

Økonomisk kronik

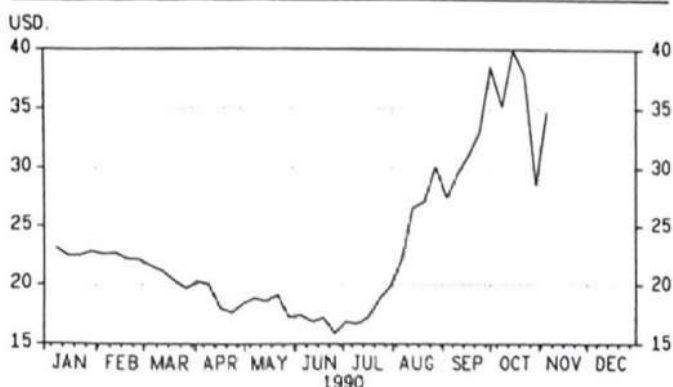
Jeppe Christensen, fondschef, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

Golfkrisen

De sidste 3 måneder har både økonomisk og politisk været præget af situationen i Golfen. Iraks angreb på Kuwait har udløst prisstigninger på oliemarkedet, som har haft væsentlige afledte virkninger. Økonomer referer ivrigt til de 2 tidligere oliekriser i 1973 og 1980, og på de finansielle markeder er der en betydelig nervøsitet med hensyn til udviklingen i BNP-vækst og måske særligt i inflation og rente.

Olieprisen er, som det fremgår af figur 1 nedenfor, steget markant inden for de sidste 3 måneder. Gennemslaget på inflationstallene i de forskellige lande har også fundet sted, idet inflationsraten i de førende OECD lande er steget med ca. 1%.

Figur 1. Olieprisudviklingen målt i dollars pr. tønde.



Kilde: The Economist.
Anm.: Databrud 1/10-1990.

Det er dog vigtigt at understrege, at »oliekrisen« anno 1990 adskiller sig fundamentalt fra de 2 foregående. I den nuværende situation skyldes prisstigningerne den alvorlige

konflikt mellem 2 OPEC lande, hvorved udbuddet af olie er faldet som følge af den internationale blokade af Irak. I de 2 foregående kriser var det helt anderledes, idet olieprisstigningerne havde sin baggrund i en OPEC enighed, som medførte, at man nedsatte udbuddet af olie og dermed pressede prisen op.

De langsigtede perspektiver af den nuværende krise er derfor helt anderledes, idet det må forventes, at konflikten mellem Saudi-Arabien og Irak vil bestå, næsten uanset udfaldet af den nuværende krise. Dette vil på sigt mindske OPEC's muligheder for at styre produktionen og dermed give tendens til olieprisfald på længere sigt.

Kan OECD landene styre inflationen ?

Den største fare i den nuværende situation er, at olieprisstigningerne varigt slår igennem i inflationen i OECD landene, og at det ikke vil være muligt via den økonomiske politik at styre denne udvikling. Dette var hovedproblemet i den første oliekrise, hvor inflationen specielt i de europæiske lande i et par år kom mere eller mindre ud af kontrol med den følge, at den økonomiske vækst blev hæmmet. Dette skal ses i sammenhæng med, at den relative prisstigning på olien var langt større i 1973 end i den nuværende situation.

Under den anden oliekrise var dette problem noget mindre, idet de førende OECD lande formåede at holde inflationen under kontrol

i et vist omfang. Dette skete dog ikke mindst ved en meget stærk stramning i pengepolitikken, som havde til følge, at renten specielt i USA steg betydeligt, hvorved den økonomiske aktivitet blev holdt nede, jfr. tabel 1.

Den nuværende situation vil pr. definition indebære betydelige engangs stigninger i inflationstakten. Dette er allerede sket i et vist omfang, og – såfremt olieprisen holder sit høje niveau – vil tendensen blive forstærket. Til gengæld er der tegn på, at den økonomiske disciplin i de fleste OECD lande i dag er så stærk, at det ikke bliver noget problem at fastholde det trods alt relativt lave inflationsniveau. Dette fremgår af tallene i tabel 1, som illustrerer, at man ikke forventer stærk stigende inflation i 1990/91. Hertil kommer, at dollarkursfaldet inden for det seneste år trækker i den anden retning for alle lande undtagen USA. Olieprisen afregnes i dollar, og kursfaldet på dollaren giver derfor isoleret set prisfald på olien.

Tabel 1. Inflationens udvikling under olie-kriserne.

