

Økonomisk kronik efterår 1988

Fondschef Jeppe Christiansen, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

Sammenfatning

Lav aktivitet kendetegner fortsat dansk økonomi på et tidspunkt, hvor væksten i stort set alle andre OECD-lande kører i "højeste gear". Arbejdsløsheden er på et halvt år vokset med 25.000, og de nye nationalregnskabstal for første halvår af 1988 vidner om en dansk nul-vækst. Et lyspunkt er selvfølgelig, at den danske eksport udvikler sig meget positivt med en vækstrate på over 7 procent målt i værdi. Med dette er naturligvis fulgt en beskedne forbedring af virksomhedernes indtjening set i forhold til katastrofeåret 1987. Forklaringen herpå er uden tvivl den stærke internationale vækst, og desværre er det ikke udtryk for, at dansk eksport vinder markedsandele.

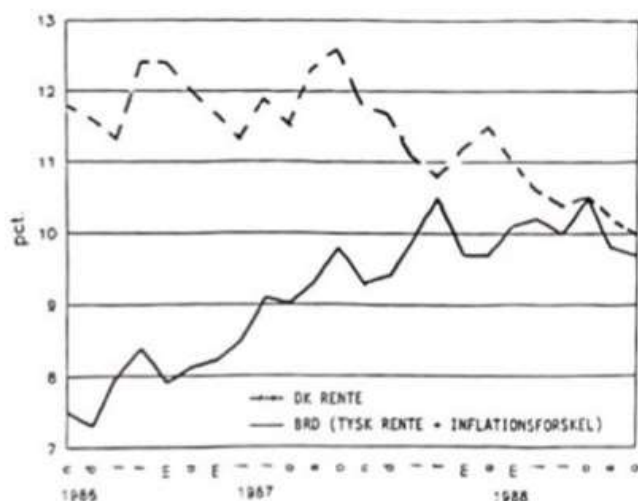
En naturlig følge af nul-væksten er, at statsfinansierne forværres. At der bliver tale om en årlig forværring på 5 mia. eller mere, er slået fast i den seneste budgetfremskrivning fra finansministeriet.

Til gengæld har den lavere aktivitet givet anledning til en stor forbedring af betalingsbalancen. Et andet positivt træk er, at der - med stigende arbejdsløshed - blandt arbejdsmarkedets parter er fulgt en betydelig større erkendelse af, hvor betydeligt konkurrenceevne-problemet er. Der er med andre ord udsigt til en mere realistisk omkostningsudvikling, og dermed et faldende behov for de "spekulationsskabende" kronekurs-justeringer.

Da man samtidig har gennemført de sidste liberaliseringer af kapitalbevægelserne, der

skal føre Danmark direkte ind i det "indre marked", har konsekvensen været, at aktørerne på de finansielle markeder har fået en næsten fuldstændig tillid til, at inflationsforskellen mellem Danmark og Tyskland udgør en øvre grænse for justeringen af den danske krone. Dette har indsnævret rentespændet over for Tyskland fra 6-7 pct. til et niveau omkring 4 pct. I figur 1 er dette søgt illustreret. Figuren viser 2 grafer, der udtrykker henholdsvis den danske rente og den tyske rente tillagt inflationsforskellen mellem Danmark og Tyskland. Det tilbageværende rentespænd må således udtrykke den risikopræmie, som modsvarer de finansielle markeds frygt for store ændringer i den økonomiske politik - først og fremmest en stor devaluering. Denne risikopræmie er - som det fremgår - elimineret.

Figur 1. Inflationskorrigeret rentespænd. Dansk rente og tysk rente + inflationsforskel.



En lav rente sænker selvstændigt erhvervslivets finansieringsudgifter - men er næppe tilstrækkeligt grundlag for en stigning i dansk industris aktivitet. Den svage fremgang i eksport og indtjening, der er konstateret i første halvår af 1988, kan måske tilfredsstille aktiemarkedet - men er langt fra tilstrækkelig til at vende udsigterne for industrien.

1. Den internationale situation

Den væksthøj, som har kunnet konstateres i første halvår af 1988, har overrasket stort set alle økonomer og internationale rådgivere. Efter aktiemarkedets sammenbrud i oktober 1987 var den generelle vurdering, at det private forbrug i de store OECD-lande ville lide kraftigt under den medfølgende formuereduktion. Det har langt fra været tilfældet. Da de førende OECD-lande samtidig har ført ekspansiv økonomisk politik, er resultatet blevet en ganske stor væksthøj.

