

man gå ud fra, at de forskydninger der belyses i udviklingen i formuefordelingen for dette udsnit ikke er særdeles skævt. Det synes svært at afgøre. Alene det forhold at ejendomsværdierne i skattestatistikken er baseret på vurderingsværdierne i fast ejendom og ikke handelsværdierne, gør statistikken problematisk.

Ligesom ved indkomstfordelingen synes det mærkeligt, at man ikke til indledning har givet en belysning af selve formuefordelingen.

Det er i begge delrapporter analysen af udviklingen, som tillægges den største vægt. Det er derfor beklageligt, at analyserne over udviklingen i indkomstfordelingen er behandlet uden sans for det pædagogiske, og at de deltidsbeskæftigede ikke er behandlet særskilt, ligesom en belysning af den disponible indkomst sideløbende med primærindkomsterne havde været af stor betydning. Med hensyn til udviklingen i formuefordelingen kan man sætte et spørgsmålstegn ved den værdi, man i det hele taget kan tillægge analysen.

*Kjeld Bjerke
København*

Sammenhænge mellem valutakurs- og pengepolitikken: En kommentar

1. På trods af at det store løbende betalingsbalanceunderskud over for udlandet her ved indgangen til 1980 synes at være det dominerende økonomisk/politiske problem, er valutakurspolitikken kun behandlet ganske sporadisk i indlæggene til belysning af konturerne af 80'erne i sidste nummer af tidsskriftet, hvilket et par af kommentarerne ganske rigtigt gør opmærksom på.¹

2. Ikke mindst ved vurderingen af den pengepolitiske problemstilling er det vigtigt at erkende de bindinger, som udformningen af pengepolitikken implicerer for det valutakurspolitiske spillerum. I Bodil Nyboe Andersen og Henning Holtens indlæg forudsættes det, at EMS'en fortsat vil udgøre fundamentet for valutakursen, idet der dog forventes mindre, men forholdsvis hyppige justeringer i takt med udviklingen i de relative inflationsrater landene imellem. Desuden tager de to forfattere eksplicit afstand fra en kraftig éngangsdevaluering. Dette gøres der med henblik på, at et sådant indgreb vil kunne virke destabiliserende på kursforventninger og dermed hæmme den private kapitalimport i fremtiden.

I denne forbindelse er der et nok så væsentligt aspekt ved en stor éngangsdevaluering, som også bør omtales, nemlig at en række virksomheder med udlandsgæld gøres insolvente. Her står vi over for det dilemma, at udlånsloftet har tvunget private virksomheder til at låne i udlandet ofte i langt større omfang, end hvad almindelige sunde finansieringsprincipper til-

1. Ellen Andersen og Morten Balling.

man gå ud fra, at de forskydninger der belyses i udviklingen i formuefordelingen for dette udsnit ikke er særdeles skævt. Det synes svært at afgøre. Alene det forhold at ejendomsværdierne i skattestatistikken er baseret på vurderingsværdierne i fast ejendom og ikke handelsværdierne, gør statistikken problematisk.

Ligesom ved indkomstfordelingen synes det mærkeligt, at man ikke til indledning har givet en belysning af selve formuefordelingen.

Det er i begge delrapporter analysen af udviklingen, som tillægges den største vægt. Det er derfor beklageligt, at analyserne over udviklingen i indkomstfordelingen er behandlet uden sans for det pædagogiske, og at de deltidsbeskæftigede ikke er behandlet særskilt, ligesom en belysning af den disponible indkomst sideløbende med primærindkomsterne havde været af stor betydning. Med hensyn til udviklingen i formuefordelingen kan man sætte et spørgsmålstegn ved den værdi, man i det hele taget kan tillægge analysen.

*Kjeld Bjerke
København*

Sammenhænge mellem valutakurs- og pengepolitikken: En kommentar

1. På trods af at det store løbende betalingsbalanceunderskud over for udlandet her ved indgangen til 1980 synes at være det dominerende økonomisk/politiske problem, er valutakurspolitikken kun behandlet ganske sporadisk i indlæggene til belysning af konturerne af 80'erne i sidste nummer af tidsskriftet, hvilket et par af kommentarerne ganske rigtigt gør opmærksom på.¹

2. Ikke mindst ved vurderingen af den pengepolitiske problemstilling er det vigtigt at erkende de bindinger, som udformningen af pengepolitikken implicerer for det valutakurspolitiske spillerum. I Bodil Nyboe Andersen og Henning Holtens indlæg forudsættes det, at EMS'en fortsat vil udgøre fundamentet for valutakursen, idet der dog forventes mindre, men forholdsvis hyppige justeringer i takt med udviklingen i de relative inflationsrater landene imellem. Desuden tager de to forfattere eksplicit afstand fra en kraftig éngangsdevaluering. Dette gøres der med henblik på, at et sådant indgreb vil kunne virke destabiliserende på kursforventninger og dermed hæmme den private kapitalimport i fremtiden.

