DANSK ØKONOMI

DECEMBER 1994

DANISH ECONOMY
DECEMBER 1994

DET ØKONOMISKE RÅD

FORMANDSKABET

KØBENHAVN 1994

FORMANDSKABETS REDEGØRELSER

52. Dansk økonomi, december 1987. Den internationale konjunktursituation efter børs- og valutakrisen. Den indenlandske konjunktur. Usikkerhed i arbejdsløshedsprognoser. Beregninger vedr. økonomisk politik. Nul-løsning og andre konkurrenceevneforanstaltninger. English Summary.
Råd og realiteter, 1962-87. Supplement til Dansk økonomi, december 1987, udgivet i anledning af 25 året for oprettelsen af Det økonomiske Råd. 90 kr.
53. Dansk økonomi, juni 1988. Konjunktursituationen i udlandet og i Danmark. Fastkurspolitikken og den generelle økonomiske politik. Manglende incitamenter til løntilbageholdenhed. Solidarisk lønpolitik eller solidarisk beskæftigelsespolitik. Ansættelsestryghed. Overskudsdeling/andelsøkonomi. English Summary. 90 kr.
54. Dansk økonomi, december 1988. Konjunktursituationen. Den økonomiske politik: Betalingsbalance, udlandsgæld og opsparing. EMS i fremtiden: Fra krone til ECU? English Summary. 80 kr.
55. Dansk økonomi, maj 1989. Konjunktursituationen. Protektionisme og handelspolitik. Det indre marked i EF. Skatteharmonisering. Skattetryk og offentlig sektor i Danmark, Holland og Vesttyskland. English Summary. 110 kr.
56. Dansk økonomi, december 1989. Konjunktursituationen. Den økonomiske politik: Foran betalingsbalanceligevægt? Den økonomiske krise i Østlandene. English Summary. 80 kr.
57. Dansk økonomi, juni 1990. Konjunktursituationen. Tysk genforening. Løndannelsen i Danmark. Den økonomiske politiks muligheder og begrænsninger. English Summary. 90 kr.
58. Dansk økonomi, december 1990. Konjunktursituationen. Virkninger af olieprisændringer. Den sociale dimension i EF. English Summary. 90 kr.
59. Dansk økonomi, maj 1991. Konjunktursituationen. Arbejdsløshed, lønfleksibilitet og finanspolitik. Produktivitet i private byerhverv. Finanspolitisk koordination i ØMU. English Summary. 110 kr.
60. Dansk økonomi, november 1991. Usikre internationale konjunkturer. Vækst i Danmark - men fortsat høj ledighed. Indkomstfordeling, offentlig omfordeling og beskæftigelse. English Summary. 110 kr.
61. Dansk økonomi, maj 1992. Konjunktursituationen. Arbejdsmarkedspolitik i udlandet. Lettelse i Danmarks balanceproblemer, men ingen klare strukturændringer. Østeuropas integration i verdensøkonomien. Handel og støtteforanstaltninger. Krisen i international handelspolitik - GATT, EF og landbrugspolitikken. Nyorientering i U-landene. English Summary. 120 kr.
62. Dansk økonomi, november 1992. Konjunktursituationen. Konjunkturstimulerende finanspolitik - muligheder og begrænsninger. Maastricht og Danmark: De økonomiske aspekter. Uddannelse, løn og mobilitet. English Summary. 110 kr.
63. Dansk økonomi, maj 1993. Konjunktursituationen. Internationale strømninger i den økonomiske politik. Finanspolitisk råderum. Miljøpolitik. English Summary. 110 kr.
64. Dansk økonomi, november 1993. Konjunktursituationen. Opbruddet i valutakurspolitikken. Dansk landbrug og liberaliseringer i GATT-regi. English Summary. 110 kr.
65. Dansk økonomi, juni 1994. Konjunktursituationen. Konjunkturopgangen nu og i midten af 1980'erne. Mindsteløn og beskæftigelse. English Summary. 110 kr.
66. Dansk økonomi, december 1994. Konjunktursituationen. Tilskud til service? De finansielle markeder og økonomisk stabilitet. English Summary. 110 kr.

DANSK ØKONOMI

DECEMBER 1994

DANISH ECONOMY
DECEMBER 1994

Konjunktursituationen

Tilskud til service?

De finansielle markeder og økonomisk stabilitet

English Summary

DET ØKONOMISKE RÅD

FORMANDSKABET **KØBENHAVN 1994**

INDHOLD

TIL REGERINGEN

Nærværende redegorelse blev droftet på Det okonomiske Råds mode den 14. december 1994. Det folgende resumé af droftelserne er delt op i 3 afsnit. Det forste omhandler konjunktursituationen og den generelle okonomiske politik, det andet vedrorer effekten af at yde tilskud til privat service, mens det tredje vedrorer den samfundsmæssige betydning af udviklingen på de finansielle markeder.

Konjunktursituationen og den generelle økonomiske politik

Formandskabet nævnte indledningsvis, at konjunkturudviklingen tegner bedre end længe, hvilket bl.a. er et resultat af den finanspolitiske lempelse og det internationale opsving. Ledigheden er faldende, men det samme er overskuddet på betalingsbalancen. Der er dog fortsat et pænt overskud på betalingsbalancen, lav inflation og faldende underskud på de offentlige finanser, men disse positive træk kan på ingen made tages som udtryk for, at strukturproblemerne i dansk okonomi er lost. Årsagen er bl.a., at hovedvægten i arbejdsmarkedspolitikken fortsat ligger på passive ordninger. Om finanspolitikken nævnte formandskabet, at lempelsen er blevet storre og anderledes sammensat end planlagt, men at der næppe er et akut behov for ændringer, selv om den punktvise mangel på arbejdskraft kan give anledning til bekymring. Denne forstærkes af, at der ikke er synlige beviser på, at de arbejdsmarkedspolitiske foranstaltninger virker. Behovet for stramninger vil selvfolgelig afhænge af lonudviklingen. Men uden finanspolitiske stramninger i 1996 og fremover, der er klart storre end for 1995, vil der ikke i fremtiden være råderum for en konjunkturudjævnende politik. Alternativet til en planlagt og velovervejet stramning af finanspolitikken kan let blive hovsalosninger og kriseindgreb, som kommer for sent og derfor vil skade den langsigtede beskæftigelse.

Formanden for Dansk Arbejdsgiverforening fremhævede, at den danske konkurrenceevne vil balancere på en knivsæg i de kommende år. Den stigende beskæftigelse kan skabe et pres opad på de danske lonninger, samtidig med at konkurrenterne har fået bedre styr på lonomkostningerne. Dette underbygges af den seneste lonstatistik. Lonmodtagernes kobekraft er desuden steget stort set hvert eneste år i en ti-årig periode på trods af, at ledigheden har været hoj og stigende. Både DA og medlemsorganisationerne vil dog gore alt for at omsætte de nye muligheder til flest mulige job.

Forholdene på arbejdsmarkedet bliver af afgørende betydning for at fastholde den nuværende stabilitet i dansk økonomi. Det er derfor beklageligt, at strukturproblemerne på arbejdsmarkedet ikke er blevet mindre. Den aktive arbejdsmarkedspolitik har endnu ikke vist positive resultater. Formanden for DA fandt desuden, at den høje prioritering af passive foranstaltninger er forkert. Udbygningen af disse i en periode med stigende vækst forøger stærkt risikoen for inflationære tendenser. Uddannelsesorlov er dog et lyspunkt i denne parkering af arbejdskraften. Formanden for DA mente endvidere, at alle kategorier af medarbejdere skal sikres relevant efteruddannelse, og savnede argumenter for en ensidig satsning på at efteruddanne de mindst kvalificerede og de langtidsledige. Generelt blev der efterlyst en egentlig strukturreform af arbejdsmarkedet.

Formanden for LO fandt det befriende at kunne tale om den gode udvikling i dansk økonomi. En vækst på over 4 pct. og det store fald i ledigheden i efteråret er meget bemærkelsesværdigt. Han var uenig i kritikken af orlovsordningerne. I den udstrækning, de har medvirket til faldet i ledigheden, opfylder de netop deres formål. Den forventede stigning i beskæftigelsen i de kommende år underbygger den positive udvikling, men hovedopgaven i de kommende år bliver at fortsætte nedbringelsen af ledigheden uden at sætte den lave inflation og overskuddet på betalingsbalancen over styr. En behersket lønudvikling kan være med til at sikre dette. Formanden for LO har derfor henstillet til forbundene, at der sigtes mod en omkostningsudvikling i virksomhederne, der ikke forringer lønkonkurrenceevnen. Lønudannelsen kan dog være blevet mere konjunkturfølsom, efter at forhandlingerne om overenskomsterne efter arbejdsgivernes ønske er blevet decentrale. Det er næppe muligt at forfølge meget ambitiøse indkomstpolitiske målsætninger på et tidspunkt, hvor beskæftigelsen er stigende. En fornuftig satsudvikling vil dog kunne bidrage til at dæmpe inflationspresset. Endelig anbefalede man fra LO at afvente den konkrete økonomiske udvikling, for det afgøres, hvorvidt finanspolitikken skal strammes i 1996.

Formandskabet replicerede, at signalet om stramningen af finanspolitikken var rettet til arbejdsmarkedets parter. Størrelsen af stramningen bør bl.a. afhænge af resultatet af forårets overenskomstforhandlinger. Det blev endvidere understreget, at arbejdsmarkedets indsats inden for voksen- og efteruddannelse bør komme hele arbejdsstyrken til gode, men at den offentlige indsats især bør sigte på, at de mindst kvalificerede får en uddannelse.

Formanden for Dansk Industri var enig i den positive vurdering af det internationale opsving, specielt i Sverige og Tyskland, hvorfor udsigterne for eksporten tegner lovende. Konjunkturudviklingen i Danmark vurderes at udvise en kraftig vækst i 1994 og en gradvis afdæmpet vækst de kommende par år. Der er dog risiko for en svagere vækst. Vækstforlobet synes derfor at blive ujævnt, da regeringens finanspolitiske lempelser forogede den indenlandske eftersporgsel pa et tidspunkt, hvor konjunkturomsvinget allerede var undervejs. Det offentlige forbrug bliver således holdt oppe under et okonomisk opsving, hvorfor der er behov for yderligere finanspolitiske stramninger. Dansk Industri er enig i, at noglen til en nedbringelse af de samlede balanceproblemer ligger i reelle strukturreformer pa arbejdsmarkedet. Der er behov for at revidere dagpengesystemet og foroge lonspredningen, for at de dårligst kvalificerede kan fa fodfæste pa arbejdsmarkedet. Bortset fra uddannelsesorlov er orlovsordningerne et skridt i den forkerte retning, da man derved formindsker arbejdsstyrken, hvilket pa lang sigt reducerer produktionen og beskæftigelsen.

Formanden for Arbejderbevægelsens Erhvervsråd mente, at vurderingen af ledigheden og beskæftigelsen er for negativ, og anforte, at produktivitetsstigningen i 1995 er vurderet for hojt. Lonningerne i Danmark forventes i henhold til diskussionsoplægget at stige mindre end i de konkurrerende lande. Reallonnen er steget de seneste år og ventes ogsa at stige fremover, men samtidig er lonkvoten faldet, og den ventes fortsat at falde i 1995. Med henblik pa arbejdsmarkedspolitikken anbefalede Arbejderbevægelsens Erhvervsrad, at der bliver satset pa en uddannelsesstrategi frem for en lonspredningsstrategi. Som afskrækkende eksempler pa sidstnævnte strategi henvistes til udviklingen i Storbritannien og USA. I samme forbindelse er det glædeligt, at formandskabet i kommentarerne til orlovsordningerne skelner mellem uddannelsesorlov og de to andre typer af orlov og samtidig fremkommer med forslag til forbedring af uddannelsesorlovsordningen. Sabbat- og bornepasningsorlov mindsker arbejdsudbuddet og reducerer pa lang sigt produktionen, men der er dog sociale argumenter for at viderefore bornepasningsorloven. Endelig var formanden for Arbejderbevægelsens Erhvervsråd enig i, at det er nodvendigt, at finanspolitikken strammes i 1996 og de kommende år, hvis den finanspolitiske lempelse skal være midlertidig. Denne stramning ligger dog allerede i kortene, og kursen her er rigtig.

Finansrådets formand tilsluttede sig det generelle billede af dansk okonomi, som det er fremlagt i diskussionsoplægget, og fandt det urovækkende, at ledigheden ventes at være hoj efter flere års

højkonjunktur. Finansrådet deler formandskabets anbefaling af, at strukturerne på arbejdsmarkedet må ændres for at sikre den nødvendige fleksibilitet. Incitamentsstrukturerne skal indrettes på den rigtige måde, og justeringen af rådighedsforpligtigelsen er her et lille skridt i den rigtige retning. Formanden for Finansrådet fandt, at udviklingen i lønomkostningerne er helt central for prognosen. Det er vigtigt, at der i foråret bliver indgået fornuftige overenskomstaftaler, og at flaskehalse ikke resulterer i longlidning. Dette kan sætte den økonomiske stabilitet over styr. Det er bekymrende, at der ventes et offentligt opsparingsunderskud 3 år inde i en højkonjunktur. På den baggrund tilsluttede Finansrådet sig anbefalingen af en finanspolitisk stramning i 1996, som efter Finansrådets opfattelse bør ske på udgiftssiden. En sådan opstramning vil sammen med opfyldelsen af ØMU-konvergenskriterierne være et væsentligt signal til de finansielle markeder og bidrage til at indsnævre rentespændene til udlandet.

Formanden for Dansk Metalarbejderforbund kommenterede diskussionsoplæggets forudsætninger vedrørende lønudviklingen og fremhævede, at det er svært at forhandle højere lønninger i slutningen af en overenskomstperiode. Det afgørende bliver resultatet af overenskomsterne og de efterfølgende lokale forhandlinger i virksomhederne. Samtidig er det værd at bemærke, at arbejdersiden umiddelbart efter en decentralisering af lønforhandlingerne opfordres til at følge centrale satser. Denne type af velmente henstillinger skulle nødig blive en provokation forud for forhandlingerne om overenskomsterne. Vedrørende den punktvise mangel på arbejdskraft blev det bemærket, at virksomhederne ikke kan forvente, at der er ledige arbejdere med netop de ønskede kvalifikationer. Det er ofte nødvendigt med en aktiv uddannelsesindsats, og virksomhederne må om nødvendigt være indstillet på at flytte efter ledig arbejdskraft. Samtidig advarede Metalarbejderforbundet imod at reducere den maksimale dagpengestøtte, da dette kan reducere mobiliteten på arbejdsmarkedet.

Formandskabet bemærkede, at det i *Dansk økonomi, juni 1994* bl.a. er foreslået at gøre varigheden af retten til dagpenge afhængig af anciennitet på arbejdsmarkedet. Størrelsen af dagpengene er således ikke den eneste mulighed for justeringer. Endvidere understregede formandskabet, at orlovsordningerne på lang sigt fører til højere offentlige udgifter og lavere produktion.

Formanden for Danske Andelsselskaber fandt, at den økonomiske vækst er et positivt element i dansk økonomi, men samtidig er det betænkeligt, at den i så høj grad skyldes stigningen i det inden-

landske forbrug. På længere sigt vil en sådan udvikling underminere de senere ars forbedring af betalingsbalancen og maske sætte troværdigheden til dansk okonomi over styr. Lonudviklingen har her en afgorende betydning. *Formanden for Dansk Familiebrug* tilfojede. at renteudviklingen ogsa er af afgorende betydning for landbrugets omkostningsudvikling.

Det nuværende forlob ligner efter *Danske Andelsselskabers* mening situationen i 1980'erne. men med de nuværende gunstige konjunkturer i udlandet bor udviklingen kunne styres imod en oget vækst i de eksportorienterede virksomheder. I den forbindelse ville det være interessant at kende mulighederne for at stimulere eksporten frem for det indenlandske forbrug.

Formandskabet fandt. at der i den nuværende situation er plads til et storre indenlandsk forbrug. og at eksporten i de kommende ar vil vokse som folge af den internationale vækst.

Nationalbankdirektoren og Okonomiministeriets repræsentant bemærkede. at formandsskabets skon over væksten i det private forbrug i 1995 er lidt hojt. Ligeledes afviger skonnet over det offentlige forbrug fra Økonomiministeriets skon. Samlet er den skonnede BNP-vækst dog pa samme niveau.

Formandskabet henledte opmærksomheden pa. at udviklingen i forbruget i 1995-96 ma ses i lyset af den store stigning i den disponible indkomst. og at forbruget i forhold til indkomst i ojeblikket er rekordlavt. Det er derfor realistisk at vente en fortsat stor stigning i forbruget.

Formanden for Dansk Handel og Service konstaterede. at den hoje vækst i det indenlandske forbrug ikke har haft nævneværdig effekt pa inflationen eller overskuddet pa betalingsbalance. Samtidig var der ogsa fra andre erhvervsorganisationer opbakning bag formandskabets anbefaling om at stramme finanspolitikken i de kommende ar. Dansk Handel og Service finder. at det især er de offentlige udgifter. som giver anledning til bekymring. herunder udgifterne til orlovsordningerne. Det er endvidere nodvendigt at gennemfore tiltag. som reducerer den strukturelle ledighed.

Repræsentaten for Det Danske Handelskammer fremhævede strukturproblemerne pa arbejdsmarkedet og anbefalede en yderligere stramning af arbejdsmarkedspolitikken. To væsentlige elementer bor her være en stramning af radighedsreglerne og en nedsættelse af dagpengeniveauet i forhold til lonningerne. hvor

specielt de lavest lønnede har en særdeles høj kompensationsgrad. Dette kunne være et led i reduktionen af de offentlige udgifter og kunne samtidig skabe større troværdighed omkring kronen og derved skabe grundlag for en lavere rente. Dette vil kunne reducere omkostningerne for Handelskammerets medlemmer.

Formanden for Funktionærernes og Tjenestemændenes Fællesråd fremhævede i sit skriftlige indlæg til rådets møde, at den gennemsnitlige reallønsfremgang dækker over en meget lav reallønsvækst i den offentlige sektor og en højere i den private sektor. FTF finder det naturligt, at højere produktivitet udmøntes i stigende reallon og mener, at der i de kommende år er plads til både reallønsfremgang og højere beskæftigelse, uden at stabiliteten sættes over styr. En del af det øgede råderum i finanspolitikken bør endvidere anvendes til at opfylde behovet for velfærdsydelser, da det offentlige forbrug ikke ventes at vokse i 1994 og kun svagt de følgende år. Endelig er FTF enigt i, at der i udbygningen af uddannelseskapaciteten bør satses på kompetencegivende uddannelser. Samtidig bør udbygningen af voksen- og efteruddannelserne også komme de beskæftigede til gode, da det giver mulighed for en større jobrotation, som også kan komme de mindst kvalificerede til gode, og dermed bidrage til at reducere den strukturelle ledighed.

Tilskud til service

Formandskabet nævnte i sine indledende bemærkninger, at tilskudsordninger til servicesektoren ikke kan løse de grundlæggende strukturproblemer. Det har i analysen ikke været muligt at påvise, at servicetilskud kan ændre strukturledigheden nævneværdigt. Formandskabet vil ikke helt udelukke, at der kan være en vis, men beskeden positiv virkning på arbejdsudbuddet, men dette medvirker ikke til at nedbringe ledigheden. Endvidere blev det fremhævet, at andre indgreb er mere anvendelige til at øge arbejdsudbuddet.

Formanden for Håndværksrådet var glad for, at Håndværksrådets tidligere opfordring til at analysere virkningerne af tilskud til service var blevet efterkommet. Han var dog ikke enig i formandskabets konklusioner og kritiserede kvaliteten af analysen. Specielt fremhævede han det mærkværdige i at benytte et modelværktøj, hvor det på længere sigt ikke er muligt at ændre beskæftigelsen. Han ønskede imidlertid også at fremhæve de punkter, hvorom der er enighed. Således pegede han på den uheldige udvikling i beskæftigelsen inden for privat forbrugerservice, som er faldet med

godt 20 pct. siden 1960. Derimod er omfanget af såvel sort arbejde som gør-det-selv arbejde steget markant i samme periode. Han mente, at den væsentligste årsag til denne udvikling er den høje skat på arbejdskraft, og opfordrede derfor formandskabet til at gå videre med analysen og undersøge, hvad der kan gøres for at stoppe denne udvikling.

Rigsstatistikeren påpegede det kritiske i, at konstruktionen i den anvendte model er således, at strukturledigheden ikke kan ændres. Han fremhævede endvidere som det mest påtrængende problem, at strukturledigheden synes at stige med ca. 100.000 personer for hvert årti.

Et andet *særlig sagkyndigt medlem af rådet* fandt ligeledes modellen uegnet til analysen, idet den ikke kan analysere substitution mellem henholdsvis "sort", "hvidt" og "gør det selv" arbejde. Han fremhævede, at der findes andre modeller, som umiddelbart er bedre egnede til at analysere indgreb rettet mod at reducere strukturledigheden, og fandt derfor også, at en supplerende analyse er nødvendig.

Formandskabet replicerede til dette og tidligere indlæg, at det er korrekt, at modellen ikke er perfekt til at analysere effekterne af servicetilskud. Derfor er beregningerne ledsaget af en diskussion af mulige struktureffekter. Den anvendte analysemetode er derfor fuldt forsvarlig. Endvidere blev det bemærket, at en af årsagerne til forskellen i resultaterne ved anvendelse af andre modeltyper er forskellige antagelser omkring lønfleksibliteten på arbejdsmarkedet. Formandskabet understregede desuden, at der i analysen er set på sammensætningen af arbejdskraften og lønfordelingen i servicesektoren sammenlignet med andre sektorer. Dette giver ikke grundlag for at konkludere, at strukturerne forbedres ved sådanne tiltag. Generelt mente formandskabet dog ikke, at strukturledigheden nødvendigvis vil vedblive med at stige. Endvidere bemærkede formandskabet, at nok er beskæftigelsen inden for forbrugerservice faldet, men det er ikke kun serviceerhvervene, der er udsat for en høj skat på arbejdskraft. Årsagen til, at servicesektoren har større prisstigninger end andre sektorer, er ikke skatterne, men de relativt lave produktivitetsstigninger, der har været i disse erhverv.

Formanden for LO påpegede, at der er et betydeligt beskæftigelsespotentiale i servicesektoren. Den fremtidige opgave bliver derfor at udnytte mulighederne i denne sektor. Han bemærkede, at analysen ikke viste nogen beskæftigelsesgevinst ved økonomisk understøttelse af serviceydelser i bred forstand, men påpegede, at

mere begrænsede stotteordninger kan være hensigtsmæssige. Sadanne ordninger kan bedre målrettes mod sektorer med forholdsvis mange ufaglærte og ad denne vej medvirke til at sænke strukturledigheden. Han anbefalede derfor små og styrbare ordninger fremfor store brede indgreb.

Formandskabet erklærede sig enigt i, at målrettede ordninger i en lavkonjunktur kan være brugbare foranstaltninger.

Formanden for Dansk Industri var glad for analysen og konklusionerne i afsnittet. Specielt erklærede han sig enig i, at et sådant tiltag, der drejer eftersporgslen væk fra vareproduktion og over mod serviceproduktion, ikke væsentligt kan forbedre strukturproblemerne på arbejdsmarkedet.

Formanden for Arbejderbevægelsens Erhvervsråd var ligeledes enig i hovedtrækkene i analysen. Han mente dog, at der er en vis inkonsistens i betragtningerne omkring arbejdsudbuddet i serviceafsnittet i forhold til andre steder i rapporten.

Økonomiministeriets repræsentant tilsluttede sig formandskabets konklusioner. Tilskud til service er ikke det rette redskab at anvende for at reducere strukturledigheden, når sektoren beskæftiger sa stor en andel af faglærte.

Repræsentanten for de kommunale organisationer fandt, at analysen er et godt indlæg i den offentlige debat, hvor der er en tendens til at være for optimistisk omkring effekterne af tilskud til service. En servicereform kan ses som et forsog pa at supplere den gængse konkurrenceevnestrategi og uddannelsesstrategi med en strategi, der retter sig mod restgruppen pa arbejdsmarkedet. Han fandt, at der er et stort behov for en særlig indsats over for restgruppen, og opfordrede endvidere formandskabet til at analysere uddannelsespolitikken herunder ressourceanvendelsen i uddannelserne med særligt henblik pa, om vægtningen mellem grundskole og efteruddannelse er den rigtige.

Formandskabet erklærede sig enigt i behovet for at gore noget for restgrupperne pa arbejdsmarkedet.

Formanden for Dansk Handel og Service fandt, at analysen af en forogelse i forbruget af privat service giver en god belysning af fordele og ulemper ved at opprioritere et bestemt erhvervsområde. Han erklærede sig enig i formandskabets betænkeligheder ved nedsættelse af momsen for særlige områder. Han papegede, at

tiltag rettet mod at stimulere forbruget eller nedbringe det sorte arbejde bør ske gennem generelle nedsættelser af momsen eller marginalskatten for at undgå forvridninger i forbruget.

Repræsentanten for Handelskammeret var glad for, at formandskabet havde analyseret tilskud til service. Han mente dog, at der er en række mangler ved beregningerne. Konkurrencen fra de nye økonomier i verdenshandlen vil medvirke til yderligere at presse de særligt udsatte grupper på arbejdsmarkedet, således at strukturledigheden også fremover vil stige. Han mente, at strukturledigheden kan reduceres ved at skabe arbejdspladser i servicesektor. At beskæftigelsessammensætningen i dag ikke antyder dette, siger ikke uden videre noget om de potentielle muligheder for at udvide beskæftigelsen. Således er specielt husholdningsserviceområdet karakteriseret ved, at man ikke behøver en specielt avanceret uddannelse for at kunne udføre dette arbejde. Med hensyn til sort arbejde har formandskabet set bort fra folks moral. Skattemoral er historisk bestemt, og kan man derfor reducere det sorte arbejde, vil man over tid også forbedre skattemoralen. Endelig fremhævede han, at en del af problemerne omkring servicesektoren kunne løses ved at ændre rammebetingelserne for arbejdsmarkedet, idet lønningerne for de ansatte i husholdningsservicesektoren er for høje.

Liberaliseringen af de finansielle markeder: Samfundsøkonomiske konsekvenser

Formanden for LO erklærede sig enig i konklusionen om, at det på lang sigt er fordelagtigt med frie kapitalbevægelser, idet sådanne næsten er en forudsætning for, at verdenshandlen kan fungere effektivt. I relation til behandlingen af liberaliseringernes konsekvenser for bl.a. spekulative angreb på valutakursen blev analysen tolket således, at det sikreste værn mod denne form for ustabilitet er deltagelse i en monetær union, dvs. ØMU'ens tredje fase. Formanden savnede i den forbindelse en nærmere vurdering af de valutapolitiske problemer, der kan opstå, hvis Danmark i praksis kommer til at stå uden for ØMU'en. Endvidere efterlystes en omtale af muligheden for at opnå øget økonomisk stabilitet gennem et stærkere internationalt finanspolitisk samarbejde.

I forbindelse med en vurdering af konsekvenserne ved at stå udenfor ØMU'ens tredje fase henviste *formandskabet* bl.a. til *Dansk økonomi, november 1992* og *Dansk økonomi, november 1993*. Endvidere henledtes opmærksomeden på analysen i *Dansk*

okonomi, maj 1991 der netop behandler finanspolitisk koordination under et tæt monetært samarbejde.

Formanden for Dansk Industri tilsluttede sig også hovedlinierne i analysens konklusioner og erklærede sig enig i behovet for, at mindre og mellemstore virksomheders muligheder for egenkapitalfinansiering forbedres. Til det formål ansa Dansk Industri især forslagene om forenklede skatteregler samt afskaffelse af aktieomsætningsafgiften for velegnede.

Nationalbankdirektoren knyttede nogle kommentarer til kapitlets afsnit vedrorende udformningen af statsgældspolitikken og undrede sig indledningsvist over, at denne tilsyneladende blev ligestillet med såvel en stabilitetsorienteret okonomisk politik som deltagelse i en monetær union. Derudover mente nationalbankdirektoren, at statslig låntagning i udenlandsk valuta i relation til Maastricht-traktaten bliver anset for monetær finansiering af budgetunderskud. Endvidere udtryktes stærk tvivl overfor de beskrevne gunstige konsekvenser for tilliden til den danske krone. Tværtimod ansa Nationalbankdirektoren det for mere sandsynligt, at de finansielle markeder ville opfatte en omlægning af statsgælden som et svaghedstegn. Endelig henledtes opmærksomheden pa, at den forte statsgældspolitik igennem mange ar har været baseret pa en aftale mellem nationalbank og regering om at neutralisere likviditetseffekterne af offentlige underskud.

Til dette indlæg replicerede *formandskabet*, at en ændret statsgældspolitik ikke skulle opfattes som et substitut for en stabilitetsorienteret okonomisk politik, men snarere som et supplement, der skal sikre en forrentning af statsgælden i overensstemmelse med de valutakurspolitiske intentioner. I det omfang låntagning i udenlandsk valuta ikke er foreneligt med Maastricht-traktaten, kan et tilsvarende resultat opnas ved udstedelse af kroneobligationer, der indekseres overfor valutakursbevægelser. Endvidere papegede formandskabet, at likviditetseffekterne af offentlige underskud ikke automatisk bliver neutraliseret ved låntagning i danske kroner i en situation med frie kapitalbevægelser og faste valutakurser.

Formanden for Arbejderbevægelsens Erhvervsråd var enig i mange af analysens punkter og fandt, at dens væsentligste bidrag var at aflive nogle myter. Bl.a. er det vigtigt at slå fast, at rentespændet til Tyskland ikke udelukkende har været et udtryk for forventninger om ensidige danske valutakursjusteringer, men i hoj grad også har afspejlet forventninger til en tysk revaluering. Endvidere tilsluttede Arbejderbevægelsens Erhvervsråd sig gene-

relt analysen af, hvilke okonomiske faktorer der påvirker rentespændet, idet konkurrenceevnens betydning her er slået fast, og andre faktores mulige betydning afvises.

Formanden for Finansrådet udtrykte glæde over, at der tages afstand fra kvantitativ regulering af den finansielle sektor. Omkring den destabiliserende udlånspolitik i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne erklærede han sig enig i, at pengeinstitutterne havde en lempeligere kreditvurdering i begyndelsen sammenlignet med senere. Men det blev samtidig påpeget, at det er konjunkturudviklingen, der er årsag til den finansielle sektors udlan og ikke omvendt. Ved vurderingen af dereguleringens betydning er det også vigtigt at inddrage institutionelle ændringer samt omstillingen fra høj- til lavinflationssamfund. Formanden for Finansrådet afsluttede med understrege, at indforelse af gebyrer i høj grad skal ses som et adfærdsregulerende instrument, der vil være til fordel for kunderne pa længere sigt.

*Et af de særligt sagkyndige medlem*mer *af rådet* fandt, at sammenligningen af rentespændet til Tyskland med rentespændet til de øvrige samhandelspartnere er irrelevant, idet rentespændet over for øvrige samhandelspartnere påvirkes af lande, der har en anderledes devalueringshistorie, eksempelvis Sverige, Italien og Storbritannien. I forlængelse heraf fandt han endvidere, at landenes devalueringshistorie generelt er undervurderet i analysen. Det ville iøvrigt have været mere interessant at analysere forskelligheden i europæiske landes rentespænd overfor Tyskland i kølvandet af valutakurskriserne og ERM-sammenbruddet i 1992-93.

Rigsstatistikkeren påpegede, at diskusssionen omkring omlægningen af statsgælden er uklar. Der er især behov for en nærmere analyse af de indenlandske effekter af en eventuel omlægning.

Formanden for Realkreditrådet, der var indbudt til mødet, indledte med at erklære sig enig i, at de finansielle liberaliseringer som helhed har været gavnlige og derigennem har bidraget til effektivisering samt lavere priser på finansielle ydelser. Men dele af den nuværende regulering i realkreditsektoren hindrer stadig konkurrence i fuldt omfang. Her kan bl.a. nævnes, at hindringer på salg af realkreditobligationer til udlændinge har været med til at begrænse velfærdsgevinsterne ved liberaliseringerne. Der blev her peget på, at en opblødning af samspillet mellem udstedelse af realkreditobligationer og skattelovgivningen kunne afhjælpe problemet. Realkreditrådet er enigt i, at lettere etableringsadgang i den finansielle sektor har øget den potentielle konkurrence, men

påpegede samtidig vigtigheden af, at realkreditinstitutter får adgang til at etablere eksempelvis pengeinstitutter i datterselskabsform. Rådet finder endvidere, at det analysemæssige grundlag for kreditgivningens destabiliserende konjunktureffekt er svagt. Men hvis analysens konklusion er rigtig, er Realkreditrådet enigt i, at der nok især har været tale om en engangstilpasning. Samlet slog formanden for Realkreditrådet fast, at deregulering bør fortsætte, og at myndighederne ikke bør genindføre restriktioner af konjunkturpolitiske hensyn.

Økonomiministerens repræsentant ønskede større klarhed i analysen af statsgældspolitikken og sagde, at der kunne være tekniske problemer ved den foreslåede omlægning. Videre blev det påpeget, at den lave kapitalmobilitet på visse områder, eksempelvis aktier, næppe er lavere for Danmark end for andre lande. Problemerne på dette område for eksempelvis små virksomheder løses ikke nødvendigvis gennem støtte til bedre børsinformation. Endvidere kan omkostningerne ved at notere mindre danske virksomheder i udlandet overstige gevinsterne. Mindre virksomheders problemer med at tiltrække egenkapital skyldes snarere andre forhold.

København, den 21. december 1994

Torben M. Andersen Niels Kærgård Arne Larsen

RESUMÉ

Resuméet er inddelt i følgende afsnit:

- Den internationale konjunktur
- Dansk konjunkturvurdering
- Aktuel økonomisk politik
- Giver tilskud til service mere beskæftigelse?
- Har den finansielle liberalisering skabt økonomisk ustabilitet?

Den internationale konjunktursituation

Positive udsigter

Næsten alle regioner i verden er kommet ind i en periode med pæn økonomisk vækst. Konjunkturopsvinget i de industrialiserede lande forventes at blive modereret af en ret stram penge- og finanspolitik bl.a. på grund af store budgetunderskud i mange lande. Inflationen skønnes derfor fortsat at blive afdæmpet, hvilket øger muligheden for et længerevarende opsving.

Konjunkturopgang i Vesteuropa med vækst på knap 3 pct. i 1995 og 1996

Europa er inde i en konjunkturopgang. BNP-væksten for Vesteuropa bliver godt 2 pct. i 1994 og knap 3 pct. i både 1995 og 1996. I USA, hvor konjunkturopgangen begyndte allerede i 1992 og nu er ved at toppe, er væksten drevet af forbruget og investeringerne. Konjunkturomslaget i Tyskland er kommet betydeligt hurtigere og kraftigere end ventet. Drivkraften i Tyskland, hvor finanspolitikken er blevet strammet, har især været eksporten. Den positive udvikling i Tyskland betyder også bedre eksportmuligheder for de øvrige europæiske lande og bidrager derved til opsvinget i hele Europa i 1994. I Japan, hvor omsvinget endnu er tovende, er det derimod en lempelse af finanspolitikken, der ventes at stimulere væksten.

Overraskende renteudvikling

Stigningen i den lange rente i Europa i første halvår af 1994 kom overraskende, hvilket dog skal ses i sammenhæng med, at den europæiske konjunktursituation er mere positiv end vurderet i foråret. Det har betydet ændrede forventninger til den tyske pengepolitik. Endvidere har ændrede forventninger til inflationsudviklingen i USA og stramninger af den amerikanske pengepolitik medvirket til rentestigningen i Europa.

Nu også positive udsigter for de fleste lande uden for OECD

Uden for OECD-området er udsigterne for den okonomiske vækst generelt også positive. Asien vil i de kommende år fortsat have de hojeste vækstrater i verden på omkring 8 pct. Kina har Asiens hojeste vækstrater og ventes også i de kommende år at fa en vækst på over 10 pct. Selv for Afrika, hvor BNP pr. indbygger stort set er faldet hvert år siden 1980, er der udsigt til en gennemsnitlig vækst på 4-5 pct. For Latinamerika forventes væksten at blive omkring 3 pct. I Central- og Østeuropa har en del lande passeret det okonomiske lavpunkt efter den indledende fase i reformprocessen. Dog er der ikke tegn på, at produktionsfaldet er ophort i Rusland.

Dansk konjunkturvurdering

Finanspolitisk lempelse giver rekordstor forbrugsvækst

Den finanspolitiske lempelse har medvirket til en rekordhoj stigning i det private forbrug (7 pct. mængdestigning i 1994). Dette er hovedårsagen til, at produktionen, investeringerne og importen vokser kraftigt. Desuden medforer den stigende vækst i udlandet en kraftig opgang i eksporten. Redegorelsen forventer fortsat vækst i alle private eftersporgselskomponenter i de kommende ar. Overskuddet på betalingsbalancens lobende poster skonnes gradvist at blive formindsket til ca. 18 mia. kr. i 1996, jf. tabellen. Væksten i den offentlige sektors forbrug er forudsat at blive mindre end væksten i den private sektor.

Høj ledighed trods 65.000 på orlov i 1995

Tilgangen til orlovsordningerne er blevet langt storre end forventet. Det gennemsnitlige antal personer på orlov forventes på baggrund af de nye orlovsregler kun at stige med 15.000 til godt 65.000 i 1995 og antages i 1996 at falde til 40.000 personer. Trods afgangen til orlov er arbejdsstyrken dog ikke ændret nævneværdigt, hvilket bl.a. kan tilskrives den lave afgang fra arbejdsstyrken. Beskæftigelsen er faldet i 1994 på trods af den store fremgang i produktionen. Det skyldes bl.a. et fald i antallet af personer i jobtilbud mv. Ledigheden er derfor fortsat på et hojt niveau, men forventes at blive reduceret med ca. 50.000 personer frem til 1996. Beskæftigelsen ventes at vokse med godt 50.000 personer i 1995, hvoraf de 10.000 kan henfores til aktivering. I 1996 skonnes beskæftigelsen at stige med knap 25.000 personer.

Tabel Prognosens nøgletal 1993-96

År	1993	1994	1995	1996
BNP-vækst (pct.)	1.4	4.2	3.5	3.2
Betalingsbalancen (mia. kr.)	30.6	25.1	21.2	17.9
Ledighed (1000 pers.)	349	346	311	296
Beskæftigelsesændring (1000 pers.)	-37	-5	51	24
Stigning i lønomkostninger (pct.)	2.5	2.8	3.5	4.0
Forbrugerprisstigninger (pct.)	1.7	1.8	2.7	3.0

Aktuel økonomisk politik

Det vil være en hovedopgave for den økonomiske politik at sikre en fortsat nedbringelse af ledigheden. uden at den opnåede stabilitet med lav inflation og overskud på betalingsbalancen sættes over styr. Forholdene på arbejdsmarkedet vil derfor blive af afgørende betydning. Strukturproblemerne eksisterer fortsat og er ikke mindre tungtvejende end tidligere.

Stigende realløn er tegn på strukturproblemer

Strukturproblemerne kommer også til udtryk ved. at reallønnen for de beskæftigede er steget næsten hvert år i de sidste 10 år med høj og stigende ledighed. Ifølge redegørelsen vil reallønnen også i de kommende år være stigende (ca. ¾ pct. pr. år). En sådan reallønsstigning vil i kraft af de allerede aftalte satsforhøjelser kræve. at de kommende overenskomster kun udløser meget beskedne stigninger i lønomkostningerne.

Reallønsfremgang begunstiger de beskæftigede på de lediges bekostning. Beregninger i redegørelsen viser. at reallønsstigninger i 1995-96 på ca. 1½ pct. pr. år vil medføre tab af 40.000 arbejdspladser sammenlignet med en situation uden reallønsstigninger.

Den "aktive" arbejdsmarkedspolitik

Den aktive del af den nye arbejdsmarkedspolitik har ikke hidtil været i stand til at forbedre strukturerne på arbejdsmarkedet. bl.a. fordi rådighedsforpligtigelsen har været svækket. Dette skyldes problemer omkring udarbejdelsen af handlingsplaner og muligheder for at undgå aktivering gennem orlov mv. De nyligt aftalte ændringer af aktiveringsindsatsen og justeringer af administratio-

nen af rådighedsforpligtigelsen kan forventes at reducere disse problemer.

Den "passive" arbejdsmarkeds-politik

Den passive del af arbejdsmarkedspolitikken som bornepasnings-orlov og sabbatorlov har derimod haft langt storre tilgang end ventet. Redegorelsen fremhæver:

- at det er positivt, set i forhold til arbejdsmarkedspolitikken, at det fremover bliver mindre attraktivt at være i de passive orlovsordninger,

- at disse ordninger på længere sigt øger de offentlige udgifter og reducerer produktionen i samfundet.

Efteruddannelse

Uddannelsesorlov forventes fremover at blive den vigtigste orlovsordning. Denne ordning kan bidrage til at forbedre arbejds-styrkens produktivitet, men ordningen indeholder i den nuværen-de form ingen garanti herfor.

Der er endvidere bebudet en kraftig udbygning af voksen- og efteruddannelsesindsatsen, som i hojere grad skal styres af eftersporgslen. Det bor her sikres:

- at indholdet i uddannelserne er reelt kompetencegivende,

- at de mindst kvalificerede får de bedste vilkår, så udbygningen af uddannelserne kan mindske strukturproblemerne,

- at omkostningerne ved udbygningen af uddannelsesordningerne for de bedst kvalificerede hovedsageligt finansieres af arbejds-markedet selv.

Fortsat underskud på offentlige finanser

Den finanspolitiske lempelse er blevet storre og anderledes sammensat end planlagt (mere moderat fremrykning af offentlige investeringer, men flere passive ydelser til orlov mv.) I prognosen er det forudsat, at der vil blive fort en stram udgiftspolitik med en moderat vækst i det offentlige forbrug. Samtidig bidrager den store vækst i den private sektors forbrug og produktion til at formindske det offentlige opsparingsunderskud i prognoseperio-den. Alligevel vil der fortsat være et underskud på de samlede offentlige finanser af storrelsesordenen 20 mia. kr. i 1996 eller godt 2 pct. af BFI. Dette er ikke i sig selv alarmerende, men for den fremtidige stabiliseringspolitik er det et alvorligt problem, at der ikke opnås overskud på de offentlige finanser under en hoj-konjunktur.

Risici

Udviklingen i 1995 og 1996 er behæftet med flere betydelige risikomomenter. Redegørelsen fremhæver, at hvis lønomkostningerne stiger kraftigere end forudsat, vil det være nødvendigt at gennemføre finanspolitiske stramninger af hensyn til konkurrenceevnen og renteniveauet. Ligeledes fremhæver redegørelsen, at også ved en vækst, der er lavere end ventet, vil det være nødvendigt at gennemføre finanspolitiske stramninger af hensyn til de offentlige finanser og den fremtidige konjunkturpolitik.

Finanspolitikken skal strammes i 1996

Størrelsen af den finanspolitiske lempelse siden 1993 og det forhold, at orlovsordningerne er gjort permanente, stiller spørgsmålstegn ved den finanspolitiske strategi på længere sigt. Det vil være nødvendigt med stramninger i både 1996 og de efterfølgende år for at sikre, at den finanspolitiske lempelse bliver midlertidig som annonceret. Uden de nødvendige stramninger under konjunkturopgangen vil der ikke i fremtiden være råderum for en konjunkturudjævnende politik.

