

[Finansministeren]

rende forskellige økonomiske situation som følge af energiforekomsterne. *Reelt* har forskellen været mindre, end det fremgår af JJs analyse. Det hænger sammen med, at danske virksomheder frem til begyndelsen af 1980'erne i væsentligt omfang kunne opnå lån til en rente under obligationsrenten, som er JJs rentemålestok. Således kan nævnes udlandslån, indenlandske rentelette lån (f.eks. K-lån) samt i perioder indenlandske pengeinstitutlån. Hertil kommer især for husholdningernes låntagning, at realrenten *efter skat* er mere afgørende end realrenten før skat. Der kan endelig være grund til at pege på de meget betydelige måleproblemer, der er forbundet med beregninger af realrenten såvel før som efter skat. JJ opgør realrenten som den gennemsnitlige effektive nominelle obligationsrente i et år korrigeret for samme års faktiske inflation. En mere korrekt, men i praksis ikke gennemførlig måde ville være at korrigere den nominelle obligationsrente med den *forventede* inflation. Der er grund til at tro, at de voksende betalingsbalanceunderskud og budgetunderskud i slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne nærrede stigende inflationsforventninger, og at der endnu ikke er sket en fuldstændig tilpasning nedad, efter at denne udvikling er vendt og inflationstakten halveret.

Der er dog næppe tvivl om, at den høje danske rente har været en negativ faktor i den økonomiske udvikling, og at den især har bidraget til at reducere investeringerne. Det må understreges, at renten først og fremmest har påvirket boliginvesteringerne, og at faldet i landbrugets investeringer må ses i sammenhæng med de velkendte landbrugspolitiske problemer. Vigtige faktorer har tillige været de usikre og faldende afsætningsforventninger og for lav indtjening i erhvervene. Omvendt er det ikke kun rentefaldet, der er årsag til den kraftige stigning i investeringerne, der begyndte i løbet af 1983 og forstærkedes igennem 1984. Erhvervenes forbedrede indtjeningsmuligheder og de forbedrede afsætningsmuligheder på især eksportmarkederne, der er en følge af den rolige omkostningsudvikling, har også spillet en afgørende rolle.

At det ikke kun er renten, der bestemmer investeringerne, kan også ses af, at investeringsniveauet, i pct. af BNP, op til slutningen af 1970'erne lå højere i Danmark end i Sveri-

ge, på trods af at renten i Danmark var højest, og at denne investeringskvota også er faldet stærkt i Sverige siden midten af 1970'erne. Noget tilsvarende kendetegner udviklingen i Norge, når man ser bort fra investeringer i oliesektoren.

JJ diskuterer endvidere rentens betydning for statsfinanserne. Det er rigtigt, at statsgælden er højt forrentet. Det må dog også tages i betragtning, at statens indenlandske renteutgifter beskattes hos investorerne, hvilket indebærer, dels at renteutgifterne ad denne vej er med til at øge skatteindtægterne, dels at realrenten efter skat har været ganske moderat – især hos personligt skattepligtige. Hos de institutionelle investorer medfører realrenteafgiften, at den disponible realrente reduceres til 3,5 pct., dvs. omtrent svarende til realrenten på det svenske kapitalmarked, hvor der ikke findes en sådan særlig beskatning af pensionsopsparing.

Det forekommer ikke sandsynligt, at mere omfattende kapitalrestriktioner i sig selv ville have tilladt et lavere indenlandsk renteniveau. Kapitaludstrømning er fortrinsvis forekommet i kortere perioder med akut valutaurro og er sket ved forskydninger i betalings-sædvaner. Sådanne forskydninger ville kun kunne hindres ved hjælp af meget bureaukratiske restriktioner, og under den efterfølgende normalisering af betalings-sædvanerne er valutaen i reglen vendt tilbage igen. Derimod kan det ikke afvises, at en lidt lavere rente kunne være realiseret, hvis den nødvendige kapitalimport var tilvejebragt alene gennem statslig låntagning, hvilket dog ville have belastet den danske stats kreditværdighed yderligere i de sidste år af 1970'erne og de første år af 1980'erne, samtidig med at de indenlandske finansielle markeder var blevet underlagt en mere direkte styring. Det må herved tages i betragtning, at der med restriktioner og påbud hyppigt bliver alvorlige problemer i det længere løb, idet forholdene på kapitalmarkedet forvrides. En håndfast styring af renteniveauet, som JJ går ind for, forudsætter – ikke mindst under de gældende skatteregler – at kreditgivningen underkastes en vidtgående detaljeret regulering. Udviklingen i Sverige har imidlertid vist, at dette ikke er muligt. Vi har oplevet noget tilsvarende om end i en mere afdæmpet version under udlånsloftet for pengeinstitutterne. Restriktionerne bevirker, at kreditgivningen flytter til