

Økonomisk kronik

Fondschef Jeppe Christiansen, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

Sammenfatning

Trods et mindre tilbageslag på New York børsen i oktober 1989 synes den internationale konjunktur fortsat stærk. Det store kursskred på de internationale børser for 2 år siden synes helt overvundet, og væksten i OECD området har i første halvår af 1989 været på et niveau omkring 3 1/2 pct. Bekymringerne går derfor i første række på, om det vil være muligt at undgå en overopledning af den amerikanske økonomi og sikre en såkaldt »soft landing«. Hvis man i USA formår at holde vækstforløbet under kontrol, er det opfattelsen hos de fleste amerikanske økonomer, at man kan sikre USA en gentagelse af 1960'ernes vækst, blot med en noget lavere absolut vækst.

De europæiske lande har inden for det seneste år haft en tilsvarende stærk vækst, og navnlig i Tyskland er fremgangen markant. Dette har givet gode vækstbetingelser for mange danske virksomheder, og tallene for første halvår 1989 tyder på en meget stærk fremgang i den danske eksport og en fornyet fremgang i investeringerne efter 2 års stilstand.

Økonomiministeriets seneste konjunkturvurdering peger på, at der for 1990 synes at være vækstmuligheder. De gode internationale konjunkturer trækker den danske eksport op, og en konsekvens af dette er en stigende indenlandsk investeringslyst. På den baggrund forventes en positiv realvækst i både 1989 og 1990. På det korte sigt må den økonomiske situation derfor betegnes som

gunstig. På længere sigt er situationen mere problemfyldt.

Set over en 10 årig periode har den danske konkurrenceevne udviklet sig for svagt. Forudsætningen for en langsigtet vækst og løsning af det danske betalingsbalanceproblem er fortsat en politisk enighed om en langsigtet økonomisk politik, der som et væsentligt element har kraftige konkurrenceevneforbedringer.

»Soft landing« i USA

Den internationale økonomi har i snart 7 år været præget af stabil vækst og relativ konstant inflation. Dette skal første og fremmest ses i sammenhæng med den meget ekspansive udvikling i USA, hvor væksten i perioden 1983 - 1988 har ligget på knap 4 pct. p.a. I første halvdel af 1989 er denne udvikling fortsat uændret set for hele OECD området, men for amerikansk økonomi isoleret set er der tale om en vis afdæmpning i væksten.

I USA ønsker man at opnå en såkaldt »soft landing«, d.v.s. en situation, hvor den réelle økonomiske vækst gradvist presses ned på et lavt niveau for derved at undgå, at der opstår flaskehalse på arbejdsmarkedet og stigende inflationært pres. I en vis udstrækning må dette siges at være lykkedes, idet det seneste kvartal har resulteret i en vækst på 2 1/2 pct. i USA. Samtidig hermed er inflationen blevet fastholdt på et niveau under de 5 pct.

Der er dog grund til at understrege, at amerikansk økonomi fortsat har et betydeligt

strukturproblem, idet betalingsbalance underskuddet både absolut og relativt er stort. Uanset væksten i den amerikanske eksport vil en reduktion i underskuddet kræve flere års økonomisk lavvækst.

Vesttysk fremgang

I Vesttyskland har vækstfremgangen bidt sig fast. Igennem det meste af 1989 har de forskellige konjunkturvurderinger konsekvent opgraderet vækstforudsigelserne. Af tabellen nedenfor fremgår således, at den seneste vurdering peger på en realvækst i størrelsesordenen 4,0 pct.