Giver tilskud til service mere beskæftigelse?

Forslag: Køb service

Et forslag til nedbringelse af den høje ledighed specielt blandt de ufaglærte går ud på at omlægge forbruget i retning af flere serviceydelser. Tanken er at dreje eftersporgslen i retning af ydelser med et højt beskæftigelsesindhold.

Ifølge redegørelsen giver denne form for erhvervs- og beskæftigelsespolitik ikke nye muligheder i den økonomiske politik.

Beskæftigelsen øges på andre sektorers bekostning...

Umiddelbart vil beskæftigelsen stige ved gennemførelse af foranstaltninger, der øger eftersporgslen efter ydelser med et højt beskæftigelsesindhold på bekostning af andre varer. Beregninger i rapporten viser, at ved et prisfald på service på 20 pct. øges den samlede beskæftigelse på kort sigt med 20.000 personer, men det dækker over en fremgang på 40.000 i servicesektoren og en nedgang på 20.000 i andre erhverv. Efterhånden vil lønninger og priser stige, så de udlandskonkurrerende erhverv mister yderligere arbejdspladser. Der vil derfor næppe være nogen væsentlig langsigtet effekt på beskæftigelsen. Mulighederne herfor afhænger helt af, om foranstaltningerne øger det samlede arbejdsudbud eller medvirker til at nedbringe strukturledigheden. Effekten på begge disse områder anses for at være beskeden.

...med mindre folk vælger at arbejde mere...

Billigere serviceydelser kan erstatte arbejde i hjemmet, og det må generelt antages at øge arbejdsudbuddet, men denne virkning er formentlig meget lille i den nuværende situation. Det støttes af, at erhvervsfrekvensen i forvejen er høj, bl.a. fordi udbygningen af den offentlige service allerede i vidt omfang har frigjort arbejdskraft. Desuden ønsker mange mere fritid frem for mere erhvervsarbejde, jf. orlovsordningernes store udbredelse. Endelig kan sort arbejde formentlig kun i meget begrænset omfang omdannes til "hvidt", med mindre der vælges et meget højt og dermed tilsvarende kostbart subsidieniveau. Hvis man ønsker at øge arbejdsudbuddet, kan der i øvrigt opnås større effekter ved at begrænse adgangen til efterlon, orlov o.l., som samtidig vil være langt billigere for det offentlige.

...eller strukturledigheden reduceres

Sammensætningen af beskæftigelsen ved produktion af privat service svarer stort set til sammensætningen i andet forbrug. Endvidere svarer aflønningen af de ufaglærte i servicesektoren til lønnen i andre byerhverv. Der synes derfor ikke at være noget grundlag for at antage, at tilskud til service reducerer strukturledigheden nævneværdigt. Der kan opnås større effekt på den strukturelle ledighed ved målrettede løntilskud til og uddannelse af langtidsledige.

Minder om en importtold

Subsidier til service minder som instrument i den økonomiske politik om en importtold. Konsekvensen er i begge tilfælde, at dansk produktion beskyttes, og at importen presses ned. Udbredes brugen af sådanne protektionistiske tiltag til andre lande, vil det hæmme den internationale handel til skade for Danmark.

Har den finansielle liberalisering skabt økonomisk ustabilitet?

Redegørelsen analyserer liberaliseringerne af kapitalbevægelserne og deregulering af de finansielle markeder. Analysen fokuserer på erfaringerne fra de senere år især vedrørende liberaliseringernes betydning for den økonomiske politik.

Effektivitetsgevinster

Redegørelsen konkluderer, at liberaliseringerne og deregulering har skærpet konkurrencen på finansmarkederne og således bidraget til, at der er udviklet nye finansielle produkter og opnået lavere priser på sektorens ydelser.

Høj, men ikke perfekt kapitalmobilitet

Liberaliseringerne har medført høj grad af kapitalmobilitet på pengemarkederne og markederne for statsobligationer, mens der fortsat ikke synes at være samme mobilitet på andre dele af kapitalmarkedet, eksempelvis aktiemarkedet. Der kan derfor være behov for tiltag, der kan øge effektiviteten på dette marked bl.a. af hensyn til de mindre virksomheder, f.eks. i form af forenklede skatteregler, afskaffelse af omsætningsafgift på aktiehandel, støtte til mindre virksomheders børsinformation, en særlig aktiebørs, etc.

Risiko for ustabilitet

Ændringerne på de finansielle markeder er som helhed gavnlige for økonomien. Imidlertid ser fordelene ikke ud til at være fremkommet helt uden omkostninger i form af periodevis større ustabilitet i den økonomiske udvikling. Det gælder eksempelvis muligheden for spekulative angreb på valkutakursen. De frie internationale kapitalbevægelser medførte ganske vist ikke større kursudsving på finansmarkederne, så længe der var ro om valutakursen. Men der opstod kraftige fluktuationer under valutauroen både i 1992 og 1993.

Fordele ved en mere aktiv statsgældspolitik

Voldsomme renteudsving kan kun med sikkerhed undgås gennem deltagelse i en monetær union. En sådan deltagelse skal dog vurderes ud fra de samlede fordele og ulemper, der er forbundet hermed. Alternativet med en national genindførelse af restriktioner på kapitalmarkederne anses for både ineffektivt og uhensigtsmæssigt. I fravær af et forpligtende valutasamarbejde er det bedste værn, at den økonomiske udvikling er konsistent med målsætningen om en fast valutakurs. I den forbindelse peger redegørelsen på, at statsgældspolitikken kunne bidrage til at øge fastkurspolitikkens troværdighed ved i større udstrækning end hidtil at finansiere gælden i D-mark, især når rentespændet er højt. Herigennem kan der opnås færre renteudgifter og formentlig et lavere rentespænd. Såfremt statsgældspolitikken havde været fastlagt i overensstemmelse med valutakurspolitikken, kunne der siden 1987 være opnået milliardbesparelser ved en større finansieringsandel i D-mark.

Destabiliserende udlånspolitik

Den hjemlige deregulering af de finansielle markeder har medvirket til en mere ustabil konjunkturudvikling i de sidste 10 år. Kreditgivningen var således usædvanlig lempelig under konjunkturopgangen i midten af 1980'erne og usædvanlig tilbageholdende i den efterfølgende lavkonjunktur. Herved er konjunkturudsvingene blevet større end ellers. Det er dog redegørelsens vurdering, at der delvist er tale om en engangstilpasning til de nye markedsvilkår.

Ulemper ved kvantitativ regulering

Kvantitative restriktioner på kreditområdet med konjunkturpolitisk formål vil nok have en vis, men begrænset virkning på kort sigt trods de frie kapitalbevægelser, da ikke alle låntagere vil kunne finansiere i udlandet. En sådan politik vil dog samtidig indebære ulemper i form af højere priser på finansielle ydelser og forvridninger i markedet.

Øgede krav til finanspolitikken

Når pengepolitikken sigter mod at opretholde en fast valutakurs, vil finanspolitikken være i centrum i stabiliseringspolitikken. Liberaliseringerne har skærpet kravene til timing og udformning af finanspolitiske indgreb. Det skyldes bl.a. de forbedrede muligheder for at udjævne forbruget i forhold til indkomsten, således at finanspolitiske tiltag, der påvirker indkomsten, formentlig har mindre effekt end tidligere. Omvendt må det antages, at f.eks. ændringer i kapitalafkastbeskatning eller midlertidige momsændringer, der virker gennem omflytning af forbrug over tid, har fået større effekt.

Rentespændet til Tyskland bestemmes af konkurrenceevnen

Redegørelsens analyse af rentespændet til Tyskland peger på, at markedet i de senere år snarere har forventet en tysk revaluering end en ensidig depreciering af kronen. Samtidig viser analysen, at inflationsforskellen mellem Danmark og Tyskland er den helt dominerende forklaring på rentespændet. Derimod har der ikke for perioden siden 1984 kunnet påvises nogen systematisk rentepåvirkning fra det offentlige budgetunderskud og statsgælden eller fra betalingsbalancen og udlandsgælden. Finanspolitikkens indflydelse på rentespændet går derfor primært via påvirkningen af inflationen. Der ser endvidere ud til at være tale om en overraskende hurtig afsmitning fra ændringer i inflationstakten til renten. Sammenholdt med økonomiens stigende rentefølsomhed skærper dette naturligvis kravene til finanspolitikken samt til pris- og løndannelsen. Undersøgelsen viser, at konkurrenceevnen ikke blot har en direkte effekt på produktion og beskæftigelse, men også en indirekte effekt via renten.

KAPITEL I

DEN INTERNATIONALE KONJUNKTURSITUATION

I.1 Positiv udvikling i verdensøkonomien

Positive udsigter for den internationale økonomi

Verdensokonomien er kommet ind i en periode med hojere vækst. og vel at mærke en vækst der omfatter næsten alle regioner i verden. Konjunkturopsvinget i de industrialiserede lande forventes samtidig modereret af en ret stram okonomisk politik. saledes at inflationen i disse lande fortsætter pa et afdæmpet niveau. Pa denne baggrund skulle der være gode muligheder for en længerevarende periode med okonomisk vækst.

Konjunkturopgang i Vesteuropa

I lobet af 1994 blev det klart. at Europa er inde i en konjunkturopgang med en BNP-vækst for Vesteuropa pa godt 2 pct. i 1994 tiltagende til knap 3 pct. i 1995 og 1996. jf. tabel I.1.

Parallel vækstudvikling

I USA. hvor konjunkturopgangen begyndte i starten af 1992. er den ved at toppe. mens konjunkturomslaget i Tyskland kom betydelig hurtigere og kraftigere end ventet i *Dansk okonomi, juni 1994*. I USA er konjunkturopgangen drevet af forbruget og investeringerne. mens drivkraften i konjunkturomsvinget i Tyskland. hvor finanspolitikken er blevet stramnet. især har været eksporten. I Japan. hvor omsvinget endnu er tovende. er det derimod en lempelse af finanspolitikken. der vil være baggrund for væksten. De mere positive vækstudsigter for Tyskland betyder ogsa bedre eksportudsigter for de ovrige europæiske lande og bidrager derved til opsvinget i Europa i 1994.

Kapitlet er færdigredigeret den 16. november 1994.

Tabel 1.1 Realvækst i udvalgte OECD-lande, pct., 1993-96

	Eksport-vægte[a]	**Realvækst** (Stigning i BNP, faste priser)			
		1993	1994	1995	1996
	Niveau	---------- Stigning ----------			
USA	6.1	3.00	4.00	2.75	2.75
Japan	2.3	0.10	0.75	2.25	3.00
Tyskland[b]	28.0	-1.30	2.00	3.00	3.00
Frankrig	6.2	-1.10	2.50	3.25	3.25
Italien	3.6	-0.70	2.00	2.75	2.75
UK	10.7	2.10	3.25	3.00	2.50
Spanien	2.2	-1.00	1.75	2.75	2.75
Holland	6.4	0.20	1.75	2.50	2.50
Belgien	2.6	-1.30	1.75	2.50	2.50
Schweiz	2.7	-0.60	1.50	2.50	2.50
Østrig	1.7	-0.30	2.75	3.00	3.00
Sverige	15.6	-2.10	2.00	2.50	2.75
Norge	8.5	2.30	4.50	2.75	3.00
Finland	3.4	-2.60	3.00	5.00	5.00
OECD[c]		0.90	2.70	2.80	2.80
Vesteuropa[c]		-0.50	2.30	2.90	2.90
Aftagere[d]	100.0	-0.30	2.50	2.90	2.90
Konkurrenter					
Danmark		1.40	4.30	3.30	3.30

a) Sammensætningen af industrieksporten i 1992.
b) Realvæksten vedrører hele Tyskland.
c) Kun lande, der er medtaget ovenfor.
d) Sammenvejet med eksportvægte.

Kilde: OECD,1994, *Economic Outlook*, Paris. AIECE-institutter og egne skøn.

Tabel 1.2 Løn- og prisudvikling i udvalgte OECD-lande, pct., 1993-96

	Eks-port-vægte[a]	Lønudvikling (Stigning i timelønsomk.[b])				Prisudvikling (Stigning i forbrugerpriser[c])				KE-vægte[d]
		1993	1994	1995	1996	1993	1994	1995	1996	
	Niveau	Stigning								Niveau
USA	6.1	3.86	4.00	4.50	4.50	2.70	2.75	3.00	3.00	11.8
Japan	2.3	3.43	1.00	2.00	3.00	1.00	0.50	0.75	1.50	7.9
Tyskland[e]	28.0	6.47	3.50	3.50	4.00	3.40	3.00	2.50	2.50	23.2
Frankrig	6.2	3.28	2.50	3.00	3.50	2.10	1.75	2.00	2.25	7.9
Italien	3.6	4.36	3.00	3.50	3.50	4.80	4.00	4.00	3.50	5.6
UK	10.7	4.52	4.00	5.00	5.50	3.50	3.00	4.25	4.50	11.3
Spanien	2.2	0.00	4.50	4.00	3.50	5.10	4.75	4.00	3.50	2.5
Holland	6.4	3.86	2.50	2.75	4.00	2.10	2.50	2.50	3.00	3.8
Belgien	2.6	3.71	2.50	3.25	3.25	2.80	2.75	3.00	3.00	2.8
Schweiz	2.7	2.65	2.00	2.50	2.50	2.90	1.00	2.50	2.50	2.6
Østrig	1.7	5.12	3.25	4.00	4.00	3.60	3.00	2.50	2.50	1.7
Sverige	15.6	-3.52	4.00	4.75	5.00	6.10	2.25	3.50	4.00	10.6
Norge	8.5	0.27	3.00	3.50	4.50	1.90	1.25	2.25	3.25	4.6
Finland	3.4	5.80	2.00	4.50	4.50	3.70	1.00	2.00	2.00	3.8
OECD[f]						2.90	2.50	2.70	2.90	
Vesteuropa[f]						3.60	3.00	3.10	3.10	
Aftagere[g]	100.0					3.50	2.50	2.80	3.10	
Konkurrenter[h]		3.50	3.20	3.80	4.20	3.30	2.50	2.80	3.00	100.0
Danmark		2.40	2.80	3.50	4.00	1.70	1.70	2.70	3.00	

a) Sammensætningen af industrieksporten i 1992.
b) Stigningstakt for timelønsomkostninger i industrien.
c) Stigningstakt for deflatoren for det private forbrug i nationalregnskabet.
d) Konkurrenceevnevægtene afspejler landenes betydning som konkurrenter for dansk industrieksport i 1989, idet vægten til et land både afspejler landets direkte betydning som aftager af dansk eksport såvel som den udstrækning, hvormed Danmark konkurrerer med landet på tredjelandes markeder (såkaldt dobbeltvejede eksportvægte).
e) Pris- og lønudviklingen vedrører det tidligere Vesttyskland.
f) Kun lande, der er medtaget ovenfor.
g) Sammenvejet med eksportvægte.
h) Sammenvejet med konkurrenceevnevægte.

Kilde: OECD,1994, *Economic Outlook*, Paris. AIECE-institutter og egne skøn.

Finanspolitisk afdæmpning

Konjunkturfremgangen i OECD ventes at blive forholdsvis afdæmpet som følge af budgetproblemerne og dermed behovet for finanspolitiske stramninger i en række lande. Finanspolitikken er således blevet strammet og strammes yderligere i de kommende år i en række europæiske lande og USA. Derimod er finanspolitikken i de senere år blevet lempet i Japan. Baggrunden for dette er, at Japan er inde i en lavkonjunktur og samtidig har et stort betalingsbalanceoverskud.

Pengepolitiske stramninger

Der er ikke tegn på, at der er en generel tendens til tiltagende inflationstakter i de industrialiserede lande, hvilket sandsynligvis hænger sammen med den høje arbejdsloshed i mange lande. Samtidig ventes inflationsimpulserne fra udviklingen i råvarepriserne kun at være af moderat betydning. Forskelle i landenes kapacitetsudnyttelse kan dog fortsat betyde, at der er forskellige behov for pengepolitiske tiltag. Den kraftige konjunkturopgang i USA og den hurtige og kraftige konjunkturvending i Tyskland vil betyde, at pengepolitikken efterhånden kan ventes at blive strammet. I USA, hvor der har været en tiltagende inflationsfrygt, og i en række europæiske lande er pengepolitikken allerede blevet strammet i løbet af 1994.

Behersket stigning i råvarepriserne

Råvarepriserne er steget betragteligt siden slutningen af 1993, og The Economist's råvareprisindeks lå i oktober 1994 ca. 40 pct. over sidste års niveau. Stigningen i råvarepriserne afspejler både den forbedrede internationale konjunkturudvikling og måske et vist spekulativt element. Det ventes, at råvarepriserne fortsat vil stige i takt med den forbedrede internationale konjunktur. Det ventes dog ikke, at priserne på de industrielle råvarer foreløbigt vil nå op på det reale niveau fra forrige konjunkturopgang, da der er en langsigtet tendens til en mere effektiv udnyttelse af råstoffer i produktionen og et stigende forbrug af syntetiske materialer.

Også positive udsigter for resten af verden

Uden for OECD-området er udsigterne for den økonomiske vækst generelt også positive. I Central- og Østeuropa har en del lande passeret det økonomiske lavpunkt efter den indledende fase i reformprocessen. Dog er der ikke tegn på, at produktionsfaldet er ophørt i Rusland. Asien vil i de kommende år fortsat være det område i verden med de højeste vækstrater på omkring 8 pct. Kina har Asiens højeste vækstrater og ventes de nærmeste år at have en vækst på over 10 pct. om året. Selv for Afrika, hvor BNP pr. indbygger stort set er faldet hvert år siden 1980, er der udsigt til en gennemsnitlig vækst på 4-5 pct. - men med store forskelle mellem landene. For Latinamerika forventes væksten at være på omkring 3 pct. Men også her med store forskelle mellem landene:

således ventes Nicaragua og Venezuela kun at få meget begrænset vækst, mens lande som Argentina, Brasilien og Chile fortsat vil have vækstrater omkring 5-6 pct.

I.2 Konjunkturbeskrivelse for udvalgte OECD-lande

USA: Opsvinget har toppet

Det okonomiske opsving i USA, der har været i gang siden begyndelsen af 1992, ser nu ud til at have toppet. Det private forbrug viser som den vigtigste eftersporgselskomponent tegn på opbremsning. Således synes væksten i detailomsætningen nu klinget af, jf. figur 1.1. Derimod vokser industriproduktionen fortsat. Selvom indikatorerne ikke entydigt peger på en vending i okonomien, ventes BNP-væksten at aftage fra 4 pct. i 1994 til 2¾ pct. i 1995 og 1996, bl.a. som folge af finans- og pengepolitiske stramninger.

Inflationen afdæmpet

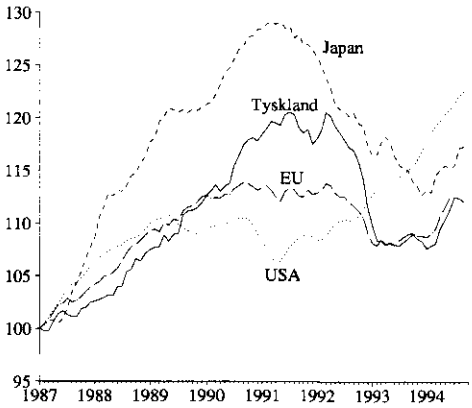
Arbejdslosheden var i oktober på knap 6 pct., hvilket i USA ansces for at være det strukturelle ledighedsniveau. På trods af det lavere ledighedsniveau er inflationstakten kun tiltaget svagt. Inflationen ventes at være stort set uændret omkring 3 pct. i de kommende år. Dette er en folge af den mere afdæmpede konjunkturudvikling og forventningen om en vis styrkelse af dollarkursen i fremskrivningsperioden.

Stramning af finanspolitikken...

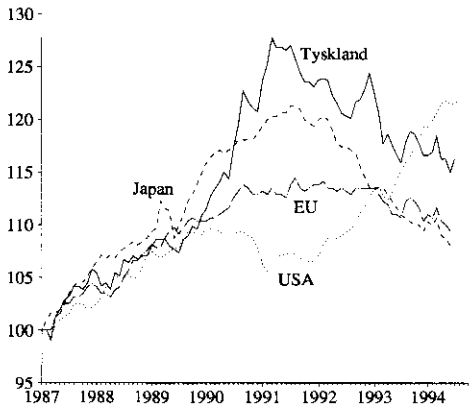
På nuværende tidspunkt svarer budgetunderskuddet til ca. 3,5 pct. af BNP. Rammerne for den langsigtede finanspolitik er fastlagt sådan, at det offentlige budgetunderskud i 1998 vil udgore godt 2 pct. af BNP. Samtidig skal alle nye udgifter og skattesænkninger finansieres ved besparelser eller hojere skatter på andre områder. I 1993 og 1994 er finanspolitikken strammet ved en kombination af offentlige besparelser - primært på forsvarsudgifterne - og skatteforhojelser for de velstillede. Finanspolitikken vurderes ikke at blive strammet yderligere i 1995.

Figur 1.1 Nogle konjunkturindikatorer for udvalgte lande siden januar 1987

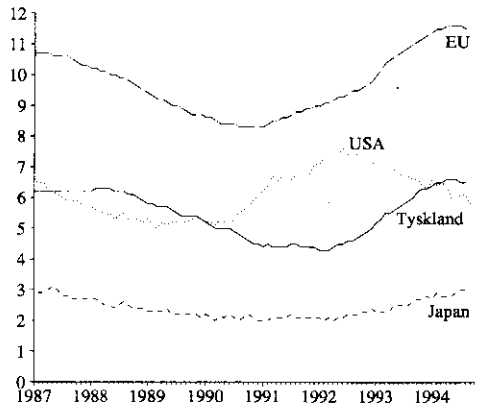
Industriproduktion. 3 mdr. glidende gns. af sæsonkorrigerede indeks. januar 1987=100



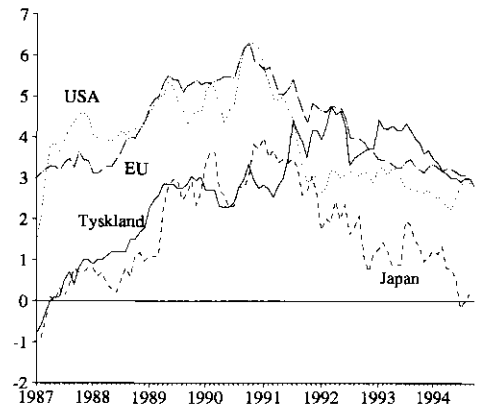
Detailomsætning. 3 mdr. glidende gns. af sæsonkorrigerede indeks. januar 1987=100



Ledighed. Andel af arbejdsstyrken. pct.



Forbrugerpriser. Årlig vækst i pct.



Anm.: Omlægning pr. 1. januar 1994 af den amerikanske ledighedsstatistik indebærer databrud. Dette betyder, at faldet i ledigheden i 1994 undervurderes.

Kilde: OECD, 1994, *Main Economic Indicators*. Paris. OECD, 1994, *Current Economic Indicators*. Paris og *The Economist*.

...og af pengepolitikken

I 1994 blev den amerikanske pengepolitik strammet, efter at den siden starten af 1992 havde været lempelig. Stramningen af pengepolitikken skete som følge af betydelig vækst i økonomien og tiltagende inflationsfrygt. Hvis væksten fortsætter med uformindsket styrke, og inflationstakten tiltager, ventes yderligere stramninger af pengepolitikken.

Japan: Endnu ikke tegn på vending ...

Den økonomiske vækst er fortsat meget beskeden i Japan. Industriproduktionen er begyndt at stige, men detailomsætningen falder fortsat. På trods af den meget svage vækst er der kun sket en mindre stigning i arbejdsløsheden fra lavpunktet på ca. 2 pct. i 1991-1992 til knap 3 pct. i 1994. Dette er utvivlsomt påvirket af, at virksomheder, der tilsammen beskæftiger ca. 9 pct. af arbejdsstyrken, modtager subsidier fra en forsikringsordning for at kunne udbetale løn til deres medarbejdere.

...men den kommer snart

Der ventes dog en snarlig vending i den japanske økonomi som følge af en øget indenlandsk eftersporgsel, idet der er foretaget yderligere lempelser af finanspolitikken. Senest er indkomstskatterne fra slutningen af juni blevet nedsat svarende til en lempelse af finanspolitikken på ca. 1,3 pct. af BNP. Pengepolitikken er også meget lempelig med en diskonto på 1,75 pct. og ventes ikke strammet.

Inflationen er rekord lav, hvilket skyldes både meget begrænsede lønstigninger og opskrivningen af yen'en. Virksomhedernes overskud er faldet, hvilket har reduceret lønstigningerne væsentligt, da et betydeligt element i lønnen er udbetalingerne af bonus. Det ventes, at yen'en vil blive styrket en smule i forhold til dollaren, idet Japan fortsat - på trods af stigende indenlandsk eftersporgsel - vil have et stort overskud på betalingsbalancen.

Tyskland: Overraskende hurtig vending

Vendingen i den tyske økonomi er kommet tidligere og kraftigere end ventet i *Dansk økonomi, juni 1994*. Det økonomiske omsving er navnlig forårsaget af tiltagende vækst i eksporten, men privatforbruget er også stigende, omend svagt. Den positive eksportudvikling skyldes primært væksten på de tyske eksportmarkeder uden for Europa - først og fremmest i USA. Dertil kommer, at den foregående periodes forværring af konkurrenceevnen er ophørt som følge af en afdæmpet lønudvikling og udviklingen i den effektive D-mark kurs.

Østlige delstater

Væksten i de østlige delstater er nu bredere funderet. Industriproduktionen begyndte således for første gang siden genforeningen at vokse i 1993. Produktionen var tidligere hovedsageligt koncen-

treret i sektorer, der producerer til offentlige investeringsformål, men nu er der ogsa fremgang i kemi-, elektronik- og tekstilproduktionen. Der er dog fortsat ikke tale om en selvbåren vækst, idet overforslerne fra de vestlige delstater svarer til ca. 45 pct. af BNP i de ostlige delstater. Det ventes, at investeringerne - herunder investeringer i infrastruktur - fortsat vil give et betydeligt bidrag til væksten i omradet.

Der er store problemer med konkurrenceevnen i de ostlige delstater. Enhedslonomkostningerne vurderes nu at ligge ca. 44 pct. over niveauet i de vestlige delstater, som i forvejen har enhedslonomkostninger, der er blandt de hojeste i verden.

Finanspolitikken strammes yderligere

I 1994 blev finanspolitikken strammet svarende til ca. 0.8 pct. af BNP ved en reduktion af en række transfereringer, bl.a. arbejdsloshedsunderstottelsen og forhojelser af momsen og benzin- og diselolieafgifterne. I 1995 strammes finanspolitikken yderligere svarende til ca. 0.7 pct. af BNP, idet person- og selskabsskatterne forhojes.

Pengepolitik strammes pa længere sigt

Der er foretaget successive lempelser af pengepolitikken siden midten af 1992, men forst fra starten af 1994 er den korte rente blevet lavere end den lange. Væksten i pengemængden (M3), der er en af Bundesbanks vigtigste pengepolitiske målvariabler, er aftaget, men ligger dog fortsat over målzonen pa 4-6 pct. Inflationstakten ligger pa 3 pct., hvilket ogsa er over Bundesbanks malsætning pa 2 pct. Da konjunkturen samtidigt er vendt, ventes pa længere sigt en vis stramning af pengepolitikken i Tyskland.

Storbritannien: Opgangen bredt funderet...

...men væksten aftager i fremskrivningen

I Storbritannien vendte konjunkturen i 1993 som folge af ændringerne i penge- og valutakurspolitikken, der blev foretaget, efter at landet forlod ERM-samarbejdet i september 1992. Konjunkturopgangen blev bredere funderet i lobet af 1994, hvor der var tiltagende eksportvækst især til lande uden for Europa, bl.a. USA. Væksten ventes at aftage lidt fra 3¼ pct. i 1994 til 3 pct. og 2½ pct. i henholdsvis 1995 og 1996.

Den aftagende vækst skal ses i lyset af, at forbedringen af konkurrenceevnen i forbindelse med nedskrivningen af pundet langsomt aftager. Det skyldes forventninger om en lidt hojere pris- og lonstigningstakt, og at pundet i fremskrivningen ventes at folge styrkelsen af dollaren. Dertil kommer virkningen pa den indenlandske eftersporgsel af stramningen af finanspolitikken og den forventede fortsat strammere pengepolitik. Stramningen af skatte- og udgiftspolitikken svarer til 1.9 pct. af BNP i finansaret

1994/95 og yderligere ca. 0.5 pct. af BNP i hvert af de folgende 2 ar.

Stramning af pengepolitikken

Pengepolitikken blev overraskende strammet allerede i september. pa et tidspunkt hvor der endnu ikke var synlige tegn pa tiltagende inflation. Inflationen er overraskende lav set i lyset af nedskrivningen af pundet i 1992. OECD vurderer, at det sandsynligvis skyldes en foroget lonfleksibilitet pa det engelske arbejdsmarked i lobet af 1980'erne, en oget konkurrence pa varemarkedet og en betydelig ledig kapacitet i kolvandet pa den dybe recession i slutning af 1980'erne og starten af 1990'erne, jf. *OECD Economic Surveys, United Kingdom, 1994.*

Sverige: Konjunkturen vendt

I Sverige vendte konjunkturen i slutningen af 1993, og BNP-væksten blev positiv for forste gang siden 1990. Udviklingen i den svenske okonomi har i 1992 og 1993 været kendetegnet ved en tiltagende eksportvækst og et fald i den indenlandske eftersporgsel. Men fra 1994 er den indenlandske eftersporgsel ogsa begyndt at tiltage. Det skyldes forst og fremmest stigende private investeringer, og at faldet i det private forbrug er ophort. Det ventes, at opsvinget vil fortsætte i de kommende ar med tiltagende bidrag fra den indenlandske eftersporgsel.

Stramning af finanspolitikken

Statens budgetunderskud svarer i 1994 til omkring 14 pct. af BNP, hvoraf over halvdelen vurderes at være af strukturel karakter. Der er ved vurderingen af vækstudsigterne for svensk okonomi taget udgangspunkt i, at finanspolitikken strammes svarende til de planer, den svenske regering fremlagde primo november 1994. De fremlagte forslag vil i lobet af 1995-1997 betyde en stramning af finanspolitikken svarende til ca. 4 pct. af BNP. Godt halvdelen af stramningen omfatter skatteforhojelser, bl.a. i form af forhojelser af indkomst- og ejendomsskatter, og knap halvdelen vedrorer besparelser. Besparelserne rammer bl.a. indkomstoverforslerne f.eks. i form af nedsat pristalsregulering og udgifter til forsvaret og ulandshjælpen. Derudover er det annonceret, at der i januar 1995 vil blive fremlagt forslag til yderligere stramninger af finanspolitikken pa godt 1 pct. af BNP.

Rente- og valutakursudvikling

De betydelige strukturelle problemer i svensk okonomi, der bl.a. er kommet til udtryk ved det store underskud pa de offentlige finanser, har faet den lange svenske rente til at stige mere end renten i de ovrige europæiske lande. Denne overrente kan forklares med, at Sverige tidligere flere gange har anvendt valutakurspolitikken som instrument til at afbode ubalancer i okonomien.

Norge: Kraftig konjunkturopgang

Norge er inde i en kraftig konjunkturopgang, der startede i midten af 1993. Opsvinget er forst og fremmest drevet af den indenlandske eftersporgsel, hvor især privatforbruget spiller en betydelig rolle. Men også den traditionelle eksport er steget, hvilket delvis må tilskrives nedskrivningen af den norske krone. Væksten ventes at fortsætte i fremskrivningsperioden, men dog i et mere afdæmpet tempo. Stigningen i det private forbrug ventes således at aftage, da en del af den aktuelle udvikling i forbruget kan tilskrives udskiftning af varige forbrugsgoder. Finanspolitikken er i 1994 strammet svarende til ca. 0.5 pct. af BNP. Det offentlige budgetunderskud er på knap 3 pct. af BNP.

Frankrig: Indenlandsk opsving

Konjunkturen i Frankrig vendte i 2. halvdel af 1993, og i 1. halvdel af 1994 var væksten kraftigt stigende som følge af en tiltagende forbrugs- og investeringsvækst samt lageropbygning. Det forventes, at væksten i den indenlandske eftersporgsel vil fortsætte i fremskrivningsperioden, men også eksporten vil tiltage i takt med en forbedret vækst på eksportmarkederne. Samlet ventes nettoeksporten dog at bidrage negativt til BNP-væksten.

Finanspolitikken strammes

Budgetunderskuddet svarede til knap 6 pct. af BNP i 1993, og finanspolitikken blev derfor strammet i 1994 med det mål at få det offentlige budgetunderskud nedbragt til 2,5 pct. i 1997. Finansloven ventes i 1995 strammet svarende til en nedbringelse af det offentlige budgetunderskud med omkring 0,5 pct.point. Den franske pengepolitik folger udviklingen i den tyske og er siden starten af 1994 blevet lempet i takt med denne. Den lange franske rente er som det internationale renteniveau steget siden årskiftet, og samtidig er rentespændet i forhold den tyske rente udvidet til ca. 0,5 pct.point. Det er dog en mindre udvidelse af rentespændet end for en række andre europæiske lande.

Holland: Moderat opsving

De senere års europæiske lavkonjunktur har ikke ramt Holland så hårdt som andre lande. Det skyldes bl.a., at den hollandske eksport på grund af varesammensætningen ikke er så konjunkturfolsom. Det internationale konjunkturopsving ventes derfor også at få mindre betydning for væksten i Holland, og denne vil derfor blive svagere end i andre europæiske lande. Der har dog fra starten af året været en tiltagende vækst i okonomien drevet af eksporten og det private forbrug. Denne fremgang ventes at fortsætte.

Den hollandske pengepolitik har siden slutningen af 1980'erne været tilrettelagt, således at valutakursen i forhold til D-mark har været stabil, hvilket den ventes fortsat at være. Holland var det

eneste land i ERM-samarbejdet, der ikke fik valutariske problemer i forbindelse med valutakrisen i august 1993. Rentespændet i forhold til den tyske rente har ogsa efter valutauroen været 0 eller svagt negativt.

Strukturproblemer pa trods af makroøkonomisk stabilitet

Holland er - målt pa en række makrookonomiske storrelser - et af de mest stabile lande i OECD-området. Betalingsbalanceoverskuddet er stort og stabilt, det offentlige budgetunderskud er begrænset, inflationen er lav, og renteniveauet er pa linie med det tyske. I 1980'erne var væksten i Holland imidlertid kun godt 1 pct. arligt, mens væksten for EU-lande under ét var pa knap 2 pct. OECD fremhæver, at dette vækstproblem bl.a. skyldes, at antallet af modtagere af overforselsindkomster og antallet af erhvervsaktive er næsten lige store, og deltidsfrekvensen er pa ca. 35 pct., jf. *OECD Economic Surveys, Netherlands, 1994*. Det anfores, at en af forklaringerne pa den betydelige vækst i transfereringerne er, at ydelserne administreres decentralt af arbejdsmarkedsparterne uden offentlig kontrol, mens finansieringen er centralt fastsatte ensartede sociale bidrag. En anden forklaring er ifolge OECD hoje lovfastsatte minimumslonninger samt forholdsvis restriktive ansættelses- og afskedigelsesregler.

I.3 Konjunkturbeskrivelse for lande uden for OECD-området

Udviklingen i Østeuropa vendt

En række central- og osteuropæiske lande ser ud til at have passeret det okonomiske lavpunkt, der opstod i den indledende fase af reformprocessen. Der er således udsigt til positiv realvækst i bade Ungarn og Tjekkiet i 1994 og 1995, mens Polen har haft positiv vækst siden 1992. Disse 3 lande har således forholdvis hurtigt fået vendt den okonomiske udvikling og overraskende hurtigt tilpasset sig sammenbruddet i det tidligere handelssamarbejde i COMECON. Handlen med Rusland har stadig betydning for disse lande, men storstedelen af udenrigshandlen er nu vendt mod EU. Den tiltagende vækst i EU ventes derfor at forstærke væksten i disse centraleuropæiske lande.

Rusland: Fortsat store problemer

Rusland befinder sig i en helt anden situation. Utilstrækkelig makrookonomisk stabilisering og fare for hyperinflation betyder fortsat produktionsfald. Den okonomiske vækst ventes at være negativ i bade 1994 og 1995.

Ingen styr pa penge- og finanspolitik

De seneste års tendens til hyperinflation og den kraftige deprecieering af rublen skyldes helt overvejende den monetære finan-

siering af de store og voksende offentlige budgetunderskud. Problemerne med de offentlige finanser er opstået. fordi den russiske regering ikke har fået erstattet de tidligere indtægter fra virksomhedernes overskud med andre skattekilder. Samtidig betyder manglen på et nationalt kapitalmarked. at budgetunderskuddet ma finansieres via seddelpressen. Øget brug af parallelvalutaer - forst og fremmest dollar og D-mark - forstærker disse problemer. idet myndighederne får mindre kontrol med udviklingen i den samlede likviditet. og de mister indtægter fra udstedelsen af egne sedler og monter ("seigniorage"-indtægter).

Asien:
Stærkeste vækst

Asien er det område i verden. der i de sidste 20 år har haft den stærkeste vækst. I 1993 steg BNP i dette område med 8½ pct.: et vækstniveau der ventes at fortsætte i resten af 1990'erne. Regionen har et højt investeringsniveau i industrisektoren. hvilket finansieres ved savel hoj indenlandsk opsparing som stor kapitalimport.

Kina:
Højest vækst og overophedning

Kina er det land. der har den hojeste vækst i Asien. Siden 1978 er der gennemfort okonomiske reformer for at styrke den okonomiske udvikling. Reformerne har været eksperimenterende og karakteriseret ved ad-hoc losninger. hvor der lobende er foretaget tilpasninger. Som folge af denne strategi har perioder med meget hoje vækstrater og stigende inflationært pres været aflost af perioder med nedsat reformtempo for at imodegå det inflationære pres. I lobet af 1993 blev det klart. at den kinesiske okonomi var inde i en periode præget af overophedning med en BNP-vækst på godt 13 pct. og en tiltagende inflation. der nåede op på knap 20 pct. som årsgennemsnit. I januar 1994 blev der indfort en finansreform. der bl.a. indebar en momslignende skat for at imodegå overophedningen. Men inflationstakten er fortsat med at stige og naede i september 1994 op på godt 27 pct. p.a.. mens væksten kun er aftaget med ca. 2 pct.point. En hovedårsag til. at det ikke er lykkedes at imodega overophedningen af okonomien. er. at stigningen i budgetunderskuddet er blevet monetært finansieret. Stigningen i budgetunderskuddet skyldes bl.a. en forogelse i underskuddene i de statsejede virksomheder.

Sydasien:
Nu ogsa højere vækstrater

Landene i Sydasien er ogsa begyndt at fa tiltagende vækstrater. Iværksættelsen af omfattende reformprogrammer i flere lande - f.eks Indien. Pakistan og Bangladesh - betyder. at der ventes årlige vækstrater på 5-6 pct. Det samme gælder for flere lande i Indokina. som efter mange ar med krig og tilbagegang nu ser ud til at fa en mere positiv udvikling.

Afrika: Udviklingen i Europa smitter af

I de afrikanske lande er mulighederne for okonomisk vækst nært knyttet til udviklingen i industrilandene. Konjunkturudsigterne for de europæiske lande giver derfor grundlag for optimisme, nar det gælder eftersporgsel efter afrikanske varer. De ogede kaffepriser vil ogsa for de lande, der har en stor produktion af kaffe, betyde bedre udsigter pa kort sigt. Væksten i BNP ventes at blive 3-4½ pct. i gennemsnit i de nærmeste ar.

Varig vækst kræver makroøkonomisk stabilitet

Grundlaget for en varig forbedring af udviklingen i de afrikanske lande ligger dog i forste række i deres egen okonomiske politik. Et generelt problem er imidlertid, at mange afrikanske lande mangler politisk og makrookonomisk stabilitet.

Latinamerika: Positiv udvikling men store forskelle mellem landene

Latinamerika har haft en positiv okonomisk udvikling de senere ar, efter at de fra 1982, hvor gældskrisen startede i en række af disse lande, har været inde i en turbulent periode med meget begrænset vækst. I 1993 steg BNP med godt 3 pct. Der er dog store forskelle mellem landene, idet Argentina, Brasilien og Chile havde en vækst pa 5-6 pct. I Mexico stagnerede produktionen efter en kraftig vækst de foregaende ar. I Nicaragua og Venezuela faldt produktionen med over 1 pct. Det ventes, at væksten i Latinamerika de nærmeste ar vil ligge pa omkring 3 pct., men at den uensartede vækst i omradet vil forsætte.

Gældsproblemerne mindsket

Den positive udvikling i mange lande i Latinamerika skyldes bl.a. omlægning af deres gæld og rentefaldet i de industrialiserede lande indtil slutningen af 1993. Omkostningerne ved gælden som andel af eksporten er dermed faldet. Stigningen i ravarepriserne ventes at bidrage positivt til udviklingen i Latinamerika i de nærmeste ar.

Vellykkede strukturreformer

I flere lande i Latinamerika er der gennemfort en vellykket stabiliseringspolitik, der har nedbragt budgetunderskuddet og inflationstakten. Samtidig er der gennemfort strukturreformer med det sigte at åbne okonomierne og oge konkurrencen, hvilket har forbedret udsigterne for den langsigtede stabilitet og vækst. Den positive udvikling i Latinamerika har medfort en betydelig vækst i kapitalimporten, både i form af tilbagevenden af tidligere kapitaleksport og i form af ny kapital fra industrilandene.

I.4 Hvorfor er renten steget i år?

Renten steg i mange lande

Den lange rente er steget betragteligt i de fleste lande siden begyndelsen af 1994. Samtidig har inflationstakten i de fleste lande været enten aftagende eller uændret, således at også realrenten målt i forhold til den aktuelle inflationstakt er steget mærkbart.

Stigende rente i USA pga. kraftig vækst...

I USA begyndte renterne allerede at stige fra oktober 1993. På det tidspunkt var den lange rente nede på det laveste niveau siden starten af 1970'erne. Stigningen i renten skyldes uden tvivl, at der i efteråret 1993 og foråret 1994 var en kraftigere økonomisk vækst end ventet. Stigningen i de korte og lange renter forløb forholdsvis parallelt. Det er normalt, at både den korte og lange rente stiger og falder under henholdsvis en kraftig konjunkturopgang og nedgang, dog således at den af centralbanken fastlagte korte rente - som det væsentligste pengepolitiske styringsmiddel - varierer mere end den lange markedsbestemte rente, jf. figur I.2. Set i forhold til 1970'erne er niveauet for realrenten højt, men realrenten i USA er fortsat under niveauet i 1980'erne. Stigningen i renteniveauet i 1980'erne skal ses i sammenhæng med de store budgetunderskud og den stramme pengepolitik i USA.