Set for OECD-landene under eet har væksten i første halvår været omkring 4 procent. I USA har det ført en stærkt stigende beskæftigelse med sig, og arbejdsløsheden er faldet til et niveau omkring 5 1/2 pct. Den forøgede kapacitetsudnyttelse har givet et større lønpres, og hen over sommeren har man strammet pengepolitikken en del for at imødegå en eventuel inflationsstigning. I Tyskland har man set en tilsvarende udvikling med en vækst omkring 4 pct. i første halvår, og det forklares for Tysklands vedkommende af en stærk indenlandsk efterspørgsel.

I Sverige og England har man set en lignende udvikling, hvorfor de danske eksportmarkeder set under eet har udviklet sig langt bedre end forudset i 1987. Væksten på vore eksportmarkeder i gennemsnit har således været på godt 7 procent. Da dollarkursen samtidig er steget og har trukket både den svenske krone og det engelske pund med op, svarer

det til en devaluering af den effektive krone på adskillige procent. Kombinationen af eksportpakken og denne valutariske udvikling har styrket eksporterhvervenes indtjening betydeligt i forhold til 1987. Eksporterhvervenes udgangspunkt var dog meget dårlig set i lyset af den store konkurrenceevneforværring i perioden 1985-1987.

2. Nye danske kvartalstal

Danmarks Statistik har den 10. oktober for første gang offentliggjort kvartalsvise nationalregnskabstal for 1987 og de 2 første kvartaler af 1988. Hermed er det i fremtiden muligt, at få et nuanceret billede af konjunkturudviklingen på et tidligt tidspunkt, hvor man førhen var henvist til at følge de enkelte tidsserier. Kvartalstallene er baseret på udviklingen i 1700 forskellige tidsserier for økonomien.

Kvartalstallene taler deres tydelige sprog. Den økonomiske vækst er gået i stå, beskæftigelsen falder kraftigt, og desværre synes også investeringerne på tilbagetog.

Tabel 1: Nationalregnskabet for 1. halvår 1988 (mængdemæssig vækstrate p.a.).

	1.kvt 1988	2.kvt 1988
Import	-0.5	1.5
Eksport	7.1	-0.8
Privat forbrug	0.2	-3.0
Investeringer	-5.7	-3.2
BNP	1.4	-2.3
Merbeskæftigelse i fremstillingsvirksomhed	-14.900	-13.200
Merskæftigelse ialt	17.200	-14.300

Kilde: Nyt fra Danmarks Statistik nr. 254. Merbeskæftigelsen udtrykker ændringen i beskæftigelsen i forhold til et år tidligere.

Af tabel 1 fremgår, at udviklingen i årets 2 første kvartaler har været ret forskelligartet. I første kvartal var der tale om en positiv realvækst på knap 1,5 pct., mens realvæksten i andet kvartal blev -2,3 pct. Det forklares af,

at eksporten i første kvartal steg med godt 7 pct. i mængder, mens den stagnerede i andet kvartal. Samtidig holdt privatforbruget sig uændret i første kvartal mængdemæssigt, hvorefter det faldt med hele 3 pct. i andet kvartal.

Konsekvenserne for beskæftigelsen har været markante. I første kvartal lå den samlede beskæftigelse ialt 17.000 over niveauet i samme periode af 1987, mens beskæftigelsen i andet kvartal lå 14.000 under 1987 niveauet.

Denne udvikling har selvfølgelig givet sig udslag i en stærkt stigende arbejdsløshed. Hen over sommeren har arbejdsløsheden ligget knap 1 pct. (svarende til ca. 25.000 personer) over niveauet et år tidligere.

Tilbagegangen i fremstillingsvirksomhed har haft ensartet styrke i begge kvartaler. Beskæftigelsen har i begge kvartaler ligget knap 15.000 under niveauet et år tidligere, og bruttofaktorindkomsten er kun steget med 0.5 pct. i gennemsnit. Omvendt er der tale om en fremgang i forhold til 1987, hvor industriproduktionen faldt med omkring 3 pct. målt i mængder.

Tallene bekræfter ganske klart, at den lavkonjunktur, der startede i 1987, er fortsat med næsten uformindsket styrke i 1988 på trods af en meget gunstig udenlandsk konjunktur. Der synes på den baggrund ikke grundlag for at forvente en nævneværdig ændring af vækstforløbet i 1989.

3. Industriudviklingen

Hele industrien har i de første 8 måneder af 1988 været præget af en vis fremgang set i forhold til udviklingen i 1987. Den mængdemæssige omsætning er steget med omkring 2 pct., hvor den i 1987 faldt med 3 pct. Til gengæld er det karakteristisk, at beskæftigelsen i industrien falder med samme hast som i 1987. Således er beskæftigelsen reduceret med omkring 15.000 fuldtidsbeskæftigede,

hvilket indikerer en ganske pæn stigning i produktiviteten.