Tabel 1. BNP vækst i Vesttyskland 1989

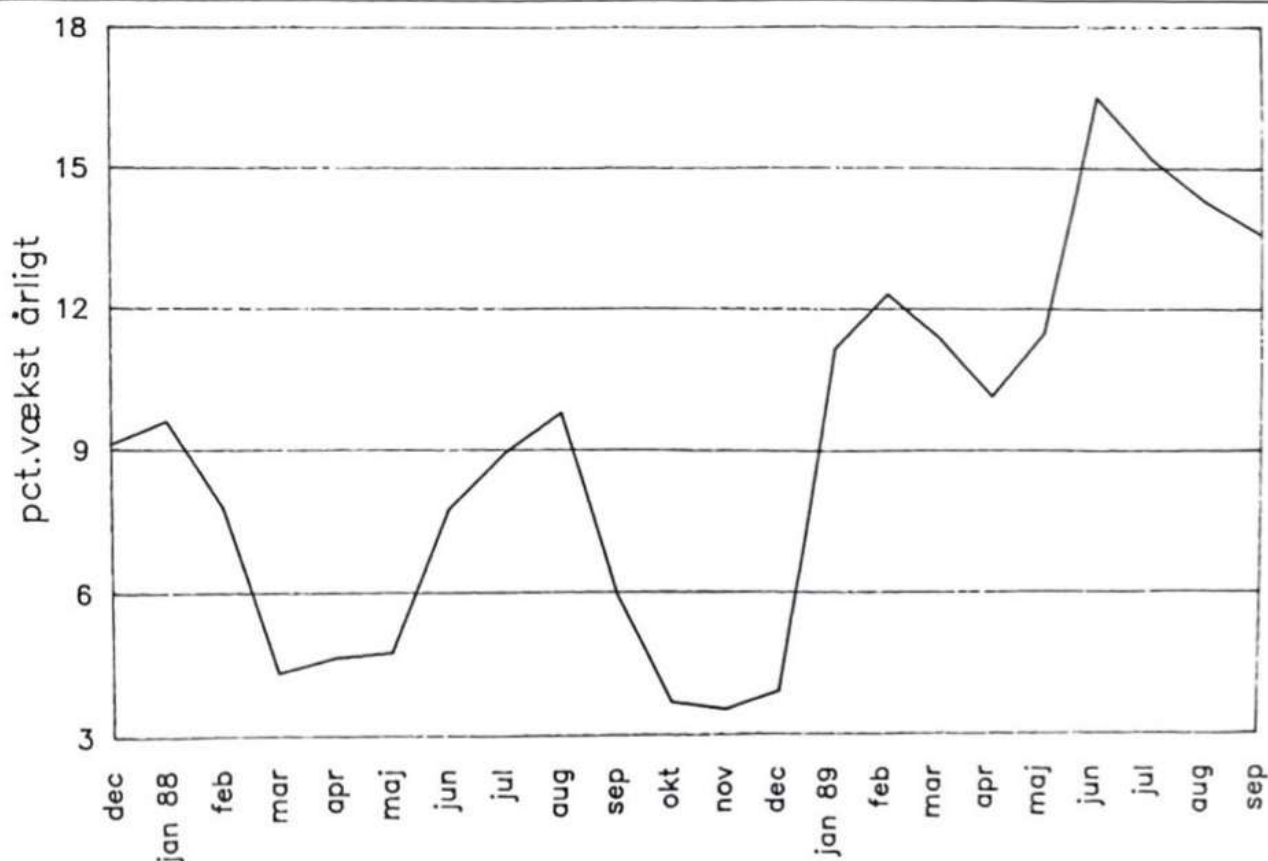
Konjunkturvurdering	Måned	Vækst 1989, %
«De 5 vismænd»	April 1989	3,00
OECD	Juli 89	3,25
HWWA	August 89	3,50
IFO	Juli 89	4,00
Commerzbank	September 89	4,00

Den stærke vækst i Vesttyskland skal først og fremmest ses i forbindelse med stigende byggeri (+ 23 pct. i 1989) og en fremgang i investeringer og eksport. Eftersom væksten i nogen grad er båret frem af eksportfremgangen, er det generelt opfattelsen, at den vesttyske vækst vil afdæmpes i 1990. Imod dette taler dog, at de meget omtalte skattelettelser sker gradvist i løbet af 1990, og det kan give et ekstra skub til privatforbruget.

