens, helt uafhængigt af eventuelle finanspolitiske lempelser.

Det er i høj grad væksten i Tyskland der har trukket den danske eksport op, og i takt med opbremsningen i den tyske økonomi må den-

ne positive effekt forsvinde. Det er også et åbent spørgsmål hvorvidt de markedsandelsgevinster de danske eksportører har opnået under højkonjunktoren vil kunne bevares i en situation hvor de tyske producenter igen er leveringsdygtige.

Hertil kommer at Danmarks to næstvigtigste eksportmarkeder Sverige og England begge er præget af faldende aktivitet, og i forbindelse med valutauroen i efteråret har opnået betydelige konkurrenceevneforbedringer. Selvom Sverige ikke formelt har devalueret, så har bindingen af den svenske krone til ECU'en medført en reel svensk devaluering i forhold til danske kroner på 3 til 5 pct., og for det flydende pund har der været tale om en endnu større devaluering.

Der er derfor god grund til at frygte, at den hidtidige stærke fremgang i eksporten vil blive vendt til et fald. Selv med en fortsat svag indenlandsk aktivitetsudvikling, og en heraf afledt uændret import, vil dette medføre en faldende tendens i betalingsbalanceoverskuddet.

Hvis politikerne for alvor gør noget ved tankerne om at bekæmpe arbejdsløsheden med en mere lempelig finanspolitik, vil dette forøge importen og dermed yderligere forstærke en eventuel tendens til forværring af betalingsbalancesituationen. En finanspolitisk lempelse vil selvsagt også forværre statsfinanserne, og hvis væksten overrasker negativt vil dette yderligere bidrage til en forværring af statsfinanserne.

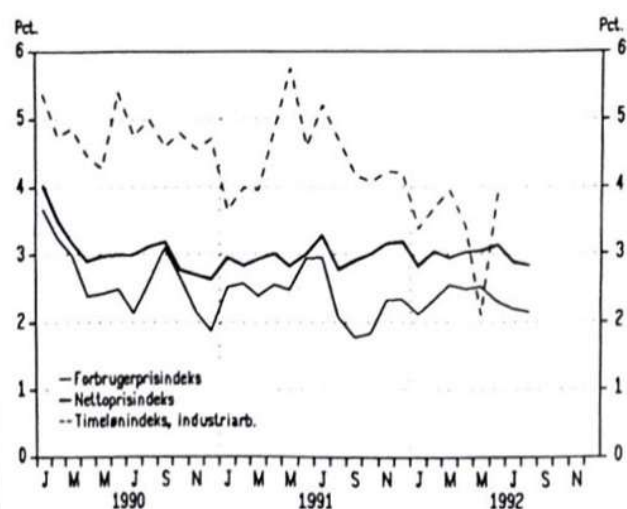
Det er en udbredt opfattelse, at man med et finanspolitisk indgreb kan foretage en nøje kontrolleret ombytning af en del af betalingsbalanceoverskuddet med en større beskæftigelse. Man kan imidlertid meget vel risikere, at komme til at forstærke en allerede eksisterende tendens til forværring af betalingsbalancen og statsfinanserne. Det store spørgsmål er, hvorledes de finansielle marke-

der vil reagere på en sådan situation. Hvis der startes en accelererende tendens til forværring af begge disse balancer kan det langt fra udelukkes, at det vil resultere i rentestigninger, og disse vil hurtigt kunne opveje de positive effekter af en eventuel finanspolitisk lempelse.

I den politiske debat er denne fare tilsyneladende overset, og selvom der er gode argumenter for at lave en vis finanspolitisk lempelse, så er det nødvendigt at være meget påpasselig, hvis en negativ effekt som skitseret ovenfor skal undgås.

Stigningstakten i forbrugerpriserne har i første halvdel af 1992 holdt sig på 2 - 2,5 pct., jf. figur 9. Betragter man nettopriserne excl. energi, fødevarer og boligposterne, som alle er underlagt særlige forhold, så har stigningstakten holdt det hidtidige niveau på ca. 3 pct., hvilket idag må betragtes som den underliggende inflation i dansk økonomi. Med lønstigninger på omkring 4 pct. og en fortsat svag aktivitetsudvikling er der ikke grund til at forvente højere inflation foreløbig, og i følge de fleste prognoser vil inflationen da også forblive på det nuværende niveau.

Figur 9. Inflation. Årsstigningstakter.



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

Kilde: Danmarks Statistik, DSTB.