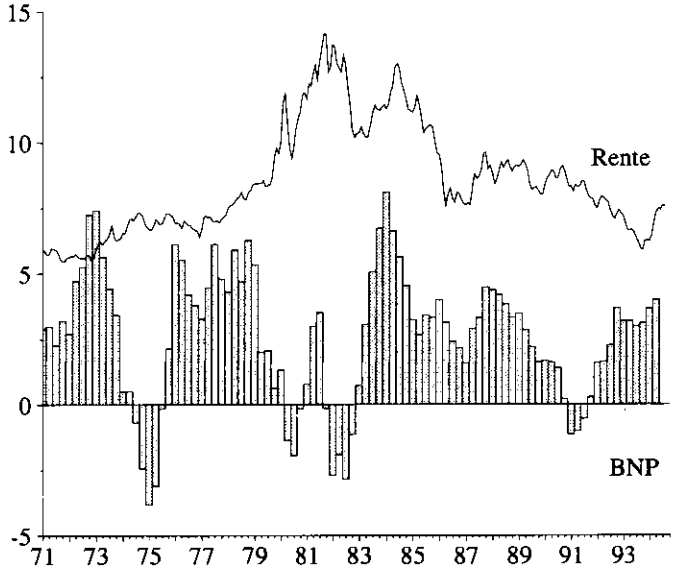
...men realrenten lavere end i 1980'erne

En kraftig vækst kan betyde, at både den faktiske og forventede eftersporgsel efter kapital stiger, og at opsparingen ikke i tilstrækkeligt omfang følger med op, hvilket betyder, at realrenten - alt andet lige - vil stige.

Inflationsforventningerne øget i USA

Der er, som omtalt i afsnit I.2, endnu kun observeret svagt stigende inflation i USA, men industriens kapacitetsudnyttelse er steget til et højt niveau, og arbejdsløsheden er faldet og vurderes nu i USA at ligge på det strukturelle niveau. Råvarepriserne er samtidig steget betydeligt. Disse faktorer har utvivlsomt medført en forøget inflationsfrygt. Forventninger om en forøget inflationstakt får primært den lange rente til at stige.

Figur I.2 BNP-vækstraten og den lange rente i USA, pct.



Anm.: Den lange amerikanske rente er angivet som en sammensat rentesats for statsobligationer med mere end 10 års lobetid.

Kilde: OECD, 1994, *Main Economic Indicators*, Paris og OECD, 1994, *Quarterly National Account*, Paris.

Strammere pengepolitik bidrog til højere lang rente

Den amerikanske centralbank iværksatte stramninger af pengepolitikken fra starten af året for at bremse en uonsket stærkere vækst i økonomien. Samtidig annoncerede centralbanken, at den korte rente i en periode succesivt ville blive sat op. Forventninger om en strammere pengepolitik og dermed højere korte renter får normalt den lange rente til at stige. Dette blev forstærket af, at investorerne samtidigt opfattede rentestigningen som et tegn på, at der kunne ventes en højere fremtidig inflation. Samlet fik det den lange rente til at stige. Rentestigningerne må indikere, at forventningerne til den afdæmpende virkning af den strammere pengepolitik på væksten og den fremtidige inflation har være behersket.

Stigende efterspørgsel efter kapital i verden

Samlet set har renteudviklingen i USA ikke været overraskende. En medvirkende årsag til den stigende internationale rente er ogsa, at mange udviklingslande har en høj økonomisk vækst, og

at en betydelig investeringsefterspørgsel og faldende opsparing har øget det samlede betalingsbalanceunderskud for disse lande med ca. 40 pct. fra 1992 til 1993. I det omfang den stigende rente er udtryk for en øget eftersporgsel efter realkapital, kan resultatet på længere sigt blive en samlet større vækst, der opvejer de negative konsekvenser, der på kortere sigt er af en stigende rente.

Rentestigningen i Europa kom overraskende

I lyset af den mere afdæmpede konjunkturopgang i Europa kom stigningen i den lange rente her derimod som en overraskelse. Det er sandsynligt, at denne rentestigning både skyldes en overvæltning fra udviklingen i den amerikanske rente og selvstændige europæiske forhold, da der ikke samtidig var en modgående udvikling i dollar og D-mark, der styrkede dollaren.

Stort amerikansk kapitalmarked og betydelig integration

Både storrelsen af det amerikanske kapitalmarked og den betydelige integration af verdens finansmarkeder betyder, at der er en afsmitning fra den amerikanske renteudvikling til renteudviklingen på de internationale finansmarkeder. Eksempelvis er næsten halvdelen af verdens udestående obligationsbeholdning nomineret i amerikanske dollar. Samtidig har den omfattende integration af verdens finansmarkeder i løbet af 1980'erne og 1990'erne, som bl.a. skyldes de finansielle liberaliseringer og dereguleringer samt reduktion af transaktionsomkostningerne, også betydet, at ændringer på ét finansielt marked hurtigt transmitteres til andre markeder. Udviklingen i de senere år har været karakteriseret ved en stærk vækst i aktiviteten på valutamarkederne og en betydelig vækst i bruttokapitalstrømmene mellem landene. Derfor har de fleste OECD-lande fået en stigning i både bruttofordringer og bruttogæld over for udlandet opgjort som andel af BNP. Dertil kommer, at virkningen af de forøgede bruttostrømme er blevet forstærket betragteligt, fordi der er sket en mangedobling af omsætningshastigheden på de internationale kapitalmarkeder. Desuden har fremkomsten af nye finansielle instrumenter, som f.eks. futures og optioner, betydet, at nogle aktørers betydning bliver væsentligt større, end omfanget af deres egenkapital skulle tilsige. Disse aktører bliver også meget følsomme over for kursfald og kan derfor blive tvunget til at sælge værdipapirer alene for at dække kurstab, hvilket bidrager til yderligere kursfald.

De lange renter følges ad

I de senere år er sammenhængen mellem renten på lange amerikanske fordringer og afkastet på andre landes lange fordringer således blevet styrket, og de lange renter har ligget tæt op ad hinanden. En sådan øget parallelitet afspejler - ud over den nævnte integration af kapitalmarkederne - en mere ensartet udvikling i landenes inflationstakter.

Renten i Tyskland

I modsætning til USA er den korte rente i Tyskland og en række europæiske lande faldet, jf. figur I.3. Isoleret set vil en sådan udvikling tilsige en styrkelse af dollaren i forhold til D-marken. Dette er imidlertid ikke sket. Tværtimod er der i løbet af 1994 sket en svækkelse af dollar i forhold til D-mark.

Udviklingen i D-mark

Dollaren er således kommet ned på et meget lavt niveau i forhold til D-marken og er set i forhold til mål for købekraftsparitet klart undervurderet. Dette trækker i retning af, at D-mark på sigt vil blive svækket i forhold til dollar. En forventet svækkelse af en valuta vil - alt andet lige - få den lange rente til at stige. Kombinationen af en undervurderet dollar og stigende rente i USA kan have medvirket til stigningen i den lange tyske rente.

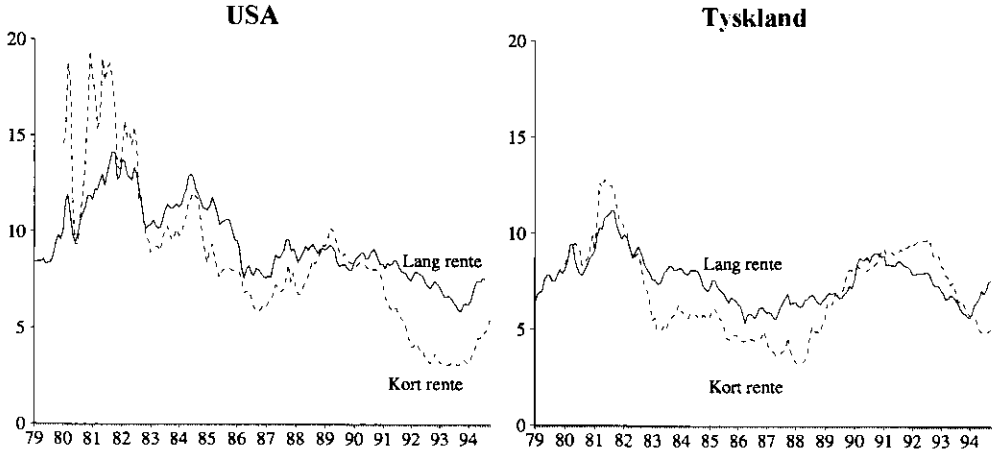
Kraftigere vækst i Tyskland

Omsvinget i den tyske økonomi er som omtalt i afsnit I.2 kommet tidligere og kraftigere, end de fleste forventede i foråret. Det er derfor tænkeligt, at Bundesbank i overensstemmelse med en sådan ændret vurdering af udviklingen vil undlade at lempe pengepolitikken yderligere og muligvis stramme pengepolitikken på et tidligere tidspunkt. Den højere lange rente er derfor formentlig også et udtryk for en ændret vurdering af Bundesbanks fremtidige pengepolitik.

Forventningsskift og rentestruktur

Betydningen af forventningerne for udviklingen i den korte rente og den faktiske udvikling i den lange rente kom tydeligt frem i den tyske rentestrukturs udvikling i perioden 1991-93. I den periode lå den lange rente konsekvent under den korte rente, og det blev vurderet som uundgåeligt, at pengepolitikken ville blive lempet på et tidspunkt.

Figur I.3 Udviklingen i kort og lang rente, pct.



Anm.: De korte renter er 3-måneders Euro-indskud. Den lange tyske rente er angivet som renten for 10-årige statsobligationer. Den lange amerikanske rente er angivet som en sammensat rente for statsobligationer med mere end 10 års løbetid.

Kilde: OECD. 1994. *Main Economic Indicators*. Paris og oplysninger fra Nationalbanken.

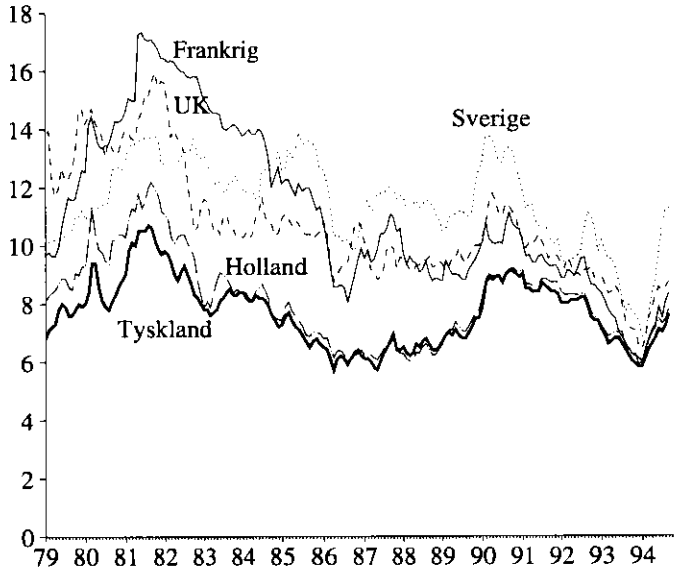
Rentestigningen i andre europæiske lande varierer...

Stigningen i de lange renter har ogsa gjort sig gældende for de andre europæiske lande, men storrelsen af rentestigningen har dog varieret mellem landene, jf. figur I.4. Storrelsen af rentestigningen afspejler bl.a. forventningerne til den okonomiske udvikling i de enkelte lande. Men udviklingen skal ogsa ses i sammenhæng med, at en række europæiske lande i 1992 opgav fastkurspolitikken.

...og afhænger af økonomiske problemer

Renteudviklingen i de enkelte europæiske lande afhænger af vækstudsigterne, pengepolitikkens indretning, graden af troværdighed i inflationsbekæmpelsen og omfanget af de strukturelle problemer. Lande som Sverige, Finland og Italien, som har store okonomiske problemer, har haft relativt store rentestigninger, hvorimod renten i Holland har fulgt udviklingen i den tyske rente ret tæt.

Figur I.4 Lange renter i udvalgte europæiske lande, pct.



Anm.: Den lange tyske rente er angivet som renten for statsobligationer med en lobetid på 7-15 år. Den lange svenske rente er angivet som renten for statsobligationer med en lobetid på 10 år. Den lange hollandske rente er angivet som renten for de 5 statsobligationsserier med længst lobetid. Den lange rente for UK er angivet som renten for statsobligationer med en lobetid på 20 år. Den lange franske er angivet som renten for obligationer udstedt af den offentlige og halvoffentlige sektor.

Kilde: Danmarks Statistik.1994, *DSTB* og egne beregninger.

Spekulation i renteændringer

Den hurtige vending fra rentefald til rentestigninger synes at afspejle en vis overreaktion på de finansielle markeder. Dette skal ses på baggrund af dels den øgede usikkerhed som følge af ændringer i det valutariske samarbejde og dels de vanskeligheder, der altid knytter sig til at forudse vendinger i renteudviklingen.

I løbet af efteråret 1993 blev der formentligt i voksende omfang investeret spekulativt i forventninger om en ændring i rentestrukturen. Investeringsstategien var baseret på en forventning om, at den korte rente, der på det tidspunkt lå over den lange rente, ville falde, og at den lange rente kun delvist ville følge med. Et sådant skift i rentestrukturen betyder, at arbitrage bliver profitabelt. Investeringsstrategien var i den henseende fuldstændig rationel.

Siden februar 1994 har nogle investorer trukket sig ud af markedet, således at renten kan være blevet højere, end den på længere sigt vil være. Det sidste understøttes af, at den lange amerikanske rente kun har ligget marginalt over den lange tyske rente på trods af, at den forventede vækst og inflationsudvikling hidtil har været mere afdæmpet i Tyskland.

Sammenfatning

Stigningen i de lange renter i Europa kom overraskende, hvilket dog skal ses i sammenhæng med, at den europæiske konjunktursituation er mere positiv end vurderet i foråret. Der er også andre elementer i forklaringen på stigningen i den internationale lange rente i 1994; bl.a. har ændrede forventninger til inflationsudviklingen i USA og stramninger af den amerikanske pengepolitik medvirket til stigningen.

KAPITEL II

DEN INDENLANDSKE KONJUNKTUR

II.1 Oversigt

Det private forbrug skaber vækst

Et stærkt stigende privat forbrug i 1994 er hovedårsagen til konjunkturopsvinget i Danmark. Eksporten og investeringerne stiger også betydeligt, og der ventes pæn vækst i alle tre komponenter prognoseperioden ud, hvorimod væksten i den offentlige sektor forudsættes at blive lav. Den stigende eftersporgsel har resulteret i en meget kraftig vækst i importen, som ventes at fortsætte. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster skønnes at blive formindsket i prognoseperioden.

Fremgangen i den indenlandske eftersporgsel skyldes stigende disponible indkomster bl.a. i kraft af den finanspolitiske lempelse. Desuden har mange boligejere med fordel omlagt belåningen af deres bolig. En stigning i den lange rente i løbet af 1994 har dog formodentlig dæmpet den indenlandske eftersporgsel.

Opsvingets holdbarhed?

Ledigheden er fortsat på et højt niveau og reduceres kun langsomt, hvorfor det i prognosen forudsættes, at fremgangen i beskæftigelsen ikke fører til væsentligt højere pris- og lønstigninger. Der kan dog ikke helt ses bort fra risikoen for, at fremgangen i beskæftigelsen bliver bremset igen af stigende løninflation. Omvendt kan der også være en risiko for, at den indenlandske vækst bliver lavere end i prognosen.

3-4 pct. vækst i prognoseperioden

Væksten i produktionen bliver på godt 4 pct. i 1994 og forventes at blive på 3-3.5 pct. i 1995 og 1996, jf. tabel II.1. Den private eftersporgsel vurderes at stige med 7 pct. i 1994 og omkring 5 pct. i 1995 og 1996. Konjunkturvurderingen bygger endvidere på den vigtige forudsætning, at det offentlige forbrug er uændret i 1994 og kun vokser 1,5-2,0 pct. i de følgende år.

Kapitlet er færdigredigeret den 28. november 1994.

Tabel II.1 Hovedposter på forsyningsbalancen, 1993-96

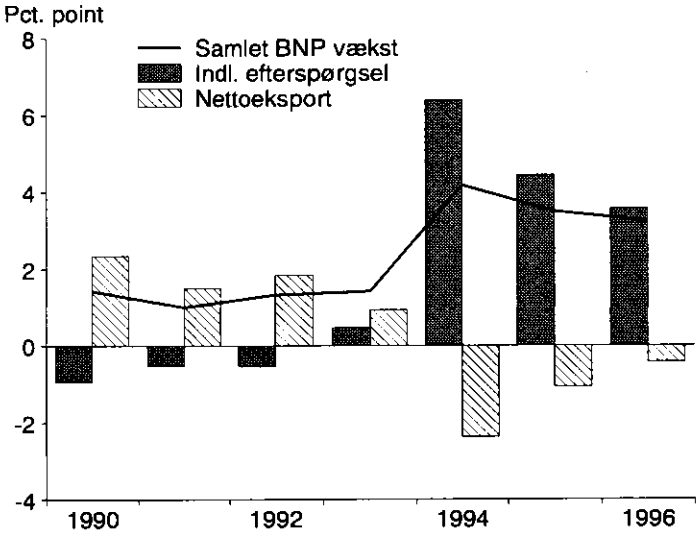
	Arets priser				Mængdestigning			
	1993	1994	1995	1996	1993	1994	1995	1996
	---------- mia. kr. ----------				---------- pct. ----------			
Privat forbrug	462.0	503.0	544.9	586.9	2.7	7.0	5.5	4.6
Boliginvesteringer	26.1	28.8	30.3	31.9	-1.3	8.6	3.0	3.0
Private investeringer	83.8	92.7	102.4	111.5	-3.1	8.9	8.4	6.4
Offentligt forbrug[a]	231.6	235.9	246.0	255.8	3.9	0.0	2.0	1.4
Offentlige investeringer	19.2	20.8	19.7	20.3	3.0	5.0	-7.0	1.0
Lager- og besætningsændringer[b]	-10.0	0.8	3.9	4.0	-1.6	1.8	0.3	0.0
Indenlandsk eftersporgsel i alt	812.7	882.0	947.1	1010.4	0.5	7.4	4.9	3.9
Eksport i alt	314.9	335.3	357.9	381.9	-1.4	4.1	4.2	4.4
Vareeksport (fob)[c]	250.0	264.5	281.2	297.4	0.8	4.4	4.2	4.1
heraf industri ekskl. skibe og fly	155.0	169.1	182.5	198.7	1.2	7.5	6.0	6.8
heraf landbrug og konserves[d]	77.3	78.4	79.6	79.6	3.1	0.5	1.0	0.5
Tjenesteeksport	64.9	70.8	76.7	84.4	-8.5	3.2	4.6	5.6
Samlet eftersporgsel	1127.6	1217.3	1304.9	1392.3	-0.1	6.3	4.7	4.1
Import i alt	238.2	272.8	301.8	329.9	-4.2	12.3	7.9	6.2
Vareimport (cif)	193.4	222.8	246.2	268.6	-3.7	13.0	8.0	6.3
heraf energiimport	10.8	10.5	12.5	13.8	-11.6	5.4	13.7	6.2
Tjenesteimport	44.8	50.1	55.6	61.3	-7.0	8.3	7.5	5.5
Bruttonationalprodukt[e]	889.3	944.5	1003.2	1062.4	1.4	4.2	3.5	3.2
Nettoafgifter[e]	126.9	141.6	156.5	171.2	4.3	7.0	5.5	4.6
Bruttofaktorindkomst	762.4	802.9	846.7	891.2	1.0	3.7	3.1	3.0

a) Timeforbruget er anvendt som mål for arbejdskraftanvendelsen i den offentlige sektor.
b) Realstigning i "Lager og besætningsændringer" er målt i faste priser i forhold til BNP det foregående år.
c) Inkl. eksportstotte fra FEOGA.
d) Definitionerne afviger fra Danmarks Statistiks nationalregnskab, hvor FEOGA-eksportstotten modregnes under posten nettoafgifter. I nærværende opstilling er FEOGA-eksportstotten indregnet i eksportværdien af landbrugs-varer. De her anførte tal for bruttonationalprodukt og nettoafgifter er derfor tilsvarende højere end tallene i det officielle nationalregnskab. Der er derimod overensstemmelse for så vidt angår bruttofaktorindkomsten.

Anm.: Tabellens tal er afrundede, hvorfor sammenregning kan udvise små differencer. Eksportgruppen "industrivarer" omfatter de varer, som i udenrigshandlen opgøres under SITC-kapitlerne 5-9, ekskl. skibe og fly, mens "landbrugsvarer og konserves" omfatter varer opgjort under SITC-kapitlerne 0-2 og 4.

Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

Figur II.1 Bidrag til væksten i bruttonationalproduktet fordelt på indenlandsk eftersporgsel og nettoeksport, 1990-96



Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

Højere import

Importen er steget som folge af den store eftersporgsel og ventes at ligge ca. 12 pct. hojere i 1994, men væksten i importen ventes derefter at aftage til henholdsvis 8 pct. og 6 pct. i 1995 og 1996. Eksporten ventes i hele prognoseperioden at stige med ca. 4 pct. om året, hvilket bl.a. skyldes storre vækst i vore aftagerlande. Samlet set reducerer nettoeksporten dog væksten i prognoseperioden, da importvæksten overstiger væksten i eksporten, jf. figur II.1.

Beskæftigelsen falder i 1994...

Beskæftigelsen vurderes at falde med ca. 5.000 personer i 1994 på trods af den høje vækst. Det skyldes et fald i den offentlige beskæftigelse på omkring 7.000 personer. bl.a. som følge af problemer ved implementeringen af den nye struktur i aktiveringsindsatsen for ledige. Aktiveringsindsatsen i den offentlige sektor ventes at blive forbedret og antages at slå igennem på beskæftigelsen i 1995 og 1996. Samtidig ventes stigningen i produktiviteten i den private sektor at vende tilbage til et mere normalt leje omkring 2-3 pct. Beskæftigelsen forudses derfor at stige med omtrent 50.000 personer i 1995 og knap 25.000 personer i 1996.

...men stiger i 1995 og 1996

Mange på orlov

Antallet af personer på orlov er steget drastisk til ca. 50.000 fuldtidspersoner i 1994. Tallet vurderes at stige til ca. 65.000 i 1995 på grundlag af de allerede givne tilsagn om orlov, men falder til ca. 40.000 i 1996.

Arbejdsstyrken

Arbejdsstyrken falder lidt i 1994, men der ventes en nettotilgang i 1995 og 1996 bl.a. som følge af en ændret sammensætning af befolkningen i den arbejdsduelige alder.

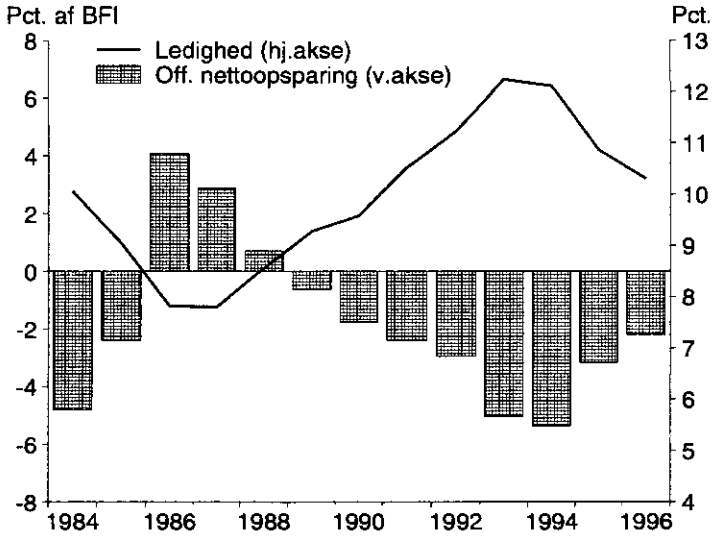
Ledigheden falder

Gennemsnittet for ledigheden i 1994 vil blive næsten uændret i forhold til 1993, men skønnes at falde til ca. 310.000 personer i 1995 og til 295.000 personer i 1996 i kraft af den forøgede beskæftigelse.

Den offentlige opsparing er stadig negativ

Det offentlige opsparingsunderskud blev forøget i 1994 som følge af den ekspansive finanspolitik og vurderes at blive på ca. 5 pct af BFI. I kraft af de forbedrede konjunkturer reduceres underskuddet til godt 3 pct. og godt 2 pct. af BFI i henholdsvis 1995 og 1996. Underskuddet vendes således ikke til et overskud på trods af en kraftig vending i konjunkturerne, jf. figur II.2. For at få ligevægt på de offentlige finanser er det nødvendigt, at beskæftigelsen fortsat vokser i de kommende år, eller at finanspolitikken strammes.

Figur II.2 Den offentlige nettoopsparing og ledigheden, 1984-96



Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

Overskud på betalingsbalancen

Overskuddet på betalingsbalancens lobende poster reduceres til 25 mia. kr. i 1994 som folge af en kraftig vækst i importen. Overskuddet reduceres til ca. 21 mia. kr. i 1995 og 18 mia. kr. i 1996 i kraft af den fortsatte stigning i det private forbrug og i investeringerne.

Forbrugerpriserne stiger langsomt

Forbrugerpriserne er i den forlobne del af 1994 steget med knap 2 pct., hvoraf ca. 0,5 pct. kan henfores til afgiftsforhojelser. Det vurderes, at forbrugerpriserne vil stige med henholdsvis 2,7 og 3 pct. i 1995 og 1996, bl.a. som folge af fortsat stigende afgifter, lavere produktivitetsvækst, hojere lonstigningstakt og hojere vækst i priserne på importerede råvarer.

Fortsat balanceproblemer

De samlede balanceproblemer er fortsat uloste. Det kommer tydeligst til udtryk ved, at ledigheden forventes at være næsten 300.000 i 1996, og den offentlige nettoopsparing forventes fortsat at være negativ. Samtidig er overskuddet på betalingsbalancens lobende poster kraftigt reduceret i forhold til 1993. Der er således ikke udsigt til en reduktion af de samlede balanceproblemer i prognoseperioden.

Ændringer siden *Dansk økonomi, juni 1994*

Det private forbrug og dermed den indenlandske eftersporgsel er steget betydeligt hurtigere end ventet i *Dansk økonomi, juni 1994*. Den høje vækst antages at fortsætte i 1995 og 1996. Væksten i 1994 har derimod ikke tilsvarende ændret beskæftigelsen og ledigheden, der er højere end ventet. Importen og eksporten er steget betydeligt hurtigere end ventet bl.a. som følge af en større international vækst. Skønnet for betalingsbalancens løbende poster i 1994 er dog uændret.

Prognosegrundlaget

Den seneste version af SMEC-modellen er anvendt i forbindelse med udarbejdelsen af prognosen.[1] For de fleste variabler foreligger statistik for mindst første halvår af 1994, som er anvendt til brug for vurderingen af alle årsniveauer for 1994. For 1995 og 1996 svarer skønnet for det private forbrug til det modelberegnede, mens skønnet for de private investeringer er fastlagt uden for modellen. Importudviklingen indebærer en konstant vækst i importkvoten svarende til den historiske trend. Væksten i importen er lidt lavere end den modelberegnede. Der er ved skønnet over lønomkostningerne taget udgangspunkt i de seneste lønoplysninger samt de aftalte satsforhøjelser i indeværende overenskomstperiode. Arbejdsstyrkens størrelse og antallet af personer på orlov er anslået ud fra størrelsen af tilgangen i den forløbne del af 1994. Forudsætningerne om finanspolitikken for 1995 er baseret på det forlig, der er indgået mellem regeringen, Venstre og Det konservative Folkeparti i november 1994.

II.2 International vækst og konkurrenceevne

Eksportmarkeder i vækst

Den økonomiske aktivitet i Europa er i 1994 steget kraftigt, jf. kapitel I. BNP for aftagerne af dansk eksport er vokset med 2,5 pct. i 1994. Det forventes, at væksten fortsætter og bliver knap 3 pct. i 1995 og 1996. Lønomkostningerne ventes i 1994 at stige lidt langsommere i Danmark end i udlandet, mens der for de efterfølgende år antages en stort set parallel udvikling i lønomkostningerne. Samlet ventes det, at konkurrenceevnen forbedres med 2 pct. i perioden 1994-96, jf. tabel II.2.

1) Jf. SMEC - modeldokumentation og beregnede virkninger af økonomisk politik. Det økonomiske Råds sekretariat, 1994.

Tiltagende stigning i lønomkostningerne

Timelønsomkostningerne i Danmark stiger med knap 3 pct. i 1994. Lønomkostningerne ventes derefter at stige ca. 3,5 pct. i 1995 og 4 pct. i 1996. Skønnet for timelønsomkostningerne i 1995 er baseret på de allerede aftalte overenskomster, som indebærer, at mindstesatserne reguleres pr. 1. februar 1995. Desuden er både løn under sygdom og arbejdsgivernes pensionsbidrag forhøjet i 1994. De indirekte lønomkostninger forøges endvidere som følge af stigende præmier på arbejdsulykkesforsikringer. Hvis satsforhøjelsen pr. 1. februar 1995 slår fuldt igennem på alle lønsatser, indebærer lønskønnet for 1995, at de kommende overenskomstforhandlinger udløser stigninger i lønomkostningerne for kalenderåret 1995, der er mindre end 1 pct. Tiltagende lønstigninger i 1996 er baseret på, at ledigheden falder.

Der forudsættes lave overenskomsmæssige stigninger

Tabel II.2 Lønmæssig konkurrenceevne, 1993-96

	1993	1994	1995	1996
	----------	pct.	----------	
Stigning i lønomkostninger				
pr. time: Udland	3,5	3,2	3,8	4,2
Indland	2,4	2,8	3,5	4,0
Ændring i konkurrenceevne ved uændret valutakurs	1,1	0,4	0,3	0,2
Ændring i valutakurs[a]	-2,7	0,2	0,1	1,0
Ændring i konkurrenceevne	-1,6	0,6	0,4	1,2

a) Et negativt tal indebærer en stigning i kronens værdi i forhold til konkurrent- og aftagerlande (dobbeltvejede eksportvægte).

Anm.: Stigningen i lønomkostningerne er inkl. arbejdsgivernes bidrag til de nye arbejdsmarkedspensionsordninger. For 1996 er det antaget, at udbygningen af arbejdsmarkedspensionsordningerne fortsætter i samme takt som i de foregående år. I 1995 er også indregnet en stigning i præmierne på arbejdsulykkesforsikringer svarende til 0,2 pct. af lønomkostningerne.

Kilde: Swedish Employers Confederation, *Wages and total Labour Costs for Workers*, Stockholm og egne beregninger.

Udenlandske lønomkostninger stiger langsomt

Stigningerne i lonomkostningerne i udlandet forventes at forblive på et lavt niveau på trods af opsvinget. Selvom styrken af det internationale opsving er mindre end det indenlandske, ventes lonstigningerne i Danmark og i udlandet at udvikle sig parallelt i 1995 og 1996. Det skyldes bl.a., at ledigheden i Danmark er relativt høj.

Stabile valutakurser

Valutakurserne er fremskrevet på det nuværende niveau bortset fra dollar, pund og yen, der antages at stige i værdi. Den effektive kronekurs er dog på årsgennemsnit relativ stabil i 1994-95 og falder i 1996 med 1 pct.

II.3 Eksport

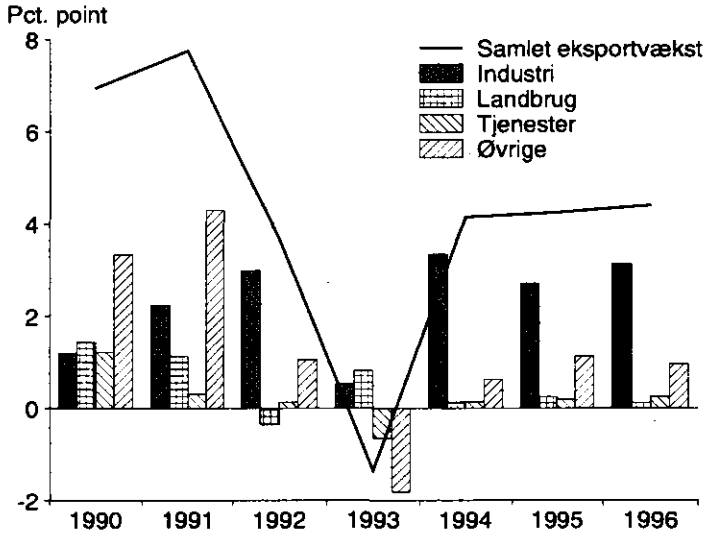
Eksporten stiger med 4 pct.

Den samlede eksport vurderes at stige med godt 4 pct. i såvel 1994 som i de kommende år. Baggrunden er først og fremmest, at der er udsigt til stabil vækst på langt de fleste internationale markeder for danske varer og tjenester. Industrieksporten vil stå for hovedparten af stigningen i eksporten i prognoseperioden, jf. figur II.3.

Industrieksporten op med 6-7 pct.

Industrieksporten steg kraftigt i 2. halvdel af 1993, og denne udvikling er fortsat ind i 1994. Den danske industrieksport er skønsmæssigt steget med 7.5 pct., hvilket er noget mere end aftagerlandenes import. Dette betyder, at industrien har vundet markedsandele, og aftagerlandenes import har haft en fordelagtig sammensætning set ud fra et dansk eksportsynspunkt. Den høje vækst i industrieksporten ventes at fortsætte i 1995 og 1996 med stigninger på henholdsvis ca. 6 pct. og knap 7 pct. Baggrunden er, at importen på vigtige nærmarkeder som Tyskland, Storbritanien og de nordiske lande forventes at være pænt stigende, samtidig med at konkurrenceevnen forudsættes at blive forbedret lidt.

Figur II.3 Erhvervenes bidrag til væksten i eksporten, 1990-96



Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *DSTB* og egne beregninger.

Tjenesteeksporten

Det internationale opsving ventes også at føre til en større afsætning for dansk sotransport og større indtægter fra udenlandske turisters forbrug i Danmark, da disse områder traditionelt er relativt konjunkturfølsomme. Væksten i tjenesteeksporten ventes derfor at stige fra godt 3 pct. i 1994 til knap 6 pct. i 1996. Landbrugets og fiskeriets eksport forudsættes kun at stige svagt, da såvel produktion som eksport i betydelig grad er styret af mængderestriktioner og eksporttilskud fra EU.

Små stigninger i eksportpriserne

Eksportpriserne forventes samlet set at stige med 2,0-2,5 pct. i perioden 1994 til 1996. Undtagelsen er tjenesteeksporten, hvor prisstigningerne er mellem 3,5 og knap 6 pct. om året. Desuden skønnes det, at priserne på landbrugseksporten vil være næsten uændrede som følge af omlægningen af landbrugsstøtten i EU.

II.4 Pris- og renteudviklingen

Forbrugerpriser stiger fortsat langsomt

Den kraftige stigning i det private forbrug har ikke ført til store stigninger i priserne. Forbrugerpriserne steg efter de foreløbige tal med knap 2 pct. i 1994, jf. tabel II.3.

Der er hidtil kun registreret højere prisstigninger for enkelte varer og tjenester som eksempelvis frugt og grønt, der er bestemt af sæson og vækstbetingelser. Udgifterne til leje af bolig er også steget med 3-3,5 pct. årligt. Denne post er siden 1987 generelt steget mere end forbrugerprisindekset, jf. figur II.4.

Højere produktivitet

En høj stigning i produktiviteten i de private byerhverv i 1994 bidrager også til at holde stigningstakten i priserne nede. Stigningen i produktiviteten forudsættes fra 1995 at vende tilbage til et niveau omkring 2-3 pct., hvilket bidrager til en svagt stigende inflation.

Råvarepriser

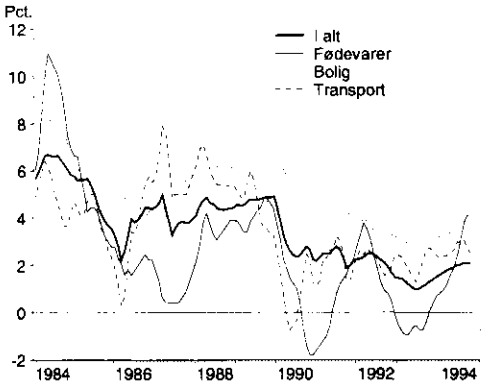
Der har hidtil ikke været væsentlige stigninger i engrospriserne, som indeholder en række råvarepriser, på trods af, at nogle af de internationale råvarepriser er steget kraftigt i løbet af 1994, jf. figur II.5. Det skyldes bl.a., at den danske import af rå- og hjælpestoffer har et betydeligt indhold af forarbejdede varer.

Tabel II.3 Væksten i centrale prisindeks, 1993-96

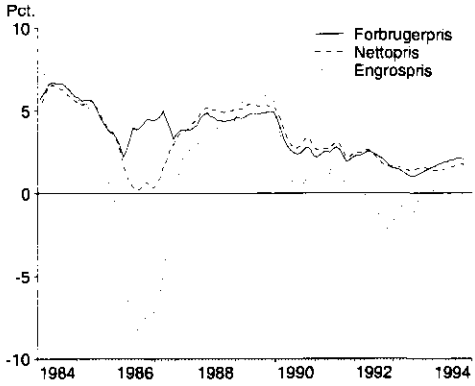
	1993	1994	1995	1996
	pct.			
Forbrugerpriser	1.7	1,8	2,7	3,0
BNP-deflator	1.8	1,9	2,6	2,6
Importpriser	-0.9	2,0	2,5	3,0
Eksportpriser	-1,3	2,2	2,4	2,2

Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

Figur II.4 Prisudviklingen for fødevarer, bolig og transport, 1984-94



Figur II.5 Udviklingen i forbruger-, netto- og engrospriser, 1984-94



Kilde: Danmarks Statistik. 1994. *DSTB*.

Forbrugerpriser stiger ogsa langsomt i 1995 og 1996

Forbrugerpriserne skonnes at stige med 2.7 pct. i 1995 og 3 pct. i 1996. Stigningerne kan henfores til stigende afgifter og importpriser samt hojere lonstigninger. Afgifterne forhojes ogsa i 1995 og 1996 svarende til godt 0.5 pct. pa forbrugerpriserne i begge ar.

Renten

Renten pa langfristede obligationer naede i begyndelsen af 1994 ned pa et niveau, som den ikke har været pa siden starten af 1960'erne. Senere er renten steget til mellem 9 og 10 pct. Ogsa renten pa lan i pengeinstitutter faldt omkring arsskiftet og er siden da forblevet pa et lavt niveau. Udviklingen i renten pa obligationer med savel kort som lang lobetid har i de senere ar været knyttet til udviklingen i tilsvarende tyske obligationer. Siden foraret er renteforskellen mellem tyske og danske obligationer dog steget fra under 0.5 pct.point til ca. 1.2-1.5 pct.point.

I fremskrivningen er der regnet med en vis stigning i de korte rentesatser som følge af en strammere tysk pengepolitik i takt med konjunkturopsvinget i Tyskland. De lange rentesatser forventes at forblive nogenlunde uændrede.

II.5 Offentlige indtægter og udgifter

Ekspansiv finanspolitik...

...med ændret sammensætning

Det offentlige opsparingsunderskud er i 1994 blevet forøget, og det samlede underskud vurderes at blive ca. 42 mia. kr., jf. tabel II.4. Det er den finanspolitiske lempelse, der er slået igennem på de offentlige finanser, men sammensætningen af lempelsen er en anden end forventet. Det offentlige forbrug er uændret, bl.a. fordi ændringen af aktiveringsindsatsen i 1994 har bevirket, at færre er blevet aktiveret. Det har medvirket til, at de offentlige transfereringer er blevet større end ventet, da ledigheden er forblevet høj. Samtidig er orlovsordningerne blevet anvendt mere end tidligere antaget. Derimod er de offentlige investeringer i 1993 og 1994 ikke steget så meget som forventet.

Det offentlige underskud reduceres

Det offentlige opsparingsunderskud ventes at blive formindsket i 1995 og 1996 som følge af den forbedrede konjunktursituation, der medfører lavere udgifter til arbejdsløshedsunderstøttelse samt et højere skatte- og afgiftsprovenu. Udgiften til transfereringer for personer på orlov vil derimod stige, ligesom aktiveringsudgifterne forøges. Endelig stiger renteudgifterne på den offentlige gæld i kraft af væksten i gælden. Underskuddet forventes at blive på ca. 25 mia. kr. i 1995 og ca. 20 mia. kr. i 1996.

Tabel II.4 Ændring i den offentlige sektors indtægter og udgifter 1993-96, mia. kr.

	1993	1994	1995	1996
	Niveau	------	Ændring	------
Direkte skatter	268.0	22.1	17.1	7.1
Sekskabsskat	20.1	-2.7	3.5	2.6
Realrenteafgift	13.6	2.9	-0.4	1.0
Afgifter m.m.	137.9	16.9	12.8	12.7
Indtægter i alt	439.6	39.2	33.0	23.4
Indkomstoverforsler	178.9	29.0	3.0	3.5
Renter. m.m.	37.6	7.1	7.3	2.1
Off. ansatte	164.1	1.5	7.7	7.3
Varer og tjenester	59.1	2.5	2.0	2.0
Off. investeringer	19.2	1.6	-1.1	0.6
Overforsler i ovrigt	19.2	1.1	-1.4	0.4
Udgifter i alt	478.1	42.7	17.6	15.9
	----------	Niveau	----------	
Nettoopsparing	-38.5	-42.0	-26.6	-19.1
Nettoopsparing i pct. af BFI	-5.0	-5.2	-3.1	-2.1

Anm.: Tabellens tal er afrundede, hvorfor sammenregning kan udvise små differencer.

Kilde: Danmarks Statistik. 1994, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

Skattereformen

Gennemforelsen af skattereformen foroger den offentlige sektors nettounderskud i 1994 og 1995. Korrigeret for bruttoficering falder det direkte skattetryk som folge af omlægningen fra direkte skatter til indirekte skatter i form af bl.a. miljoafgifter. Derfor stiger det indirekte skattetryk, jf. bilagstabel II.4

Stigende indirekte afgifter

Det offentliges indtægter stiger også som folge af det stigende private forbrug. Dette betyder bl.a. et stigende momsprovenu og stærkt stigende registreringsafgiften.

Offentligt forbrug er uændret i 1994...

Det offentlige forbrug er uændret. da den offentlige beskæftigelse efter de foreliggende oplysninger er faldet i 1994. Dette skyldes i hoj grad den forsinkede gennemforelse af den nye aktiveringsindsats. som tidligst synes at kunne foroge den offentlige beskæftigelse i slutningen af 1994 og begyndelsen af 1995.

...men vokser i 1995

Væksten i den offentlige beskæftigelse forventes at blive på ca. 19.000 fuldtidsbeskæftigede i 1995 og 5.000 fuldtidsbeskæftigede i 1996 . Det offentlige nettovarekøb ventes at stige med ca. 2 pct. i både 1995 og 1996 som følge af den højere offentlige aktivitet.

Offentlige investeringer mindre end planlagt

De offentlige investeringer nåede i 1993 ikke det planlagte niveau på 21 mia. kr., men udgjorde kun 19 mia. kr. Heller ikke i 1994 ventes de offentlige investeringer at nå det oprindelige mål på 23 mia. kr., men ventes nu at stige til 21 mia. kr. De offentlige investeringer antages herefter at aftage i 1995, men de vil dog forsat være på et højere niveau end i 1992.

II.6 Privatforbrug og boligbyggeri

Kraftig vækst i forbruget...

Det private forbrug forventes at stige med 7 pct. i 1994, og også i de kommende år ventes en høj forbrugsvækst, ca. 5.5 pct. i 1995 og 4.6 pct. i 1996. En kraftig vækst i de disponible indkomster er den primære årsag til denne udvikling, men samtidig ventes forbrugskvoten at stige de kommende år.