4. Stor fremgang i kemisk og medicinalisk industri

Af tabel 2 fremgår, hvorledes fremgangen i industriproduktionen, målt ved den mængdemæssige omsætning - har fordelt sig på de forskellige brancher. Som det fremgår, er fremgangen stor i den kemiske/medicinaliske industri og i træ- og møbelindustrien. Jern- og metalindustrien klarer sig også ganske godt, mens nærings- og nydelsesmiddelindustrien stagnerer.

Helt ringe er udviklingen i sten-, ler- og glasindustrien, hvilket kun kan forklares af den stærke nedgang i byggeriet. Også tekstilindustrien er inde i en kriseagtig udvikling. I 1987 faldt produktionen med knap 7 procent. Dette fald er fortsat ind i 1988, hvor produktionen er faldet med 8 procent målt på første halvår. Forklaringen på dette skal i nogen grad søges i det forhold, at lønandelen er meget stor i tekstilindustrien, hvilket betyder, at den danske konkurrenceevnes forværring rammer særlig hårdt i denne branche.

Tabel 2. Væksten i branchernes mængdemæssige omsætning.

	1988 1. halvår (pct)
Nærings- og nydelsesmiddelindustri	0
Tekstilindustri	-8
Træ/møbel industri	5
Kemisk industri	7
Papir/grafisk industri	1
Sten/ler industri	-9
Jern/metal industri	3
Industri ialt	2

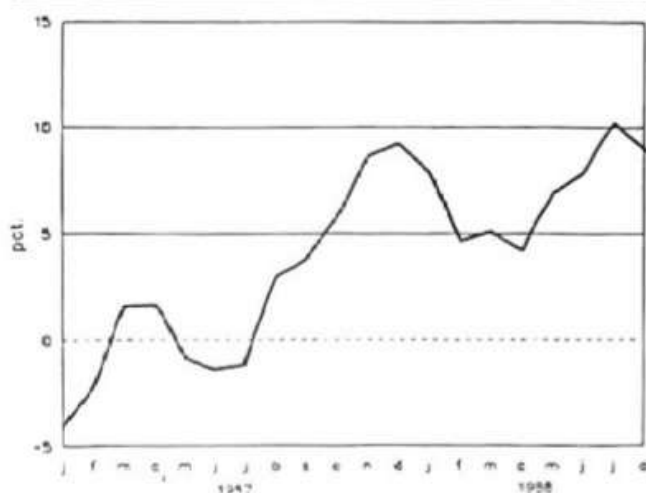
Kilde: Danmarks statistik månedshæfte nr. 10 1988.

5. Eksporten "trækker læsset"

Som det ganske klart fremgår af figur 2, er der sket et niveauskift for industrieksporten - siden efteråret 1987 har vækstraten svinget

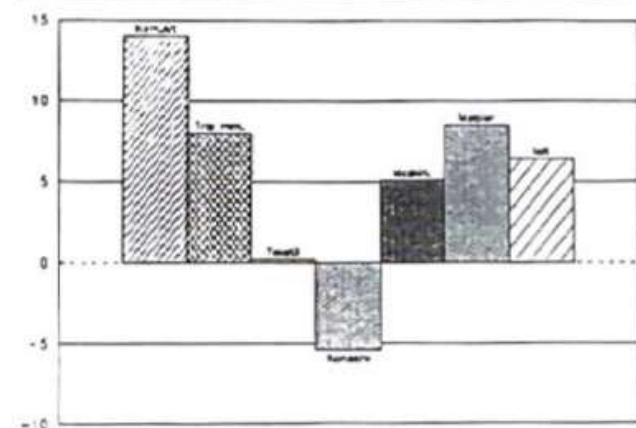
mellem 5 og 10 pct. målt i løbende priser. Det må være udtryk for, at den ringe danske konkurrenceevne i nogen grad opvejes af en stigende dansk produktivitet og højere udenlandsk vækst.

Figur 2. Vækstrate i industrieksporten 1987 og 1988. 3 mdr.s glid gennemsnit (pct.vis månedlig stigning)



Af figur 2 fremgår, hvordan eksportfremgangen er fordelt på produktgrupper - målt i løbende priser. Det er her iøjnefaldende, at væksten i eksporten af kemiske/medicinalske produkter er knap 15 pct. Møbeleksporten er vokset med 8 pct., mens maskineksporten er gået frem med 5 pct. Tekstil- og konserveseksporten har - som det fremgår - meget store problemer.