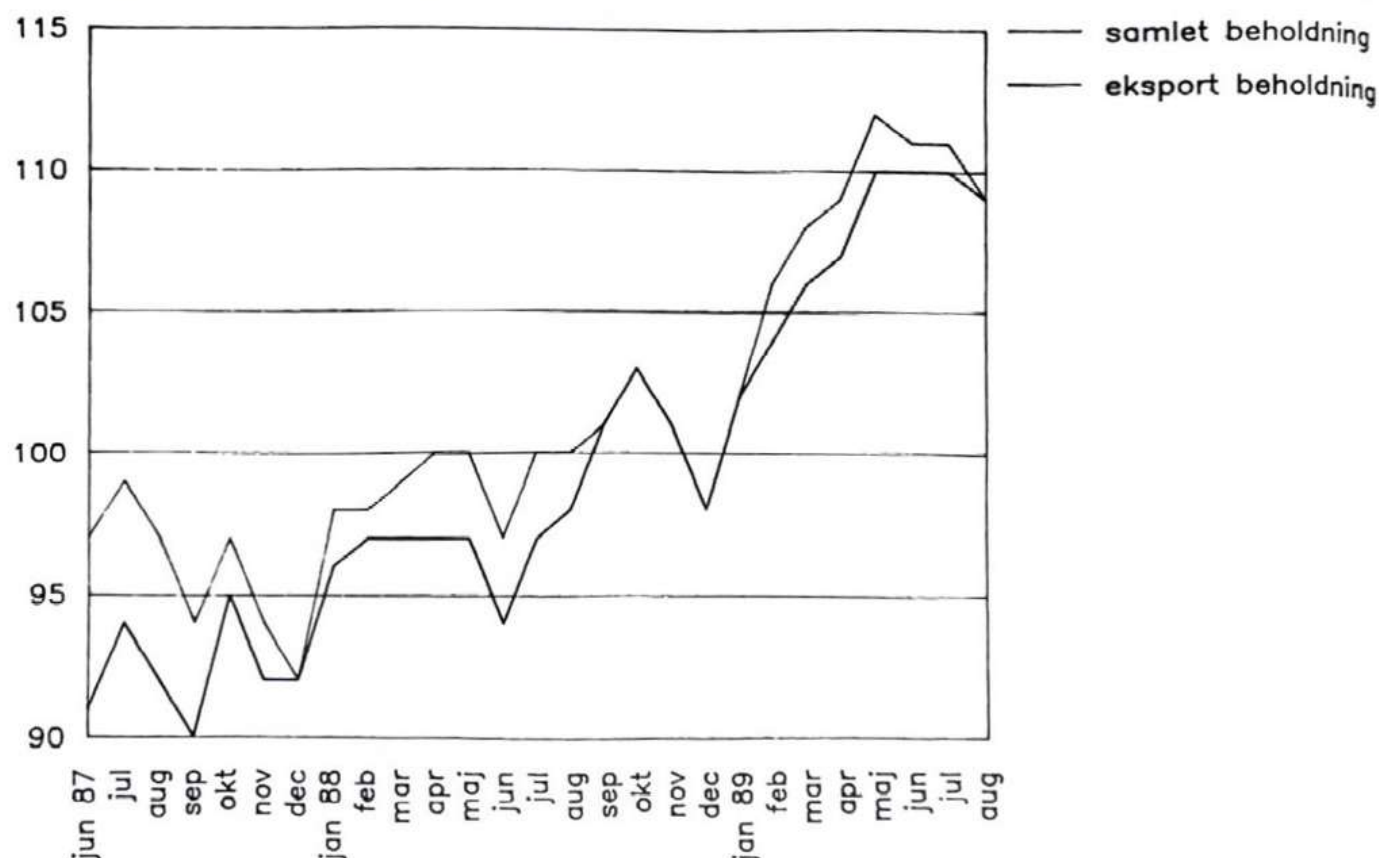
Den danske konjunktursituation

Efter 2 år med meget ringe økonomisk vækst synes en vis fremgang at være indtruffet. Den stærke vækst på det tyske marked har hjulpet den danske eksport betydeligt. Således er eksporten af industrivarer i årets første 3 kvartaler steget med hele 13,7 pct. i forhold til året før. Som det fremgår af figur 1, har udviklingen været accelererende året igennem.

Figur 1. Eksport af industrivarer (3 mdrs glidende snit)



Figur 2. Ordrebeholdning for industri (indeks 1985 = 100)



Af figur 2 fremgår, at industriudviklingen i 1989 tilsyneladende er meget stærk. Industriens ordrebeholdning er steget jævnt siden årsskiftet, og den stærke stigning i ordrebeholdningen tyder på, at fremgangen vil være af varig karakter.