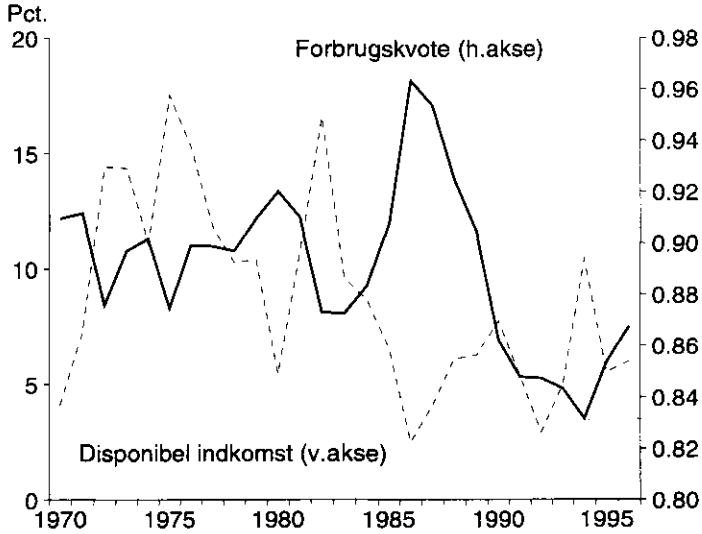
...som følge af stigende indkomster

De disponible indkomster er steget bl.a. som følge af den finanspolitiske lempelse i forbindelse med skattereformen. Samtidig er godt 50.000 personer gået på orlov, hvilket har forøget indkomstoverførelserne, mens arbejdsstyrken er stort set uændret. Dette bidrager til øgede indkomster. Endvidere har mange boligejere benyttet sig af muligheden for at konvertere højtforrentede realkreditlån til lavere forrentede lån med større forbrugsmuligheder til følge.

Forbrugskvoten ventes at stige

Forbrugskvoten er faldet siden 1986, jf. figur II.6. Fra 1995 forventes dette vendt til en stigning. Forbrugskvoten i den private sektor vil derfor nå op fra sit historisk lave niveau på 0.83 i 1994 til over 0.86 i 1996. Den vil dog fortsat ligge på et meget lavt niveau.

Figur II.6 Forbrugskvoten og væksten i de disponible indkomster, 1970-96



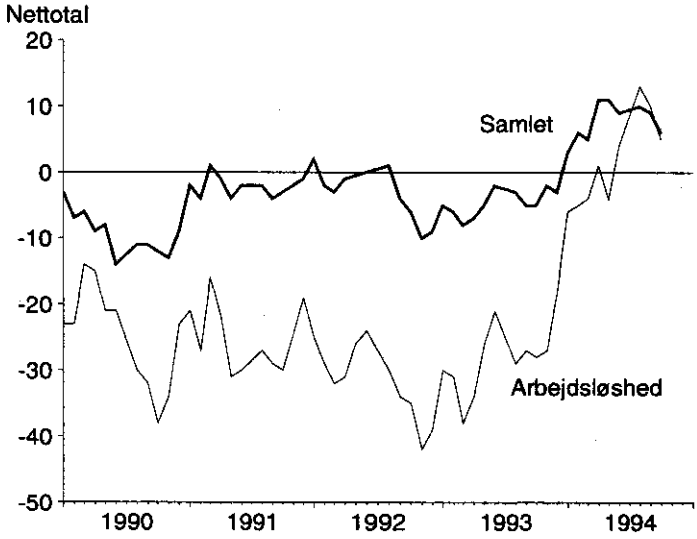
Anm.: Forbrugskvoten angiver det samlede private forbrugs andel af disponibel indkomst: SMEC's indkomst- og forbrugsdefinition, jf. noterne a) og b) til bilagstabel II.4.

Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

Fortsat tillid til fremtiden

Forbrugerne har gennem hele året haft stor tillid til den økonomiske situation, jf. figur II.7. Indikatorerne peger således også i retning af, at forbruget fremover vil være højt.

Figur II.7 Forbrugertillidsindikatoren og forbrugernes forventninger til arbejdsløsheden, 1990-94



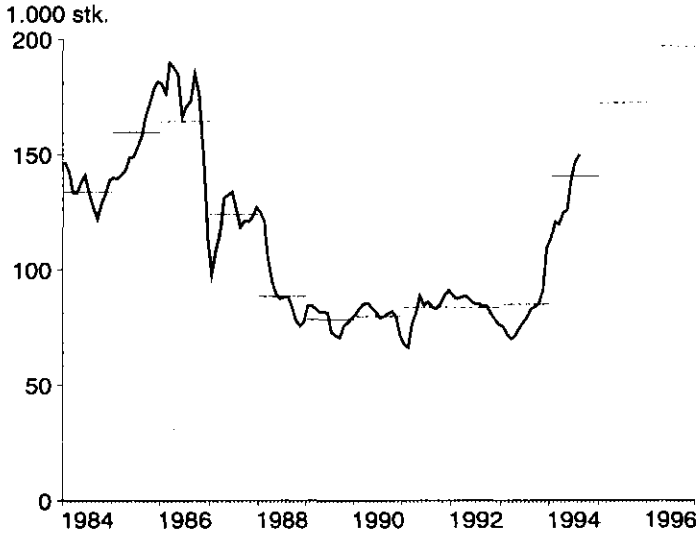
Anm.: Forbrugertillidsindikatoren er et sammenvejet mål, der beregnes som et gennemsnit af en række indikatorer. Positive nettotal betyder, at et flertal af de adspurgte forbrugere har en positiv vurdering af den økonomiske situation. For arbejdsløsheden betyder højere nettotal, at flere forventer lavere arbejdsløshed.

Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *DSTB* og egne beregninger.

Vækst i bilkøb historisk høj

I 1994 er det primært køb af varige forbrugsgoder, der giver en kraftig vækst i forbruget. Således skønnes bilkøbet at stige med 65 pct., jf. figur II.8. Dette er en historisk høj vækst, idet der selv ikke i midtfirserne var vækstrater af denne størrelse, men niveauet for bilkøb var i 1993 også væsentligt lavere end forud for forrige højkonjunktur. Skrotningspræmien indført i starten af året har tilskyndet til det øgede bilkøb, idet over 100.000 biler er blevet skrottet med tilskud. Fremover ventes væksten i bilkøbet at blive af en mere beskeden størrelse - ca. 23 pct. i 1995 og godt 14 pct. i 1996.

Figur II.8 Antal nyregistrerede biler, 1984-96



Anm.: 3 måneders glidende gennemsnit af sæsonkorrigerede mængder.
Tallene omfatter biler til erhverv og til private.
Den vandrette streg angiver årsniveauet.

Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *DSTB* og egne beregninger.

Fortsat højere huspriser

Huspriserne steg kraftigt i slutningen af 1993 og begyndelsen af 1994 og ligger stadig pa et hojt niveau til trods for stigningen i obligationsrenten. Det samlede boligbyggeri er fortsat faldende, mens der er sket en vending i det private byggeri, men fra et lavt niveau. Dette skyldes bl.a., at byggeomkostningerne fortsat overstiger prisen på eksisterende byggeri.

Offentligt støttet byggeri falder

Faldet i det samlede boligbyggeri skyldes navnlig, at offentligt stottet byggeri er faldet markant siden starten af 1990'erne. Dette fald er indtruffet til trods for, at tildelingen af stotte til offentlig subsidieret byggeri er blevet decentraliseret i 1994, hvilket giver den enkelte kommune mulighed for selv at bestemme antallet af tilsagn. Interessen for offentligt stottet boligbyggeri ser saledes ud til at være aftaget.

Vedligeholdelse

Trods det begrænsede nybyggeri er boliginvesteringerne i 1994 steget med over 8 pct. Dette kan tilskrives en oget aktivitet

vedrorende ombygninger og forbedringer af boliger. De offentlige tilskudsordninger til forbedringer og vedligeholdelse samt tilskud til byfornyelse spiller en stor rolle her. Således blev der i 1994 bevilliget 1.5 mia. kr. alene til forstnævnte ordning. Da denne ordning falder bort fra 1995, ventes et fald i reparation og vedligeholdelse, mens det private boligbyggeri ventes at stige lidt. Således skonnes en vækst i boliginvesteringerne på 3 pct. i såvel 1995 som 1996.

II. 7 Investeringer og samlet produktion

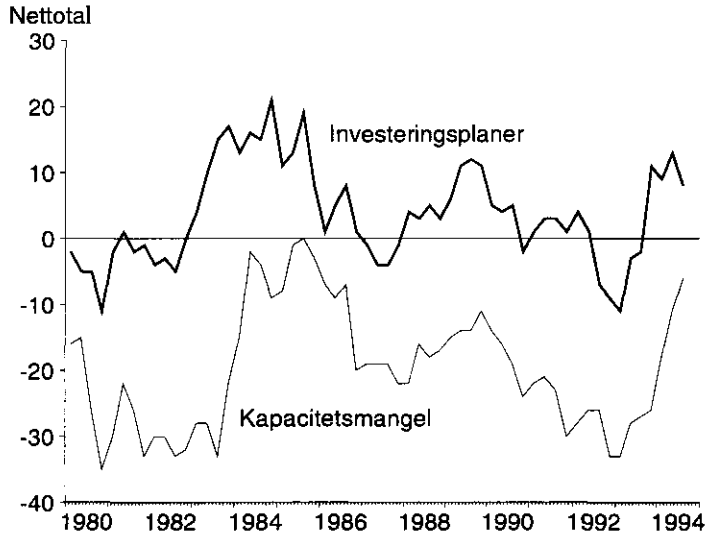
Kraftig vækst i investeringerne

De samlede private investeringer forventes at stige med knap 9 pct. i 1994. Såvel maskin- som bygningsinvesteringer bidrager positivt til væksten. Der har været stigninger i maskininvesteringerne i alle sektorer. Derimod kan stigningen i bygningsinvesteringerne primært tilskrives investeringer inden for energi- og transportsektoren samt i mindre grad landbrugssektoren.

Stigende kapacitetsudnyttelse

De private byerhverv udnytter en stadig storre andel af kapaciteten. Dette indikerer, at der vil være et stigende investeringsbehov fremover. Industriens investeringsplaner peger ogsa i retning af stigende investeringer, jf. figur II.9. I 1995 forventes en stigning på næsten 15 pct. og i 1996 en vækst pa ca. 13 pct. Stigningen i investeringerne vil dog næppe nå op på samme vækstrater som under opsvinget i midtfirserne, hvor væksten var tæt ved 20 pct. om året. Alligevel ventes maskininvesteringskvoten i de private byerhverv at na op pa niveauet for midtfirserne, svarende til ca. 13 pct. af BFI.

Figur II.9 Industriens investeringsplaner og angivelse af kapacitetsmangel, 1980-94



Anm.: Positive nettotal for investeringsplaner betyder, at der er flere af de adspurgte virksomheder, der planlægger at øge end at reducere investeringerne. Positive nettotal for kapacitetsmangel betyder, at der er flere af de adspurgte virksomheder, der angiver at mangle kapacitet fremfor at have rigelig.

Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *DSTB*, og egne beregninger.

Investeringerne i de private byerhverv dominerer

Udviklingen i investeringerne ventes de kommende år at blive domineret af investeringer i de private byerhverv, jf. tabel II.5. Energi- og transportsektoren ventes fortsat at gennemføre store investeringer i 1995. Investeringerne i Storebæltsforbindelsen vil blive aftrappet i 1995 og 1996, men til gengæld vil investeringerne i Øresundsforbindelsen stige. Derudover planlægger DUC forholdsvis store investeringer i Nordsøen i 1994 og i 1995.

Tabel II.5 Vækst i faste investeringer i forskellige sektorer, 1993-96, pct.

	1993	1994	1995	1996
Offentlig sektor	3.0	5.0	-7.0	1.0
Boliger	-1.3	8.6	3.0	3.0
Privat sektor[a]	-3.1	8.9	8.4	6.4
Byerhverv	-4.4	7.7	14.5	12.5
Landbrug mv.	-10.7	7.6	-2.0	0.0
Energi, transport mv.	0.5	10.9	1.7	-2.2
Hele okonomien	-1.9	8.3	5.3	5.1

a) Ekskl. boliger.

Anm.: Investeringer i lagre medregnes ikke.

Kilde: Danmarks Statistik, 1994. *Nationalregnskabet*. ADAM's databank og egne beregninger.

Stor stigning i produktionen

Produktionen er steget kraftigt gennem hele 1994, og væksten i BFI forventes at blive tæt ved 4 pct. Væksten i de private byerhverv nar op på over 6 pct., og også i energi- og transportsektoren er væksten høj. De kommende år ventes en mere moderat vækst i BFI på godt 3 pct. i bade 1995 og 1996. Den afdæmpede vækst skyldes primært, at den indenlandske eftersporgsel ventes at blive noget lavere i 1995 og 1996.

II.8 Beskæftigelse, ledighed og arbejdsstyrke

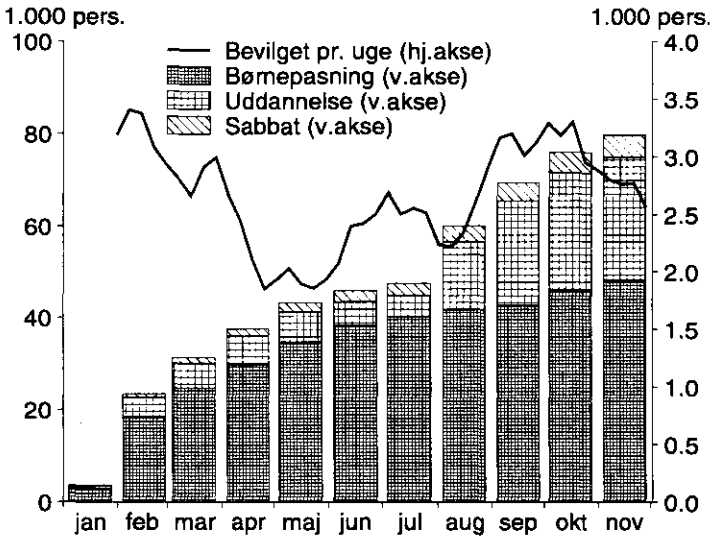
Arbejdsstyrken er i 1994 faldet svagt ifolge de foreliggende oplysninger. Det er bemærkelsesværdigt, at erhvervsfrekvensen kun er faldet lidt til trods for en stor tilgang til orlov. De kommende ar forventes arbejdsstyrken at stige. Da beskæftigelsen i 1994 er faldet, er ledigheden fortsat høj. I 1995 og 1996 ventes forholdsvis store beskæftigelsesstigninger, og ledigheden vil derfor falde. Saledes ventes arbejdslosheden at udgore lidt over 10 pct. af arbejdsstyrken i 1996 mod godt 12 pct. i 1994.

Over 50.000 på orlov i 1994

Tilgangen til orlovsordningerne i 1994 oversteg alle forventninger, jf. figur II.10. Langt over 100.000 personer har saledes faet bevilliget orlov. Dette svarer til ca. 50.000 helarspersoner i 1994. Specielt bornepasningsorloven har haft stor tilgang, og den star

for ca. 60 pct. af de samlede orlovsbevillinger i 1994. Tilgangen til uddannelsesorlov var specielt stor i månederne august og september, hvor mange uddannelser starter. Derimod udgør tildeling af sabbatorlov kun ca. 7 pct. af det samlede antal orlovsbevillinger. I 1995 ventes tilgangen til børnepasningsorlov at falde som følge af, at satsen sættes ned fra 80 til 70 pct. af højeste dagpengesats, samt at mange kommuner har valgt at afskaffe eller reducere det ekstra kommunale tilskud til forældre på orlov. Tilgangen til sabbatorlov ventes ligeledes at falde. Tilgangen til uddannelsesorlov ventes at stige en ænelse efter at ordningen er blevet permanent.

Figur II.10 Bevilliget orlov samt udviklingen i antallet af personer på orlov, 1994



Anm.: Bevilliget orlov er beregnet som 4 ugers glidende gennemsnit. Orlovsbestand er pr. 20.11.94.

Kilde: Oplysninger fra Arbejdsmarkedsstyrelsen, 1994.

65.000 på orlov i 1995

Faldet i tilgangen til sabbat- og bornepasningsorlov vil ikke umiddelbart vise sig i antallet af personer på orlov i 1995, idet en stor del af de personer, der fik tildelt orlov i 1994, først afslutter den i 1995. Således ventes der i 1995 at være godt 65.000 helårspersoner på orlov. I 1996 ventes som følge af de ændrede regler godt 40.000 helårspersoner at være på orlov.

Beskæftigelsen falder lidt i 1994

Beskæftigelsen i 1994 er faldet med ca. 5.000 personer. Det skyldes primært, at beskæftigelsen i den offentlige sektor er faldet med ca. 7.000 personer fra 1993 til 1994. Det er bl.a. en følge af, at aktiveringen af ledige i den offentlige sektor næsten er gået i stå. Derimod er antallet af lønmodtagere i den private sektor steget med ca. 4.000 personer. Specielt er beskæftigelsen i bygge- og anlægssektoren steget kraftigt.

Stor stigning i produktiviteten

Timeproduktiviteten er i 1994 vokset med omkring 4,5 pct. Derudover har der været øget overarbejde, så produktionen i den private sektor har kunnet vokse med over 6 pct. samtidig med, at beskæftigelsen kun er steget svagt. De kommende år ventes væksten i produktiviteten at aftage til et mere normalt niveau på ca. 2-3 pct. Sammen med en fortsat stigende eftersporgsel vil dette give en betydelig vækst i beskæftigelsen i 1995 og 1996. Derudover ventes problemerne omkring aktivering at blive mindre, hvilket skal ses i lyset af justeringen af radighedsreglerne i forbindelse med den fremlagte finanslov. Beskæftigelsen i den offentlige sektor vil derfor stige i såvel 1995 som 1996.

Arbejdsløsheden næsten uændret

Arbejdslosheden vil i 1994 blive på omkring 345.000 personer, svarende til 12,2 pct. af arbejdsstyrken, jf. tabel II.6. Dette er stort set uændret i forhold til i 1993. Årsagen er, at beskæftigelsen er faldet, samtidig med at erhvervsfrekvensen kun er faldet lidt til trods for orlovsordningerne.

Tabel II.6 Arbejdsstyrke, beskæftigelse og ledighed, 1993-96, 1000 fuldtidspersoner

	1993	1994	1995	1996
	Niveau	---------	Ændring	---------
Arbejdsstyrke	2674	-9	17	10
Bidrag fra:				
Befolkning (15-64 årige)		13	9	8
Arbejdsudbud		23	24	-23
Orlov		-45	-15	25
Beskæftigede i alt	2331	-5	51	24
Heraf:				
Lonmodtagere i byerhverv	1144	5	33	19
Lonmodtagere i øvrigt	209	-1	1	2
Offentligt ansatte	713	-7	19	5
Selvstændige	265	-2	-3	-2
Beskæftigede i alt	2331	-5	51	24
heraf:				
i arbejdsmarkedsforanstaltninger	85	-10	10	-5
på ordinært arbejdsmarked	2246	5	41	29
Ledige (fuldtid)	343	-3	-34	-15
Registrerede ledige (1000 personer)	349	-3	-35	-15
	----------	pct.	----------	
Produktivitetsstigning i byerhverv[b]	0.5	4.5	3.0	2.5
Ledighedsprocent[c]	12.2	12.2	10.9	10.3

a) Ved beregning af arbejdsstyrke og beskæftigelse omregnet til fuldtid medregnes deltidsbeskæftigede med vægten ½. Tilsvarende indgår deltidsforsikrede ledige med vægten ½ i opgørelsen af antal ledige på fuldtidsbasis. Der er ikke gjort forsøg på at omregne antallet af selvstændige til fuldtid.

b) Stigning i real BFI pr. arbejdstime for alle beskæftigede i private byerhverv.

c) Antal ledige personer (registreret ledighed) i procent af arbejdsstyrken.

Anm.: Tabellens tal er afrundede, hvorfor sammenregning kan udvise små differencer.

Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *Nationalregnskabet, Statistiske Efterretninger, Befolkning og valg*, ADAM's databank og egne beregninger.

Færre aktiveret

Indforelsen af arbejdsmarkedsreformen pr. 1 janaur 1994 har derudover medvirket til. at færre er kommet i jobtræning. bl.a. som en folge af at det har været mere tidskrævende end forventet at udforme handlingsplaner for de ledige. Dette har betydet. at der går længere tid. for de ledige kommer igang med et aktiverings-forlob. I forste halvar af 1994 var der således kun indgaet handlingsplaner svarende til 24 pct. af det forventede niveau for 1994.

Offentlig jobtræning upopulær

Samtidig har personer indplaceret i den såkaldte delperiode 2 (personer med mere end 4 års forudgående ledighed) ikke i nævneværdig grad fået tildelt særlig tilrettelagt jobtræning i den offentlige sektor. Dertil kommer. at mange måske ikke har onsket at komme i offentlig jobtræning. idet der ikke er en okonomisk gevinst forbundet hermed. Det gælder ikke for jobtræning i den private sektor. hvor udbuddet er meget lille.

Arbejdsstyrken

Faldet i arbejdsstyrken må siges at være forholdsvis beskedent taget i betragtning. at 50.000 personer er på orlov. Det ventes. at flere personer i 1995 og 1996 vil melde sig i arbejdsstyrken som folge af en gunstigere mulighed for beskæftigelse fremover. Samlet betyder dette. at arbejdsstyrken forventes at stige i 1995 og 1996.

Udviklingen i arbejdsstyrken i 1994 kan forklares af flere delkomponenter.

Ændret aldersstruktur

Den demografiske udvikling ville isoleret set medfore en udvidelse af arbejdsstyrken. Ifolge Danmarks Statistiks seneste befolknings-prognose er befolkningen i den erhvervsaktive alder (15-64 år) vokset. og samtidig er aldersstrukturen ændret. Dette ville bevirke en stigning i den gennemsnitlige erhvervsfrekvens fra 1993 til 1994. En tilsvarende bevægelse ventes at ske i 1995 og 1996.

Færre forlader arbejdsstyrken

Udviklingen i arbejdsstyrken er også afhængig af konjunkturud-viklingen. I tider med hoj og stigende arbejdsloshed er der tendens til. at flere personer forlader arbejdsstyrken. Omvendt vokser arbejdsstyrken. når beskæftigelsesudsigterne er lysere. Da beskæftigelsen i 1994 er faldet. giver dette ikke incitament til at træde ind i arbejdsstyrken. Årsagen til den forholdsvis store arbejdsstyrke skal derfor sandsynligvis findes i en mindre strom ud af arbejdsstyrken i forhold til en normal periode med hoj ledighed.

Med indforelsen af kravet om en handlingsplan er det muligt for den ledige at vælge mellem en række tilbud og at fravælge tilbud.

Mindre effektiv rådighedspligt

Tilbud efter aktiveringsloven kan således kun afgives, hvis der foreligger en handlingsplan. Da udarbejdelse af handlingsplaner som nævnt er forsinket, har dette ført til, at rådighedsforpligtelsen reelt har været nedsat. Der har derfor været en relativ stor stigning i antallet af langtidsledige. Hvor ca. 17 pct. af alle ledige i 1993 var langtidsledige, var dette tal over 20 pct. i 1994.

Ledige på orlov

Derudover har et stort antal ledige benyttet sig af muligheden for at gå på orlov. Således kom godt 70 pct. af alle på uddannelsesorlov pr. 1. august 1994 fra ledighed, og det tilsvarende tal for bornepasningsorlov er ca. 50 pct. Ledige kan tage orlov som et alternativ til at udarbejde en handlingsplan eller påbegynde aktivering. Det er derfor sandsynligt, at en del af disse personer havde valgt at træde ud af arbejdsmarkedet, hvis ikke muligheden for orlov havde foreligget. Det er også muligt at vælge uddannelsesorlov i stedet for uddannelsesgodtgørelse og på denne måde slippe for rådighedsforpligtelse. Derudover har arbejdsformidlingen en interesse i, at ledige tager orlov, idet finansieringen af orlovsydelser ligger udenfor AF's regi, hvorimod finansiering af uddannelsesgodtgørelse er inden for AF's ramme.

Flere ledige blandt de ældre

Endelig er ledigheden blandt de 60-66 årige steget markant. Dette kan skyldes en faldende tilgang til efterlon blandt ledige. I forbindelse med arbejdsmarkedsreformen blev der indført en overgangsordning for en gruppe personer, der var ledige ved årsskiftet 1993-1994. Denne gruppe kan opnå højeste dagpengesats i 4 år ved at forblive ledige mod 2 ½ år, hvis de går på efterlon.

II.9 Import

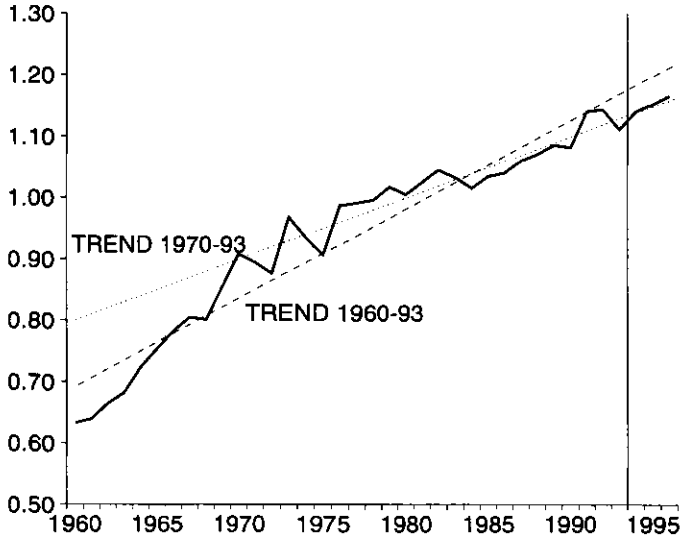
Kraftig stigning i importen

Importen skønnes at stige med over 12 pct. i 1994 som følge af den større indenlandske eftersporgsel. Væksten i importen oversteg langt forbrugsvæksten. Dette billede ventes at fortsætte de kommende år. Således skønnes det, at importen stiger med godt 8 pct. i 1995 og ca. 6 pct. i 1996.

International arbejdsdeling

Den kraftige stigning i importen betyder, at de danske producenter taber markedsandele på hjemmemarkedet. Dette er imidlertid forventet, da en øget international arbejdsdeling medfører en stadig stigende handel, jf. figur II.11. I 1960'erne var der tale om en særlig stor stigning i importkvoten som følge af bl.a. afviklingen af told- og handelsrestriktioner på internationalt plan. Fra 1970'erne og frem til i dag er importkvoten vokset mere afdæmpet. Denne tendens ventes at fortsætte i de kommende år.

Figur II.11 Faktisk importkvote og beregnet vækst i importkvoten som følge af øget international arbejdsdeling. 1960-96



Anm.: Importkvoten er den standardiserede importkvote, ekskl. energiimport, og kvoten er defineret som importen i faste priser i forhold til den mængdemæssige import, der ville blive realiseret, hvis eftersporgslen havde samme sammensætning som i 1980.

Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

Svagt stigende importpriser

Importpriserne forventes at stige med 2 pct. i 1994. I de kommende år ventes lidt større stigninger i de samlede importpriser: godt 2,5 pct. i 1995 og 3 pct. i 1996. Specielt skønnes priserne på de importerede rå- og hjælpestoffer at bidrage til stigningen. De internationale råvarepriser har været kraftigt stigende i 1994, jf. kapitel I, men det har ikke vist sig på priserne på de importerede rå- og hjælpestoffer herhjemme. De kommende år ventes dog en vis afsmitning, hvorfor priserne på de importerede rå- og hjælpestoffer skønnes af stige med 4 pct. om aret i 1995 og 1996.

Bytteforholdet forringes

Bytteforholdet over for udlandet forventes at blive en anelse forbedret i 1994. Dette kan tilskrives stigende priser på tjenesteeksporten sammenholdt med en moderat udvikling i importpriserne. De kommende år ventes bytteforholdet derimod at blive forringet. Dette skyldes de nævnte stigninger i priserne på importen, næsten uændrede priser på landbrugseksport samt et fald i den effektive kronekurs.

II.10 Betalingsbalance og udlandsgæld

Overskuddet på betalingsbalancen bliver mindre

Overskuddet på betalingsbalancen forventes at blive reduceret betragteligt fra 1993 til 1996, jf. tabel II.7. Overskuddet på de løbende poster vil falde fra 4 pct. til 2 pct. af BFI i 1996. Dette fald skyldes en markant forværring af varebalancen, mens tjenestebalancen ventes at blive forbedret gennem prognoseperioden. Den store stigning i den indenlandske eftersporgsel efter forbrugs- og investeringsgoder har øget vareimporten kraftigt i 1994. Samtidig har den internationale højkonjunktur imidlertid medført øget eksport af varer, men ikke tilstrækkeligt til at opveje den stigende import. For tjenestebalancen ventes stigningen i turistimporten at blive opvejet af øgede indtægter fra bl.a. sotransport, samt en stigende turisteksport.

Forrentningsprocenten af den danske udlandsgæld er nedrevideret i forhold til *Dansk økonomi, juni 1994*, som følge af at Nationalbanken har oprevideret niveauet for udlandsgælden.[2] Det er antaget, at forrentningsprocenten af den danske udlandsgæld falder lidt i 1994 og er uændret i resten af prognoseperioden.

Faldende udlandsgæld

Udlandsgælden vil falde fra ca. 36 pct. af BFI i 1993 til godt 23 pct. af BFI i 1996 som følge af overskuddet på betalingsbalancens løbende poster og den kraftige økonomiske vækst.

2) Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt - maj 1994*.

Tabel II.7 Betalingsbalanceregnskabet, 1993-96, mia. kr.

	1993	1994	1995	1996
Saldo. varebalancen[a]	50.7	41.7	35.0	28.7
Saldo. tjenestebalancen	21.7	20.8	21.1	23.1
Nettorenter	-31.1	-26.5	-24.1	-22.1
Øvrige poster[b]	-10.7	-10.9	-10.8	-11.8
Lobende poster ialt	30.6	25.1	21.2	17.9
Bet.balancesaldo i pct. af BFI	4.0	3.1	2.5	2.0
Gæld til udlandet ultimo	273.0	247.9	226.8	208.9
Gns. forrentningsprocent på udlandsgælden	10.4	10.2	10.2	10.2

a) Inkl. eksportstotte fra FEOGA.

b) Inkl. en række andre transfereringer over landets grænser herunder en korrektion vedrorende samhandlen med Færoerne og Gronland, idet vare- og tjenestebalancen opgores for Danmark, hvorimod betalingsbalancen (den officielle saldo) opgores for hele riget.

Anm.: Tallene for 1993 afviger fra tabel II.1, da denne ikke er korrigeret som folge af nye oplysninger.

Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *Nyt fra Danmarks Statistik*, ADAM's databank og egne beregninger.

II.11 Giver tilskud til service øget beskæftigelse?

Problem: Høj ledighed blandt ufaglærte

Den fortsat høje ledighed, hvoraf de ufaglærte bærer en forholdsvis stor del, er et af de største problemer for dansk økonomi. Det kædes ofte sammen med de høje skatter, der bevirker, at man skal arbejde flere timer for at kunne købe en times serviceydelse som f.eks. boligreparation og rengøring. Det betyder, at nogle foretrækker at udføre dette arbejde selv eller at købe "sort" arbejdskraft fremfor at købe ydelsen på markedet.

Forslag: Køb service

Ét af forslagene til at reducere disse problemer er at øge de private husholdningers forbrug af service på bekostning af forbruget af andre varer.[4] Forbruget tænkes øget ved at sænke den relative pris på servicearbejde, f.eks. ved at give skattefradrag for udgifter til service, sænke momsen på service eller give lontilskud til servicesektoren. Ved at sænke den relative pris på service tvistes forbruget således i retning af varer og tjenesteydelser med et relativt højt indhold af indenlandsk arbejdskraft.

Beskæftigelsen stiger på kort sigt

Beskæftigelsen vil umiddelbart stige og ledigheden falde ved en sådan omlægning af forbruget, idet der benyttes mere dansk arbejdskraft ved produktionen af service end ved produktionen af andre varer. En lavere ledighed medfører imidlertid lønstigninger, så konkurrenceevnen efterfølgende vil blive forværret. Det vil få beskæftigelsen til at falde i de erhverv, der konkurrerer med udlandet.

Varige effekter?

Varige effekter på beskæftigelsen kan kun opnås, hvis strukturledigheden reduceres, eller arbejdsudbuddet stiger. Strukturledigheden kan blive lavere, hvis omlægningen af forbruget især øger beskæftigelsen blandt faggrupper med høj ledighed og en relativt ringe indflydelse på løndannelsen, eksempelvis langtidsledige.

På lang sigt er der en positiv sammenhæng mellem arbejdsudbud og beskæftigelse. Derfor kan en anden varig effekt fremkomme, hvis udbuddet af arbejdskraft stiger som følge af det øgede forbrug af service. Husholdningerne sparer tid ved at købe serviceydelserne fremfor selv at udføre hjemmearbejdet, og denne tid kan enten anvendes til at arbejde mere eller til fritid.

4) Jf. eksempelvis Finansredegørelse, 1994, Erhvervsredegørelse, 1994, og Sørensen, P. B., m.fl. (1994): Consumer Services, Employment and the Informal Economy, *Arbejdspapir*, præsenteret ved konference om Employment and Growth in the Knowledge-Based Economy.

Muligheden for at opnå varige effekter på beskæftigelsen afhænger af reaktionen i udlandet. Gennemfores lignende tilskudsordninger parallelt i alle vores samhandelslande, vil dette have negative konsekvenser for reallon og international handel.

Servicesektoren:

Servicesektoren er i det følgende afgrænset til at dække service produceret på det private marked og leveret til husholdningerne. Produktionen af service omfatter reparation og vedligeholdelse af boliger, biler m.v., restaurant, hotelophold o.lign. samt andre tjenesteydelser indeholdende, bl.a. frisor, vask, rens og privat hjemmeservice. Dette udgor tilsammen ca. 20 pct. af det private forbrug, jf. tabel II.8.

Tabel II. 8 Det private forbrug af service i 1992

Forbrugstype	Årets priser mia. kr.	Andel af forbrug pct.
Reparation, boliger	15,8	3,6
Anden reparation	18,3	4,2
Restaurant, hotel	39,3	9,0
Kommunikation	8,1	1,8
Andet service	9,6	2,2
I alt	91,1	20,8
Privat forbrug total[a]	438,6	100,0

a) Inkluderer forbrug i Danmark.

Anm.: Andet service omfatter: Vask og rens, advokat m.v. samt frisor.

Kilde: Danmarks Statistik, 1992, *Nationalregnskabet* og egne beregninger.

Tabel II.9 Beskæftigelse og import ved produktion af serviceydelser og andet forbrug i 1990

Forbrugstype	Beskæftigede pr. mia. kr.	Import	Lon m.v.	Restindkomst	Indirekte skat
		---------- Fordelingen af input i pct. ----------			
Reparation. boliger	3080	7.9	52.0	23.1	17.1
Anden reparation	2169	17.5	32.3	31.1	19.1
Restaurant. hotel	3059	9.1	45.8	24.4	20.7
Kommunikation	2560	4.2	40.6	36.7	18.5
Andet service	2817	6.3	44.4	26.9	22.4
Gns. for service	2818	9.8	43.7	26.9	19.7
Andet forbrug	1408	22.3	23.4	33.4	20.9

Anm.: I tabellen indgår såvel direkte som indirekte krav til input. For reparation af boliger er anvendt oplysninger for bygge- og anlægssektoren. Tabellens tal er afrundede, hvorfor sammenregning kan udvise små differencer.

Kilde: Danmarks Statistik. 1990. *Input- output tabeller* og analyser og egne beregninger.

Som det fremgar af tabel II.9 er indholdet af import i service væsentligt lavere end i andet forbrug. Til gengæld er der flere danske arbejdstimer i service. Eksempelvis vil der umiddelbart blive ansat 1410 ekstra personer ved at flytte for 1 mia. kr. forbrug fra "andet forbrug" til "service".

Beregninger:

I det folgende illustreres effekterne af tilskud til service med et regneeksempel, hvor det forudsættes, at prisen sænkes med 20 pct. Det antages, at der bruges den samme andel af forbrugernes budget på service som tidligere. Den lavere pris medforer således, at der kobes flere serviceydelser, men for det samme belob.[5]

Antagelser

Ved gennemforelse af beregningerne er det antaget, at arbejdsudbud og sort arbejde samt strukturledigheden ikke påvirkes af denne skatteomlægning. Efterfolgende undersoges rimeligheden i disse antagelser.

5) Dette svarer approksimativt til en priselasticitet på 1. For denne type beregninger er elasticitetens eksakte storrelse ikke afgorende.

Som nævnt ovenfor kan en prisændring fremkomme på flere måder. Forestiller man sig eksempelvis, at momsen på service fjernes, svarer dette til et prisfald på omtrent 20 pct. Dette forudsætter, at momsændringen slår fuldt ud igennem på forbrugerpriserne.[6]

Finansiering

Da omlægningen i udgangssituationen forudsættes at være finanspolitisk neutral, skal tilskuddet finansieres, f.eks. ved at hæve momsen på øvrige varer ekskl. service fra 25 pct. til godt 30 pct. Prisstigningen på de øvrige varer fører til, at forbruget af disse varer falder. Det er antaget, at forbrugerne øjeblikkelig tilpasser sig til de nye priser. Med denne finansieringsform bliver den relative prisændring på service størst mulig, således at tvistet af forbruget bliver maksimalt inden for den givne ramme.

Virkninger: Færre ledige på kort sigt

Omlægningen af forbruget vil forøge beskæftigelsen i servicesektoren med godt 52.000 personer. Samtidig vil beskæftigelsen i produktionen af øvrige varer falde med ca. 32.000 personer. Arbejdslosheden falder derfor umiddelbart med omkring 20.000, jf. tabel II.10.

Øget lønpres

De historiske erfaringer viser, at faldende ledighed fører til et opadgående pres på lønningerne i alle sektorer. Lønstigningerne gør dansk producerede varer dyrere, så konkurrenceevnen forværres. Dette får importen til at stige og eksporten til at falde. De sektorer, der ikke producerer service, presses derfor fra tre sider. Den indenlandske eftersporgsel falder som følge af momsstigningen og importens forbedrede konkurrenceposition, og den udenlandske eftersporgsel falder på grund af forværringen af konkurrenceevnen.

Permanent forringet konkurrenceevne

Beskæftigelsen vil på lang sigt stabilisere sig på uændret niveau set i forhold til en situation uden forbrugsændring. Lønniveauet er godt 3 pct. højere end uden støtte til service. Således vil konkurrenceevnen varigt være forværret ved tiltaget, og beskæftigelsen i de udlandskonkurrerende erhverv vil varigt være lavere. Med de givne forudsætninger om uændret strukturledighed og uændret arbejdsudbud giver modelberegningnerne således ingen nævneværdig varig effekt på beskæftigelsen. Betalingsbalancen bliver forbedret lidt på kort sigt som følge af forbrugsomlægningen, men på lang sigt forværres den.

6) Det skal understreges, at en sådan momsændring ikke umiddelbart kan gennemføres med den nuværende momslov i EU. Dette er ikke af betydning for de gennemførte beregninger, idet momsændringen blot er taget som eksempel på, hvorledes prisen på service kan ændres.

Tabel II.10 Ændring i den samlede beskæftigelse, betalingsbalance og lønniveau af et prisfald på service på 20 pct.

	Kort sigt	Lang sigt
Beskæftigelse (1000 personer)	20	0
Betalingsbalance i pct. af BFI (pct. point)	0.3	-0.8
Timelon (pct.)	0.6	3.3

Anm.: Med kort sigt menes 1-2 år og med lang sigt 10-15 år.
Beregningerne er gennemført ved SMEC. I SMEC er servicesektoren en del af sektoren private byerhverv. Dette medfører, at det ikke er muligt direkte at analysere effekten af en forbrugssubstitution mellem privat service og øvrige varer. Det er derfor modelteknisk valgt at illustrere princippet ved en substitution mellem offentlig service og øvrige varer. Det er ikke afgørende for de makroøkonomiske effekter i SMEC, om den ekstra beskæftigelse fremkommer ved en delvis brugerfinansieret udvidelse af den offentlige sektor eller en delvis subsidiefinansieret udvidelse af den private sektor. Der er korrigeret for de mindre forskelle, der er i importindhold m.v. i privat og offentlige service.

Kilde: Egne beregninger.

Fordeling: Tiltaget rammer børnefamilier

En sådan forbrugsomlægning kan desuden have fordelingsmæssige virkninger. Forskellige befolkningsgrupper har forskelligt forbrug. Enlige og par uden børn benytter mellem 14 og 17 pct. af deres samlede forbrug på service, mens børnefamilierne bruger mindre end 12 pct., jf tabel II.11. Således er husstande uden børn de største brugere af restauranter m.v. samt af andre serviceydelser som frisør og personlig pleje. Det ændrede prisforhold bevirker, at børnefamiliernes samlede forbrug vil blive reduceret, mens par og enlige uden børn får mulighed for et øget samlet forbrug.

Tabel II.11 Forbrug af service ud af totalt forbrug i forskellige husstandstyper, 1987

Forbrugstype	Enlige uden born	Par uden born	Enlige med born	Par med born	Samtlige
	pct.				
Reparation bolig	1,8	1.6	1.6	1.9	1.8
Reparation iovrigt	2.5	3.0	1.7	3.2	3.0
Restaurant m.v.	4.7	3.9	2.4	2.5	3.4
Kommunikation	2.2	1.4	1.8	0.9	1.3
Andet service	5.6	4.1	4.6	3.4	3.9
I alt	16.8	13.9	12.1	11.8	13.4
	1000 kr.				
Gennemsnitlig forbrug	82	161	114	232	150

Kilde: Danmarks Statistik, *Indkomst, forbrug og priser*, 1992:1, 14, 17 og 20 og egne beregninger. Da der er forskel i opgørelsen over forbruget ifølge nationalregnskabet og forbrugsundersøgelserne, optræder der en divergens mellem ovenstående tabel og tabel II.8, hvor forbruget er opgjort ifølge nationalregnskabet.

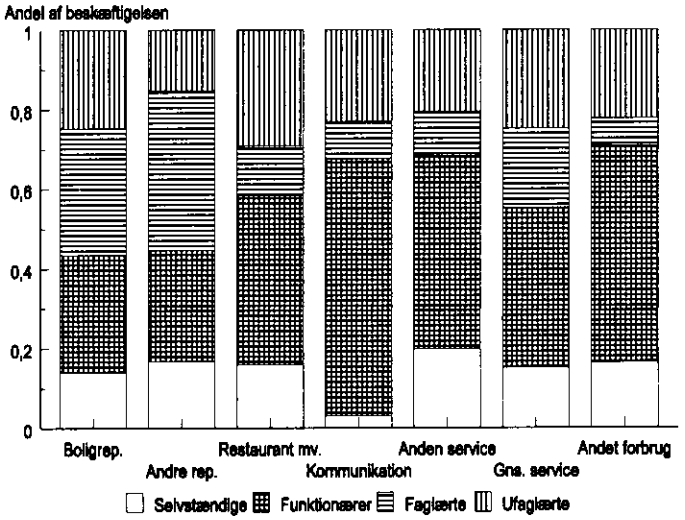
Strukturledighed:

Ved modelberegningerne ovenfor er det antaget, at strukturledigheden er upåvirket, hvorfor beskæftigelseseffekten er begrænset. Der kan opnås en permanent fremgang i beskæftigelsen, hvis lønnen ikke efterfølgende presses op. Dette er kun tilfældet, hvis lønstigningerne bliver mindre end den historiske erfaring tilsiger, når beskæftigelsen stiger ved tilskud til service. Det kunne tænkes at være tilfældet, hvis sektoren beskæftiger en relativ stor andel ufaglærte.