(i %)	Tyskland	USA	Frankrig	UK
1973	6,9	6,2	7,3	9,2
1874	7,0	11,0	13,7	16,0
1975	6,0	9,1	11,8	24,2
1976	4,5	5,8	9,0	16,5
*				
1979	4,1	11,3	10,8	13,4
1980	5,5	13,5	13,6	18,0
1981	6,3	10,4	13,4	11,9
1982	5,3	6,1	11,8	8,6
*				
1990 ^o	2,8	5,4	3,6	9,5
1991 ^o	2,8	4,6	3,3	6,2

Kilde: Warburg Securities.

Amerikansk tilbageslag ?

Allerede før Golfkrisens indtræden var der tegn på, at amerikansk økonomi var på vej i en recession. BNP væksten har i årets første 2 kvartaler været meget behersket, og tendensen til afmatning i den indenlandske efterspørgsel er meget udtalt. Boligbyggeriet er faldet, og investeringslysten er tilsyneladende begrænset. På den baggrund må man forvente, at rentestigningen, der er fulgt i kølvandet på Golfkrisen, vil forstærke disse tendenser yderligere, og samtidig vil selve forventningsdannelsen påvirke negativt. De fleste virksomheder i USA forventer nu en lavkonjunktur og vil som følge heraf indrette investeringspolitikken og kapaciteten efter disse forventninger.

Spørgsmålet er så, i hvilket omfang dette vil give en recession. Når det konjunkturmæssige tilbageslag i den private sektor i USA er på vej, og det yderligere følges op af væsentlige besparelser på de offentlige budgetter, kan det frygtes, at recessionen bliver betydelig. Amerikansk økonomi er mere cyklisk præget end europæisk og japansk økonomi, hvorfor reaktionen kan blive skarp. Nedenfor i tabel 2 er angivet varighed og forløb for de 5 recessioner, der har været i USA siden 1960. Det er karakteristisk, at der er tale om recessioner af ca. 1 års varighed med relativ stor nedgang i industriproduktionen. Noget lignende kan forventes at indtræffe inden for det næste år.

Tabel 2. USA's recessioner 1960-1990.

Recession	Varighed	BNP vækst p.a.	Industriprod. p.a.
April 60 - feb. 61	10 mdr.	- 0,9%	- 8,6%
Dec. 69 - nov. 70	11 mdr.	- 0,8%	- 7,0%
Nov. 73 - marts 75	16 mdr.	- 4,5%	- 14,8%
Jan. 80 - juli 80	6 mdr.	- 2,4%	- 5,8%
Juli 81 - nov. 82	16 mdr.	- 3,5%	- 9,0%

Kilde: Wall Street Journal, 5. nov. 1990.

Finansiell krise under opsejling ?

De internationale aktiemarkeder har reageret kraftigt på Golfkrisen. Aktiemarkederne er faldet omkring 20% i værdi i de fleste lande, dog mest markant i Tyskland og Japan.

I de fleste OECD lande har 1980'erne været præget af meget kraftige kursstigninger, dog med undtagelse af 1987, hvor et kursskred indfandt sig. Målt i traditionelle økonomiske termer er aktiemarkederne i dag dog væsentligt højere prisfastsat end ved indgangen til 1980'erne. På den baggrund kan man ikke afvise, at en eventuel indtjeningsstilbagegang i OECD landenes førende industrivirksomheder vil få kraftige afsmittende virkninger på aktiemarkederne. I dette efterår har vi allerede set et meget voldsomt kursfald inden for den finansielle sektor. De internationale banker har oplevet meget stærke kursfald. Som det fremgår af tabel 3, er der tale om, at specielt de japanske og amerikanske banker har været hårdt ramt inden for det sidste år. De japanske banker har så store reserver, at det formentlig er uproblematisk, men man skal nok ikke helt overse risikoen for en større finansiell krise.

Tabel 3. Bankernes krise - pct.vis fald i aktiekurser siden 31/12 1989

Dai'ichi Kangyo	- 42,8%
Bank of Tokyo	- 52,3%
Daiwa	- 36,0%
Chase Manhattan	- 64,9%
Citicorp	- 51,1%
Bank America	- 31,3%
J P Morgan	- 25,3%
Barclays	- 11,5%
Lloyds	- 6,6%
Midland	- 49,9%
Nat West	- 24,5%
Paribas	- 42,0%
Credit Lyonnais	- 18,3%
Deutsche Bank	- 28,4%
Commerzbank	- 23,7%

