

Økonomisk kronik

Jeppe Christensen, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

1. De internationale konjunkturer

Den internationale udvikling har økonomisk som politisk været præget af diskussionen omkring genforeningen af Tyskland. Den umiddelbare reaktion på disse initiativer har været en betydelig stigning i det vesttyske renteniveau, hvilket er udtryk for, at forventningerne om øget aktivitet og inflationært pres er ganske betydelige. Den lange vesttyske rente er steget 2 procentpoints til trods for, at inflationen endnu er på et uændret lavt niveau.

Inden for det sidste år er den økonomiske vækst i Vesttyskland forstærket, og BNP-væksten blev for hele året godt 4 procent. Som konsekvens heraf er kapacitetsgrænsen i industrien nået ved udgangen af 1989.

I første kvartal af 1990 er udviklingen tilsyneladende accelereret, og netop offentliggjorte tal viser en BNP-vækst på 4,4 pct. i dette kvartal og en beskæftigelsesvækst på over 1/2 mill. i forhold til året før. Udviklingen i efterspørgslen er om muligt endnu stærkere, idet importen er vokset med 12,7 pct.

Baggrunden for denne efterspørgselsfremgang er først og fremmest stigende byggeri og store investeringstiltag. Forventningerne til effekten af den stigende købekraft i Østtyskland er store, og de begrundes med, at man forventer en vækst i det offentlige forbrug på 7,5 pct i 1990 og lidt mindre i 1991. Da det offentlige forbrug udgør 1/5 af den

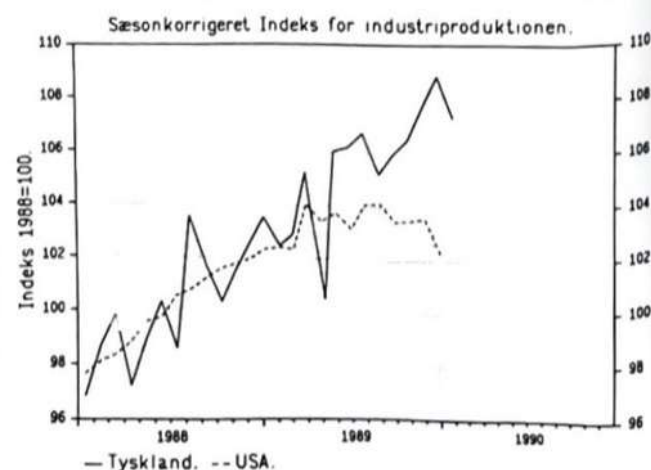
samlede efterspørgsel, bliver virkningerne mærkbare.

Det forhold, at kapaciteten er fuldt udnyttet, giver de danske virksomheder, som opererer på det tyske marked, unikke muligheder i de kommende år.

Udviklingen i de øvrige EF-lande vil blive præget af dette, og engelsk økonomi, som synes nær et konjunkturtilbageslag, kan måske blive »reddet på strengen« af en stigende eksport til Tyskland.

Ser vi på USA, synes »konjunkturpausen« at være en realitet. I første kvartal af 1990 stagnerede BNP-væksten, og efterspørgslen til forbrug og investering er på vej ned. Kun eksporten stiger, og det baner selvfølgelig vej for en gradvis løsning på det store betalingsbalanceproblem.

Figur 1. Industriproduktionen i USA og Vesttyskland.



2. Stadig svag dansk vækst

Den hjemlige danske industriproduktion synes inde i en stagnationsperiode, der nu har varet i 1/2 år. Stagnationen forklares ved en opbremsning i den eksportfremgang, som prægede hele første halvdel af 1989. Vurderet i forhold til året før er eksporten dog fortsat på et højere niveau.

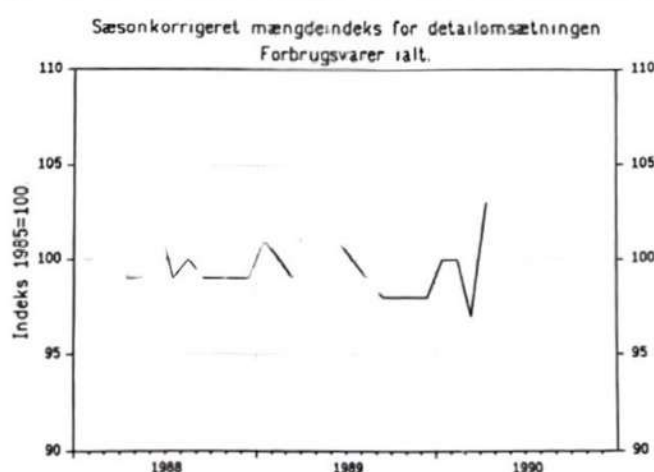
De netop offentliggjorte prognoser fra vismændene og DØS forudser, at denne stagnation varer ved året ud, og at det i realiteten kun vil være eksportfremgangen, som »trækker« økonomien fremad i et beskedent tempo. Den hjemlige efterspørgsel vurderes så svag, at selv ikke den stærke tyske fremgang, som forventes, vil kunne bringe den danske vækst op på mere end 1 pct. i 1990.