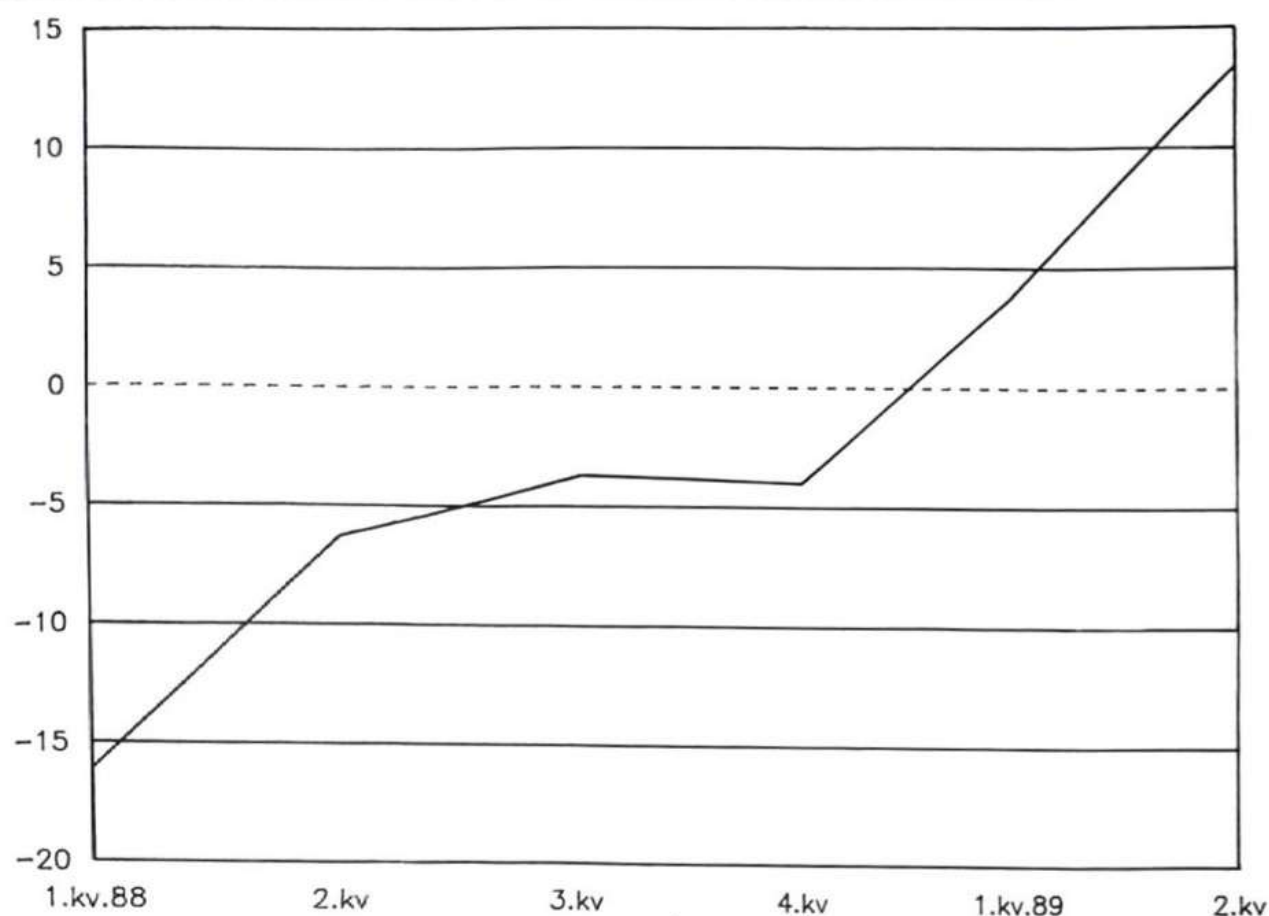
Eksportfremgangen i dansk industri har tilsyneladende trukket investeringerne med op efter 2 års tilbagegang. Danmarks Statistiks tal for 2. kvartal 1989 viser, at investeringerne i maskiner, inventar og transportmidler ligger mere end 10 pct. over investeringerne i samme kvartal sidste år. Denne vending i investeringerne fremgår meget tydeligt af figur 3, hvor det bemærkes, at væksten i investeringerne er ændret fra et niveau på -15 pct. i 1988 til det nuværende niveau på + 10 pct.

Økonomiministeriets vurdering oktober 1989

Primo oktober har økonomiministeriet offentliggjort den halvårslige vurdering (DØS 1989) af den økonomiske situation. Lidt overraskende forventes en realøkonomisk vækst i de kommende år på 1,5 - 2 pct. Af væsentlige forudsætninger for denne vurdering skal nævnes, at lønudviklingen i Danmark forventes at ligge 1,5 pct. under udlandets i de kommende 2 år, og at den seneste svækkelse af den effektive kronekurs ikke ændres. Dette trækker eksport og investeringer op i en sådan grad, at realvæksten når de 2 pct. p.a.