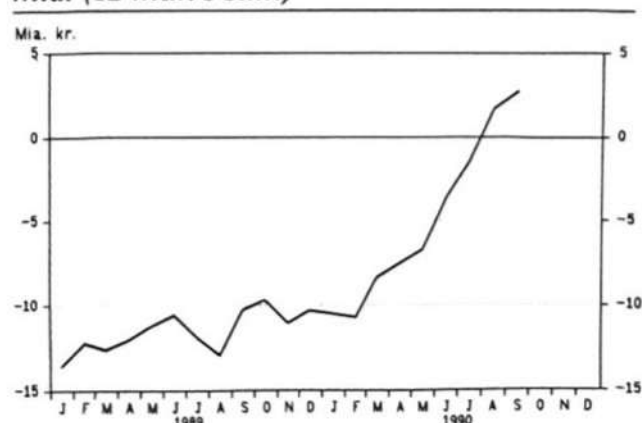
Kilde: Warburg Securities.

Dansk økonomi

Med brug af den målestok, vi normalt anvender, har dansk økonomi det godt. Betalingsbalancen nærmer sig med hast en situation med ligevægt. Som det fremgår af figur 2 nedenfor, er underskuddet for et glidende gennemsnit af de sidste 12 måneder positivt. Dette er i et historisk perspektiv imponerende. Det dækker selvfølgelig over, at aktiviteten i Danmark er meget behersket. I årene 1986 - 1989, hvor de fleste OECD lande havde en betydelig vækst, lå væksten i dansk økonomi langt under, og i 1990 vil dette formentlig gøre sig gældende i endnu større udstrækning. Dette giver en markant bedre situation for udenrigshandelen, idet importen afhænger af den danske aktivitet, og eksporten af den udenlandske aktivitet.

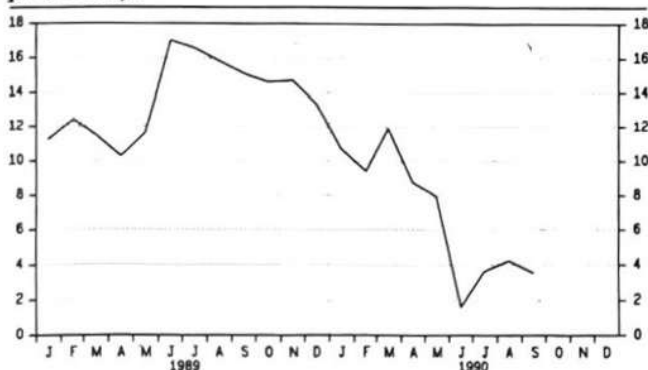
Samtidig har vi stor gavn af dollarkursfald og det råvareprisfald, som gjorde sig gældende indtil Golfkrisen. Disse 2 forhold har medført, at den danske import målt i værdi har været meget lav. Totalt set har eksporten i de første 3 kvartaler af 1990 udvist en vækst på 4,5%, mens importen er faldet med 1,2%. Ved nærmere analyse af handelstallene viser det sig, at særligt den tyske udvikling har været gunstig, idet halvdelen af eksportfremgangen kan spores til dette marked. Men også Frankrig, Holland og Italien har udvist en stor fremgang.

Figur 2. Betalingsbalancens løbende poster i mia. (12 mdr.'s sum)



Den danske industrieksport har til gengæld udviklet sig betænkeligt dårligt i de seneste måneder. Den årlige vækstrate er nede på et niveau omkring 2-4%, hvor den for blot 1 år siden lå på langt over 10%. Det skal selvfølgelig ses i sammenhæng med udviklingen på de nære markeder. Først og fremmest udviklingen i Sverige og England har givet dansk industri problemer. I England oplever man et betydeligt økonomisk tilbageslag, og i Sverige er konjunktursituationen netop ved at vende. Som nævnt, trækker udviklingen i Tyskland den anden vej, men ikke i et tilstrækkeligt omfang til, at det kan modsvare udviklingen i Sverige og England.

Figur 3. Eksporten af industrivarer (vækst i procent).



Kronekursen fastlåst på et højt niveau

Hovedforklaringen på den relativt beskedne udvikling i industrieksporten er selvfølgelig, at den danske konkurrenceevne er blevet svækket inden for det sidste år. Det skyldes, at dollarkursen er faldet, og den har trukket både den svenske og norske krone med sig. Samtidig er den danske krone inden for EMS'en styrket en smule. Dette har givet sig udslag i en styrkelse af den effektive kronekurs, som det er vist i figur 4.

