

[Finansministeren]

*Dr. ekon. Jesper Jespersens pengepolitiske analyse*

### *Indledning*

Jesper Jespersen (JJ) har i Politisk Ugebrev fra forlaget Management fremlagt beregninger vedrørende den økonomiske udvikling i de kommende år, der bygger på andre forudsætninger, specielt vedrørende renten, end de af regeringen fremlagte. JJ når herved, ikke særligt overraskende, frem til, at udviklingen kan komme til at tegne sig betydelig mere ugunstigt, end det fremgår af de mellemfristede fremskrivninger, der f.eks. er vist i Budgetredegørelse 1984. JJs analyse er tillige en kritik af den pengepolitik, der er ført i 1970'erne.

JJ mener, at en fejlslagen pengepolitik har været årsag til, at *realrenten* i Danmark i 1970'erne har været væsentlig højere end i de andre europæiske – og specielt nordiske – lande. JJ mener, at der med en videreførelse af den hidtidige pengepolitiske strategi er risiko for, at det ikke i de kommende år vil være muligt at få nedbragt realrenten, hvilket vil have uheldige følger for udviklingen i investeringer og produktion, jfr. nærmere nedenfor.

*Årsagerne* til den høje realrente i Danmark er ifølge JJ, at pengepolitikken har været tilrettelagt med henblik på at tilskynde private virksomheder til at finansiere betalingsbalanceunderskuddet. Med vort store løbende betalingsbalanceunderskud er renteniveauet i Danmark derved bundet til at ligge mærkbart højere end i udlandet. Hertil kommer, for så vidt angår de indenlandske kapitalmarkedsforhold, at staten har finansieret en meget betydelig del af budgetunderskuddet på obligationsmarkedet, og at der er meget begrænsede restriktioner på det indenlandske penge- og kapitalmarked og på kapitalbevægelserne i forhold til udlandet. I de andre nordiske lande skulle det være lykkedes at opnå en lavere realrente gennem kvantitative udlånsbegrænsninger, direkte rentestyring og ved at afsøndre økonomierne fra de internationale kapitalmarkeder. Samtidig er der sikret – især i Sverige – staten billige lån ved at tvinge livsforsikringsselskaber, pensionskasser og pengeinstitutter til at placere midler i lavt forrentede statspapirer.

*Konsekvensen* af en mangeårig høj danske realrente er efter JJs opfattelse, at staten i

dag har renteudgifter af samme størrelsesorden som DAU-underskuddet, og at de private bolig- og erhvervsinvesteringer i starten af 1980'erne udgjorde en mindre andel af BNP end i næsten alle andre europæiske lande. JJ har bemærket, at investeringerne nu er i meget kraftig stigning, men mener, at hvis realrenten ikke nedbringes, vil det nuværende investeringsopsving standse, og resultatet heraf vil være, at konkurrenceevnen forværres. Det vil videre medføre, at arbejdsløsheden og budgetunderskuddet på ny vil stige i de kommende år, og at der vil opstå betydelige indkomstfordelingsproblemer.

### *Konsekvenserne af en fortsat høj realrente*

JJs beregninger forudsætter, at realrenten i hele perioden frem til 1988 vil holde det nuværende niveau på ca. 8½ pct. og dermed være væsentlig højere end antaget i beregningerne i Budgetredegørelse 1984.

JJ beregner konsekvenserne af en 5 pct. højere realrente til at være en *stigning i arbejdsløsheden på 100.000, en stigning i DAU-underskuddet på 17 mia. kr.* og (på grund af investeringernes importindhold) en forbedring af *betalingsbalancen med 12 mia kr.*

Disse beregninger giver noget kraftigere effekter af en rentestigning end i budgetdepartementets beregninger, men forskellene er ikke væsentlige. Der er dog grund til – i højere grad end JJ gør – at understrege den væsentlige usikkerhed, der er forbundet med den type beregninger, hvilket ikke mindst gælder de private erhvervsinvesteringer. JJs regnestykke lider endvidere af en alvorlig inkonsistens, derved at JJ fastholder sin forudsætning om en meget høj realrente hele perioden igennem, selv om der i hans beregninger fremkommer et kraftigt omsving i betalingsbalancestillingen, antagelig på grund af den svækkede investeringsaktivitet. Da en væsentlig del af JJs egen begrundelse for at forvente en fortsat høj realrente er vort store udenlandske finansieringsbehov – som altså bortfalder i JJs eget regnestykke – kan det være vanskeligt at fæste lid til dette valg af forudsætninger.

### *Kapitalrestriktioner og placeringstvang?*

JJ har ret i, at Sverige og Norge har haft lavere realrenter end Danmark – for Norges vedkommende navnlig på grund af den afgø-