Figur 3. Eksportudviklingen 1. halvår 1988.
Procentvis vækst.



6. "Elendig" indtjening i industrien

Regnskabsstatistikken for 1987 er nu offentliggjort fra Danmarks Statistik, og ikke overraskende vidner tallene om en rent ud sagt elendig indtjening i stort set hele industrien. I gennemsnit er egenkapitalforrentningen faldet fra et niveau på 21 pct. i 1985 til godt 15 pct. i 1986 og videre til knap 14 pct. i 1987. Forrentningen har derfor svært ved at konkurrere med obligationsrenten, hvis der skal betales en rimelig risikopræmie. For 1988 ser de foreløbige tal lidt bedre ud - det vender vi tilbage til.

Ser vi på de enkelte industrigrene er der nogen forskel i udviklingen. Som det fremgår af tabellen herunder, er det alene inden for den kemiske industri og drikkevareindustrien, at der har været en indtjeningsfremgang 1987. I alle andre brancher er der tale om en tilbagegang, mest iøjnefaldende er tilbagegangen i møbelbranchen og beklædningsindustrien. Værst ser det dog ud i maskinindustrien, hvor egenkapitalforrentningen for andet år i træk er negativ.

Tabel 3. udviklingen i egenkapitalforrentning 1986-1987.

Industribranche	1986	1987
Slakterier	23.0	20.1
Næringsmidler iøvrigt	17.4	11.9
Drikkevarer	19.0	22.7
Tekstil	21.3	19.3
Beklædning	21.0	6.9
Møbler	27.6	8.7
Grafisk	31.2	21.8
Kemisk råstof	12.2	16.8
Kemisk iøvrigt	15.4	15.5
Plast	26.0	23.4
Tegl- cement	30.4	23.0
Maskin	-0.2	-2.0
Elektronik	10.9	5.8
Måleinstrumenter	15.6	4.1

Kilde: Nyt fra Danmarks Statistik nr. 222 1988. Det skal bemærkes, at egenkapitalforretningen giver et mangelfuldt billede i de tilfælde, hvor der er tale om store skjulte værdier i selskaberne.

Udviklingen i virksomhedernes indtjening i 1988 er endnu kun belyst igennem selskabernes halvårsresultater. Der er tale om en meget uensartet udvikling, men det er generelt således, at indtjeningen er gået frem med omkring 20-30 pct. målt efter skat.

Dansk industri har således klare problemer med indtjeningen, også selvom det er gået fremad i 1988. En undersøgelse af Nordens største virksomheder refereret i Børsens Nyhedsmagasin viser, at der ikke er et eneste dansk selskab blandt de 25 nordiske selskaber med størst overskud i 1987. Til gengæld er der 6 danske virksomheder blandt de 25 selskaber med størst underskud.

I den sammenhæng skal bemærkes, at der fortsat kun er 11 danske selskaber blandt nordens 100 største virksomheder. Til gengæld er der 14 danske selskaber blandt de 25 selskaber med højest soliditet. Det er derfor svært at se bort fra den mulighed, at den lave indtjening i dansk industri skyldes, at danske virksomheder er for små - og måske også at virksomhederne er for små, fordi de bruger for mange ressourcer på at sikre en høj soliditet.

7. Isoleret dansk rentefald

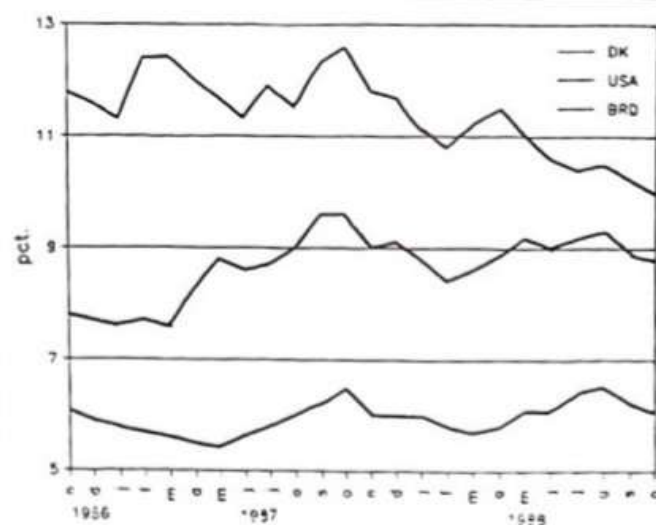
Mens renteutviklingen i det store udland har været præget af en stigende tendens, er det gået modsat i Danmark. Den lange rente er stort set faldet uden afbrud siden folketingsvalget i foråret. I realiteten startede rentefaldet allerede ved udgangen af 1987, men usikkerheden omkring valget betød kortvarigt, at risikopræmien steg en smule. Målt i procent har der været tale om et fald fra godt 13 pct. primo året til niveauet, som nu er knap 11 pct.