I efteråret 1990 er der yderligere sket det, at både den norske krone og det engelske pund er blevet »medlemmer« af EMS'en. Dette er på langt sigt en positiv udvikling, idet man fra et dansk synspunkt får større sikkerhed for

Figur 4. Udviklingen i den effektive kronekurs (indeksværdi).



afsætningspriserne på 2 meget nære markeder. Til gengæld er den danske kronekurs herved blevet fastlåst på et højt niveau. Specielt den norske krone er svækket betydeligt i kraft af dollarfaldet, og når man på et tidspunkt, hvor denne svækkelse er indtruffet, låser den norske krone fast til de øvrige EMS valutaer, giver det selvfølgelig – set med danske øjne – en fastlåsning af den danske krone på et højt niveau i forhold til den norske krone. For det engelske pund er problemet af mindre betydning, idet pundet lå relativt stærkt før indtræden i EMS'en.

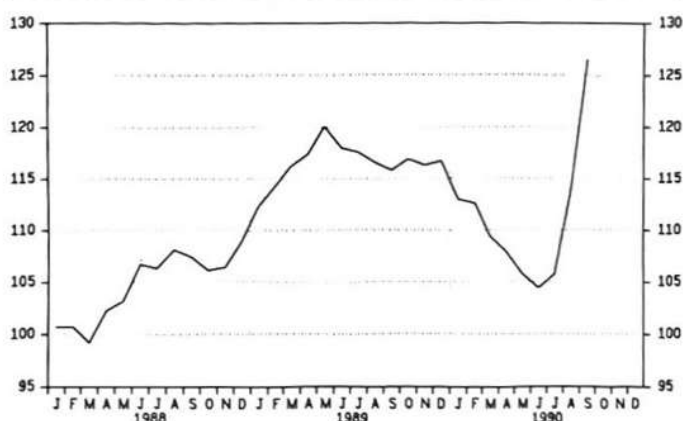
Der er nu meget stort sammenfald mellem de lande, som er dominerende i dansk udenrigshandel, og de lande der er medlemmer i EMS'en. En betydelig ændring i den effektive kronekurs er på den baggrund utænkelig. Af vore store samhandelspartnere er kun Sverige uden for EMS'en.

På denne baggrund er kravene om en løntilbageholdenhed i Danmark endnu stærkere. De 7%, som den effektive kronekurs er steget, kan kun hentes hjem via produktivitetsstigninger i Danmark, større end i udlandet, eller en større grad af løntilbageholdenhed.

Til gengæld er en af de positive følger af styrkelsen i kronekursen, at presset på inflationen mindskes. Råvarerne bliver målt i dansk regning billigere, og dette giver et nedadgå-

ende pres på inflationen. Denne situation har været gældende lige fra midten af 1989 til midten af 1990, hvor råvareprisindekset er faldet med næsten 15%. Dette er en af forklaringerne på de meget flotte danske inflationstal i samme periode. Situationen er dog radikalt ændret fra efteråret 1990, hvor Golfkrisen og de afledte olieprisstigninger har medført en stærk stigning i råvareprisindekset. Stigningen kan indtil videre måles til omkring 20%, og gennemslaget på inflationsraten fra dette vil være over 1%. Der er forhåbentlig tale om en engangseffekt, hvorfor inflationen i 1990/91 vil blive påvirket, forudsat at olieprisen ikke stiger yderligere.

Figur 5. Råvareprisindekset (indeks 1980 / 100).



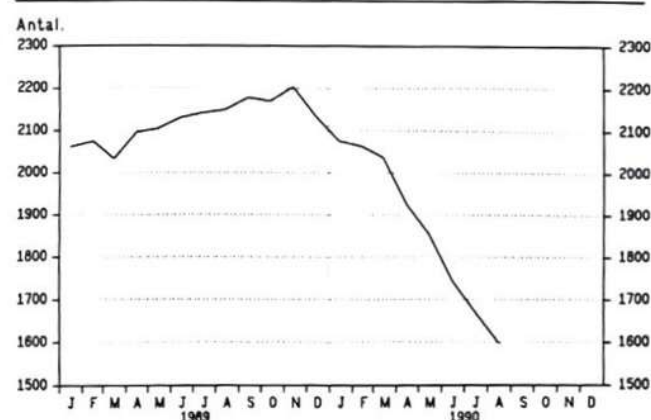
Den indenlandske efterspørgsel har udviklet sig meget behersket i de første 3 kvartaler af 1990. Detailomsætningen er stort set uændret, målt i mængder, og intet tyder på, at investeringsaktiviteten er stigende. Til gengæld har vi tal for boligbyggeriet, der taler sit helt tydelige sprog. Boligbyggeriet er på vej mod sin værste krise i mange år, idet antallet af påbegyndte boliger tilsyneladende falder kolossalt.