Mange faglærte i servicesektoren

Andelen af ufaglærte inden for service adskiller sig imidlertid ikke meget fra den tilsvarende fordeling for andre varer i det private forbrug, jf. figur II.12. Derimod er der relativt flere faglærte og relativt færre funktionærer ansat i produktionen af service. Dette gælder først og fremmest inden for reparation og vedligeholdelse af boliger samt andre typer af reparationer. Fordelingen på stillingstyper kan således ikke begrunde, at lønmodtagere i servicesektoren skulle have en mindre indflydelse på løndannelsen.

Figur II.12 Den relative beskæftigelsesfordeling for service og andet forbrug, 1990



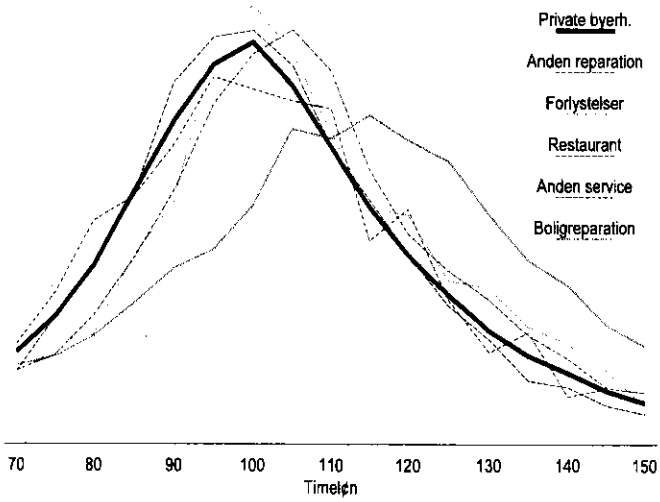
Anm.: Beskæftigelsen omfatter såvel direkte som indirekte krav til beskæftigelsen ved produktion af service henholdsvis andet frobrug. For boligreparation anvendes tal for bygge- og anlægssektoren.

Kilde: Danmarks Statistik. *Input-output tabeller og analyser* 1990. samt egne beregninger.

Ufaglærte i servicesektoren samme løn som i andre sektorer

Servicesektoren er kendetegnet ved mange små virksomheder og kunne derfor. trods den hoje andel af faglærte lonmodtagere, tænkes at have lavere lonninger, specielt for ufaglærte. En sammenligning af aflonningen for ufaglærte og lavere funktionærer viser imidlertid, at de ufaglærte inden for servicesektoren stort set har den samme fordeling af timelonninger som i andre brancher inden for private byerhverv, jf. figur II.13. Eneste undtagelse er de ufaglærte i bygge- og anlægssektoren, der er relativt bedre aflonnet end ufaglærte i andre erhverv.

Figur II.13 Lonfordelingen for arbejdssteder i servicesektoren og øvrige private hverhverv, 1989



Anm.: Timelønnen er inkl. feriepenge og tillæg. Arbejdssteder med timelønninger under 70 kr./time er udeladt. Dette skyldes, at der ikke er fraregnet ungarbejdere, elever og lærlinge ved beregningen af timelønsgennemsnittet. Arbejdssteder med over 150 kr./time er også udeladt.

Kilde: Oplysninger fra Danmarks Statistik og egne beregninger.

Intet fald i strukturledigheden

Der foreligger således ikke ud fra løn- og beskæftigelsesfordelingen belæg for, at en drejning af de private husholdningers eftersporgsel i retning af et højere forbrug af service kan bidrage til en lavere strukturledighed.

Arbejdsudbud:

For en given strukturledighed kan produktion og beskæftigelse varigt stige, hvis arbejdsudbuddet bliver forøget. I så fald mindskes presset på løn og konkurrenceevne til gavn for beskæftigelsen. På længere sigt eksisterer der således en positiv sammenhæng mellem arbejdsudbud og beskæftigelse, hvilket er bekræftet af danske og udenlandske data.

Når prisen på service falder, er det billigere at erstatte såvel gør-det-selv arbejde som sort arbejde med tilsvarende ydelser købt på det "hvide" marked. Bliver sort arbejde erstattet med hvidt, ændrer det ikke på mængden af udbudt arbejde, men evt. på omfanget af den registrerede beskæftigelse.

Stiger arbejdsudbuddet?

Ikke al gør-det-selv arbejde kan erstattes af service, idet det også indeholder mere fritidsbetonede aktiviteter. Det er dog oplagt, at mange helst vil være nogle former for gør-det-selv arbejde foruden. Bruges der derfor mindre tid på gør-det-selv arbejde, er det muligt at forøge sit lønnede arbejde og dermed sin indkomst. Herved er det muligt at få et større forbrug af alle varer, uden at dette går ud over mængden af fritid. Det taler for, at arbejdsudbuddet vil stige. Imidlertid er der ingen undersøgelser, der kan bekræfte en sådan sammenhæng mellem et større forbrug af service og et øget arbejdsudbud. De fleste synes at foretrække mere fritid frem for mere i indkomst.[7] Det faktum, at arbejdstiden gennem de sidste 20 år er faldet fra 42 til 37 timer om ugen og orlovsordningernes store udbredelse, peger i samme retning. Derudover forekommer det ikke sandsynligt, at mange skulle ønske at øge deres arbejdsudbud blot som følge af, at de får mere tid til rådighed, når flere studier viser, at selv en øget aflønning ikke giver folk lyst til at arbejde væsentligt mere.[8]

Mere fritid

Høj erhvervsfrekvens

Erhvervsfrekvensen i Danmark er allerede blandt de højeste i verden. Det er bl.a. en følge af, at den offentlige sektor fra slutningen af 1970'erne har udbudt en række serviceydelser til en stærkt subsidieret pris, eksempelvis børnepasning, ældreforsorg. Samtidig steg arbejdsudbuddet kraftigt, specielt blandt kvinder.

Mangel på fleksibilitet

Skal arbejdsudbuddet stige væsentligt i forhold til det nuværende niveau, bevirker den høje erhvervsfrekvens, at de, der i forvejen er på arbejdsmarkedet, skal arbejde flere timer, end de allerede gør. Der er ikke tegn på, at ret mange vil og kan øge deres arbejdsudbud. Den faste arbejdstid i Danmark bevirker, at de fleste ikke frit kan bestemme, hvor mange timer de vil arbejde. Store effekter på arbejdsudbuddet forudsætter således, at arbejdstiden sættes op, eller at omfanget af overarbejde og dobbeltarbejde stiger.

På baggrund af ovenstående er der ikke grundlag for at antage, at tilskud til service vil medføre en særlig stor forøgelse af arbejdsudbuddet.

7) Körmendi, E. (1990): Preferences and time use, i (ed.) G.V. Mogensen, *Time and Consumption*, Danmarks Statistik, København.

8) Smith, N. (1990): Household Labour Supply and Taxes in Denmark, *Working paper 90-2*, Center for Labour Economics, University of Aarhus and Aarhus School of Business, Århus.

Sort arbejde til hvidt

En omdannelse af sort arbejde til hvidt vil kunne ses i beskæftigelsesstatistikken. Omfanget af sort arbejde indenfor servicefag er anslaet til ca. 75.000 fuldtidsansatte pa arsbasis.[9] Der er saledes et stort potentiale i at fa omdannet disse "sorte" arbejdspladser til "hvide".

Stor prisforskel

Dette lader sig dog ikke gore uden videre. idet det sorte arbejde er 40-60 pct. billigere end det hvide.[10] Skal hvidt arbejde kunne konkurrere med sort. kræves der derfor et kraftigere prisfald end de 20 pct.. der har været anvendt i den præsenterede analyse. Selv hvis prisen pa hvidt arbejde bliver konkurrencedygtig i forhold til prisen pa sort. vil formodentlig kun en del af den "sorte" aktivitet blive omlagt.

Prisfald pa sort arbejde

Falder prisen pa service vil det antagelig resultere i en lavere pris pa sort arbejde. Det skyldes. at nogle udbyder af sort arbejde selv ved meget lave priser pa service har en interesse i "sorte" indtægter og sandsynligvis vil vedblive at udbyde sort arbejde. Studerende star saledes for at udfore godt 15 pct. af alt sort arbejde.[11] Denne gruppe har sandsynligvis valgt at arbejde sort som folge af SU-regler m.v.. der lægger et loft over indtægtsniveauet. Noget tilsvarende ma formodes at gælde for andre grupper. der modtager overforselsindkomster.

Produktivitet

Hvis produktiviteten inden for sort arbejde er væsentlig lavere end for den tilsvarende ydelse kobt pa det hvide marked. vil det prisfald. der skal til for at udkonkurrere det sorte marked. være af en mindre storrelsesorden. Erfaringerne fra Hjemmeserviceordningen tyder ikke pa. at dette er tilfældet. Endvidere udfores over en tredjedel af det sorte arbejde af faglært arbejdskraft. hvor der næppe er de store produktivitetsgevinster forbundet med en omlægning til hvidt.[12]

9) Schultz-Moller. P. (1993): Privat service og tilskudsordninger. *Arbejdspapir*. Economic Policy Research Unit. Handelshojskolen. Kobenhavn.

10) Mogensen. G.V. (1990): *Time and Consumption*. Danmarks Statistik. Kobenhavn.

11) Se note 10.

12) Se note 10.

Samlet er der ikke meget, der tyder på, at det sorte arbejde vil blive væsentligt reduceret ved at give tilskud til servicesektoren, med mindre tilskuddet bliver af omtrent samme storrelse som den samlede beskatning af "hvid" service. Hvis der imidlertid er en effekt på det sorte arbejde også af mindre tilskud, vil det have positive effekter på de offentlige finanser.

Sammenligning: Udvidelse af den offentlige sektor

Tilskud til privat service kan sammenlignes med en udvidelse af den offentlige sektors beskæftigelse inden for serviceområdet. Et sådant tvist mod øget offentligt forbrug vil give en effekt på den samlede beskæftigelse af samme storrelsesorden som ved tilskud til privat service, idet der også i offentlig produktion er et højt indhold af dansk arbejdskraft. Fordelingen af forbruget blandt forbrugerne kan derimod være anderledes, afhængig af hvilke ydelser der udvides.

Internationale aspekter: Tilskud til service...

Når service subsidieres betyder det, at den kortsigtede stigning i beskæftigelsen i Danmark sker på bekostning af beskæftigelsen i udlandet, idet forbruget af varer med et højt importindhold mindskes. Dette betyder, at tiltaget umiddelbart har en effekt svarende til at indfore en told på import til Danmark. Importtold bevirker, at varer importeret fra udlandet bliver relativt dyrere. Det vil få danske forbrugere til at eftersporge flere dansk producerede varer, herunder service, der netop har et lavt importindhold.

...virker som importtold

En generel importtold på eksempelvis knap 5 pct.point vil på kort sigt øge den private beskæftigelse i Danmark med godt 20.000 personer, jf. tabel 11.12. Faldet i arbejdslosheden bevirker, at lønningerne presses op. Derved reduceres konkurrenceevnen og beskæftigelsen i de konkurrerende sektorer. På lang sigt vil effekten på den samlede beskæftigelse derfor stort set være forsvundet som følge af lønstigningerne, akkurat som ved tilskud til service. Betalingsbalancen vil være væsentligt forbedret, idet en importtold kun drejer forbruget væk fra importerede varer, mens tilskud til service drejer forbruget væk fra alle ikke-serviceydelser.

Tabel II.12 Ændring i den samlede beskæftigelse, betalingsbalance og lønniveau af at indføre en importtold

	Kort sigt	Lang sigt
Beskæftigelse (1000 personer)	20	0
Betalingsbalance i pct. af BFI (pct.point)	0,6	1,1
Timelon (pct.)	0,3	3,2

Anm.: Med kort sigt menes 1-2 år og med lang sigt 10-15 år.
I SMEC er effekten beregnet ved at hæve samtlige toldsatser med 4,9 pct. point. Toldprovenuet er tilbageført til forbrugerne ved, at momsen er sat ned med 2,7 pct. point, således at beregningen er finanspolitisk neutralt i udgangssituationen. Da der er en vis træghed i pristilpasningerne, kommer den fulde effekt først efter to år.

Kilde: Egne beregninger.

Aftaler om frihandel og det indre marked

Internationale aftaler forhindrer, at Danmark uden videre kan hæve toldsatserne. Men eksemplet illustrerer, at der er store ligheder mellem at give tilskud til servicesektoren og at indføre en importtold. Begge former for politik medfører midlertidige beskæftigelsesstigninger i Danmark, men det sker nødvendigvis på bekostning af den internationale arbejdsdeling og dermed beskæftigelse og omsætning i udlandet.[13]

De internationale handelsaftaler og det indre marked i EU er netop etableret for at opnå fri bevægelse af varer og tjenester uden protektionistiske barrierer. Formålet er at udnytte ressourcerne af arbejdskraft, kapital og råstoffer bedst muligt.

Forbrugerne opnår netop de lavest mulige priser ved fravær af protektionisme. En fortrinsstilling for indenlandske virksomheder, uanset om denne skyldes told eller tilskudsordninger, kan føre til lavproduktiv produktion, højere profit og højere lønninger i de beskyttede sektorer.

13) Der er i beregningen ikke taget højde for de negative følger for Danmark af reaktioner i udlandet, f.eks. lavere lønstigninger.

Små og åbne økonomier mest følsomme

Betydningen af frihandel er storst for små lande, hvor en enkelt virksomhed lettere kan opnå en dominerende markedsposition og dermed påvirke priser og lønninger. I små lande er det også en nødvendighed at specialisere produktionen inden for nogle udvalgte områder og importere varer på andre områder. Dette bevirker, at små lande generelt har en større interesse end store lande i at sikre liberale handelsrelationer.

Tilskud i alle lande gør os alle fattigere

Såfremt andre lande indfører en begunstigelse af egen produktion gennem tilskud til service, vil det reducere dansk eksport på samme måde som en beskyttelse af service i Danmark reducerer importen. Slutfacit ville være en mindre international handel og en dårligere udnyttelse af ressourcerne, og dermed lavere realindkomster i såvel udland som indland.

II.12 Problemstillinger i den økonomiske politik

Privat forbrug og investeringer vokser...

Det private forbrug og investeringerne er steget kraftigt i 1994, og der ventes ogsa pæne stigninger i 1995 og 1996. Årsagen til væksten i den indenlandske eftersporgsel er hovedsagelig en stærk stigning i de disponible indkomster skabt af bl.a. den finanspolitiske lempelse i 1993 og 1994. Nettoeksporten ventes at bidrage negativt til væksten i prognoseperioden på trods af, at eksporten er stigende som folge af opsvinget i udlandet. Der er fortsat et pænt overskud pa betalingsbalancens lobende poster, men i takt med den stigende indenlandske eftersporgsel ventes overskuddet reduceret til omkring 18 mia. kr. i 1996. Den offentlige sektor ventes i prognoseperioden fortsat at have et betydeligt, men aftagende opsparingsunderskud. De gode konjunkturer har næsten ikke

...men ledigheden er stadig høj

pavirket den gennemsnitlige ledighed i 1994, hvor årsniveauet ventes at blive pa ca. 346.000 ledige. Det forventes, at ledigheden vil falde til knap 300.000 i 1996, hvilket svarer til niveauet i 1991.

Det vil derfor være en hovedopgave for den okonomiske politik at sikre en fortsat nedbringelse af ledigheden, uden at den opnaede stabilitet i form af lav inflation og overskud pa betalingsbalancen sættes over styr. Forholdene pa arbejdsmarkedet vil derfor blive af afgorende betydning.

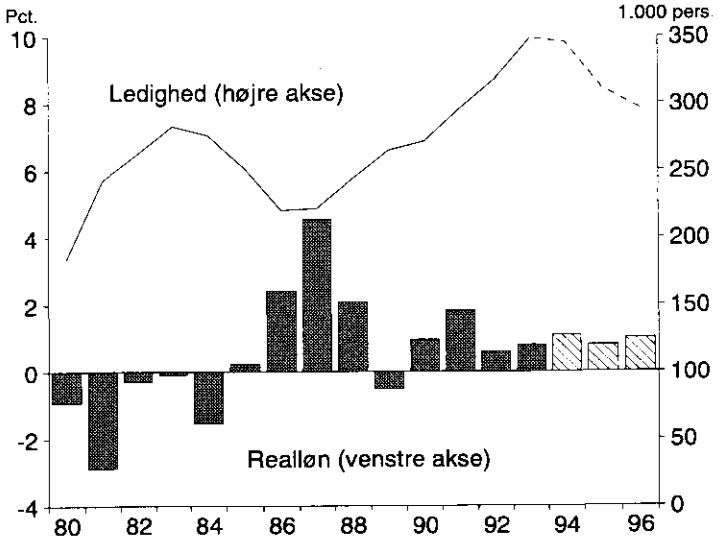
Stigende realløn trods voksende ledighed...

Formandskabet har i tidligere redegorelser droftet strukturproblemerne pa arbejdsmarkedet. Disse problemer eksisterer fortsat og er ikke blevet mindre tungtvejende end tidligere, selv om ledigheden ventes at falde i de kommende ar. Ledigheden vil være over 10 pct. i hele perioden, og trods det vil lonningerne sandsynligvis stige mere end priserne, saledes at de beskæftigede lonmodtagere vil fa stigende reallon (gennemsnitligt ca. 0,75 pct. pr. år). Struktur-

...er tegn pa strukturproblemer

problemerne - manglende tilpasning af lon til kvalifikationer, utilstrækkelig mobilitet osv. - betyder, at londannelsen kun i begrænset omfang reagerer pa uligevægten pa arbejdsmarkedet. Stigende reallon til de beskæftigede vil ske pa bekostning af hojere beskæftigelse og dermed de lediges fremtidige realindkomst. Det er slaende, at reallonnen for de beskæftigede er steget næsten hvert ar i de sidste 10 ar, hvor ledigheden har været hoj og med en klart stigende tendens, jf. figur II.14.

Figur II.14 Ledighed og vækst i reallon, 1980-96.

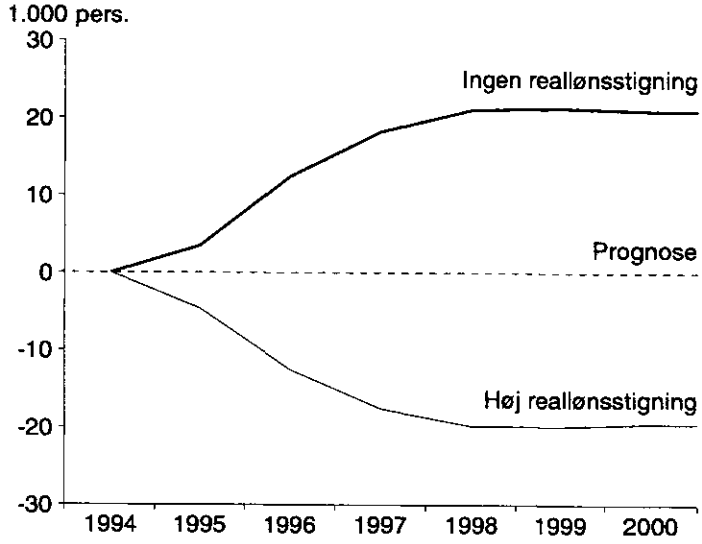


Kilde: Danmarks statistik, 1994, ADAM's databank og egne beregninger.

Højere realløn eller flere arbejdspladser

Skønnet over udviklingen i lønomkostningerne inkl. pensionsbidrag i 1995-96 (3,5-4 pct. pr. år) kan vise sig at være for lavt. De historiske erfaringer tilsiger en kraftigere lønudvikling i en opgangskonjunktur som den nuværende. Bliver lønstigningerne f.eks. 1 pct.point højere pr. år vil henved 20.000 arbejdspladser gå tabt i de kommende år, jf. figur II.15. Omvendt kan der opnås en yderligere vækst i beskæftigelsen, hvis lønstigningerne bliver lavere. Således vil lønstigninger på kun godt 2,5 pct. pr. år indebære uændret realløn i 1995 og 1996 og på lidt længere sigt give omkring 20.000 flere arbejdspladser. Et sådant forløb vil i kraft af de allerede aftalte satsforhøjelser kræve, at de kommende overenskomster kun påvirker lønomkostningerne helt marginalt i kalenderåret 1995.

Figur II.15 Beskæftigelseskonsekvenser af alternative reallonsforlob



Anm.: **Reallønsvækst i de tre forløb**:

Prognose:	0,5 i 1995 og 1,0 pct. i 1996.
Ingen reallønsstigning:	0 pct. i 1995 og 1996.
Høj reallønsstigning:	1,3 pct. i 1995 og 1,7 pct. i 1996.

Den nominelle lonudvikling ved uændret reallon er beregnet til 2,8 pct., og 2,6 pct. i 1995 henholdsvis 1996, mens den er 4,5 pct. og 5,0 pct. i de nævnte år ved en højere reallonsvækst.

Kilde: Egne beregninger.

Arbejdsmarkedspolitik

Der er foreløbig ikke noget, der tyder på, at strukturerne på arbejdsmarkedet er blevet forbedret. Den aktive del af den nye arbejdsmarkedspolitik har ikke hidtil været i stand til at forbedre strukturerne på arbejdsmarkedet. Eksempelvis har rådighedsforpligtigelsen reelt været svækket som følge af såvel problemer omkring udarbejdelsen af handlingsplaner som mulighederne for at undgå aktivering gennem orlov o.lign. De nyligt aftalte ændringer af aktiveringsindsatsen og justeringer af administrationen af rådighedsforpligtigelsen må dog ventes at reducere disse problemer. Et af formålene med aktiveringsindsatsen er at opretholde langtidsledigeds tilknytning til arbejdsmarkedet, hvorfor det er af stor betydning, at aktivering ikke udskydes. Tværtimod bør der sættes ind så tidligt som muligt i ledighedsforløbet.

Orlovsordningerne

Den passive del af arbejdsmarkedspolitikken som bornepasningsorlov og sabbatorlov har derimod haft langt storre tilgang end ventet. Betydningen af at "tage folk ud" af arbejdsstyrken er lille i en situation med hoj ledighed, men på lang sigt oger det de offentlige udgifter og reducerer produktionen i samfundet. Det er dog positivt, set i forhold til arbejdsmarkedspolitikken, at ændringerne i orlovsordningerne vil gore det mindre attraktivt at vælge de passive orlovsordninger. Uddannelsesorlov ventes således at blive den vigtigste orlovsordning. Dette kan bidrage til at forbedre arbejdsstyrkens produktivitet, men ordningen indeholder i den nuværende form ingen garanti herfor.

Voksen- og efteruddannelse

Der er endvidere bebudet en kraftig udbygning af voksen- og efteruddannelseskapaciteten, som i hojere grad onskes styret af eftersporgslen. Det bor her sikres, at der er et reelt kompetencegivende indhold i uddannelserne, og at tilskud og brugerbetaling indrettes således, at de mindst kvalificerede får de mest fordelagtige vilkår. En udbygning af uddannelsesindsatsen vil kun med sikkerhed mindske strukturproblemerne, hvis det forer til en indsnævring af forskellene i kvalifikationer i arbejdsstyrken, jf. diskussionen om lonspredning m.v. i *Dansk okonomi, juni 1994*. Derimod er der ingen grund til at oge de offentlige tilskud til uddannelsesordninger for de bedst kvalificerede. En ekstra uddannelsesindsats for denne gruppe bor være et arbejdsmarkedsanliggende.

Tilskud til service

Et andet forslag til nedbringelse af den hoje ledighed går ud på at omlægge forbruget i retning af flere serviceydelser f.eks. gennem tilskud eller skatteomlægninger. De makrookonomiske virkninger af en sådan erhvervs- og beskæftigelsespolitik, der favoriserer privat service på bekostning af andre varer, er analyseret i afsnit II.11. Konklusionen er, at subsidier til service uanset deres form (lontilskud, skattefradrag, differentieret moms etc.) ikke giver nye muligheder i den okonomiske politik. Det udelukker naturligvis ikke, at eksempelvis midlertidige tilskud til reparation og vedligeholdelse kan være et hensigtsmæssigt led i en konjunkturudjævnende politik.

Der opnås kun varige effekter på beskæftigelsen i den udstrækning, sådanne tilskud oger det samlede arbejdsudbud eller medvirker til at nedbringe strukturledigheden. Effekten på begge disse områder må imidlertid anses for at være beskedne. For at opnå en mærkbar effekt på arbejdsudbuddet i den givne situation vil det være nodvendigt med et meget hojt og kostbart subsidieniveau. Samtidig

bør det tages i betragtning, at varige effekter på beskæftigelsen kan opnås mere effektivt og billigere for det offentlige på andre måder. Således kan der utvivlsomt opnås større effekt på arbejdsudbuddet af eksempelvis begrænsninger i adgangen til orlov og efterlon. Der er heller ikke grundlag for at forvente, at tilskud til service vil reducere den strukturelle ledighed nævneværdigt, idet servicesektoren ikke i højere grad end andre sektorer beskæftiger særligt udsatte grupper. Der kan opnås større effekt på den strukturelle ledighed ved målrettede lontilskud til og uddannelse af langtidsledige.

Virker som importtold

Subsidier til service minder som instrument i den økonomiske politik om en importtold. Konsekvensen er i begge tilfælde, at dansk produktion beskyttes, og at importen presses ned. Udbredt brug af sådanne protektionistiske tiltag hos vores handelspartnere vil hæmme den internationale handel til skade for Danmark.

Finanspolitikken

Den finanspolitiske lempelse er blevet større og anderledes sammensat end planlagt (mere moderat fremrykning af offentlige investeringer, men flere passive ydelser til orlov mv.). I prognosen er det forudsat, at der vil blive ført en stram udgiftspolitik med en moderat vækst i det offentlige forbrug. Skattetrykket er forudsat at vokse lidt i 1995, hvor der efter finanslovsaftalen er tale om en lille stramning af finanspolitikken. Trods den kraftige konjunkturopgang vil der fortsat være et underskud på de samlede offentlige finanser af størrelsesordenen 20 mia. kr. i 1996 eller godt 2 pct. af BFI. Dette er ikke i sig selv alarmerende, men for den fremtidige stabiliseringspolitik må det betragtes som et alvorligt problem, at der ikke opnås overskud på de offentlige finanser under en højkonjunktur. Gennemførelsen af permanente ordninger for børnepasnings- og uddannelsesorlov samt forlængelsen af sabbatorlov bidrager til, at den finanspolitiske lempelse bliver vedvarende, medmindre der gennemføres betydelige stramninger i de kommende år.

To risikoscenarier

De uløste strukturproblemer på arbejdsmarkedet skærper kravene til finanspolitikken i de kommende år. Dette kan illustreres med to risikoscenarier.

Hvis væksten bliver lavere

Skonnet over den okonomiske vækst er usikkert. Der er derfor en risiko for, at væksten bliver mere afdæmpet end ventet, hvilket kan opstå ved en langsommere udvikling i forbruget og investeringerne eller en lavere international vækst. Resultatet vil være et storre offentligt opsparingsunderskud og en storre ledighed. I et sadant scenario vil det alligevel være nodvendigt at gennemfore finanspolitiske stramninger af hensyn til de offentlige finanser og den fremtidige konjunkturpolitik.

Hvis lønningerne stiger hurtigere

Tilsvarende er skonnet over lonudviklingen som nævnt usikkert. Der er derfor også en risiko for, at lonningerne stiger kraftigere end forudsat, sadan som det var tilfældet i midtfirserne. Hvis arbejdsmarkedet ikke sikrer en lonudvikling pa linie med det, der er lagt til grund for prognosen, vil det være nodvendigt at gennemfore finanspolitiske stramninger af hensyn til konkurrenceevnen og renteniveauet.

Finanspolitikken skal strammes i 1996

Udviklingen i 1995 og 1996 er således behæftet med flere betydelige risikomomenter, og finanspolitikken balancerer pa en knivsæg. Storrelsen af den finanspolitiske lempelse i 1993 og 1994 og det forhold, at orlovsordningerne er gjort permanente, stiller sporgsmalstegn ved den finanspolitiske strategi pa længere sigt. Det er nodvendigt med stramninger i bade 1996 og de efterfolgende ar, hvis den finanspolitiske lempelse skal være midlertidig som annonceret. Uden de nodvendige stramninger under konjunkturopgangen vil der ikke i fremtiden være raderum for en konjunkturudjævnende finanspolitik.

Bilagstabel II.1 Udvikling i lon- og restindkomst

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Lobende priser	---------- mia. kr. ----------										
Bruttofaktorindkomst	555.7	585.9	617.8	654.0	685.9	711.2	739.1	762.4	802.9	846.7	891.2
Heraf: Lonindkomst	356.2	388.9	407.1	422.1	439.3	453.3	466.0	472.1	487.4	511.3	538.7
Restindkomst	199.4	197.1	210.7	231.9	246.7	257.9	273.0	290.3	315.4	335.4	352.5
Afskrivninger	57.6	61.6	64.8	69.1	72.1	75.4	79.3	82.0	81.8	84.9	88.8
Nettofaktorindkomst	498.1	524.3	553.0	584.9	613.8	635.8	659.8	680.4	721.0	761.8	802.4
Privat nettofaktorindkomst[a]	383.7	398.6	416.7	442.7	467.1	483.4	502.5	516.3	555.4	588.4	621.8
Heraf: Lonindkomst	241.8	263.1	270.8	279.9	292.5	300.9	308.8	308.0	321.8	337.9	358.1
Restindkomst	141.8	135.5	145.9	162.8	174.6	182.5	193.7	208.3	233.6	250.5	263.7
Indkomstudviklingen	---------- vækstprocent ----------										
Privat nettofaktorindkomst[a]	7.9	3.9	4.5	6.2	5.5	3.5	4.0	2.7	7.6	5.9	5.7
Heraf: Lonindkomst	9.6	8.8	2.9	3.4	4.5	2.9	2.6	-0.3	4.5	5.0	6.0
Restindkomst	5.2	-4.5	7.7	11.6	7.2	4.6	6.1	7.5	12.2	7.2	5.3
	---------- procent ----------										
Lonkvote[b]	64.1	66.4	65.9	64.5	64.0	63.7	63.1	61.9	60.7	60.4	60.4
Lonkvote[c]	55.5	57.9	57.0	55.4	55.0	54.6	53.9	52.2	51.2	50.9	51.1
Lonkvote[d]	63.0	66.0	65.0	63.2	62.6	62.2	61.4	59.7	57.9	57.4	57.6

a) Nettofaktorindkomst udenfor den offentlige sektor.
b) Lonindkomsten i procent af bruttofaktorindkomsten.
c) Lonindkomsten i procent af bruttofaktorindkomsten ekskl. den offentlige sektor.
d) Lonindkomsten i procent af nettofaktorindkomsten ekskl. den offentlige sektor.

Kilde: Danmarks Statistik. 1994. *Nationalregnskabet*. ADAM's databank og egne beregninger.

Bilagstabel II.2 Udvikling i indkomster, forbrug og opsparing i den private sektor

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	mia. kr.										
Lønsum for private ansatte	241.8	263.1	270.8	279.9	292.5	300.9	308.8	308.0	321.8	337.9	358.1
Restindkomst i privat sektor	194.0	191.1	204.3	224.9	239.1	250.0	264.6	281.9	306.6	326.2	342.9
Bruttofaktorindkomst i privat sektor	435.9	454.2	475.1	504.8	531.6	550.9	573.4	589.9	628.5	664.2	701.0
+ Lønsum for offentligt ansatte	114.4	125.8	136.3	142.2	146.8	152.4	157.2	164.1	165.6	173.4	180.6
+ Nettorenter[a]	-1.7	-1.5	-3.8	-11.5	-14.5	-11.9	-21.5	-8.9	0.3	8.6	11.3
+ Sociale og andre løbende overførsler	103.3	113.7	127.0	140.4	147.4	157.7	167.5	178.9	207.9	210.9	214.4
Bruttoindkomst	651.9	692.2	734.6	775.8	811.4	849.1	876.7	924.1	1002.3	1057.0	1107.3
- Direkte personskatter	159.4	176.0	192.1	199.8	206.5	213.7	222.2	226.8	250.7	263.9	266.5
- Tvungne bidrag til sociale ordninger[b]	17.6	21.9	17.5	18.8	20.4	21.2	22.8	23.9	24.4	25.5	26.6
- Selskabskatter	21.0	16.1	16.6	16.2	12.4	13.4	13.8	20.1	17.4	20.9	23.6
- Realrenteafgift[c]	7.3	10.2	11.3	12.3	9.8	9.6	11.1	13.6	16.5	16.2	17.2
- Vægtafgift, renteafgift, AUD, AER mv.[d]	8.5	7.6	7.4	8.4	6.0	9.4	10.5	9.0	7.1	7.9	8.8
- Øvrige overførsler[e]	4.2	4.2	4.7	4.4	2.7	3.2	1.6	0.9	1.0	1.0	1.0
Disponible bruttoindkomster	433.8	456.2	484.9	516.0	553.7	578.5	594.7	629.7	685.2	721.6	763.6
- Afskrivninger	52.2	55.6	58.4	62.1	64.6	67.5	70.9	73.7	73.0	75.7	79.2
Disponible nettoindkomster	381.6	400.6	426.6	453.9	489.1	511.0	523.8	556.0	612.2	645.9	684.5
Anvendt til privat forbrug	366.7	377.9	388.8	403.9	415.0	430.0	442.2	462.0	503.0	544.9	586.9
Anvendt til privat opsparing	14.9	22.8	37.7	50.0	74.1	81.1	81.6	94.0	109.2	101.0	97.6
Forbrugsprisdeflatoren (1980=100)	150.6	157.5	163.7	170.8	175.4	179.2	183.0	186.1	189.4	194.5	200.3

a) Nettorenter til den private sektor inkluderer nettorenter til udlandet. Derudover omfatter denne post nettorenter fra den offentlige sektor samt den offentlige sektors nettoindtægter fra offentlige virksomheder og Nationalbanken, der statistisk er registreret under den private sektor.

b) En mindre afvigelse i forhold til nationalregnskabet skyldes, at der i tabellen ikke er inkluderet frivillige bidrag til sociale sikringsordninger (eksempelvis arbejdsgivernes frivillige sygeforsikring), hvilket de er i nationalregnskabet.

c) Ekskl. afgift fra offentlige fonde og den sociale pensionsfond.

d) Heri er inkluderet en restpost, der skyldes, at de direkte skatter i tabellen er opgjort efter transaktionstidspunkt i modsætning til nationalregnskabet, hvor skatterne er opgjort efter betalingstidspunkt.

e) Denne post omfatter overførsler fra private fonde, virksomheder mv. til institutioner registreret under den offentlige sektor. Der kan eksempelvis være tale om støtte til forskellige kulturelle formål.

Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

Bilagstabel II.3 Udvikling i indkomster, forbrug og opsparing i den private sektor, vækst i procent

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	procent										
Lønsum for private ansatte	9,6	8,8	2,9	3,4	4,5	2,9	2,6	-0,3	4,5	5,0	6,0
Restindkomst i privat sektor	5,0	-1,5	6,9	10,1	6,3	4,6	5,8	6,5	8,8	6,4	5,1
Bruttofaktorindkomst i privat sektor	7,5	4,2	4,6	6,2	5,3	3,6	4,1	2,9	6,5	5,7	5,5
Lønsum for offentligt ansatte	3,7	9,9	8,4	4,3	3,2	3,9	3,2	4,4	0,9	4,7	4,2
Nettorenter[a]	-142,1	10,8	-157,0	-201,8	-25,7	17,6	-80,0	58,6	103,4	2745,9	31,6
Sociale og andre løbende overførsler	2,9	10,1	11,6	10,6	5,0	6,9	6,2	6,8	16,2	1,4	1,7
Bruttoindkomst	5,2	6,2	6,1	5,6	4,6	4,6	3,3	5,4	8,5	5,5	4,8
Direkte personskatter	8,0	10,4	9,2	4,0	3,3	3,5	4,0	2,1	10,5	5,3	1,0
Tvungne bidrag til sociale ordninger[b]	-4,2	24,2	-19,9	7,3	8,5	4,2	7,6	4,6	2,0	4,5	4,5
Selskabskatter	43,4	-23,1	2,7	-2,5	-23,1	7,9	2,8	45,9	-13,3	20,3	12,5
Realrenteafgift[c]	39,6	39,3	11,2	8,5	-20,6	-1,8	15,7	22,4	21,5	-2,2	6,3
Vægtafgift, renteafgift, AUD, AER mv.[d]	-4,5	-11,0	-2,0	13,3	-28,8	57,5	11,2	-13,8	-21,4	10,8	11,6
Øvrige overførsler[e]	27,0	-0,3	11,4	-6,8	-38,3	19,0	-51,3	-40,6	3,0	3,0	3,0
Disponible bruttoindkomster	2,9	5,2	6,3	6,4	7,3	4,5	2,8	5,9	8,8	5,3	5,8
Afskrivninger	4,7	6,5	5,0	6,3	4,0	4,5	5,0	3,9	-0,9	3,7	4,5
Disponible nettoindkomster	2,6	5,0	6,5	6,4	7,8	4,5	2,5	6,1	10,1	5,5	6,0
Anvendt til privat forbrug	8,8	3,0	2,9	3,9	2,8	3,6	2,8	4,5	8,9	8,3	7,7
Anvendt til privat opsparing	-57,1	52,9	65,8	32,4	48,1	9,5	0,7	15,2	16,1	-7,4	-3,5
Forbrugsprisdeflatoren	2,9	4,6	4,0	4,3	2,7	2,2	2,1	1,7	1,8	2,7	3,0

a) Nettorenter til den private sektor inkluderer nettorenter til udlandet. Derudover omfatter denne post nettorenter fra den offentlige sektor samt den offentlige sektors nettoindtægter fra offentlige virksomheder og Nationalbanken, der statistisk er registreret under den private sektor.

b) En mindre afvigelse i forhold til nationalregnskabet skyldes, at deri tabellen ikke er inkluderet frivillige bidrag til sociale sikringsordninger (eksempelvis arbejdsgivernes frivillige sygeforsikring), hvilket de er i nationalregnskabet..

c) Ekskl. afgift fra offentlige fonde og den sociale pensionsfond.

d) Heri er inkluderet en restpost, der skyldes, at de direkte skatter i tabellen er opgjort efter transaktionstidspunkt i modsætning til nationalregnskabet, hvor skatterne er opgjort efter betalingstidspunkt.

e) Denne post omfatter overførsler fra private fonde, virksomheder mv. til institutioner registreret under den offentlige sektor. Der kan eksempelvis være tale om støtte til forskellige kulturelle formål.

Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

Bilagstabel II.4 Udvikling i skattetryk og forbrugskvote

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Skatter og afgifter i alt, pct. af BFI	61,2	61,9	61,3	59,6	56,9	57,0	57,1	57,7	59,6	60,4	60,0
Heraf: Direkte skatter	35,2	35,7	36,6	36,0	34,0	34,4	34,7	35,1	36,1	36,3	35,3
Indirekte skatter	23,6	23,2	22,6	21,4	20,6	20,4	20,2	20,2	21,2	21,9	22,6
Kapitalskatter, obl. gebyrer og boder	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Bidrag til sociale ordninger	2,0	2,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
Forbrugskvote iflg. nationalregnskabet, pct.	96,1	94,3	91,2	89,0	84,9	84,1	84,4	83,1	82,2	84,4	85,7
Forbrugskvote, SMEC's indkomstdef.[a]	99,5	97,5	95,4	92,6	87,9	87,0	86,2	85,9	84,5	86,9	88,4
Forbrugskvote, SMEC's indkomst- og forbrugsdef.[b]	97,9	97,7	96,8	93,9	88,8	87,5	86,5	86,3	83,3	85,3	86,7

a) Den angvine forbrugskvote er beregnet på grundlag af et indkomstbegreb, som adskiller sig fra nationalregnskabets indkomstbegreb som følge af bl.a. ordnings-opsparing og øvrige overførsler.
b) Udover anvendelse af et andet indkomstbegreb, jf. a), er bilkøbet trukket ud af forbruget og en beregnet bilydelse er inkluderet i stedet.

Kilde: Danmarks Statistik, 1994, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger

KAPITEL III

LIBERALISERINGEN AF DE FINANSIELLE MARKEDER: SAMFUNDSØKONOMISKE KONSEKVENSER

III.1 Indledning

Betydelige omvæltninger på de finansielle markeder

De finansielle markeder har i 1980'erne undergaet betydelige omvæltninger i retning af mindre regulering af finansielle institutioner og storre liberalisering af internationale kapitalbevægelser.[1] Dette har medfort stigende konkurrence og oget den internationale integration af kapitalmarkederne. Husholdninger og virksomheder har herigennem fået mulighed for uhindret at tilrettelægge låntagning og opsparing til de bedst mulige priser. Øget konkurrence og storre udbud pa det finansielle omrade indebærer dermed samfundsokonomiske fordele pa længere sigt.

Udviklingen siden midten af 1980'erne giver imidlertid ogsa anledning til at overveje, om ændringerne pa de finansielle markeder udelukkende har positive konsekvenser for samfundsokonomien. Der har saledes været adskillige tilfælde af valutauro og kriser i den finansielle sektor - problemer som er forekommet mere eller mindre samtidigt i en række lande.

I det folgende behandles derfor nogle samfundsokonomiske aspekter af liberaliseringerne pa de finansielle markeder med særligt henblik pa implikationerne for den okonomiske politik. Der er derimod ikke lagt vægt pa at vurdere eksempelvis en række nye finansielle produkter eller specifikke branchemæssige forhold.

1) Internationaliseringen af kapitalmarkederne er behandlet i *Dansk okonomi, september 1985*. Aspekter af den finansielle sektors deregulering omtales i *Dansk okonomi, november 1986*. Branchemæssige forhold er behandlet i Okonomiministeriet, 1994, *Den danske pengeinstitutsektor*.

Kapitlet er færdigredigeret den 29. november 1994.

III.2 Liberalisering og deregulering: Baggrund og udvikling

Liberalisering og deregulering i hele OECD-omradet

Danmark har som de fleste andre OECD-lande de seneste tyve ar liberaliseret kob og salg af finansielle tjenester i ind- og udland. ligesom den danske finansielle sektor i dag er reguleret i betydeligt mindre omfang end tidligere.[2]

Finansiel sektor dereguleret i 1980'erne

Reguleringen af den finansielle sektor i Danmark i 1970'erne skete bade gennem mængderestriktioner i form af især udlanslofter og gennem prisrestriktioner som eksempelvis loven om rentemarginalens storrelse. I 1980'erne blev reguleringen af de finansielle institutioners virksomhed gradvist lempet. ligesom den lovgivningsmæssigt bestemte del af brancheopdelingen pa de finansielle markeder blev liberaliseret. Saledes fik sparekasserne i 1988 adgang til at omdanne sig til aktieselskaber. samtidig med at der kom til at gælde ens regler for bade banker og sparekasser. I 1989 fik realkreditinstitutionerne bl.a. adgang til at engagere sig mere bredt i finansiel virksomhed. og bankerne har siden faet adgang til at ga ind pa realkreditomradet. Forelobig er liberaliseringerne slaet hurtigst igennem pa bank- og sparekasseomradet. givetvis fordi disse virksomhedstyper er nære substitutter. Pa realkreditomradet synes liberaliseringerne forst med nogen forsinkelse at have resulteret i strukturændringer i forhold til bank- og sparekasseomradet.