I tabel 2 er de centrale forudsætninger og forudsigelser angivet. For så vidt angår udviklingen i 1989 er der - jævnfør de omtalte konjunktur- og kvartalstal - næppe tvivl om, at fremgangen i eksporten og investeringerne

Figur 3. Investeringer i maskiner, inventar og transportmidler (år til år vækst i pct.)



er til stede. For 1990 er der selvfølgelig en vis usikkerhed i relation til specielt forudsætningerne om lønudviklingen og eksportmarkedsvæksten.

Tabel 2. Nøgletal i pct.

	1989	1990
Lønudvikling	3,0	2,25
Lønkurrenceevne	4,8	1,5
Eksportmarkeds vækst	6,75	6,25
Industrieksport	7,75	7,25
Faste bruttoinvesteringer	4,75	3,00
BNP vækst	2,0	1,50
Bet.bal.underskud i mia.	-13,5	-10,5

Kilde: Økonomiministeriet DØS rapport okt. 1989

Det bemærkes, at betalingsbalancen kun forbedres svagt i disse år, og det til trods for en meget stærk eksportfremgang og meget gunstig konjunktursituation. Konkurrenceevneforbedringen fra 1988 - 89 er kun med til at udligne forværringen fra de foregående år,

og ligevægt på betalingsbalancen er derfor en målsætning, der ikke nås de næste par år.

Når dansk eksport i disse år går frem, skyldes det den generelle efterspørgselsstigning på vore nære markeder. De markedsandele, dansk industri skal tilkæmpe sig, for at der kan opnås ligevægt på betalingsbalancen, har vi stadig ikke fået.

På den baggrund må det konstateres, at behovet for en langsigtet økonomisk plan med bred politisk opbakning er uændret stort.