Målt på 12 mdr.'s glidende gennemsnit er der tale om et fald i størrelsesordenen 30-40% fra udgangen af 1989 indtil midten af 1990. Som det fremgår af figur 6 nedenfor, er faldet meget brat. Da der først og fremmest er tale om, at det er det private boligbyggeri,

som falder, må det i en vis udstrækning ses i sammenhæng med det yderligere fald i disponibel indkomst, som er sket for de største lønmodtagergrupper i de seneste år. Endvidere har stigningen i obligationsrenten et betydeligt gennemslag på ydelserne, og dermed prisen for nybyggeri.

Det skal dog bemærkes, at også antallet af påbegyndte byggerier inden for produktion og administration nu er klart faldende.

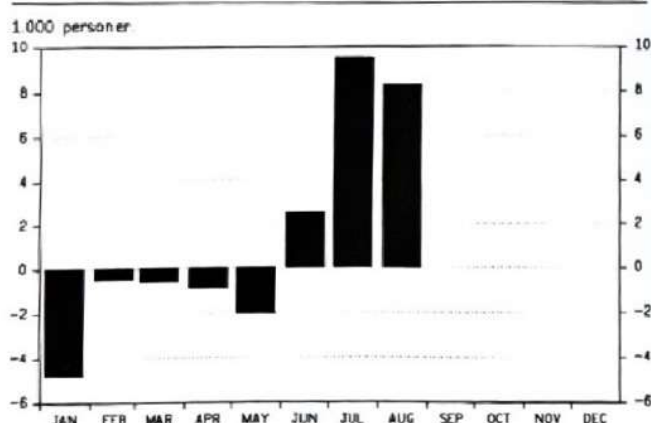
Figur 6. Antallet af påbegyndte boliger (12 mdr.'s gennemsnit)



Som følge heraf er beskæftigelsen inden for alle hjemmemarkedserhverv stagnerende. I de fleste brancher er der direkte tale om en faldende beskæftigelse, bl.a. inden for bygge- og anlægssektoren, hvor beskæftigelsen i 1990 ligger ca. 5.000 under niveauet sidste år. Med hensyn til antallet af arbejdsløse, er der tale om en klar vending i udviklingen. Hvor antallet af arbejdsløse i starten af 1990 lå under de tilsvarende tal for 1989, er der nu tale om, at arbejdsløsheden ligger på et niveau på ca. 10.000 højere end året forud. Dette fremgår tydeligt af figur 7 øverst på næste side, hvor det er opgjort, hvor store ændringer der er i antallet af arbejdsløse mellem 1989 og 1990.

Denne udvikling i indenlandsk efterspørgsel kombineret med den stagnerende eksport har givet sig udslag i lav indenlandsk aktivitet, og dermed overvæltet en del af proble-

Figur 7. Stigning i antallet af arbejdsløse 1989 – 1990. (Målt i 1.000 personer)



merne på den offentlige sektor. Statens indtægter er i meget stor udstrækning påvirket af konjunktursituationen, og som følge deraf er indtægtssiden blevet justeret jævnlgt i de officielle prognoser. Endvidere er de offentlige udgifter stigende som følge af den større arbejdsløshed og den stigende rente.

Dette forklarer, at Finansministeriets skøn for underskuddet på statsfinanserne i 1990 er blevet justeret meget inden for det sidste år. I oktober 1989 skønnede man, at underskuddet ville løbe op i godt 2 mia., og allerede ½ år senere, i maj 1990, var dette korrigeret til et underskud på knap 22 mia.kr. Disse tal fremgår af tabel 4 nedenfor, og det skal i øvrigt bemærkes, at de seneste skøn fra uvil-dige eksperter peger på et statsunderskud i størrelsesordenen 25 mia.kr.

Tabel 4. Finansministeriets skøn for underskuddet på statsfinanserne, 1990

Skøn	Mia. kr.
Oktober 1989	- 2,4
December 1989	- 7,0
Maj 1990	- 21,7
Oktober 1990	- 20,0

Dette kan ikke forventes at blive ændret i næste år, med mindre konjunktursituationen vender. På den baggrund er det selvfølgelig vanskeligt, ja nærmest umuligt, at forestille

sig, hvordan man i den givne situation skal finansiere de væsentlige skatte- og afgiftsomlægninger, som inden for en kort årrække vil blive konsekvensen af EF samarbejdet. Specielt er det vanskeligt at se, hvordan man skulle kunne afskaffe realrenteafgiften. Tilsvarende til kan man ud fra en snæver økonomisk vurdering have svært ved at se, hvor relevant den nuværende diskussion om skat-tenedsættelser egentligt er.