Økonomiske prognoser 1990

	Vis- mændene	Økonomi- ministeriet
BNP vækst	1,2 pct.	1,5 pct.
Inflation	2,0 pct.	2,5 pct.
Betalingsbalance	÷ 9 mia.	11 mia.

Den hjemlige efterspørgsel udvikler sig fortsat svagt. Detailomsætningstal for årets første 3 måneder tyder nærmest på nulvækst. Dette forklares af en svag udvikling i varige forbrugsgoder, når man ser bort fra den korte opblussen, der var på dette område i årets første måned. Det skal dog tilføjes, at de netop offentliggjorte april-tal tyder på en vis stigning i detailomsætningen. Månedssvingene i marts/april skyldes dog delvist, at påsken faldt tidligt sidste år. I samme retning peger tallene for nybyggeriet af boliger, som – trods den milde vinter – ikke er opløftende. Bilsalget er i meget svag vækst, og intet tyder derfor på fremgang i den indenlandske efterspørgsel.

Figur 2. Detailomsætningsindeks



3. Udenrigshandelen

Eksportfremgangen er i årets 4 første måneder bremset noget op. Den samlede vækst i forhold til året før blev på 5,9 pct. målt i værdi. Mængdemæssigt kan der dog være tale om en relativt pæn vækst alligevel, idet eksportindtægterne i svenske og norske kroner samt pund er blevet formindsket betydeligt som følge af den danske kronens styrkelse i forhold til disse valutaer.

I tabel 1. er gengivet eksportudviklingen over for en række af vore vigtige samhandelspartnere. Som det meget tydeligt fremgår, er det eksporten til EMS-landene, der er gået kraftigt frem. Specielt bemærkes, at Holland og Italien har vist imponerende vækstrater, men også Frankrig og Vesttyskland er pænt med. Englandseksporten udvikler sig elendigt, mens Sverige stadig er i fremgang, trods tale om et konjunkturvendepunkt i nabolandet.

Tabel 1. Eksportvækst jan-april 1990

Vesttyskland	7,8 pct.
Frankrig	8,5 pct.
England	÷ 4,2 pct.
Holland	26,2 pct.
Italien	16,5 pct.
Sverige	9,1 pct.
Norge	2,8 pct.
USA	÷ 9,5 pct.
Japan	3,6 pct.
Ialt	5,9 pct.

For 1990 som helhed er der udpræget enighed om, at eksportfremgangen fastholdes på niveauet 4-5 pct. i mængder. Det skyldes den afdæmpede lønudvikling i de senere år, som trods alt har forbedret konkurrenceevnen. Den seneste styrkelse af den effektive kronekurs fjerner dog en del af denne forbedring, og vi får derfor ikke det eksportboom, vi ellers ville have haft udsigt til.

Stigningen i den effektive kronekurs – det vil sige kronen målt i forhold til en handelssammenvejret kurv af valutaer – er meget bemærkelsesværdig. Kronen er steget over for næsten samtlige valutaer inklusive D-marken. Stigningen er på omkring 7-8 pct., og dette slår direkte igennem på konkurrenceevnen. Til gengæld giver det også fordele.

Figur 3. Den effektive kronekurs.

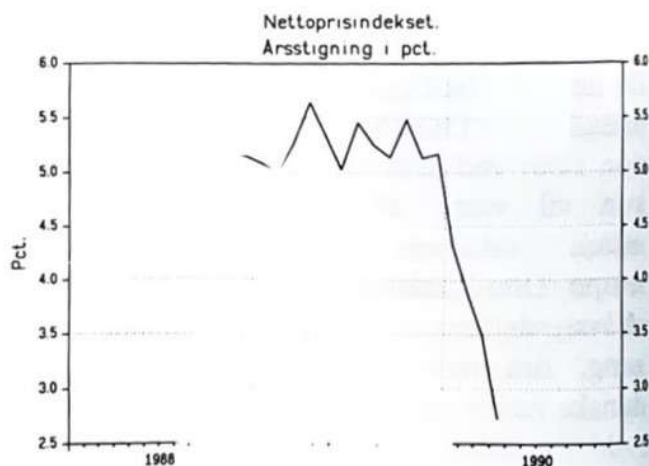


4. Importeret lavinflation

Den danske inflation – målt ved udviklingen i nettopriserne – er i de første måneder af 1990 kommet ned på et niveau under den tyske inflation. Det skyldes ikke en særlig dansk disciplin, men derimod er forklaringen, at den danske krone er styrket kraftigt. Når valutaerne bliver billigere målt i danske kroner, falder importpriserne, og da importen udgør 40 pct. af omsætningen, giver det et pænt inflationsfald. Den underliggende inflation i Danmark – målt ved stigningen i

lønomkostningerne – er fortsat på niveauet 4-5 pct., og man skal derfor være varsom med at konkludere, at Danmark allerede er blevet et lavinflationsland på linie med Vesttyskland.