Helt fri kapitalmobilitet siden 1988

Kapitalbevægelserne ind og ud af Danmark blev i 1970'erne og 1980'erne liberaliseret i flere omgange - i nogle tilfælde i form af "asymmetriske" liberaliseringstiltag. Eksempelvis fik udlændinge adgang til at kobe danske aktier i 1973. mens danskere forst fik adgang til at kobe udenlandske aktier i 1984. Pa obligationsomradet fik udlændinge adgang til at kobe danske statsobligationer i 1974. mens indlændinges adgang til de internationale kapitalmarkeder blev lempet i 1978 og igen i 1983. Forst i 1988 fik husholdningssektoren fuldstændig fri adgang til de internationale kapitalmarkeder. eksempelvis i form af indlan i udenlandske pengeinstitutter og tegning af livs- og pensionsforsikringer.

2) En oversigt over de vigtigste lovgivningsmæssige tiltag findes i appendiks.

Baggrund

I 1960'erne og 70'erne bestod restriktionerne på de internationale kapitalmarkeder typisk af indgreb over for transaktioner på kapitalbalancen som eksempelvis mængderestriktioner på kapitalbevægelser, valutakontrol samt beskatning af eksterne finansielle transaktioner. Derimod var handelskreditter liberaliseret tidligere, således at det var tilladt virksomheder at finansiere udenrigshandel i udlandet.

Liberaliseringens årsager

Som følge af restriktionerne på kapitalbevægelserne var den indenlandske finansielle sektor i de fleste lande, herunder Danmark, mere reguleret end andre sektorer i økonomien. Den segmenterede opdeling af den finansielle sektor i almindelig bankforretning, realkredit og handel med værdipapirer (børsforretninger) indebar samtidig en høj grad af beskyttelse mod konkurrence, som givetvis har medført højere priser på finansielle tjenesteydelser. Incitamenterne til at omgå reguleringsbestemmelserne giver sig udslag i nye finansielle produkter, bl.a. på offshore-markeder.[3] Herved undergraves formålene med regulering, ligesom de indenlandske finansielle virksomheder udsættes for større konkurrence på ulige vilkår. Fordi penge er relativt mobile sammenlignet med de fleste andre varer, vil øget regulering blive stadig mere besværligt i takt med øget handelssamkvem og et stigende udbud af finansielle produkter.

Regulering undergraves

Varehandel og informationsteknologi

Disse mekanismer har sammen med stadigt stigende international handel trukket i retning af liberalisering og deregulering. Øget varehandel øger ikke alene kapitalbevægelserne direkte, men skaber også et større marked for handelsfinansiering, der yderligere letter varehandlen. Hertil kommer, at den teknologiske udvikling indenfor databehandling og elektronisk kommunikation specielt i 1980'erne har gjort informationsspredning meget billigere og hurtigere. Det har bl.a. medvirket til at synliggøre omkostningerne ved regulering og kapitalrestriktioner for både de enkelte virksomheder og de finansielle institutioner. Det har samtidig medvirket til at skærpe konkurrencen på de finansielle markeder. Udbuddet af finansielle produkter er steget betydeligt, fordi de nu kan markedsføres billigere på et større marked.

3) Eksempelvis opstod det såkaldte Euro-marked i 1950'erne, fordi amerikanske virksomheder sendte dollars til Europa for at undgå amerikansk kapitalbeskatning. Amerikanske myndigheder søgte aktivt at modvirke markedets eksistens.

EU

For EU-landenes vedkommende har der også været formelle årsager, idet EU-samarbejdet bl.a. tilstræber fri bevægelighed for alle typer produktionsfaktorer, herunder kapital, ligesom der i forbindelse med etableringen af det indre marked skal skabes lige konkurrencevilkår på markedet for finansielle tjenester.

Makroøkonomiske forhold i 1980'erne

I 1980'erne har specielle makroøkonomiske forhold ligeledes spillet en rolle ved liberaliseringen af internationale kapitalbevægelser. Amerikanske betalingsbalanceunderskud i perioden gav således anledning til en stærk vækst i de internationale kapitalbevægelser. Yderligere medvirkede de betydelige svingninger i dollarkursen i perioden til storre interesse for finansielle produkter, der mindskede de økonomiske risici i forbindelse med sådanne kursudsving.

For Danmarks vedkommende har de vedvarende underskud på betalingsbalancen frem til 1990 også øget fordelene ved fri og uhindret adgang til de internationale kapitalmarkeder. Finansieringen af de offentlige budgetunderskud har været et yderligere argument for at fremme udlændinges adgang til at købe danske obligationer.

Politiske årsager

Endelig kan man næppe se bort fra, at der i økonomier som USA og Storbritannien også har været politiske årsager til deregulering og liberalisering. Ikke desto mindre har et land som Japan, der tidligere havde et relativt lukket og reguleret kapitalmarked, gennemlevet samme udvikling som USA og Storbritannien.

III.3 Nationale aspekter af deregulering

Fordelene ved deregulerингen af de finansielle markeder består dels i et mere komplet marked med flere typer af finansielle instrumenter, dels i øget konkurrence i sektoren og dermed lavere priser.

Større udbud af finansielle produkter

Der har siden midten af 1980'erne været et stigende udbud af finansielle produkter på det danske pengemarked, overvejende for fordringer med kort løbetid. Siden 1987 er der således løbende blevet introduceret nye finansielle produkter på markedet for futures og optioner. Produkterne har bl.a. til formål at hjælpe virksomheder og institutionelle investorer med at afdække valutakurs- og renterisiko. Omsætningen af denne type fordringer har samlet set været stot stigende, jf. Garantifondens Årsrapport 1993.

Lettere etableringsadgang

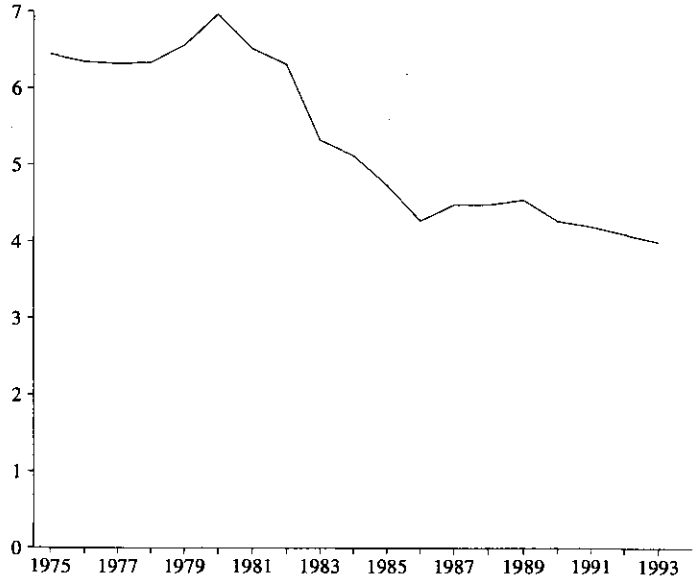
Deregulerингen har lettet adgangen til at etablere finansiel virksomhed. Det har isoleret set medvirket til at øge den potentielle konkurrence. Til gengæld er antallet af pengeinstitutter faldet siden 1986 som følge af såvel fusioner som afvikling. Denne udvikling har ført til en stigende koncentrationstendens i pengeinstitutsektoren. Det kan betyde, at fordelen ved den øgede konkurrence ikke er kommet alle kundetyper til gode.

Ligeledes er antallet af handelsberettigede selskaber på Københavns Fondsbørs faldet jævnt efter en brat stigning i 1986/87 i kølvandet af børsreformen i 1986. Til gengæld har der været en vis tilgang af udenlandske investeringsbanker de seneste år.

Større konkurrence - lavere rentemarginal

Den betydelige indsnævring af rentemarginalen i pengeinstitutterne i løbet af 1980'erne tyder ligeledes på, at konkurrencen på ud- og indlånsmarkederne er blevet skærpet, selvom rentemarginalen også påvirkes af konjunkturudviklingen, jf. figur III.1.

Figur III.1 Rentemarginalen 1975-1993, pct.point



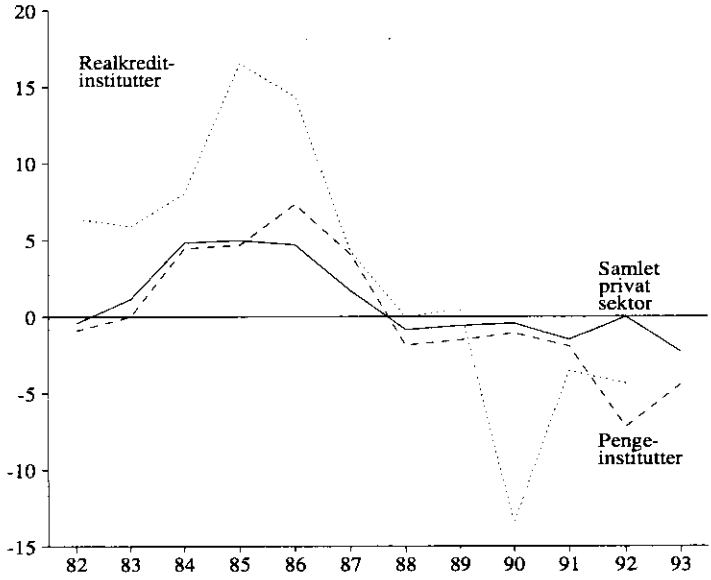
Anm.: Til og med 1990 er pengeinstitutternes rentemarginal et gennemsnit af banker og sparekassers marginal.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Er omkostnings-tilpasning strukturelt betinget?

Den generelle indsnævring af rentemarginalen har efterhånden tvunget den finansielle sektor til at øge indtægterne via gebyrer o.l. samt udvise større omkostningsbevidsthed. Siden 1990 har beskæftigelsesvæksten været mindre end beskæftigelsesvæksten i økonomien som helhed, jf. figur III. 2. Tilpasningen i antallet af ansatte kan ses som en naturlig følge af, at der i kølvandet af liberaliseringerne blev opbygget en betydelig overkapacitet i sektoren. Men beskæftigelsesnedgangen kan dog også i vidt omfang tolkes som en forsinket tilpasning til den generelle lavkonjunktur.

Figur III.2 Vækst i antal ansatte i penge- og realkreditinstitutter og den samlede private sektor, 1982-93, pct.



Anm.: Beskæftigelsen i pengeinstitutter 1991-93 er ekskl. Girobank. Beskæftigelsen i realkreditinstitutter er af fremstillingsmæssige årsager ikke vist for 1993, da tallet er påvirket af midlertidige ansættelser i forbindelse med lånekonverteringer.

Kilde: Finanstilsynet. *Beretning fra Finanstilsynet*, diverse årgange, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

III.4 Hvor stor er kapitalmobiliteten

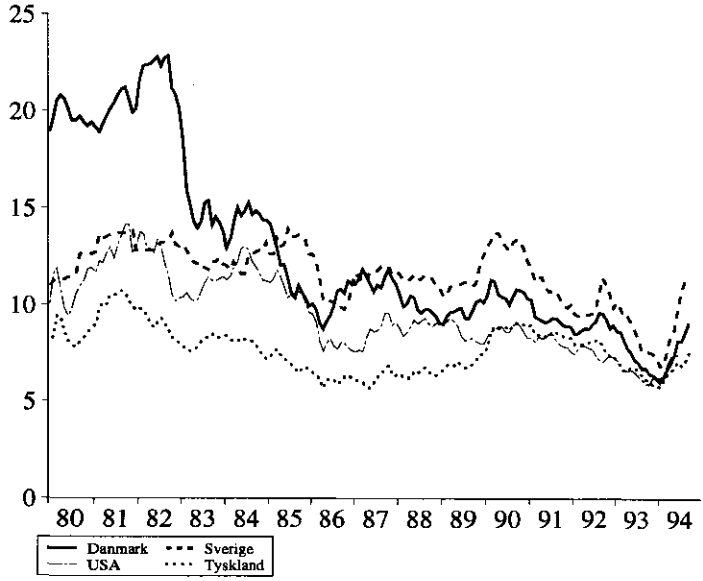
Formålet med dette afsnit er at afdække, i hvilket omfang de omfattende tekniske og lovgivningsmæssige kapitalmarkedsliberaliseringer har påvirket den faktiske internationale kapitalmobilitet. Da der i særlig grad fokuseres på de danske erfaringer, vil dette bl.a. blive belyst ved at betragte renteudviklingen på de danske og internationale obligationsmarkeder samt udviklingen i opsparing og investeringer i Danmark.

Obligations- og pengemarkederne

Nominelle renter konvergerede i 80'erne...

Ophævelsen af restriktioner på kapitalens internationale bevægelighed indebærer under faste valutakurser, at de internationale nominelle renteniveauer konvergerer. For en række landes vedkommende skete dette faktisk gennem 1980'erne, men der er dog stadig ikke tale om fuld konvergens, jf. figur III.3.

Figur III.3 Nominel rente i forskellige lande, 1980-94, pct.



Anm.: Månedsgennemsnit af dagsobservationer for statsobligationer med en lobetid på 7-15 år.

Kilde: Danmarks Nationalbank, DSTB og egne beregninger.

...specielt indenfor ERM

Med frie muligheder for kapitalbevægelser afspejler renteforskelle mellem sammenlignelige fordringer udstedt i forskellig valuta hovedsageligt muligheder for valutakursændringer. Det har da også vist sig, at konvergensen mellem specielt landene i det europæiske fastkurssamarbejde (ERM) har været stigende gennem 1980'erne, jf. *Dansk økonomi, november 1993*. Desuden kan også ikke-valutakursbetinget risiko i bred forstand forklare manglende

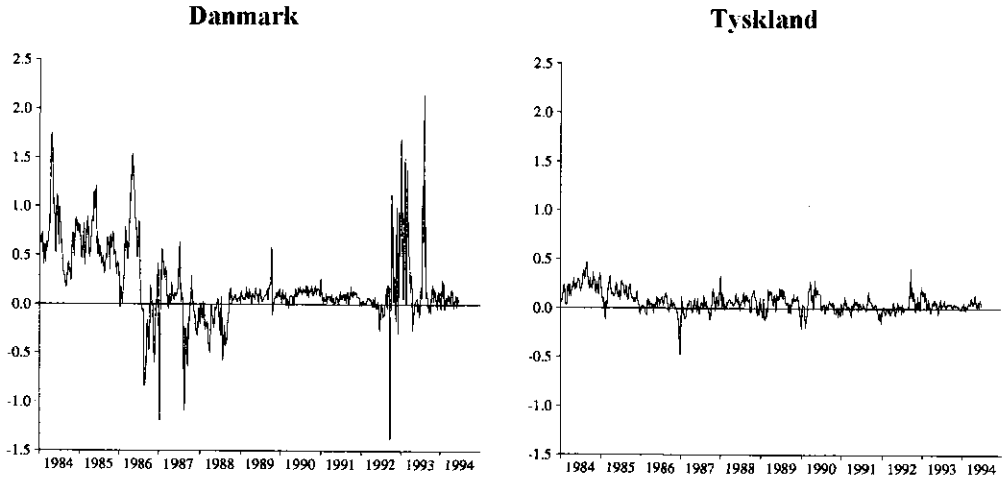
konvergens. En sådan risiko - i det følgende benævnt "strukturel risiko" - kan bl.a. dække over frygt for genindførelse af restriktioner på kapitalbevægelser.[4] Man må dog formode, at strukturel risiko er yderst begrænset i OECD-landene.

En vurdering af graden af kapitalmobilitet på baggrund af udviklingen i nominelle renter bør ideelt set se bort fra den del af renteforskellene, der skyldes muligheder for valutakursændringer. Til det formål kan man sammenligne renten på identiske finansielle fordringer i samme valuta, men udstedt i forskellige lande. Der kan eksempelvis være tale om interbankrenten i Danmark (i det følgende benævnt "onshore"- renten) og renten på kronefordringer på Euro-markedet (benævnt "offshore"-renten). Under perfekt kapitalmobilitet må disse renter være ens, svarende til at den såkaldte *lukkede renteparitet* er opfyldt. En eventuel renteforskel kan i ellers velfungerende markeder kun opstå, hvis der eksisterer formelle begrænsninger på kapitalens fri bevægelighed, eller hvis der eksisterer strukturel risiko.[5]

4) For en række u-landes vedkommende kan sådanne risici også mere bredt henføres til frygt for politisk ustabilitet, frygt for konfiskation af indestående, osv.

5) Den lukkede renteparitet anses derfor normalt for at være det "reneste" mål for graden af kapitalmobilitet, jf. Blundell-Wignall og Browne (1991) og Frankel (1992). Den lukkede renteparitet kræver det færreste antal restriktioner opfyldt sammenlignet med andre mål, nemlig kun at den strukturelle risiko er lig nul.

Figur III.4 Forskellen mellem onshore og offshore renter for Danmark og Tyskland, 1984-94, pct.point



Anm.: Forskellen beregnes som indenlandsk indlånsrente i indenlandsk valuta - onshore-renten - minus indlånsrenten på Euro-markedet i indenlandsk valuta - offshore-renten. Hvis den lukkede renteparitet er opfyldt, er disse renter ens. Der er anvendt ugegennemsnit af dagsobservationer for renter på 3-måneders fordringer. For 1991 angiver onshore renten for Danmark et gennemsnit af ind- og udlånsrenter, mens den først efter 1991 angiver en egentlig indlånsrente.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Høj grad af kapitalmobilitet

Siden midten af 1988 er onshore og offshore renten for fordringer nomineret i danske kroner konvergeret ganske betydeligt. jf. figur III.4. Efter 1988 er renterne tilnærmelsesvis ens. hvilket afspejler fravær af restriktioner på kapitalens bevægelighed og dermed en høj grad af kapitalmobilitet. Et endnu tydeligere billede ses for renterne på fordringer i D-mark. der er så godt som ens i hele den betragtede periode. Dette stemmer overens med. at kapitalrestriktioner blev ophævet tidligere i Tyskland end i Danmark.[6] Det er dog værd at bemærke. at der under valutauroen i efteråret 1992 og frem til EMS-samarbejdets sammenbrud i 1993 periodevis var betydelige og længerevarende forskelle mellem den danske onshore og offshore rente. Dette antyder forekomst af strukturel risiko. som kan afspejle markedets frygt for indførelse af restriktioner på kapitalstrømme til og fra Danmark.[7]

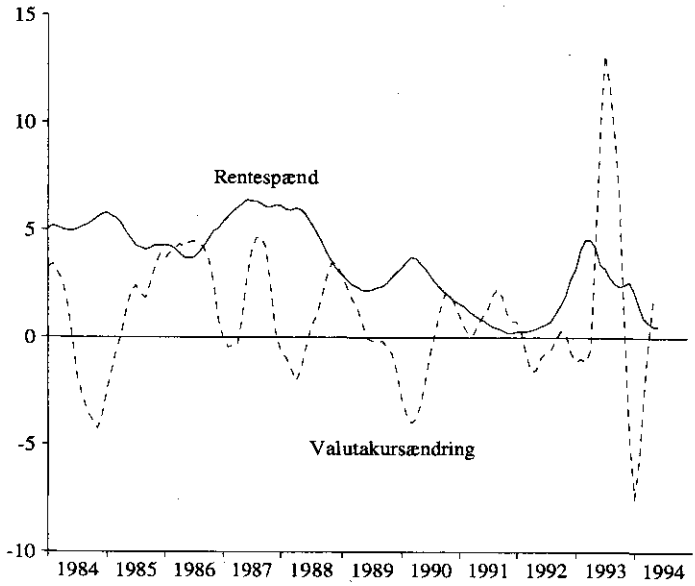
Rentespænd kan henføres til valutakurs-usikkerhed

Hvis man ser bort fra disse periodevise udsving. indikerer forskellen mellem onshore og offshore renterne. at der siden midten af 1980'erne ikke længere forekommer nævneværdig strukturel risiko for Danmarks vedkommende. Et positivt nominelt rentespænd til eksempelvis Tyskland på fordringer af samme type kan derfor helt overvejende henføres til muligheden for valutakursændringer.

6) Blundell-Wignall og Browne (1991) samt Giavazzi og Giovannini (1989) indeholder eksempler for andre lande. Billedet er det samme: Ved ophævelse af restriktioner på kapitalens bevægelighed er forskellen mellem onshore og offshore renter indsnævret betydeligt.

7) Et lignende billede viser sig for Frankrig. der i forbindelse med valutauroen i 1992-93 oplevede tilsvarende positive forskelle mellem onshore- og offshore-renten. jf. Obstfeld (1993). I Frankrigs tilfælde var der endda på flere handelsdage mulighed for risikofri arbitrage. idet udlånsrenten på Euromarkedet lå under indlånsrenten i Frankrig. En lignende analyse kan af datamæssige årsager ikke foretages i Danmarks tilfælde (idet der ikke foreligger statistik over danske udlåndsrenter på Euromarkedet).

Figur III.5 Rentespænd til Tyskland og ændring i kronekursen over for D-mark, 1984-94, pct.



Anm.: Rentespændet er forskellen mellem den årlige danske og tyske 3 måneders rente på Euromarkedet. Værdierne er månedsgennemsnit af dagsobservationer. Ændringen i kronekursen overfor D-mark angiver den faktiske, procentvise depreciering af kronen tre måneder frem (omregnet til årsrate). Både rentespændet og valutakursændringen er angivet som 6 måneders glidende gennemsnit. Hvis den *udækkede renteparitet* er opfyldt, skal storrelserne være ens.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Stigende, men ikke fuld troværdighed af fastkurspolitik i 80'erne

Det skal dog bemærkes, at rentespændet historisk ikke har været velegnet til at forudsige udviklingen i den faktiske kronekurs overfor D-mark (den *udækkede renteparitet* er altså ikke opfyldt). Kronekursen bevægede sig således mellem 1984 og 1991 gennemgående under den deprecieringsrate, som markedet forventede i henhold til rentespændet, jf. figur III.5. Dette kan enten tilskrives irrationalitet hos markedsdeltagerne, eller skyldes at der periodevis eksisterer usikkerhed omkring de valutapolitiske intentioner eller manglende tillid til myndighedernes vilje eller evne til at efterleve en given valutakurspolitik. I konsekvens deraf har markedet forlangt en merrente for at investere i kronefordringer.

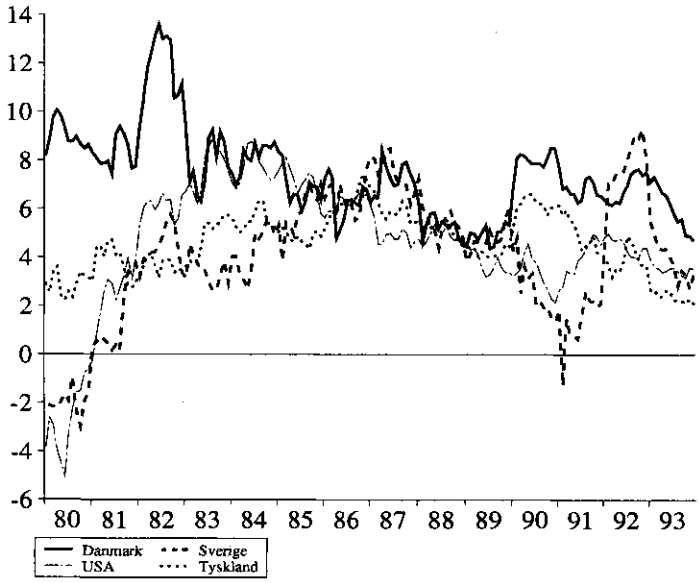
Denne har dog været faldende igennem 1980'erne, hvor der gradvist blev opnået troværdighed omkring fastkurspolitikken, jf. *Dansk økonomi, november 1993*.

Med frie kapitalbevægelser og faste valutakurser udlignes de nominelle renter. Man kan derimod ikke forvente, at realrenten på en dansk obligation (dansk rente minus dansk inflation) bliver identisk med realrenten på en tilsvarende tysk obligation (tysk rente minus tysk inflation).

Ikke entydig realrentekonvergens i 80'erne

Realrentekonvergens (opfyldelse af den såkaldte *realrenteparitet*) kræver mere end blot fri kapitalmobilitet. Der må hverken forekomme strukturel risiko eller usikkerhed omkring valutakursen, svarende til at både de ovenfor omtalte lukkede og udækkede renteparitetet skal være opfyldt. Endvidere skal inflationsrater (i fælles mønt) være ens, dvs. den såkaldte *købekraftsparitet* skal gælde. De to sidstnævnte betingelser er sjældent tilfredsstillet på hverken kort eller mellemlang sigt, og udviklingen i internationale realrenter peger da heller ikke entydigt på konvergens, jf. figur III.6. Igennem 1980'erne konvergerede realrenterne, hvilket for specielt de europæiske landes vedkommende afspejler relativt faste valutakurser samt stigende grad af inflationskonvergens. I årene efter 1989 har realrenterne bevæget sig væk fra hinanden, hvilket overvejende kan henføres til afvigende inflationsrater, bl.a. som følge af den tyske genforening. Dette viser, at betydelige asymmetriske stød kan afstedkomme længerevarende afvigelser i realrenter.

Figur III.6 Realrenten i udvalgte lande, 1980-93, pct.



Anm.: Månedsgennemsnit af dagsobservationer for renterne på statsobligationer med en lobetid på 7-15 år. Renterne er fratrukket forbrugerprisinflationen.

Kilde: Danmarks Nationalbank, DSTB samt egne beregninger.

Liberaliseringer har ført til større kapitalmobilitet

Renteudviklingen tyder på, at kapitalmarkedsliberaliseringerne har medfort hoj grad af kapitalmobilitet pa (stats)obligations- og pengemarkederne. Forskelle i nominelt afkast afspejler fortrinsvis muligheden for valutakursændringer, og der er ikke tegn på væsentlige hindringer for kapitalens internationale bevægelighed over den danske grænse. I det omfang manglende realrentekonvergens afspejler vedvarende forskelle i f.eks. afkastet af fysiske investeringer mellem landene, er den fulde effektivitetsgevinst ved kapitalmarkedsliberaliseringerne ikke opnaet. Den manglende realrentekonvergens kan derfor principielt indikere manglende kapitalmobilitet på andre markeder end (stats)-obligationsmarkederne.

Er den samlede kapitalmobilitet høj

Det er vanskeligt direkte at vurdere kapitalmobiliteten på andre markeder end obligationsmarkederne. Eksempelvis er det forbun-

det med stor usikkerhed at opstille mål for det forventede afkast på aktier i forskellige lande, hvorfor det selvsagt ikke er muligt at vurdere graden af international kapitalmobilitet på disse markeder ud fra en sammenligning af afkast.

Fri kapitalmobilitet reducerer sammenhæng mellem opsparing og investering

Den her benyttede metode involverer en sammenligning af udviklingen i et lands opsparing og investeringer. Relevansen af dette kan belyses ved et lille eksempel: I en verden uden nogen form for kapitalmobilitet, vil et lands samlede investeringer pr. definition svare til den samlede opsparing. Hvis verden ændres, således at kapital frit kan bevæge sig internationalt, vil et lands opsparing herefter indgå i verdens samlede opsparing, og et lands investeringer kan frit finansieres med kapital fra den globale opsparing. Der er på den baggrund intet, der tilsiger en tæt korrelation mellem et lands opsparing og investeringer. Stigende kapitalmobilitet skulle derfor medføre, at sammenhængen mellem et lands opsparing og investeringer reduceres. Ved at belyse kapitalmobilitet gennem den her skitserede metode betragtes den faktiske nettomobilitet på alle typer af kapitalmarkeder, hvorimod analysen af internationale renter kun illustrerer mobiliteten på obligationsmarkederne. Metoden har dog en række ulemper som vil fremgå nedenfor.

Internationale erfaringer tyder på høj sammenhæng...

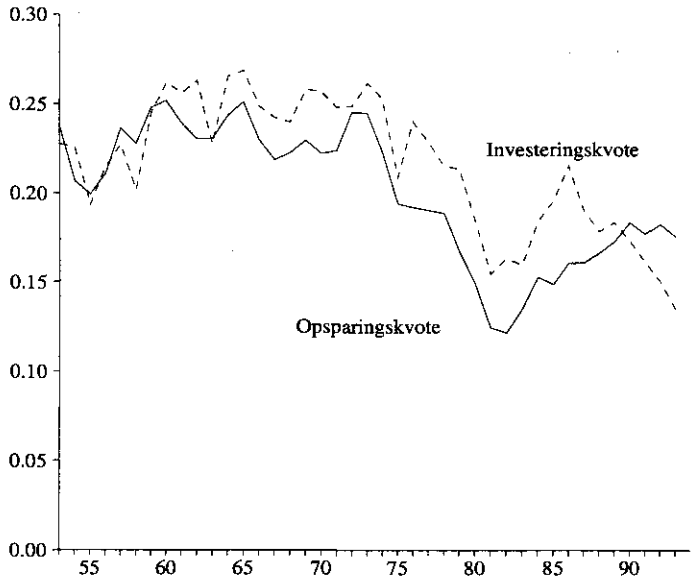
Tidlige internationale studier med den nævnte metode har påvist en positiv sammenhæng mellem opsparing og investeringer i en række lande. Samvariationen har endda vist sig at være så høj (tæt på én), at den kan fortolkes som en overraskende lav kapitalmobilitet. Undersøgelser med nyere talmateriale, hvor årene med omfattende kapitalmarkedsliberaliseringer indgår, afslører som ventet en noget svagere sammenhæng, omend den fortsat er høj.[8] Disse undersøgelser skulle derfor indikere, at kapitalmobiliteten internationalt fortsat er begrænset.

8) Metoden blev først foreslået og anvendt af Feldstein og Horioka (1980). Den generelt høje samvariation har efterfølgende været genstand for utallige undersøgelser, og synes meget robust, se f.eks. Dooley, Frankel og Mathieson (1987), Obstfeld (1986), Tesar (1991) og Sinn (1992). Af undersøgelser som bekræfter en høj samvariation - som dog synes at falde i de senere år - kan bl.a. nævnes Feldstein og Bacchetta (1991) samt Obstfeld (1993). En indikation på den trods alt stigende diversifikation er, at direkte investeringer i udlandet blandt OECD-lande igennem 1980'erne har været stigende, jf. Hoeller og Louppe (1994).

...dette gælder også i Danmark

I Danmarks tilfælde viser det sig også, at opsparing og investeringer siden midten af 1950'erne i store træk følges ad, jf. figur III.7. Først mod slutningen af 1980'erne brydes sammenhængen delvist, idet betalingsbalancen bliver positiv efter 25 års underskud. Det skal i den forbindelse bemærkes, at sammenhængen på lang sigt må være positiv - selv under fri kapitalmobilitet - idet man ellers ville opleve permanent stigende eller faldende betalingsbalancestillinger. Ved en vurdering af kapitalmobilitet bør man derfor betragte sammenhængen mellem kortsigtsudsving i opsparing og investeringer.

Figur III.7 Opsparings- og investeringskvoten i Danmark, 1953-93



Anm.: Samlet opsparing og investeringer (inkl. lageropbygning) i forhold til BNP.

Kilde: Danmarks Statistik, 1994, ADAM's databank og egne beregninger.

Liberaliseringer har ikke markant mindsket sammenhængen

I Danmarks tilfælde er dette undersøgt ved at se på ændringerne i opsparings- og investeringskvoter på kvartalsbasis fra 1971 til 1993. Det har derigennem vist sig, at den tætte sammenhæng mellem opsparing og investeringer ikke blot er et langsigtsfænomen, men i allerhøjeste grad også forekommer på kort sigt.

Således kan det beregnes, at en stigning i opsparingskvoten på 1 pct.point gennemsnitligt har ledsaget en stigning i investeringskvoten på omkring 0,8 pct.point, i samme kvartal.

Positiv sammenhæng ikke nødvendigvis udtryk for lille kapitalmobilitet...

På trods af dette skal man dog være varsom med håndfast at konkludere, at kapitalmobiliteten internationalt er lav. Det er således muligt at forklare en tæt (kortsigts-) sammenhæng mellem opsparing og investering, selv under perfekt kapitalmobilitet. Lande kan eksempelvis blive påvirket af forskellige udefra kommende forstyrrelser, der resulterer i parallelle ændringer i investeringer og opsparing.[9] En anden forklaring relaterer sig til den okonomiske politik. Hvis den okonomiske politik sigter mod - og har succes med - at fastholde en given betalingsbalancesaldo, vil opsparing og investeringer pr. definition folges ad selv under fri kapitalmobilitet. Derfor er der tillige foretaget en vurdering af kapitalmobiliteten på basis af sammenhængen mellem privat opsparing og investeringer.

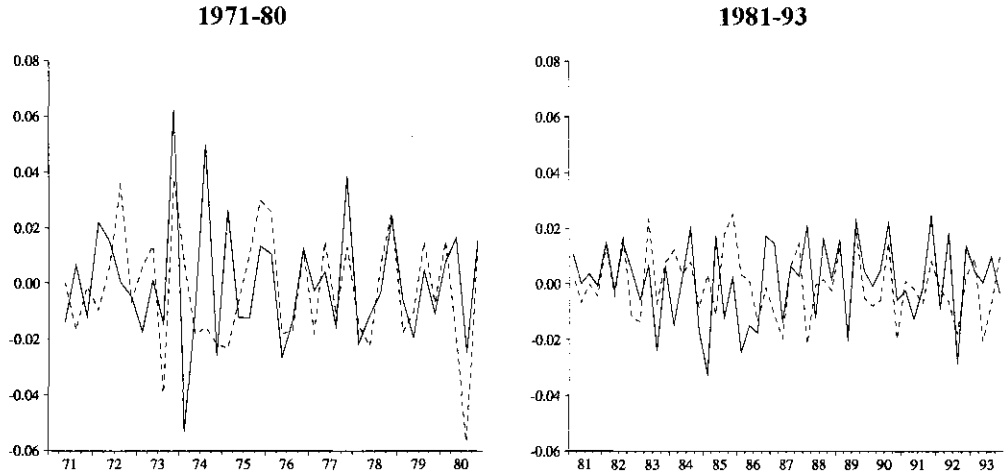
...når økomomisk politik stabiliserer betalingsbalancen

Det viser sig for Danmarks vedkommende, at der også er en positiv sammenhæng mellem kortsigtsændringer i privat opsparing og investeringer, jf. figur III.8. Sammenhængen er dog væsentlig svagere end i tilfældet, hvor offentlige variabler inkluderes (en stigning i den private opsparingskvote på 1 pct.point ledsages gennemsnitligt af en stigning i den private investeringskvote pa ca. 0.35 pct.point). Dette understotter, at en del af den hoje sammenhæng mellem samlede investeringer og opsparing kan henfores til den okonomiske politik og ikke til manglende kapitalmobilitet. Sammenhængen for den private del af okonomien er dog positiv, og der er ikke tegn på, at den mindskes gennem den betragtede periode. Dette skulle man have forventet, hvis kapitalmobiliteten var oget.

9) Gordon og Bovenberg (1994) indeholder en grundig gennemgang af forskellige forklaringer på en positiv samvariation under perfekt kapitalmobilitet.

For de fleste landes vedkommende viser det sig ligeledes, at den okonomiske politik er en betydelig årsag til den tætte samvariation mellem opsparing og investeringer. Det skal i den sammenhæng bemærkes, at indenfor regioner i samme land er sammenhængen typisk ubetydelig. Dette skyldes, at den okonomiske politik sjældent tager hensyn til regionale betalingsbalancer. Samtidig understreger det, at den høje kapitalmobilitet, der selvsagt er mellem regioner, medfører en lav sammenhæng mellem opsparing og investeringer.[10]

Figur III.8 Kortsigtsændringer i privat opsparingskvote og investeringskvote (stiplet linie), 1971-1993



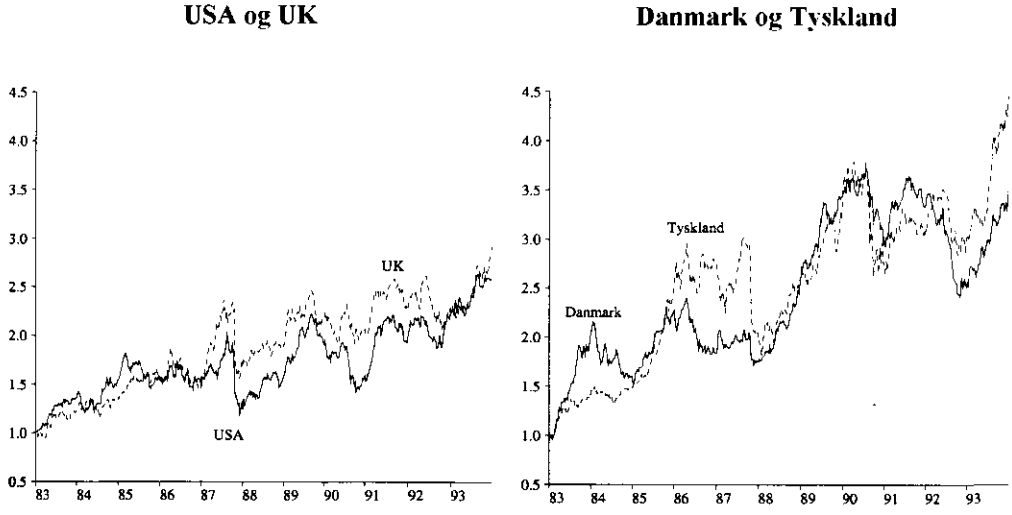
Anm.: Private investeringer er samlede investeringer (inkl. lageropbygning) fratrukket offentlige investeringer. Den private opsparing fremkommer som betalingsbalancestillingen plus private investeringer minus den offentlige nettofordringserhvervelse. Ved bestemmelse af kvoter ses storrelserne i forhold til BNP. Data er sæsonkorrigerede.

Kilde: Danmarks Nationalbank, 1994, MONA's databank og egne beregninger.

10) Bayoumi (1990) undersoger betydningen af okonomisk politik for sammenhængen mellem opsparing og investeringer i en række industrialiserede lande. Den manglende regionale sammenhæng er vist af Bayomi og Rose (1993), Sinn (1992) og Obstfeld (1993) for hhv. Storbritannien, USA og Japans vedkommende.

Udviklingen i sammenhængen mellem opsparing og investeringer viser, at den samlede kapitalmobilitet mellem Danmark og omverdenen ikke er fuldstændig perfekt. Dette er bemærkelsesværdigt i betragtning af den høje - og stigende - grad af mobilitet på bl.a. obligationsmarkederne, men kan afspejle en lav mobilitet på andre kapitalmarkeder, eksempelvis aktiemarkederne, jf. figur III.9. Det amerikanske og engelske marked må anses for at være meget integrerede, da kurserne er tæt korrelerede. Det danske og tyske marked synes også at følges ad, men undergår tilsyneladende større udsving end det engelske og amerikanske og må derfor anses for mindre integrerede med disse.

Figur III.9 Aktiekurser i udvalgte lande, 1983-1993, indeks 1983, uge 1=1



Anm.: Indeksene er omregnet til fælles valuta og angiver markedernes kursindeks på ugens sidste handelsdage. Sammenligneligheden begrænses ved, at de danske kurser er korrigeret for udbyttebetalinger, hvilket ikke er tilfældet for de øvrige serier.

Kilde: Unibank.

Samlet kapitalmobilitet er ikke perfekt pga. andre imperfektioner

Sporgsmålet er derfor, hvorfor kapitalmobiliteten i praksis ikke er blevet helt perfekt i kølvandet af den stigende internationale kapitalmarkedsliberalisering? Det er sandsynligt, at forskellig grad af gennemsigtighed på eksempelvis obligations- og aktiemarkederne spiller en rolle. En udenlandsk investor vil formentlig grundlæggende være mere tilbøjelig til at købe aktier i sit hjemland fremfor i Danmark, p.g.a. en mindre viden om firmaspecifikke danske forhold.[11] En anden årsag kan være tilstedeværelsen af valutarisiko. Selvom denne for mange europæiske lande gennem ERM-samarbejdet er reduceret, har den som tidligere nævnt for Danmarks vedkommende ikke været ubetydelig igennem 1980'erne. Dette kan således i sig selv betyde, at udenlandske investorer har været tilbageholdende med investeringer i Danmark.[12]

Samlet har de omfattende kapitalmarkedsliberaliseringer medført høj grad af kapitalmobilitet på (stats)obligations- og pengemarkederne. Men valutausikkerhed, ufuldstændig varemarkedsintegration og imperfekt information om landespecifikke erhvervsforhold medvirker til, at den samlede kapitalmobilitet endnu ikke er perfekt. Dette kan betyde, at alle de velfærdsgevinster man traditionelt venter, en markedsliberalisering afstedkommer, ikke er opnået endnu.

11) Denne såkaldte "home-bias" i porteføljevalget grundet informationsforskelle er identificeret af bl.a. French og Poterba (1991), Tesar og Werner (1992) og Gehrig (1993).

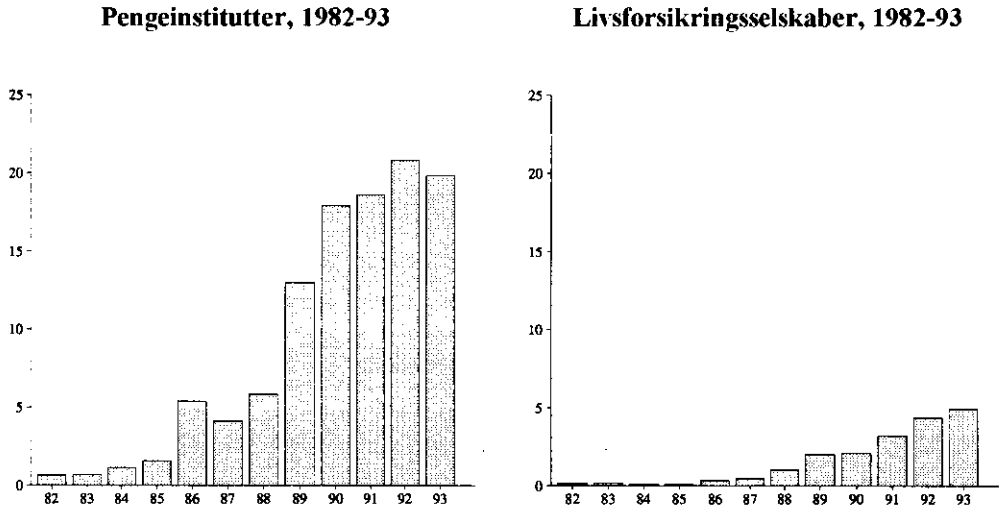
12) I relation til betydningen af valutakursrisiko er det interessant at bemærke, at sammenhængen mellem opsparing og investeringer generelt har været lav blandt EMS-lande, jf. Bhandari og Mayer (1990).