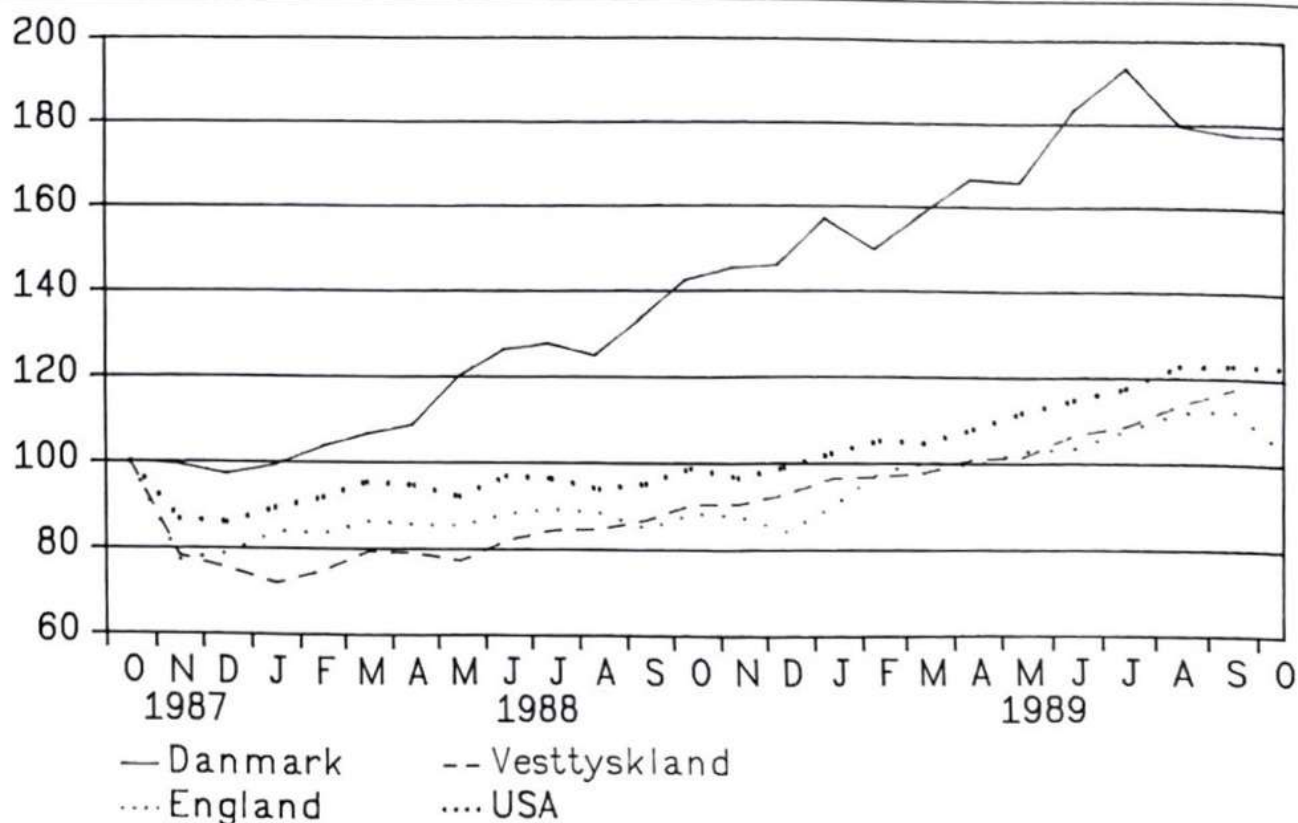
Nyt »oktobercrash«

Til trods for denne relativt stabile og kontrollerede udvikling i de store industrilande oplevede vi i oktober måned et markant kursfald på de internationale børser. Situationen blev hurtigt stabiliseret, men spørgsmålet er

fortsat, om der venter nye kursskred forude? Der henvises jævnligt til, at de fleste aktiebørser verden over har noteret urealistisk høje kurser – de fleste steder på et niveau højere end det, man oplevede i oktober 1987.

Som det fremgår af figur 4, er det amerikanske kursniveau primo november 1989 på højde med niveauet i 1987, og noget tilsvarende gælder for de øvrige industrilande, mens de danske aktiekurser er langt over niveauet fra 1987.

Figur 4. Kursindeks for industriaktier (indeks august 1988 = 100)



Ikke desto mindre må det konstateres, at den realøkonomiske udvikling i USA i perioden 1987 – 89 har gjort, at det kursniveau, som i 1987 var urealistisk højt, nu må siges at være velbegrunderet, hvis der ses bort fra Danmark.

Indtjeningen – eller profitterne – er steget markant i USA, Vesttyskland samt England, og de fleste selskaber handles nu til aktiekurser, der svarer til 13 gange indtjeningen i selskaberne. Forudsat at denne indtjening kommer aktionærerne til gode i form af fremtidigt udbytte, giver det et afkast på 7,7 pct. Sammenholdes dette afkast med den lange obligationsrente i Vesttyskland på 7,0 pct. eller i USA på 8,1 pct., må der siges at være god

balance. Forskellen på det nævnte aktieafkast og obligationsrenten kaldes »yield gap«.

Som det fremgår af tabel 3, er det såkaldte yield gap indsnævret betydeligt siden 1987. Ændringen er mest markant i USA. For 2 år siden gav de amerikanske aktier et afkast på knap 5 pct. mindre end de lange amerikanske obligationer. Kun i en situation med meget positive forventninger til den fremtidige indtjening i virksomhederne kan dette være udtryk for balance på de finansielle markeder.

Som følge af en betydelig indtjeningsfremgang i USA og et fald i den lange rente på næ-

sten 1 pct. er dette »yield gap« indsnævret til et niveau på under 1 pct.

Tabel 3

	USA	Eng- land	Vest- tyskland	Dan- mark
P/E forhold				
okt. 1987	22,3	18,8	16,2	11,7
okt. 1989	13,7	12,9	13,2	16,6
Obl. rente i pct.				
okt. 1987	8,9	9,7	6,0	12,6
okt. 1989	8,1	10,0	7,0	10,5
»Yield Gap« i pct.				
okt. 1987	-5,5	-4,9	-0,6	-4,9
okt. 1989	-0,7	-1,8	+ 0,6	-4,5

En tilsvarende udvikling har fundet sted i England, mens den danske udvikling har været noget afvigende fra den internationale. I Danmark er aktiekurserne inden for de seneste 2 år steget væsentligt mere end indtjeningen i virksomhederne, og på den baggrund er det såkaldte yield gap ikke indsnævret. Om man af den grund kan konkludere, at de finansielle markeder i Danmark er i uligevægt er tvivlsomt. En forklaring på det høje aktiekursniveau kan være, at der hersker en betydelig tiltro til, at de danske virksomheder i 1990'erne vil opleve en stor indtjeningsfremgang. Endvidere medfører realrenteafgiften, at de danske aktier er relativt fordelagtige set i relation til en efter-realrenteafgift betragtning.

Som det også er omtalt i denne artikel, er der med udgangspunkt i de seneste konjunktural grundlag for en vis optimisme på det helt korte sigt. Den meget stærke tiltro til fremtiden, som tilsyneladende er foruddiskonteret i de danske aktiekurser, er det lidt sværere at finde en begrundelse for.