Hele foråret holdt både den tyske og amerikanske rente sig stort set uændret. Over sommeren stod det dog klart, at den økonomiske

vækst var ganske stærk, og specielt i USA var der tegn på inflationære tendenser. Konsekvensen blev, at man strammede pengepolitikken og tvang renten op for at tage toppen af væksten. Den rentestigning, det afstedkom, bredte sig til alle førende OECD-lande, men i Danmark oplevede vi trods dette en fortsættelse af rentefaldet. Da inflationsfrygten i USA - omkring september - viste sig ubegrundet, slækkede man på pengepolitikken, og renten faldt tilbage.

Som det fremgår af figuren, er rentespændet over for udlandet indsnævret med godt 2 pct., hvorfor den lange danske rente ultimo oktober ligger 4 pct. over den tilsvarende tyske rente.

Figur 4. Renteudviklingen i Danmark, Tyskland og USA. Lange obligationer.



Denne renteutvikling skal selvfølgelig ses i sammenhæng med, at frygten for en stor dansk ensidig devaluering ikke længere er til stede. EMS samarbejdet fungerer tilfredsstillende, og der synes ikke at være nogen grund til at tro på større EMS-justeringer. Alle EMS-landenes pengepolitiske myndigheder synes indstillet på, at justeringer kun skal finde sted i den udstrækning, der er tale om vedvarende inflationsforskelle.

Konsekvensen heraf bliver/er selvsagt, at inflations-forskellen mellem Danmark og Tyskland bliver over grænsen for rentespændet. Hvis myndighederne samtidig sikrer, at justeringerne aldrig bliver større, end at der er overlapning mellem det ny og gamle bånd for kursudsvingene, vil der ikke kunne spekuleres i justeringerne.

Endelig skal i relation til rentefaldet nævnes, at forskydningen i det danske balanceproblem har spillet en rolle. Betalingsbalanceunderskuddet er reduceret kraftigt, og der er udsigt til, at de danske lønstigninger kommer på niveau med vore konkurrenters - dette vil isoleret set mindske risikoen for kronejusteringer.

Hertil kommer, at den ny situation med en "stærk" dollar får som konsekvens, at den effektive kronekurs ikke længere stiger. Det har inden for det seneste halve år givet en markant forbedring i konkurrenceevnen over for svensk, norsk og engelsk industri.

En konsekvens af dette er, at den danske rente er blevet mere afhængig af den udenlandske. Ændringer i udlandet vil slå kraftigere igennem på den danske rente, efter at rentespændet er blevet indsnævret. Risikopræmien er blevet mindre, i takt med at der er større tillid til, at EMS-justeringer kun anvendes i meget lille omfang. Der spekuleres ikke længere så kraftigt i de politiske spændinger. Ej heller spekuleres der i, om en eventuel socialdemokratisk regering vil gennemføre en stordevaluering. Sagt på en anden måde er konsekvenserne af politiske regimeskift mindre, og dermed bliver "den politiske risikopræmie" mindre.

8. Er rentespændet på plads?

Efter 8 måneder med rentefald kan der være grund til at overveje, om renten er faldet tilstrækkeligt. Er rentespændet over for Tysk-

land "på plads"? Det hænger som ovenfor nævnt snævert sammen med, i hvilken udstrækning agenterne på de finansielle markeder forventer EMS-justeringer.

Kapitalbevægelserne overfor udlandet giver et meget godt indtryk af de forventninger, som ligger i markedet. Ser vi på udviklingen over de sidste 2 år, tegner der sig et meget karakteristisk billede. Nettosalget af obligationer har ligget højt og stabilt i hele 1987. I starten af 1988 steg nettosalget yderligere, således at salget i enkelte måneder var oppe på næsten 5 mia. I takt med rentefaldet hen over sommeren er nettosalget faldet, og i august/september har der været tale om et nettotilbage salg af obligationer. Dette tyder på, at de udenlandske finansielle agenter, der spekulerer i rentespændet mellem Danmark og udlandet, er af den opfattelse, at rentespændet er blevet en smule for lille.

Figur 5. Nettosalg af kroneobligationer til udlandet. Mia. kr. månedstal.