III.5 Medfører kapitalmarkedsliberaliseringer større kursudsving

Danske beholdninger af udenlandske aktiver steg i 80'erne

Selvom foregående afsnit antyder, at den samlede kapitalmobilitet ikke er perfekt, hersker der ikke tvivl om, at danske investorers porteføljevalg er blevet mere internationalt orienteret. Andelen af udenlandske obligationer og aktier i eksempelvis pengeinstitutters og livsforsikringsselskabers samlede obligations- og aktiebeholdning er således steget klart igennem 1980'erne, jf. figur III.10.

Figur III.10 Andelen af udenlandske aktiver i forskellige sektorer, pct.



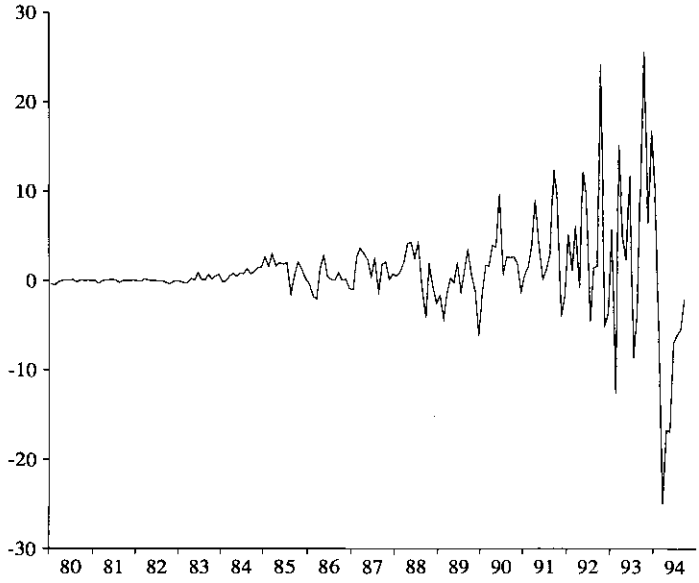
Anm.: Udenlandske obligationer og aktier i forhold til samlede obligations- og aktiebeholdning.

Kilde: Finanstilsynet, *Beretning fra Finanstilsynet*, diverse årgange.

Større obligationssalg til udlandet kan måske øge renteudsving

At liberaliseringerne har medført større kapitalbevægelser på tværs af landegrænserne ses bl.a. også ved, at nettosalget af kroneobligationer til udlandet har udvist større og større udsving gennem 1980'erne, jf. figur III.11. Dette kan tænkes at forårsage større kursudsving. Eksempelvis vil forstyrrelser af forskellig art i udlandet (indkomst-, pris-, forventningsskift, m.m.) hurtigt smitte af på danske markeder.

Figur III.11 Nettosalg af kroneobligationer til udlandet, 1980-94, mia. kr. pr. måned



Kilde: Danmarks Nationalbank.

"Bobler" virker kraftigere

Selvom en stigende internationalisering i princippet sikrer mere effektive kapitalmarkeder, kan såkaldte "bobler" eller "stemningsskift" i markederne transmitteres internationalt med større styrke. En konsekvens af liberaliseringerne kan da være større (kortsigts-) kursudsving på de finansielle markeder. Dette er i sig selv uønskeligt, da det skaber usikkerhed om fremtidige finansielle priser og dermed mulig tilbageholdenhed i f.eks. forbrugs- og investeringsbeslutninger.[13]

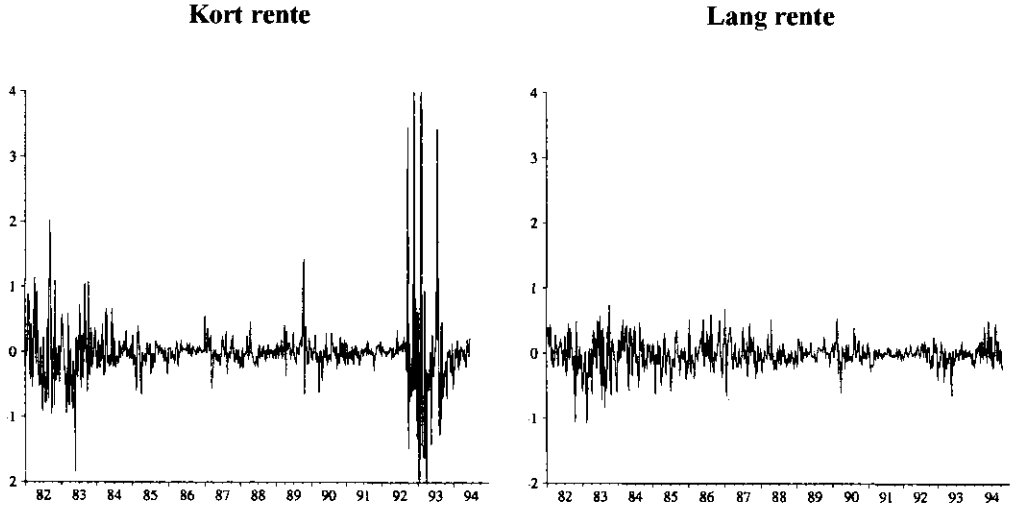
For at belyse om kapitalmarkedsliberaliseringerne har medført større kursudsving fokuseres der på de kortsigtede udsving (fra uge til uge). Det bør understreges, at disse intet fortæller om eventuelt længerevarende uligevægte i prisfastsættelsen eller om deres årsager. Tilgængeligt datamateriale til belysning af kortsigtsudsving omfatter kun 1980'erne, men givet, at liberaliseringen af internationale kapitalstrømme for Danmarks vedkommende især skete gennem 1980'erne, skulle dette muliggøre en identifikation af en eventuel stigende tendens til kursudsving i perioden.

Mindre renteusikkerhed gennem 80'erne

Kortsigtsudsvingene i såvel den korte som den lange rente i Danmark synes imidlertid ikke generelt at blive større igennem 1980'erne, jf. figur III.12. Tværtimod synes både den korte og lange rente at fluktuere mere i begyndelsen af 1980'erne end i den efterfølgende periode. Undtagelsen er selvfølgelig de voldsomme udsving i specielt den korte rente under perioderne med valutauro i 1992 og 1993. De voldsomme svingninger, der forekommer, afspejler derfor mere markedets opfattelse af problemer i relation til valutakurspolitikken. Frie kapitalbevægelser er naturligvis en nødvendig betingelse for, at større valutauro overhovedet kan forekomme, og kan i de perioder udgøre et særskilt problem. Men i den lange periode mellem 1987 og 1992, hvor fastkurspolitikken gradvist opnåede troværdighed, synes liberaliseringerne ikke at have haft nogen destabiliserende virkning.

13) Når forbrugsbeslutninger i Danmark ydermere synes mere følsomme over for finansielle priser efter kapitalmarkedsliberaliseringerne, jf. afsnit III.8, er ulempen ved øgede kursudsving blot endnu større. Det skal dog nævnes, at det generelt er vanskeligt at måle realøkonomisk betydning af finansielle prisers udsving, jf. Kupiec (1991) og Huizinga (1994).

Figur III.12 Kortsigtsændringer i renter, 1982-94, pct.point



Anm.: Absolut ændring fra uge til uge. Den korte rente er givet ved en 3 måneders interbankrente, mens den lange rente angiver den effektive rente af en 10-årig statsobligation. Det skal bemærkes, at den valgte afgrænsning af figurerne medfører, at nogle enkelte observationer for den korte rentes vedkommende i 1992 og 1993 ikke kan aflæses korrekt.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

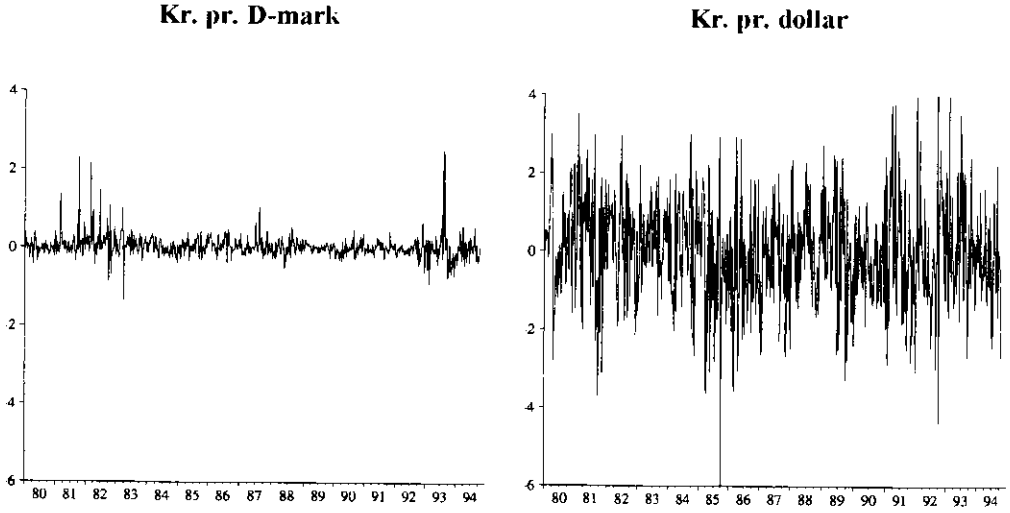
Valutakursen mere stabil i 1980'erne

Ved at betragte kortsigtssvingningerne i valutakurser er det også vanskeligt at påvise større udsving igennem 1980'erne, jf. figur III.13. Valutakursen overfor D-mark er i perioden præget af det europæiske valutakurssamarbejde. Kursen overfor dollar har ikke været underlagt en valutapolitisk målsætning i perioden, og den fluktuerer betydeligt mere end D-markkursen, men der spores ingen særskilt effekt af kapitalmarkedsliberaliseringer i retning af større fluktuationer gennem 1980'erne. Disse kursudviklinger fortæller derfor mere om de stabiliserende egenskaber ved et formaliseret valutakurssamarbejde, end de antyder nogen selvstændig effekt af liberaliseringerne.[14] Det er i den forbindelse interessant - men for tidligt at afgøre - om de markant udvidede udsvingsmarginer i det nuværende ERM-samarbejde vil bidrage til større kursfluktuationer på valuta- eller obligationsmarkederne.[15]

14) Dette er påvist empirisk for ERM-lande af f.eks. Thomas (1994) og Svensson (1993). Det bør bemærkes, at den stabiliserende egenskab ved et valutakurssamarbejde med faste udsvingsgrænser ikke fordrer fuld troværdighed af samarbejdet, jf. Krugman (1991). Det understøtter, at valutakurspolitikken gennem 1980'erne i Danmark har virket stabiliserende mht. D-markkursen, selvom rentespændet til Tyskland i flere perioder afslører manglende troværdighed omkring politikken, jf. *Dansk økonomi, november 1993*.

15) Rose (1994) finder i flere lande, at større annoncerede udsvingsmarginer for valutakursen påvirker valutakursens volatilitet. Liberaliseringerne i sig selv kan imidlertid ikke påvises at have nogen selvstændig effekt.

Figur III.13 Kortsigtsændringer i valutakurser, 1980-94, pct.



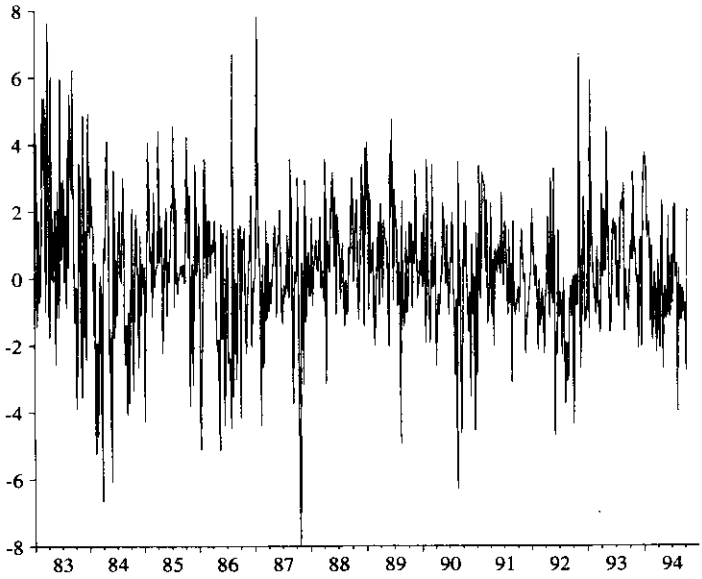
Anm.: Procentvis depreciering af kronen over for den givne valuta fra uge til uge. Det skal bemærkes, at den valgte afgrænsning af figurerne medfører, at nogle enkelte observationer for dollarkursens vedkommende i 1985 og 1992 ikke kan aflæses korrekt.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Aktiekurser ikke mere bevægelige i 1980'erne

Slutteligt betragtes udsvingene i de danske aktiekursindeks, jf. figur III.14. Heller ikke her er det muligt at påvise nogen umiddelbart destabiliserende effekt af liberaliseringerne. Dette samt udviklingen i de øvrige finansielle indikatorer viser derfor, at kapitalmarkedsliberaliseringerne ikke har haft en selvstændig destabiliserende rolle. Dette udelukker dog ikke, at liberaliseringerne medfører, at forskellige ubalancer i internationale markeder kan transmitteres til de danske markeder. Således kan midlertidig uro i højere grad forstærkes.

Figur III.14 Kortsigtsændringer i aktieindeks, 1983-94, pct.



Anm.: Procentvis ændring i totalindekset for danske aktier fra uge til uge.

Kilde: Unibank og egne beregninger.

III.6 Hvad bestemmer rentespændet til Tyskland

Dansk rente kun delvis bundet til tysk rente

Ved en troværdig fastkurspolitik overfor D-mark vil det danske renteniveau være bestemt af det tyske. Som anført i afsnit III.4 afspejler forekomsten af et positivt rentespænd til Tyskland, at der hos agenterne på de finansielle markeder er usikkerhed omkring den dansk-tyske valutakurs. Rentedannelsen i Danmark er på den måde tæt knyttet til troværdigheden af valutakurspolitikken. I relation til den generelle okomiske politik er det derfor af interesse at bestemme, om forskellige økonomiske faktorer systematisk påvirker valutakursforventningerne - selv under en annonceret fastkurspolitik. Hvis det er muligt at påvirke disse faktorer, vil det i princippet være muligt at opnå en vis kontrol over rentedannelsen.

Frygt for dansk devaluering eller tysk revaluering?

For det undersøges, hvilke økonomiske faktorer der bidrager til en forklaring af rentespændet til Tyskland, er det værd at bemærke, at et positivt rentespænd ofte tolkes som værende ensbetydende med forventninger til en devaluering af kronen. Imidlertid kan rentespændet også afspejle, at markedet forventer en revaluering af D-mark. Hvis sådanne forventninger har udgangspunkt i tyske økonomiske forhold, vil det selvsagt være fejlagtigt at anvende rentespændet som en indikation på markedets opfattelse eksempelvis af den danske økonomisk-politiske udvikling - herunder muligheden for en ensidig dansk valutakursjustering.

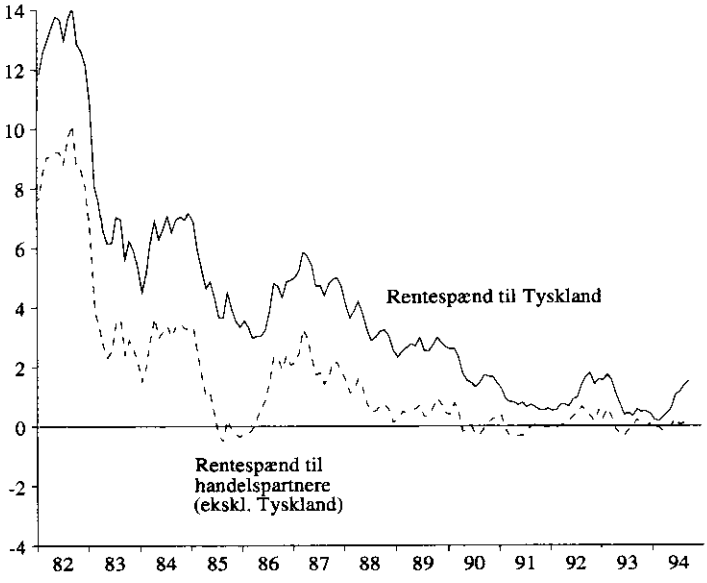
Når markedet forventer en diskretionær dansk devaluering, må der opstå et positivt rentespænd af samme storrelsesorden overfor de øvrige handelspartnere som over for Tyskland. Hvis markedet i stedet forventer en diskretionær tysk revaluering, vil rentespændet over for Danmarks øvrige handelspartnere være mindre end spændet til Tyskland, idet disse landes valuta i så fald også forventes at depreciere over for D-mark. Rentespændet over for Danmarks øvrige handelspartnere kan derfor afspejle forventninger om en diskretionær dansk devaluering.

Rentespænd i 1980'erne også påvirket af tyske forhold

Rentespændet til Tyskland var igennem 1980'erne ikke alene et resultat af forventninger om en dansk devaluering, idet rentespændet i hele den betragtede periode har været højere end rentespændet til Danmarks øvrige handelspartnere, jf. figur III.15. Tilsyneladende har det positive rentespænd til Tyskland siden 1989 hovedsageligt afspejlet forventninger om en tysk revaluering, og ikke en dansk devaluering, idet rentespændet overfor Danmarks

øvrige handelspartnere har været omkring nul.[16] Dette afspejler markedets forventninger om en ensidig tysk valutakursjustering i kølvandet på den tyske genforening. Ovenstående understreger, at man ved en vurdering af økonomiske faktorers betydning for det dansk-tyske rentespænd bør inddrage såvel danske som tyske økonomiske forhold.

Figur III.15 Rentespændet til Tyskland og Danmarks øvrige handelspartnere, pct.point



Anm.: Rentespændet angiver forskellen mellem de effektive renter på danske og tyske 10-årige statsobligationer. Rentespændet til handelspartnere ekskl. Tyskland er beregnet som forskellen mellem den danske rente og et vægtet gennemsnit af renterne hos de syv vigtigste handelspartnere (Sverige, Storbritannien, USA, Frankrig, Japan, Italien og Holland). Ved vægtningen anvendes den relative betydning for Danmarks konkurrenceevne (1989-vægte). Observationerne er månedsgennemsnit af dagsobservationer.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

16) Bemærk at dette ikke udtrykker, om fastkurspolitikken overfor D-mark var troværdig eller ej. Dette aspekt knytter sig udelukkende til, om den forventede valutakursbevægelse overstiger den ved valutakurspolitikken maksimalt tilladte. Om bevægelsen fremkommer gennem en dansk devaluering eller en tysk revaluering er i den forbindelse underordnet.

Det er ikke ud fra økonomisk teori muligt entydigt at afgøre, hvilke økonomiske faktorer der påvirker rentespændet. Grundlæggende er man interesseret i at afdække, hvorledes markedsdeltagerne danner deres forventninger om fremtidige valutakursbevægelser. Forventningerne bestemmes bl.a. af markedsdeltagernes opfattelse af de økonomisk-politiske myndigheders reaktionsmønstre over for den økonomiske udvikling. Sådanne mønstre er selvsagt vanskelige at forudsige, da det kræver fuldstændig gennemsigtighed vedrørende myndighedernes målsætninger for den økonomiske politik samt evne til at efterleve disse. Det har derfor været nødvendigt at efterprøve en række forskellige danske og tyske økonomiske faktorers bidrag til forklaring af det dansk-tyske rentespænd.[17]

God konkurrenceevne giver lavere rentespænd

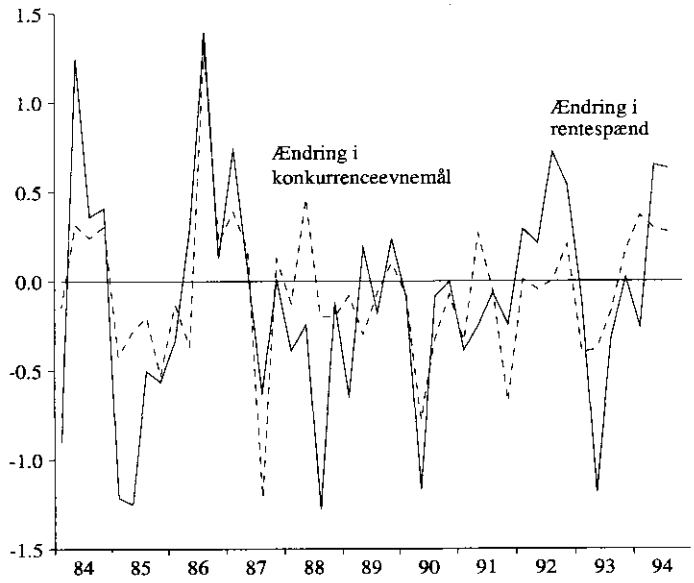
Selvom det er vanskeligt at opnå en fuldt tilfredstillende forklaring på rentespændets udvikling, er forhold, der påvirker konkurrenceevnen mellem Danmark og Tyskland, af afgørende betydning. Markedet anser det med andre ord for sandsynligt, at myndighederne tillader valutakursjusteringer med henblik på stabilisering af konkurrenceevnen. Statistiske undersøgelser for perioden 1984-94 viser således, at ændret inflationstakt i Danmark eller i Tyskland systematisk bidrager til at forklare omkring halvdelen af variationerne i rentespændet, jf. figur III.16.[18] Stiger den danske inflation 1 pct.point, øges rentespændet med godt en ½ pct.point. En stigning i tysk inflation reducerer rentespændet næsten tilsvarende.[19] I den seneste del af den betragtede periode synes rentespændet ogsa at afhænge af et andet konkurrenceevnemål, nemlig Danmarks effektive valutakurs. Når kronen er blevet styrket, er rentespændet udvidet.

17) For undersøgelser, der relaterer sig til andre europæiske landes rentespænd til Tyskland, henvises til f.eks. Caramazza (1993), Chen og Giovannini (1993), Frankel og Masson (1994), Rose og Svensson (1994) samt Thomas (1994).

18) En dokumentation af de statistiske undersøgelser vedr. rentespændet til Tyskland er under udarbejdelse og vil kunne rekvireres hos Det økonomiske Råds sekretariat.

19) Inflationens betydning for bestemmelsen af rentespændet til Tyskland bekræftes for andre europæiske landes vedkommende af Rose og Svensson (1994).

Figur III.16 Ændring i rentespænd til Tyskland samt ændring i konkurrenceevnemål, 1984-94, pct.point



Anm.: Figuren viser den absolutte ændring i rentespændet overfor Tyskland. Der er anvendt kvartalsgennemsnit af dagsobservationer for 5-årige sammenlignelige statsobligationer. Konkurrenceevnemålet er opgjort som et vejet gennemsnit af dansk og tysk inflation (lagget én periode). Inflationen er givet ved den procentvise stigning i forbrugerprisindeksene i forhold til samme kvartal året for. Som vægte ved sammenvejningen anvendes koefficienterne fra en statistisk estimation af inflationens betydning for udviklingen i rentespændet. Disse vægte er omkring 0,55 og minus 0.4 for hhv. dansk og tysk inflations vedkommende.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik, DSTB og egne beregninger.

Konklusionen på undersøgelsen er, at en forbedring af konkurrenceevnen over for Tyskland ikke blot vil have positiv indflydelse på dansk økonomi i form af øget aktivitet og forbedring af betalingsbalancen, men også medføre et lavere rentespænd til Tyskland.

Ledighed og betalingsbalance har mindre betydning...

En række andre realøkonomiske faktorer kan som nævnt have indflydelse på rentespændet. Dette er der imidlertid ikke fundet statistisk belæg for. Således synes hverken udviklingen i dansk og tysk ledighed eller betalingsbalance at have påvirket rentespændet gennem perioden. De finansielle markeder har således ikke anset det for sandsynligt, at de danske myndigheder ville vælge offen-

sive devalueringer for at nedbringe arbejdslosheden og betalingsbalanceunderskuddet. Det udelukker dog ikke, at disse forhold kan have haft periodevis indflydelse på markedets forventninger. Når ubalancerne ikke viser sig at have systematisk indflydelse på rentespændet, kan det måske hænge sammen med, at markedet tillægger fremtidige balanceproblemer større vægt end nutidige. Derfor har konkurrenceevneforhold betydning, idet disse netop er indikatorer på fremtidige balanceproblemer.

...ligesom budgetunderskud

Underskuddet på de offentlige finanser synes heller ikke direkte at bidrage til en forklaring af rentespændet. Det betyder dog ikke, at finanspolitikken generelt kan tilrettelægges uden hensyntagen til de afledte effekter på rentespændet. Eksempelvis vil en ekspansiv finanspolitik i en situation, hvor ledigheden overvejende er af strukturel karakter, øge risikoen for inflationspres og dermed for en forværring af konkurrenceevnen. Derigennem kan finanspolitikken således indirekte påvirke rentespændet.

Statsgæld og rentespænd

Statsgæld kan påvirke rentespændet...

Finanspolitikken kan tænkes at have afledte effekter på rentespændet gennem påvirkningen af statsgælden. For lande, hvor statsgældens størrelse skaber usikkerhed om tilbagebetalingsevnen, vil rentespændet vokse. Det må dog anses for irrelevant i Danmarks og Tysklands tilfælde. Statsgælden kan imidlertid have betydning for valutakursforventningerne og ad den vej påvirke rentespændet. En stor gæld kan øge myndighedernes incitament til at devaluere, fordi dette permanent mindsker den reale gældsbyrde (nominel gæld målt i kroner i forhold til nominel BNP).

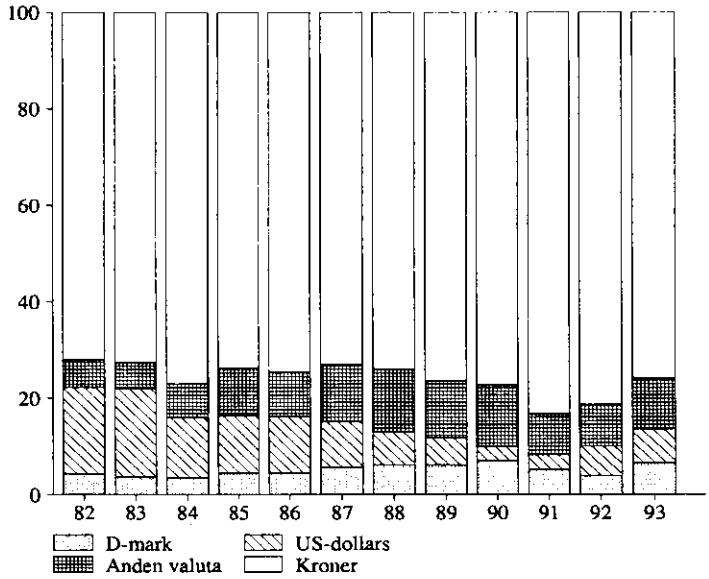
...gennem valutasammensætningen

Dette incitament kan dog ikke ses uafhængigt af gældens valutasammensætning. Hvis en større andel af gælden optages i udenlandsk valuta, vil det mindske muligheden for at reducere gældsbyrden gennem en ensidig dansk devaluering. Jo større del af den danske statsgæld, der er optaget i D-mark, desto mindre er myndighedernes incitament derfor til at udhule gælden gennem en devaluering. Det er derfor i princippet muligt at påvirke troværdigheden omkring valutakurspolitikken gennem valutafordelingen af statsgælden. En høj D-mark andel burde derfor føre til et lavere rentespænd til Tyskland.

Statsgældspolitik har ikke aktivt støttet valutakursmålsætningen

Statsgældspolitikken har hidtil ikke været tilrettelagt med henblik på aktivt at underbygge valutakursmålsætningen, idet en forholdsvis begrænset og nogenlunde konstant andel af gælden er optaget i udenlandsk valuta, jf. figur III.17.[20] Sammensætningen af gælden mellem eksempelvis kroner og D-mark varierer relativt lidt og tilpasses efterfølgende, når der er sket ændringer i rentespændet. Således faldt D-mark andelen fra 1990 til 1992 med en vis forsinkelse i forhold til faldet i rentespændet frem til og med 1991, hvorefter andelen øges i 1993 efter udvidelsen af rentespændet igennem 1992. Gældsandelene synes således snarere at være fastlagt i forhold til markedets vurdering af valutakurspolitikkens troværdighed end i forhold til myndighedernes annoncerede intentioner.

Figur III.17 Statsgældens valutasammensætning, 1982-93, pct.



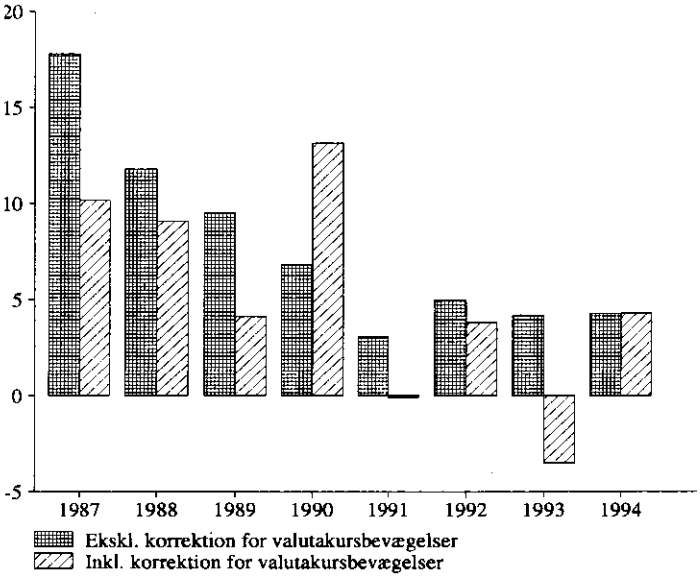
Kilde: Danmarks Nationalbank, *Statens Låntagning og Gæld*, diverse årgange og egne beregninger.

20) Principperne bag statsgældspolitikken er beskrevet i *Statens låntagning og gæld*, Danmarks Nationalbank og Finansministeriet (for 1991), diverse årgange.

En aktiv politik kunne have været rentebesparende

Udover signalværdien i at omlægge en del af statsgælden til eksempelvis D-mark. når rentespændet er stort. kan der opnas en ikke ubetydelig reduktion i rentebetalingerne. Eksempelvis var det gennemsnitlige rentespænd i 1987 omkring 5 pct.. og den indenlandske del af statsgælden udgjorde knap 350 mia. kr. Havde denne i stedet været nomineret i D-mark. ville staten ved uændret valutakurs saledes det ar have sparet godt 17 mia. kr. i renteudgifter. jf. figur III.18. Efter 1987 er rentespændet indsnævret væsentligt. men ogsa i 1990'erne har der været mulighed for betydelige rentebesparelser. Eksemplet er selvsagt forsimplet. da der er tale om en rent mekanisk opgorelse. og det er af andre årsager næppe onskværdigt eller muligt at omlægge hele kronegælden til D-mark. Et eventuelt onske om at sprede gælden pa valutaer udfra en betragtning om at udjævne valutakursrisici er dog ikke relevant i denne sammenhæng. medmindre myndighederne selv anser den fremtidige valutakurs overfor D-mark for usikker.

Figur III.18 Årlig rentegevinst ved omlægning af statsgæld fra kr. til D-mark, 1987-94, mia. kr.



Anm.: Den årlige rentegevinst er beregnet som den indenlandske statsgæld (primo) gange det gennemsnitlige rentespænd til Tyskland. Ved korrektion for valutakursændringer fratrækkes rentespændet den gennemsnitlige årlige, procentvise depreciering af kronekursen over for D-mark. Rentespændet angiver forskellen mellem de effektive renter på lange danske og tyske statsobligationer. Ved beregning af rentegevinsten for 1994 anvendes de første 3 kvartalers renter og valutakurser.

Beregningerne er partielle og statiske og tager således ikke hensyn til eventuelle afledte effekter på renter og valutakurser eller rentes rente. Der er dermed ikke tale om en prognose for en udvikling forårsaget af den illustrerede omlægning.

Kilde: Se figur III.17

III.7 Har deregulering medført en konjunkturmedløbende kreditgivning

Deregulering har bade struktur- og konjunktureffekter

Ved deregulering af finansielle markeder vil økonomiens virkemåde ændre karakter. Ophævelse af restriktioner på lånemarkederne vil åbne mulighed for et samspil mellem kreditforhold og økonomisk aktivitet, der tidligere var undertrykt, og konjunkturbilledet vil derfor forandres. Det er således plausibelt, at långivere under en højkonjunktur, hvor realpriserne på fast ejendom og andre former for pant typisk stiger, alt andet lige er mere tilbøjelige til at yde kredit. Omvendt kan en lavkonjunktur være karakteriseret ved en mere tilbageholdende adfærd hos kreditgiverne. I begge tilfælde vil kreditgivningsadfærden bidrage til at forstærke konjunktursvingningerne sammenlignet med et reguleret marked. En frigørelse af kreditmarkederne vil således i den sammenhæng isoleret set virke destabiliserende.[21]

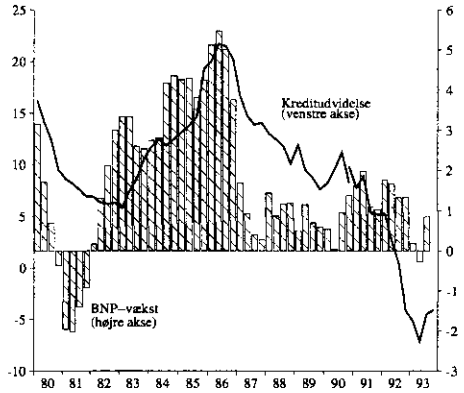
Kreditgivning forstærkede konjunktursvingninger i 1980'erne

Det synes da også indiskutabelt, at kreditudvidelsen igennem 1980'erne i høj grad følger konjunkturerne, jf. figur III.19. I lavkonjunkturen i begyndelsen af 1980'erne var den samlede kreditudvidelse således relativt lav, hvorefter den steg dramatisk under højkonjunkturen 1984-86. Den efterfølgende lavkonjunktur var karakteriseret ved stot faldende kreditudvidelse frem til 1993, hvor den samlede kredit direkte faldt. Betragtes kreditudvidelse gennem forskellige indenlandske brancher, genfindes dette overordnede billede. For både penge- og realkreditinstitutternes vedkommende er der tale om stærkt stigende kreditgivning under højkonjunkturen i midt-80'erne og mærkbart lavere kreditgivning under den foregående og efterfølgende lavkonjunktur. Pengeinstitutternes kreditudvidelse har været særskilt lav under den seneste lavkonjunktur.

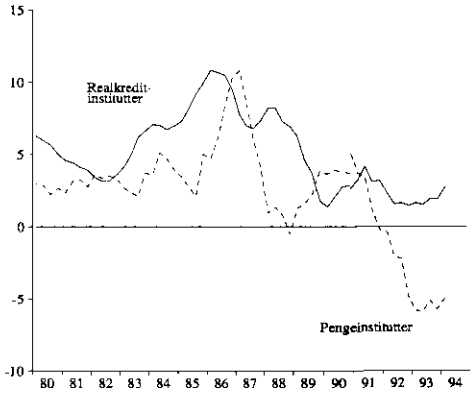
21) Kreditgivningens rolle for den økonomiske udvikling har eksempelvis været flittigt debatteret i USA i forbindelse med den seneste lavkonjunktur: se f.eks. Bernanke (1993) og Federal Reserve Bank of New York (1994).

Figur III.19 Nogle indikatorer på kreditforhold

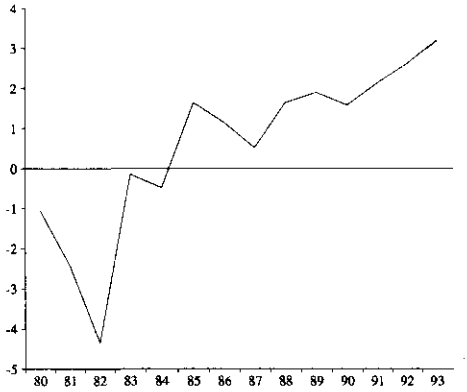
Kreditudvidelse og realvækst, 1982-93, pct. af BNP og pct.



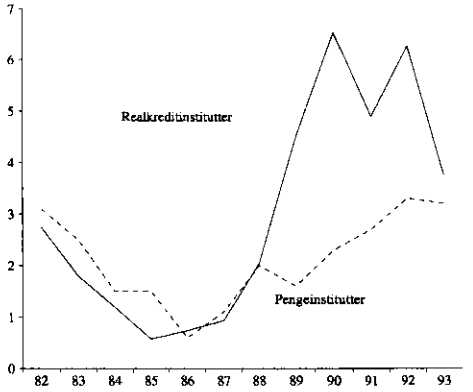
Kreditudvidelse i udvalgte brancher, 1982-93, pct. af BNP



Den "relative udlånsrente", 1982-93, pct.



Tab og hensættelser i udvalgte brancher, 1982-93, pct. af udlån



Anm.: Samlet kreditudvidelse angiver nettoudlån til private, virksomheder og kommuner mv. fra indenlandske pengeinstitutter, realkreditinstitutter og udenlandske långivere opgjort som sum af seneste 4 kvartaler set i forhold til BNP. Ændret opgørelsespraksis indebærer databrud i 4. kvartal af 1990, hvor værdier for begge opgørelsesmetoder vises. Det skal bemærkes, at de forskellige metoder ikke påvirker serternes *udvikling* i nævneværdig grad. Real BNP-vækst angiver gennemsnittet af seneste 4 kvartalers vækst. Den relative udlånsrente er opgjort som forskellen mellem pengeinstitutternes udlånsrente og obligationsrenten. Udlånsrenten er for årene 1980-1989 gennemsnittet af bankernes og sparekassernes udlånsrente (inkl. provision). Obligationsrenten angiver den effektive rente af en 10-årig statsobligation. I 1990 ændredes praksis vedr. realkreditinstitutternes opgørelse af hensættelser til tab, hvilket skønsmæssigt gav anledning til ekstraordinære tab i størrelsesordenen 5 mia. kr., jf. Realkreditrådet. Årsberetning 1991. Af hensyn til sammenligneligheden med de øvrige år er disse 5 mia. kr. fratrukket i figuren.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, diverse årgange, MONA's Databank; Danmarks Statistik, *Statistisk tiårsoversigt*, diverse årgange; Økonomiministeriet, *Den Danske Pengeinstitutsektor*; Finanstilsynet, *Beretning fra tilsynet med realkreditinstitutter*, 1989, *Hovedtal fra finanstilsynet*, 1992; Boligstyrelsen, *Beretning fra tilsynet med realkreditinstitutter*, diverse årgange; Realkreditrådet, *Årsberetning 1993* og egne beregninger.

Skyldes kreditudvidelse udbud eller efterspørgsel?

Det er imidlertid forbundet med stor usikkerhed at afgore, om oget kreditudvidelse afspejler en mere lempelig kreditgivning eller en storre krediteftersporgsel. At kreditudvidelse og okonomisk vækst folges ad, kan således afspejle såvel en konjunkturmedlobende krediteftersporgsel som et konjunkturmedlobende kreditudbud. Man kan dog fa et vist billede af, hvilken af de to faktorer der har storst betydning ved at betragte udviklingen i prisen pa kredit - udlansrenten. Hvis en storre kreditudvidelse er ledsaget af hojere pris pa kredit, er der grund til at formode, at stigende krediteftersporgsel er den væsentligste faktor. Omvendt vil en lavere pris pa kredit antyde, at et oget udbud er baggrunden for den storre kreditudvidelse.

Pengeinstitutternes udlanspolitik

Betragter man udelukkende udviklingen i eksempelvis pengeinstitutternes udlansrente, ma man dog være opmærksom pa, at denne til en vis grad folger det generelle renteniveau og dermed - givet internationaliseringen af kapitalbevægelserne - det internationale. I det folgende betragtes pengeinstitutternes udlansrente derfor i forhold til obligationsrenten, her benævnt den relative udlansrente, jf. figur III.19.[22] Der kan ikke drages handfaste konklusioner ved at sammenholde udviklingen i den relative udlansrente og kreditudvidelsen hos pengeinstitutterne. Dog tyder faldet i den relative udlansrente fra 1985 til 1986, sammenholdt med den særdeles kraftige vækst i kreditudvidelsen, pa en meget lempelig kreditgivning. Den tidligere omtalte faldende rentemarginal i perioden understotter ogsa dette. Den storre konkurrence pa lanemarkedet har dermed givetvis haft en betydning for udbuddet af kredit.

Bade efterspørgsel og udbud har begrænset kreditudvidelsen siden 1987

Derimod er faldet i kreditudvidelsen, der fulgte umiddelbart efter 1986, formentlig i hojere grad resultatet af begrænset krediteftersporgsel, idet den relative udlansrente faldt. Dette hænger givetvis sammen med konjunkturerne og reduktionen i rentefradragsretten, der netop far virkning i 1987, samt den aftagende inflation, der oger realrenten efter skat. Den betydelige reduktion i pengeinstitutternes kreditudvidelse, der finder sted igennem begyndelsen af 1990'erne, tyder i særdeleshed pa en mere forsigtig kreditgivning, idet den relative udlansrente stiger gennem hele perioden.

22) En lignende metode til at skelne udbuds- og eftersporgselseffekter fra hinanden i sammenhæng med kreditgivningen i USA anvendes af Friedman og Kuttler (1993).

Realkredit-institutternes udlånspolitik

Ovenstaende knytter sig især til pengeinstitutternes kreditgivning, men det ma formodes, at stigningen i realkreditinstitutternes kreditudvidelse mellem 1983 og 1986 ligeledes har baggrund i en forholdsvis lempelig kreditgivning. Institutionernes finansieringsvillighed fulgte i denne periode med ejendomspriserne, selv om prisstigningerne var usædvanlig store. Saledes steg boligpriserne med omkring 50 pct. igennem perioden. Realkreditinstitutternes reducerede kreditudvidelse i 1987 ma ogsa formodes at være bestemt af en reduceret krediteftersporgsel. Den lave kreditudvidelse i begyndelsen af 1990'erne kan formentlig henfores til en storre forsigtighed i kreditgivningen, idet branchen i den periode oplevede kraftige stigninger i tab og hensættelser, jf. figur III.19. Denne stigning i tab og hensættelser genfindes ogsa for pengeinstitutterne og har klart været en medvirkende arsag til pengeinstitutternes forsigtighed i begyndelsen af 1990'erne.

Lempelig kreditgivning i 1980'erne muligvis et éngangsfænomen

Ovennævnte tyder pa, at kreditgivningen i en vis grad har været konjunkturmedlobende, og dermed har spillet en destabiliserende rolle for den okonomiske udvikling siden 1980, hvor deregulerингen af den finansielle sektor tog fart. Det stærkere samspil med konjunkturforlobet kan dog for en dels vedkommende henfores til engangstilpasninger til den ogede konkurrence, der gav sig udslag i en usædvanlig lempelig kreditgivning i midten i 1980'erne. At kreditgivningen efterfolgende pavirkede den okonomiske udvikling i 1990'erne i negativ retning var pa samme made delvis en forsinket reaktion pa midt-80'ernes overdrevne langivning, der skabte en kraftig stigning i langivernes tab, hvilket resulterede i en reduceret langivning.