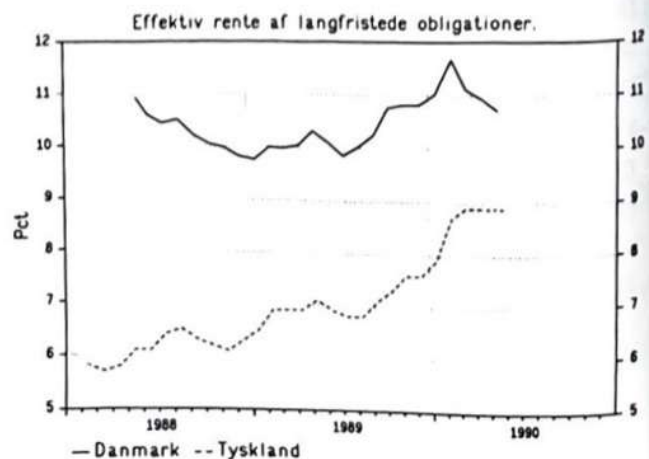
Figur 4. Udviklingen i nettopriserne.



5. Inflation og rente

Den positive udvikling i den danske inflation ses tydeligt afspejlet i renteudviklingen. Rentespændet over for Vesttyskland er blevet markant indsnævret, og det er nu på et niveau omkring 1,5 pct. Dette skal sammenholdes med, at dette rentespænd i en meget lang periode har ligget fast på et 3 procent niveau.

Figur 5. Renteudviklingen Danmark og Vesttyskland.



At den faldende inflation ikke har givet sig udslag i en absolut faldende rente, skyldes alene den tyske udvikling. Stigningen i den tyske rente på 2 pct. inden for kort tid har betydet, at vi i Danmark måske ikke rigtigt har opdaget indsnævringen i rentespændet. Spørgsmålet er selvfølgelig så, om vi kan holde den sammenlignet med Vesttysklands lave inflationsstandard, der berettiger os til ikke at have noget stort rentespænd over for Vesttyskland? Det er der grund til at tro, ikke så meget fordi vi i Danmark er gode til at styre udviklingen, men først og fremmest fordi man må forvente, at væksten i Tyskland i de kommende år giver en accelererende inflation dernede.

6. Rentestruktur og statsgæld

Det danske renteniveau er i meget stor udstrækning bestemt af den tyske rente samt af de forventninger, der næres til inflationsforskellen mellem Danmark og Tyskland. Hertil kommer forventningerne om, hvornår et egentligt europæisk valutarisk samarbejde igangsættes.

Ser vi derimod på rentestrukturen, d.v.s. forholdet mellem de korte og de lange rentesatser, er det meget afgørende, hvordan udbuddet og efterspørgslen er sammensat. På dette område har vi gennem de seneste år set et meget stort fald i udbuddet af lange kreditforeningsobligationer. Dette fald er illustreret i figuren nedenfor, og det afspejler i realiteten det meget store fald i nybyggeriet. Mange har i den forbindelse talt om »stykmangel«, hvad angår lange obligationer, og dette forhold har været med til at presse den lange rente i nedad gående retning.

Obligationsudbuddet ser ud til i de kommende år at blive noget ændret. Først og fremmest er oplysningerne om det stadig voksende statsunderskud på efter den seneste vurdering 22 mia.kr. ensbetydende med, at den

statslige obligationsudstedelse vil vokse. Da statsgælden i forvejen er relativ kortløbende efter de senere års refinansieringer, må man forvente, at statens udbud af lange obligationer i nogen grad forøges. Dette kan indebære, at den mangel på udbud af lange obligationer, der har hersket gennem nogen tid, bliver mindre påtrængende.

Ser vi på efterspørgselssiden, er der tegn på, at mange institutionelle investorer i stigende omfang foretrækker aktieinvesteringer, og på den baggrund kan placeringsmønstret måske forskydes. I samme retning trækker det forhold, at indeksobligationerne nu er faldet så kraftigt i kurs, at mange investorer måske finder disse mere attraktive. Med andre ord kan man konkludere, at ændringer i udbud og efterspørgselsforhold samt prisstruktur på de finansielle markeder har gjort, at problemet omkring »manglen« på lange obligationer synes borte.

Figur 6. Nettoudbud af obligationer.