Langsom tilpasning til lav inflation

Desuden kan kreditgivningsadfærden ogsa henfores til en langsom tilpasning til overgangen fra hoj- til lavinflationssamfund. Ved en vedvarende hoj inflation bliver risikoen ved udlan begrænset, da eventuel pant lobende stiger i værdi. En forventning om fortsat hoj inflation kan derfor have givet anledning til uforsigtige kreditvurderinger. Det ma dog i den forbindelse nævnes, at forbrugerprisinflationen allerede i 1985-86 var nede pa omkring 4 pct., efter et stort jævnt fald fra 10-12 pct. i 1980-82. Udlanernes inflationsforventninger skal saledes have været særdeles bagudrettede, hvis kreditgivningen tog udgangspunkt i forventninger om hoj inflation. Det bemærkes, at lobende konjunkturvurderinger i midt-80'erne ikke forventede en tilbagevenden til hojere inflationsrater.

Internationalisering mindsker betydning af indenlandsk kreditgivning

Endelig kan der argumenteres for, at kreditgivningsadfærd hos indenlandske institutioner gennem den stigende internationalisering af kapitalmarkederne får mindre og mindre betydning for konjunkturudviklingen. Hvis eksempelvis indenlandske långivere ikke er villige til at yde kredit - eller begrænses i dette ved lovindgreb - vil låneeftersporgeren frit kunne opnå kredit i udlandet. Dette vil dog kun gore sig gældende for storre låntagere.

III.8 Har forbrugsadfærden ændret sig

Givet privatforbrugets centrale rolle i dansk okonomi, er det af interesse at afdække, hvilke konsekvenser de omfattende kapitalmarkedsliberaliseringer har haft på forbrugsbestemmelsen og dermed konjunkturudviklingen. Generelt vil det gælde, at forbrugerne har de bedste muligheder for at fordele forbruget over livsforlobet uafhængigt af, hvordan indkomsten er fordelt, jo mere velfungerende kapitalmarkederne er. Liberaliseringerne medfører derfor, at eksempelvis indkomstændringer får en mindre fremherskende betydning for det lobende forbrug, idet forbrugerne kan låne til forbrug i perioder med lav indkomst og spare op i tider med hoj indkomst. Derved kan rente- og formueforhold i hojere grad få betydning for forbrugsbeslutningerne. Det trækker samtidig i retning af, at forbruget bliver mere stabilt, netop fordi den enkelte forbruger ved hjælp af det finansielle marked kan udjævne forbruget over tid.

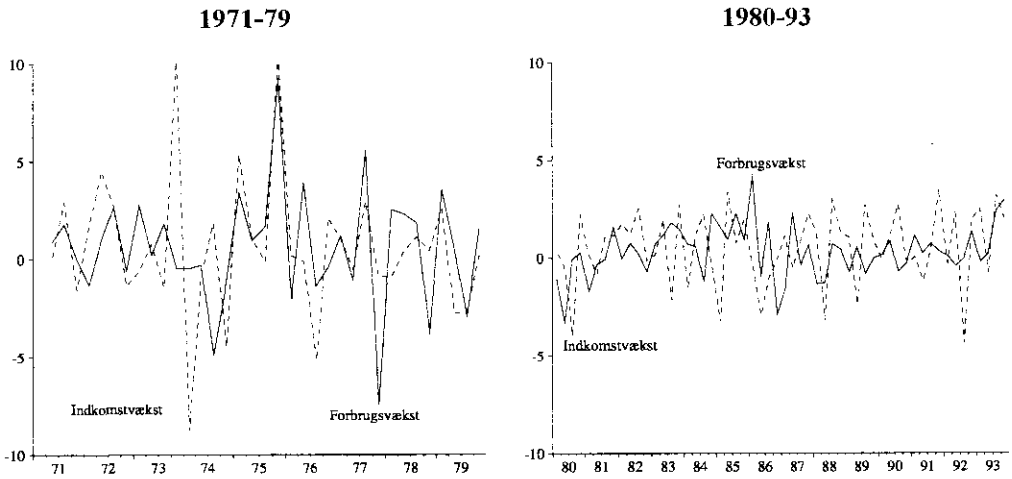
Et frit kapitalmarked muliggør forbrugsudjævning over tid

Mindre udsving i 80'ernes privatforbrug

Væksten i det private forbrug har været mindre fluktuerende i 1980'erne end i 1970'erne, som man skulle forvente, da liberaliseringerne især har haft betydning i 1980'erne, jf. figur III.20. Forbrugsudsvingene synes endvidere at være mindsket gennem 1980'erne. På grundlag af figuren er det ikke umiddelbart muligt at vurdere, om indkomstvækstens indflydelse på den private forbrugsvækst er mindre i 1980'erne end i 1970'erne. Statistiske beregninger viser dog, at privatforbruget som ventet reagerer mindre på indkomstændringer efter liberaliseringerne af kapitalmarkederne.[23]

23) En nærmere dokumentation af resultaterne vedr. samspillet mellem privatforbrug og finansielle markeder er under udarbejdelse og vil kunne rekvireres hos Det okonomiske Råds sekretariat.

Figur III.20 Realvækst i forbrug og indkomst, 1971-93, pct.



Anm.: Væksten er opgjort som procentvis stigning i forhold til forrige kvartal. Forbruget angiver samlet privatforbrug i 1980-priser. Indkomst er angivet ved privat disponibel indkomst deflateret med forbrugerprisindekset. Data er sæsonkorrigerede.

Kilde: Danmarks Nationalbank, 1994, MONA's databank og egne beregninger.

Konjunkturudvikling derved stabiliseret

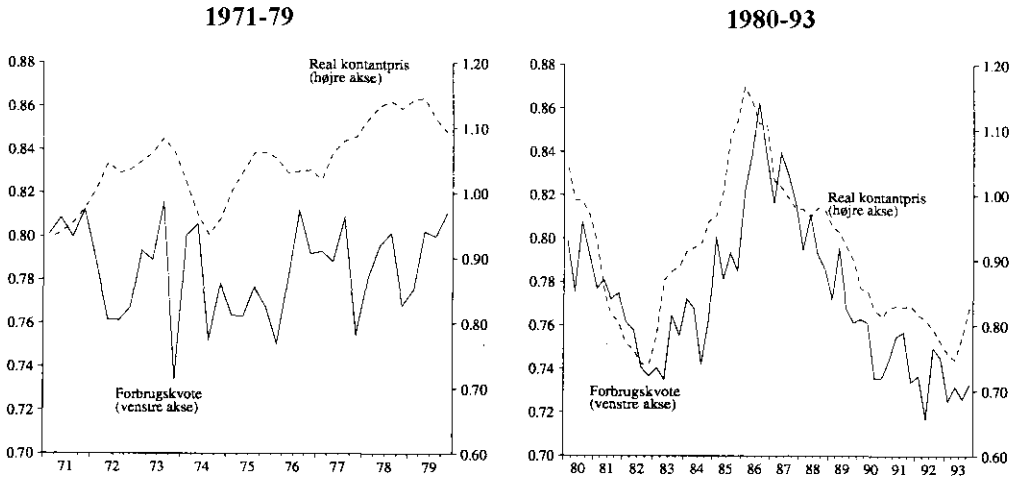
Forbrugerne er således ikke i så høj grad bundet til at lade deres beslutninger bestemme af den aktuelle indkomst, da forbruget i højere grad kan udjævnes.[24] Kapitalmarkedsliberaliseringerne har derfor i relation til forbrugsbestemmelsen haft en stabiliserende effekt på konjunkturudviklingen, omend der også her kan være et element af engangstilpasning.

24) Resultaterne er i overensstemmelse med erfaringerne i en række OECD-lande, jf. Blundell-Wignal, Browne og Manasse (1990).

Deregulering øger privatforbrugets formueafhængighed

Som nævnt er en anden mulig implikation af kapitalmarkedsliberaliseringer, at privatforbruget i højere grad reagerer på finansielle priser og formueforhold. Dette belyses ved at sammenholde udviklingen i forbrugskvoten og den reale kontantpris på énfamiliehuse. Kontantprisen er velegnet i denne sammenhæng af to grunde. Dels er den meget rentefølsom og afspejler dermed i sig selv finansielle priser, dels illustrerer den udviklingen i de private formuer, idet boligen i mange tilfælde er husholdningernes største formuepost. Det fremgår, at der ikke var nogen sammenhæng mellem forbrugskvoten og den reale kontantpris i 1970'erne, mens der tydeligvis er en positiv sammenhæng i 1980'erne, jf. figur III.21. Dette bekræfter, at finansielle priser har fået større betydning for bestemmelsen af en central økonomisk variabel som privatforbruget i takt med liberaliseringerne af kapitalmarkederne.[25]

Figur III.21 Forbrugskvoten og den reale kontantpris, 1971-93, kvote og indeks 1980=1



Anm.: Forbrugskvoten fremkommer som forholdet mellem det samlede privatforbrug (i 1980-priser) og privat disponibel indkomst deflateret med forbrugerprisindekset. Den reale kontantpris angiver forholdet mellem prisen på énfamiliehuse og forbrugerprisindekset. Data er sæsonkorrigerede.

Kilde: Danmarks Nationalbank, 1994, MONA's databank og egne beregninger.

25) Tilsvarende konklusioner for de øvrige nordiske lande findes i Koskela og Virén (1992) og Lehmussaari (1990). Bayoumi (1993) finder den samme konklusion i relation til Storbritannien.

III.9 Nye krav til den økonomiske politik

Liberalisering og deregulering giver fordele

Afskaffelsen af restriktioner pa kapitalens internationale bevægelighed har medfort en hoj grad af kapitalmobilitet. Det har sammen med den sidelobende deregulering af den danske finanssektor foroget konkurrencen pa de hjemlige finansielle markeder og givet et storre udbud af finansielle tjenester. Disse strukturelle ændringer af de finansielle markeder har derved givet danske virksomheder, forbrugere og offentlige myndigheder friere rammer for tilrettelæggelse af opsparings- og investeringsbeslutninger og lavere priser pa finansielle ydelser.

Høj, men ikke perfekt kapitalmobilitet

I praksis er den internationale kapitalmobilitet mest omfattende for (stats)obligations- og pengemarkedet, mens der fortsat er et stykke vej til perfekt kapitalmobilitet pa andre dele af kapitalmarkedet. Saledes forekommer det danske aktiemarked ikke at være fuldt integreret med det internationale. Dette kan betyde, at især mindre danske virksomheder har vanskeligt ved at skaffe egenkapital. Et væsentligt aspekt af dette (som ikke kun er et dansk fænomen) er omkostningerne ved at tilvejebringe og sprede information. Det er saledes især pa sadanne omrader, der fortsat kan være behov for nationale foranstaltninger med henblik pa at sikre et mere effektivt marked f.eks. i form af forenklede skatteregler, afskaffelse af omsætningsafgift pa aktiehandel, stotte til mindre virksomheders borsinformation, en særlig aktiebors, etc.

Risiko for ustabilitet

Samlet kan der imidlertid ikke herske tvivl om, at liberaliseringerne og dereguleringen har givet storre effektivitet og som folge deraf har gunstige langsigtede samfundsokonomiske konsekvenser. Imidlertid tyder de senere års erfaringer pa, at disse fordele ikke opnas uden omkostninger, bl.a. fordi liberaliseringerne kan have en destabiliserende indflydelse pa okonomien. Det gælder eksempelvis muligheden for spekulative angreb pa valutakursen under en fastkurspolitik, som finansmarkederne ikke tillægger fuld troværdighed. Som det var tilfældet under valutauroen i bade 1992 og 1993, kan det give anledning til stigende renteniveau og usikkerhed og medvirke til sammenbrud af valutakurspolitikken med deraf folgende realokonomiske omkostninger.

Stabilitet gennem monetær union

En handfast made til at undga disse udsving og samtidig opretholde en fastkurspolitik er deltagelse i en monetær union. Dette vil selvsagt eliminere enhver valutakursusikkerhed og dermed rentespændet til de ovrige deltagere. Deltagelse i en monetær union skal dog vurderes ud fra de samlede fordele og ulemper, der er forbundet hermed.

Alternativet er strammere økonomisk politik

Fastkurspolitik uden et formelt valutakurssamarbejde med stærke interventionsforpligtelser forudsætter, at den generelle okonomiske udvikling bringes i fuld overensstemmelse med valutakursmålsætningen. Her skal der især peges på betydningen af en konjunktur- og strukturpolitik, der sikrer stabil lav inflation, idet dette oger tilliden til valutakursen og dermed sikrer den lavest mulige rente. Samtidig er det nodvendigt af hensyn til den lobende stabilisering af valutakursen, at de pengepolitiske myndigheder - som det ogsa er sket i Danmark - udvikler markedskonforme styringsmidler, der muliggor en fleksibel styring af "den korte ende" af de finansielle markeder.

Fordele ved en mere aktiv statsgældspolitik

Fastkurspolitikken kan endvidere understottes gennem en aktiv statsgældpolitik. I Danmarks tilfælde vil fastkurspolitik over for D-mark kunne underbygges gennem finansiering af en storre del af statsgælden i D-mark, da det vil gore en devaluering af kronen mindre attraktiv. Ved finansieringsomlægninger fra kroner til D-mark i perioder med et stort rentespænd opnas der endvidere en betydelig rentegevinst og dermed en forbedring af de offentlige finanser.

Kvantitative restriktioner er uhensigtsmæssige

Indforelse af forskellige typer af begrænsninger på kapitalbevægelser (transaktionsskatter, deponerigskrav o.l.) kan begrænse disses omfang og dermed deres uheldige implikationer. Imidlertid vil dette ogsa begrænse kapitalstromme af ikke-spekulativ karakter og saledes have uheldige folgevirkninger, herunder et vedvarende hojere renteniveau. Givet den omfattende internationalisering af de finansielle markeder ma det ogsa formodes, at virkningen af sadanne tiltag vil være ret begrænset, med mindre disse koordineres internationalt. Det er der næppe tilslutning til.

Ved at tillade storre bevægelser i valutakursen kan de ekstreme og ofte kortvarige rentefluktuationer muligvis undgas, men omkostningen vil til gengæld være en tilsvarende mere ustabil valutakurs.

Destabiliserende udlanspolitik

Den hjemlige deregulering af de finansielle markeder var medvirkende til en mere ustabil konjunkturudvikling igennem 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. Noget tyder dog pa, at den meget ekspansive kreditgivning i midt-80'erne og den siden hen meget forsigtige i begyndelsen af 1990'erne ogsa i nogen grad kan være udslag af en éngangstilpasning til nye markedsvilkar i kolvandet af dereguleringen. Den hidtidige udvikling i 1990'erne har bl.a. været et forsinket resultat af de tilpasninger, de gennemforte strukturændringer ma medfore. Typisk vil friere konkurrence betyde, at de mindst rentable virksomheder ma lukke, men den del

af tilpasningen sker oftest først i en lavkonjunktur.

Ulemper ved kvantitativ regulering

Kvantitative restriktioner på kreditområdet med konjunkturpolitisk sigte vil formentlig nok kunne have en en vis, men begrænset virkning på kort sigt trods de frie kapitalbevægelser. Det er næppe muligt for alle låntagere omkostningsfrit at skifte til udenlandske finansielle institutioner, når der indføres indenlandske restriktioner. Der er imidlertid en række ulemper ved sådanne indgreb af samme type som ved restriktioner på internationale kapitalbevægelser.

Stabilisering via finanspolitik

Når pengepolitikken sigter mod at opretholde en fast valutakurs, vil finanspolitikken være i centrum i stabiliseringspolitikken. Liberaliseringerne har utvivlsomt skærpet kravene til timing og udformning af finanspolitiske indgreb. Det skyldes bl.a. de forbedrede muligheder for at udjævne forbruget i forhold til indkomsten, således at finanspolitiske tiltag, der påvirker indkomsten, formentlig har mindre effekt end tidligere. Omvendt må ændringer i f.eks. kapitalafkastbeskatning eller midlertidige momsændringer, der virker gennem omflytning af forbrug over tid, antages at have fået større effekt.

Rentespænd især afhængig af konkurrenceevne

Samtidig viser analysen af den danske renteudvikling, at inflationsforskellen mellem Danmark og Tyskland er den helt dominerende forklaring på rentespændet. Derimod har der ikke for perioden siden 1984 kunnet påvises nogen systematisk rentepåvirkning fra det offentlige budgetunderskud og statsgælden eller fra betalingsbalancen og udlandsgælden. Finanspolitikkens indflydelse på rentespændet går derfor primært via påvirkningen af inflationen. Der ser endvidere ud til at være tale om en overraskende hurtig afsmitning fra ændringer i inflationstakten til renten. Sammenholdt med økonomiens stigende rentefølsomhed skærper dette naturligvis kravene til finanspolitikken samt til pris- og londannelsen. Analysen viser, at konkurrenceevnen ikke blot har en direkte effekt på produktion og beskæftigelse, men også en indirekte effekt via renten.

Litteraturliste

Bayoumi. T. (1990): Saving-Investment Correlations: Immobile Capital. Government Policy. og Endogenous Behavior? *IMF Staff Papers 37*. 360-387.

Bayoumi. T. (1993): Financial Deregulation and Household Saving. *The Economic Journal 103*. 1432-1443.

Bayoumi. T. og A. K. Rose (1993): Domestic Savings and Intra-National Capital Flows. *European Economic Review 37*. 1197-1202.

Bernanke. B. S. (1993): Credit in the Macroeconomy. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review 18*. 50-70.

Bhandari. J. S. og T. H. Mayer (1990): A Note on Saving-Investments Correlations in the EMS. *IMF Working Paper No. 97*.

Blundell-Wignall. A.. F. Brown og P. Manasse (1990): Monetary Policy in Liberalised Financial Markets. *OECD Economic Studies 15*. 145-178.

Blundell-Wignall. A. og F. Browne (1991): Increasing Financial Market Integration. Real Exchange Rates and Macroeconomic Adjustment. *OECD Department of Economics and Statistics, Working Paper No. 96*.

Caramazza. F. (1993): French-German Interrest Rate Differentials and Time-Varying Realignment Risk. *IMF Staff Papers 40*. 67-583.

Chen. Z. og A. Giovannini (1993): The Determinants of Realignment Expectations under the EMS: Some Empirical Regularities. *NBER Working Paper No. 4291*.

Dooley. M.. J. Frankel og D. J. Mathieson (1987): International Capital Mobility: What Do Saving-Investment Correlations Tell Us? *IMF Staff Papers 34*. 503-530.

Drazen. A. og P. Masson (1994): Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers. *Quarterly Journal of Economics 109*. 735-754.

Federal Reserve Bank of New York (1994): *Studies on Causes and Consequences of the 1989-92 Credit Slowdown.*

Feldstein. M. og C. Horioka (1980): Domestic Saving and International Capital Flows. *The Economic Journal 90*. 314- 329.

Feldstein. M. og P. Bacchetta (1991): National Saving and International Investment. I B. D. Bernheim og J. B. Shoven (red.): *National Saving and Economic Performance*. University of Chicago Press. Chicago.

Frankel. J. A. (1992): Measuring International Capital Mobility: A review. *American Economic Review, Papers and Proceedings 82*. 2. 197-202.

French. K. R. og J. M. Poterba (1991): Investor Diversification and International Equity Markets. *NBER Working Paper No.3609.*

Friedman. B. M. og K. N. Kuttner (1993): Economic Activity and the Short-term Credit Market: An Analysis of Prices and Quantities. *Brookings Papers on Economic Activity 2*. 193-283.

Gehrig. T. (1993): An Information Based Explanation of the Domestic Bias in International Equity Investment. *Scandinavian Journal of Economics 95*. 97-109.

Giavazzi. F. og A. Giovannini (1989): *Limiting Exchange Rate Flexibility*, MIT Press. Cambridge. Mass.

Gordon. R. H. og A. L. Bovenberg (1994): Why is Capital so Immobile Internationally?: Possible Explanations and Implications for Capital Income Taxation. *NBER Working Paper No.4796.*

Hoeller. P. og M.-O. Louppe (1994): The EC's Internal Market: Implementation. Economic Consequences. Unfinished Business. *OECD Economics Department Working Papers No. 147.*

Huizinga. J. (1994): Exchange Rate Volatility. Uncertainty. and Investment: An Empirical Investigation. Kap. 7 i L. Leiderman og A. Razin (red.): *Capital Mobility. The Impact on Consumption, Investment and Growth*. Cambridge University Press. Cambridge.

Koskela, E. og M. Virén (1992): Inflation, Capital Markets and Household Saving in the Nordic Countries. *Scandinavian Journal of Economics 94(2)*, 215-227.

Krugman, P. R. (1991): Target Zones and Exchange Rate Dynamics. *Quarterly Journal of Economics 106*, 669-682.

Kupiec, P. (1991): Financial Liberalisation and International Trends in Stock, Corporate Bond and Foreign Exchange Market Volatilities. *OECD Department of Economics and Statistics Working Papers No. 94*.

Lehmussaari, O.-P. (1990): Deregulation and Consumption, Saving Dynamics in the Nordic Countries. *IMF Staff Papers 37*, 71-93.

Leiderman, L. og A. Razin (red.) (1994): *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth*. Cambridge University Press, Cambridge.

Obstfeld, M. (1986): Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement. *Carnegie-Rochester Series on Public Policy 24*, 55-104.

Obstfeld, M. (1993): International Capital Mobility in the 1990s. *NBER Working Paper No. 4534*.

Razin, A. og A. K. Rose (1994): Business-Cycle Volatility and Openness: An Exploratory Cross-sectional Analysis. Kap. 3 i Leiderman, L. og A. Razin (red.): *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth*. Cambridge University Press, Cambridge.

Rose, A. K. (1994): Exchange Rate Volatility, Monetary Policy, and Capital Mobility: Empirical Evidence on the Holy Trinity. *CEPR Discussion Paper No. 929*.

Rose, A. K. og L. E. O. Svensson (1994): European Exchange Rate Credibility before the Fall. *European Economic Review 38*, 1185-1216.

Sinn, S. (1992): Saving-Investment Correlations and Capital Mobility: On the Evidence from Annual Data. *The Economic Journal 102*, 1162-1170.

Svensson, L. E. O. (1993): Assesing Target Zone Credibility. Mean Reversion and Devaluation Expectations in the ERM. *European Economic Review 37*, 763-802.

Tesar, L. L. (1991): Saving, Investment and International Capital Flows. *Journal of International Economics 31*, 55-78.

Tesar, L. L. og I. M. Werner (1992): Home Bias and the Globalization of Securities Markets. *NBER Working Paper No. 4218*.

Thomas, A. H. (1994): Expected Devaluation and Economic Fundamentals. *IMF Staff Papers 41*, 2, 262-285.

Appendiks. Reguleringstiltag på det finansielle område i Danmark 1970-95

Ar	Deregulering af finansiel sektor	Liberalisering af international kapitalmobilitet
1970	• Udlansloft indfores • Laneloft pa bankers indestaende i Nationalbanken afskaffes • Realkreditreform. Reduktion af antal realkreditinstitutter. indforelse af enhedsprioritering samt indsnævring af lanegrænser • Aftale om indlansrentesatser mellem Regering og Nationalbank	
1971		• Valutaudlændinge far adgang til at kobe borsnoterede kroneobligationer indenfor kvoteordning • Udvidet adgang til at optage finanslan
1973	• Udvidelse og opstramning af udlansloft (i.f.m. Lov om kreditformidling) • Lov om kreditformidling giver mulighed for formalsregulering af kreditgivning • Aftale om indlansrentesatser ophorer	• Valutaudlændinge far adgang til det danske aktiemarked (kun borsnoterede aktier) • Kvoten for salg af kroneobligationer forhojes
1974		• Valutaudlændinge far adgang til at kobe danske statsobligationer • Skærpede regler for optagelse af finanslan i udlandet

År	Deregulering af finansiel sektor	Liberalisering af international kapitalmobilitet
1975	• Ny bank- og sparekasselov. Mere ensartede forretningsvilkår, bl.a. ens solvenskrav. Offentlig repræsentation i bankerne samt medarbejderrepræsentation. • Udenlandske banker får etableringsret i Danmark. Danske pengeinstitutter får lov at etablere sig i udlandet • Lov om rentemarginal binder indlånsrenten i et fast forhold til udlånsrenten • Aftale mellem Regering og Realkreditråd om begrænsning af udlån • Emission af statsobligationer påbegyndes	• Lempelse af valutaterminsbestemmelser
1978		• Valutaindlændinge får adgang til kobe udenlandske obligationer udstedt af internationale organisationer • Regler for ind og udgående investeringer lempes
1979	• Aftale med forsikringsselskaber og pensionskasser om udlånsvirksomhed • Aftale om fast udlånsrente, der dog kunne folge diskontobevægelser • Lov om rentemarginal ophæves	• Valutaudlændinges adgang til kob af danske statsobligationer forbydes
1980	• Udlånsloft suspenderes • Ændring i Lov om realkredit ophæver sondring mellem alm. og særlig realkredit. Nye indskuds- og bidragssatser. • Lov om værdipapircentral vedtages	
1981	• Ud- og indlånsrentekontrol afskaffet	

År	Deregulering af finansiel sektor	Liberalisering af international kapitalmobilitet
1982	• Ændring i bank- og sparekasselov oger kapitalkrav ved stiftelse af nye institutter	• Valutaudlændinge får adgang til kob af danske realkreditobligationer • Frie handelskreditter
1983	• Borsnoterede aktieselskaber far pligt til at udsende halvarsrapporter	• Valutaindlændinge (virksomheder) far fuld adgang til udenlandske obligationsmarkeder • Regler for finanslan lempes • Valutaudlændinges forbud mod kob af danske statsobligationer ophæves • Valutaudlændinge far adgang til kob af unoterede danske aktier
1984	• Realkreditregler for lan til erhvervslivet lempes	• Valutaindlændinge far adgang til det udenlandske aktier • Regler for emision af danske aktier i udlandet lempes
1985	• Udlansloft for pengeinstitutter ophæves officielt	• Minimumslobetid for finanslan nedsættes fra 5 til 1 ar • Begrænsninger ved ind- og udgaende direkte investeringer lempes
1986	• Borsreform. Adgang til handel pa Kobenhavns Fondsbors lempes. Insider-handel gores ulovligt • Ændring af Lov om realkreditinstitutter (i.f.m. kartoffelkur) fastlægger nye lanegrænser samt ændrede regler for udlanstyper	• Regler lempes for udlændinges kronekonti
1987	• Garantifonden for danske optioner og futures stiftes • Aktieomsætningsafgift indfores • Lempelse af investeringsregler for lonmodtagerfonde (ATP og LD) • Indskydergarantiordning i pengeinstitutter	

År	Deregulering af finansiel sektor	Liberalisering af international kapitalmobilitet
1988	• Markedet for futures og optioner (FUTOP) starter • Sparekasser får adgang til aktieselskabsstatus	• EF's fjerde kapitalmarkedsdirektiv pålægger medlemslande at fjerne alle restriktioner på kapitalbevægelser senest 1990 • Ny valutabekendtgørelse fjerner alle tilbageværende restriktioner på såvel private som virksomheders transaktioner i fremmed valuta, herunder bl.a. privates adgang til låneoptagelse samt penge- og formuecanbringelse i udlandet og udlån til valutaudlændinge
1989	• Ændring i Lov om realkredit. Tilladelse til at oprette nye institutter og adgang for udenlandske selskaber • Skattemæssig ligestilling af forsikringsselskaber og realkreditinstitutter med øvrige finansielle virksomheder • Adgang for pengeinstitutter til at overtage erhvervsvirksomheder i.f.m. omstrukturering af disse • Finanstilsynets kontrolmuligheder øges	
1991	• Ny bank og sparekasselov træder i kraft. Solvenskrav for pengeinstitutter ændres. Adgang for pengeinstitutter til realkreditbelåning samt forsikringsvirksomhed gennem datterselskaber. Skærpede regler for pengeinstitutters oplysningspligt over for kunder (Lov om kreditaftaler)	
1993	• Kapitaltilforselsafgift ophæves i.f.m. skattereform	
1995	• Omsætningsafgift på aktiehandel reduceres fra 1 pct. til 0.5 pct.	

Kilder: Statistisk tiårsoversigt, diverse årgange; R. Mikkelsen: Dansk Pengehistorie 1960-90, Danmarks Nationalbank, 1993; Karnovs Lovsamling; Garantifondens Årsberetning 1993;

ENGLISH SUMMARY

Chapter I: The International Outlook

In most regions of the world prospects of a period with stable growth are good. In Europe the recovery is now strong. but tight fiscal and monetary policy is expected to restrain growth and unemployment will remain high. Inflation is therefore expected to remain moderate improving the outlook for growth in the medium term.

GDP growth in Western Europe is expected to exceed 2 per cent in 1994 and to reach nearly 3 per cent in 1995 and 1996. The German economy has recovered rapidly and output is now growing faster than expected. The US recovery started in 1992 and is expected to peak in 1994. while the recovery in Japan is still in its infancy.

Long-term interest rates increased significantly during the first part of 1994. For European rates this came as a surprise although the rise in part should be seen as reflecting the more optimistic view on European growth that gradually emerged since the beginning of the year. This has led to expectations of a tighter stance of German monetary policy. However, there was also a spill over effect from US financial markets where interests rates increased due to an expected rise in inflation and the tightening of US monetary policy.

Chapter II: The Domestic Economy

In Denmark total output is expected to increase by more than 4 per cent in 1994 and between 3 and 3.5 per cent in 1995 and 1996. A sharp increase in private consumption - 7 per cent in 1994 and about 5 per cent in both 1995 and 1996 - is the main factor behind the recovery. but exports and private investments are increasing considerably as well. In 1994 public consumption on the other hand is estimated to remain constant in real terms. For 1995 and 1996 modest growth rates are assumed - around 1.5 - 2.0 per cent. The increase in private demand has boosted imports and the current account surplus is expected to be reduced from its present level of more than 3 per cent of GDP.

Summary tabel: Short-term prospects for Danish economy

	1993 Current prices DKK bn.	1993 Per cent of GDP	Percentage changes in volume terms			
			1993	1994	1995	1996
Private consumption	462.0	51.9	2.7	7.0	5.5	4.6
Public consumption	231.6	26.0	3.9	0.0	2.0	1.4
Gross fixed capital formation	129.1	14.5	-2.0	8.3	5.3	5.1
of which:						
Residential investments	26.1	2.9	-1.3	8.6	3.0	3.0
Business fixed investments	83.8	9.4	-3.1	8.9	8.4	6.4
Public investments	19.2	2.2	3.0	5.0	-7.0	1.0
Stockbuilding[a]	-10.0	-1.1	-1.6	1.8	0.3	0.0
Total domestic demand	812.7	91.4	0.5	7.4	4.9	3.9
Exports of goods and services	314.9	35.4	-1.4	4.1	4.2	4.4
Imports of goods and services	238.2	26.8	-4.2	12.3	7.9	6.2
GDP	889.3	100.0	1.4	4.2	3.5	3.2
Memorandum items						
Consumer prices, percentage change[b]			1.7	1.8	2.7	3.0
Unemployment, per cent[c]			12.2	12.2	10.9	10.3
Current account, US dollar bn.[d]			5.5	3.9	3.3	2.8
Current account, per cent of GDP			4.0	2.7	2.1	1.7
General government financial balance, US dollar bn.[d]			-5.9	-6.6	-4.2	-3.0
General government financial balance, per cent of GDP			4.3	-4.4	-2.7	-1.8
Hourly wage earnings, percentage change			2.5	2.8	3.5	4.0
Terms of trade, percentage change			-0.4	0.3	-0.1	-0.8

a) The calculated percentage changes are measured as a per cent of GDP in the previous year.
b) Implicit private consumption deflator.
c) In per cent of total labour force.
d) DKK/USD 6.49 in 1993 and 6.38 in 1994-96.

Source: Own estimates.

A large increase in personal disposable income is the main cause of the rapid growth of consumer spending. The fiscal expansion that took place in 1993 and 1994 including the tax reform in 1994 and paid leave schemes that have become very popular, are major sources. Furthermore, many house owners have benefitted from conversion of their mortgage loans. However, the increase in long-term interest rates during 1994 may have had some curbing effect on private consumption.

Fixed investments are projected to catch up in the wake of increased demand since capacity utilisation is high and increasing. Large investments in North Sea oil and gas production and in transportation infrastructure account for part of the growth in investments of more than 8 per cent in 1994 and 5 per cent in 1995. Despite declining energy and transportation investments in 1996 investment growth around 5 per cent is predicted because of increasing investments in other sectors.

Exports are projected to increase by around 4 per cent each year. Export of manufactures will grow by 6-7 per cent because of the recovery in Europe. Imports increase by more than 12 per cent in 1994, and a further rise of around 8 per cent is expected for 1995. Net exports are therefore declining and the current account surplus will be reduced from 30 bn. kroner (4.7 bn. US dollars) last year to 25 bn. kroner (3.9 bn. US dollars) in 1994 and 18 bn. kroner (2.8 bn. US dollars) in 1996.

Labour productivity in the private sector is estimated to grow by more than 4 per cent this year and overtime work has increased as well. Therefore, employment has declined from 1993 to 1994 despite the strong growth of output. Furthermore public employment has fallen due to a sharp decrease in job training - a result of severe starting problems of a new administration of active labour market policies. Steps have been taken to remove these problems and in the next two years public sector employment is expected to increase. Since the growth rate of productivity in the private sector is also anticipated to fall to around 2-3 per cent per year employment is expected to rise by 50.000 persons (1.8 per cent of the labour force) in 1995 and 25.000 persons in 1996.

In 1994 the increase in nominal wage costs is nearly 3 per cent and for 1995 and 1996 the forecast is 3.5 per cent and 4.0 per cent respectively. This leaves only very little room for wage increases in 1995 at the collective wage bargains. Consumer prices increase nearly 2 per cent in 1994 and are projected to rise 2.7 per cent in

1995 and 3.0 per cent in 1996. However, the underlying increase in producer prices is somewhat lower as higher 'green' taxes which were part of the tax reform contribute around 0.5 per cent to the rise in consumer prices each year.

Since the beginning of the year temporary leave schemes for various purposes - child care, education or sabbatical - have been available. The maximum period of leave is one year and persons on leave obtain a public compensation between 80 and 100 per cent of the maximum unemployment benefit. The schemes have become very popular. In 1994 on average around 50,000 persons (nearly 2 per cent of the work force) have been on leave and the figure is expected to rise to 65,000 in 1995. The conditions will be slightly tightened in 1995 and consequently the average number of persons on paid leave is estimated to fall to 40,000 in 1996.

The work force fell only slightly in 1994 even though almost 2 per cent entered a paid leave scheme. One reason for this is a temporary slow down in the frequency of departure from the labour force. However, for 1995 and 1996 the work force is expected to increase again due to demographic factors and improved employment opportunities.

Unemployment in 1994 is around 345,000 persons (12.2 per cent of the work force). The forecast projects a fall to around 310,000 in 1995 and 295,000 in 1996.

Policy Recommendations

Although the decline is significant, unemployment is still the most severe problem for Danish economic policy. The labour market is seen to play a key role if further reductions in unemployment shall be obtained without damaging economic stability with low inflation and current account surpluses acquired during the last few years.

There is no evidence that the structural problems in the labour market should have become less severe. The lack of wage flexibility is clearly shown by the fact that real wages have increased every year but one during the last decade, even though unemployment has been high and rising. The increase in real wages is expected to continue. Real hourly wages are expected to rise by 3/4 per cent in 1995 and 1.0 per cent in 1996. Calculations in the report illustrate the sensitivity of employment to wages. Real wage

growth of 1.5 per cent per year in 1995 and 1996 instead of 3/4 and 1 percent would reduce employment by some 20.000 persons. while zero real wage growth would enhance employment by 20.000. Hence. the benefit of higher real wages to those in employment is obtained at the expense of more jobs to those in unemployment.

The report emphasises that the new active labour market policy introduced in 1994 has not yet contributed to any improvement in the labour market. One problem is that the willingness to work among unemployed has not been properly tested. Besides. escaping or postponing job training schemes etc. are too easy. e.g. by entering a paid leave scheme. Recent revisions of the administration of the unemployment insurance rules may help reduce these problems.

The revision of the conditions for those entering the paid leave schemes will benefit those choosing education schemes. This is seen as an improvement. but a further strengthening is recommended to improve the productivity effect. The same holds for a planned expansion of post-school education. The report recommends that unskilled should have more favourable conditions for post-school education than other groups in the labour force in order to narrow qualification gaps and hence reduce the need for increased wage differentials.

The public sector borrowing requirement is increased in 1994 as a result of the easening of fiscal policy. The deficit is projected to decline from 4.4 per cent of GDP in 1994 to 1.8 per cent in 1996. So despite sharp increases in both output and consumption the public sector is not able to reach a surplus within the forecast horizon.

A public sector borrowing requirement of 1.8 per cent of GDP in 1996 is hardly alarming in it self. Yet. serious restraints on the room for active stabilisation policies in the future follow when the public sector runs a deficit even in the third year of recovery and in spite of considerably lower growth in public consumption than in private demand. The position of the public finances has deteriorated because the fiscal expansion in 1993 and 1994 has been larger than projected.

The need for tighter fiscal policies in 1996 and beyond is emphasised in the report. This need may be enhanced if wage inflation exceeds the forecast. Here. fiscal policy has to be

tightened to maintain competitiveness and avoid increasing interest rates. And even in case of lower growth than anticipated. the fiscal policy should be tightened to reduce the public deficit. Without the necessary improvements of the public finances during the recovery active fiscal stabilisation policies will be impossible in the future.

Subsidies to Household Services as a new Policy Instrument?

In Denmark a proposal to reduce unemployment by lowering the costs of household services has attracted much attention. The idea is to increase demand for services that are labour intensive at the expense of demands for goods that create less domestic employment.

According to the report this type of demand twist policy is not offering new opportunities to economic policy.

In the short run price subsidies to private service would of course lead to an increase in employment. According to estimates in the report a 20 per cent reduction in the price of services financed by higher taxes on goods would increase employment in the service sector by around 50.000 persons. At the same time. employment in other sectors will be reduced by around 30.000 persons. Furthermore, the net increase in total employment in the short run effects wages and therefore in the long run the result will be higher wages and higher prices without any net effect on employment.

A positive employment effect could arise though if cheaper household service would lead to an increase in total labour supply or to a lower level of structural unemployment. However. the size of both these effects is expected to be negligible.

The potential for an increase in labour supply is related to a reduction in homework when services become cheaper. Yet participation rates are already very high in Denmark probably due to a high level of public services like kindergartens etc. Furthermore. it seems more likely that a reduction in homework would increase leisure time rather than working time as a strong preference for more leisure has been reported in surveys and is also demonstrated by the large number of persons entering the

paid leave schemes. Finally, the tax cut or subsidy to service could transform moonlight work into ordinary (taxed) employment, but only if the subsidy is very high such that the total tax wedge is off set. This would be very costly and it would be easier and cheaper to increase the labour supply by other measures like reducing the availability of voluntary, early retirement and paid leave schemes. In sum, the effects on labour supply are probably very small unless the subsidy becomes very large.

The possible effect on structural unemployment is very small since both the skill distribution and the wage distribution in the service trade is very similar to those in other production sectors. An increase in demand for household services is therefore likely to affect wages in much the same way as an increase in any other demand component.

A final argument is that a subsidy to household service has effects similar to an import duty. In both cases domestic production is protected and imports are reduced. If similar measures became part of economic policies abroad international trade would be harmed to the disadvantage of Denmark.

Chapter III: Macroeconomic Consequences of Financial Market Liberalisation

During the 1980s, most OECD-countries liberalized restrictions on international capital mobility, just as the financial sector was deregulated in several ways. These changes are believed to lead to increased competition, integration of international financial markets, larger supply of financial products, and lower prices. The analysis in the report gives clear support to these hypotheses.

Still, several crises on the financial markets, exchange rate turmoil etc. indicate that liberalization could be destabilising for the economy as a whole. Whether this has actually been the case is the general motivation for the analyses.

Liberalization has led to large, although not perfect capital mobility, especially in the currency markets and the markets for Government bonds. The increase in capital mobility in the 1980s is also confirmed by an increasing share of foreign assets in the portfolio of Danish investors, just as the net sale of Danish krone-bonds abroad has increased. In contrast with this the stock

market and the market for mortgage bonds have been less responsive to the development. This suggests that some of the potential welfare-benefits associated with liberalization and deregulation have not yet been achieved.

Increased international capital mobility leads to a more efficient allocation of capital, but it also increases the risk that bubbles or "noises" are transmitted faster and with greater effect. Liberalization could therefore lead to increased short-term volatility. An analysis of the exchange rate, interest rate and stock market index cannot confirm this hypothesis. On the contrary, short run volatility of interest rates as well as the Danish krone/D-mark exchange rate have diminished through the 1980's and 1990's, the main exception being the exchange rate turmoil in 1992-93.

Increased international capital mobility in the money and bond markets should lead to convergence in nominal interest rates. Since 1980 Danish long-term interest rates have converged with rates outside as well as inside the ERM.

In spite of the convergence of nominal interest rates, Danish interest rates have throughout the period been higher than corresponding German rates. The analysis in the report clearly suggests that this spread be caused almost entirely by uncertainty about the exchange rate between the Danish krone and the D-mark. Although it is possible during the exchange rate turmoil in 1992-93 to identify an additional component, which may be interpreted as fear of restoration of restrictions on international capital movements, this has not played a significant role since 1988, when the last Danish restrictions on international capital movements were abolished.

Since 1989 the positive interest rate differential between Denmark and Germany can be attributed to expectations of a German revaluation in conjunction with the German reunification rather than expectations of a discretionary Danish devaluation.

The most significant factor explaining the positive interest rate differential is the Danish competitiveness relative to Germany. A statistical analysis shows, that during the period 1984-94 changes in inflation in Denmark and in Germany explains more than half of the variations in the actual interest rate differential. Furthermore, the Danish effective exchange rate also seems to have explanatory power. The analysis does not support the view

that the interest rate differential is systematically affected by the budget deficit, the current account, domestic and foreign debt, or the level of unemployment.

A major part of the total Danish public debt has until now been financed by bonds issued in Danish krone. This has implied higher interest payments than if the debt had been denominated in D-mark due to the positive interest rate differential. With a fixed exchange rate vis-avis Germany, there should in principle be no risk by placing a larger share of the debt in German mark. Furthermore, a change in the way of financing the debt might support the credibility of a fixed rate regime, since the incentive to devaluate would be lower.

Deregulation of the national financial sector has led to larger variations in the business cycle during the last ten years. Credit policy (lending policy) in the banking and mortgage sector was unusually gentle in the mid-1980's, while it was unusually tight in the business cycle slump after 1987. Still, some of this behaviour can probably be attributed to the once and for all adjustment in relation to the deregulation as such. Besides, one should not attempt to solve these problems through quantitative restrictions. Although such measures could dampen fluctuations in the short run, it will also lead to distortions and increase prices on financial services.

Since monetary policy is aimed at supporting the fixed exchange rate regime, fiscal policy is the central instrument in the stabilisation policy. Liberalization increases the requirements to both the timing and the strength of fiscal policy, because of better and easier access to intertemporal planning of savings and expenditures. The analysis of the interest rate differential between German and Danish bonds also points to the importance of targeting inflation. As expansive fiscal policy could lead to inflation in a situation with high structural unemployment, this would not only crowd out private demand through reduced competitiveness, but also via an increase in the interest rate differential vis-a-vis Germany.

Det økonomiske Råd, Sekretariatet
Kampmannsgade 1,4
1604 København V
33 13 51 28

Danske Boghandleres Kommissionsanstalt
Pris 110 kr. inkl. moms
ISBN 87-89027-21-3
ISSN 0904-7778

Notex - Tryk & Design a-s