I denne forbindelse er der et nok så væsentligt aspekt ved en stor éngangsdevaluering, som også bør omtales, nemlig at en række virksomheder med udlandsgæld gøres insolvente. Her står vi over for det dilemma, at udlånsloftet har tvunget private virksomheder til at låne i udlandet ofte i langt større omfang, end hvad almindelige sunde finansieringsprincipper til-

1. Ellen Andersen og Morten Balling.

sagde, hvorved den fremtidige valutakurspolitik frustreres. Er man nået dertil, at typiske hjemmemarkedserhverv optager finanslån i ikke ubetydeligt omfang, så har man også mindsket sin politiske handlefrihed m.h.t. valutakursen. Det ville være langt mindre problematisk, om det kun var eksporterende og importkonkurrerende virksomheder, der optog udlandslån. Disse virksomheders indtjening må nemlig forventes at variere med valutakursen i en grad, som ikke gør en midlertidig forringelse af den finansielle balance af kardinal betydning for deres overlevelsessevne.

Der er således god grund til at foretage en nyvurdering med hensyn til fordelingen af den nødvendige udlånstagnung mellem private virksomheder og det offentlige. Den bedste sikring af, at kun virksomheder, der med udgangspunkt i et skøn over aktiv- og passivsammensætning samt de fremtidige forventede indtægter, anser det for fordelagtigt at låne i udlandet, er en ophævelse af i første række kvantitative reguleringer i det finansielle system, og i anden række forsøgene på permanent at holde et kunstigt højt renteniveau.

Der kan således argumenteres for, at jo mere effektivt og jo længere en periode udlånsloftet har fungeret, jo stærkere bliver den valutariske handlefrihed frustreret. Hertil kommer, at der kan sættes et spørgsmålstegn ved styrken af den såkaldte »Stop-klods-effekt«, som udlånsloftet tillægges i forbindelse med valutakriser. Dette forhold skyldes bl.a. den specielle udformning udlånsloftet har fået i Danmark, hvor loftet relateres til lånetilsagnene i stedet for de faktiske udlån.

En ophævelse af den kvantitative begrænsning på pengeinstitutternes udlån

måtte nødvendigvis i en periode stille krav om større offentlig låntagning i udlandet, hvilket dog næppe på kort sigt vil volde vanskeligheder og formodentlig også vil kunne ske til noget lavere rente.

3. I denne sammenhæng kan man spørge, om det er hensigtsmæssigt med en fast (omend inflationskorrigeret) valutakurs. Med hensyn til de reale transaktioner er der ret udbredt akcept af det synspunkt, at en vis form for stabilitet i kursrelationerne er nødvendig for gennemførelse af erhvervslivets transaktioner. Dog må det understreges, at i perioder, hvor valutakursen er overvurderet, dækker en sådan kurspolitik over en subsidiering af importen og tilsvarende fordyrelse af eksporten. Fast-kurs politikken har yderligere den ulempe, at den giver anledning til stadig tilbagevendende, spekulative bølger, som stiller krav om en uforholdsmæssig stor valutareserve.

Ved at etablere et dobbelt valutamarked, hvor kursdannelse for finansielle transaktioner bliver overladt til bestemmelse af udviklingen i udbud og efterspørgsel efter valuta, kunne der opnås en række fordele. For det første blev valutaspekulation en privat sag, statsgarantien for, at kursen i hvert fald ikke kunne bevæge sig modsat forventningerne, blev fjernet. For det andet ville man opnå, at det kun var virksomheder, der selv under hensyntagen til den nu helt åbenbare valutarisiko havde en fordel af udlandslån, der ville optage sådanne.

Den destabiliserende effekt af den øgede liberalisering af porteføljeinvesteringer vil ligeledes kunne mindskes ved at gøre valutakursen for finansielle transaktioner mere fleksibel. Udviklingen i foråret 1979,

hvor salget af obligationer til udlandet var ved at tage overhånd, ville ikke på samme måde have voldt de pengepolitiske myndigheder vanskelighed,² hvis værdien af den »finansielle krone« havde fået lov til at stige. Dette ville nemlig hurtigt have ført til en bremsning af salget, idet en fremtidig depreciering af kronen måtte anses for overordentlig sandsynlig. På fuldstændig parallel vis vil der i situationer med stærk interesse fra dansk side i at erhverve udenlandske obligationer straks ske et kursfald, som vil dæmpe spekulationsbølgen uden forudgående massive interventioner fra Nationalbankens side. Med det nuværende fastkurs-system fører disse strømme af obligationer frem og tilbage i takt med devalueringsrygterne til en mindre effektiv pengepolitisk styring.

Der er naturligvis en særdeles vanskelig kontrolopgave forbundet med at holde det reale og det finansielle marked adskilt. I den forbindelse kan man ikke just sige, at erfaringerne fra Italien og Frankrig (og delvis Belgien) er særlig opmuntrende; men ved denne sammenligning må det fremhæves, at den danske valutakontrol er så kraftig udbygget, at det må formodes, at en stikprøvebaseret udbygning af kontrollen kombineret med enkle og forholdsvist restriktive regler for, hvad der betragtes som reale respektive finansielle transaktioner, formodentlig vil være tilstrækkeligt for at holde markederne adskilt.

4. Ovenstående betragtninger er tænkt som et supplement til (BNA og HH)'s

2. Alternativet til et dobbelt valutamarked kan let blive en permanent begrænsning af udlændinges (og danskeres) køb og salg af porteføljepapirer også ud over stoppet for statsobligationer (jfr. Balling, 1979 p. 369).

fremførte kritik af udlånsloftet. Blev det afviklet, ville der naturligvis i første række kunne etableres en mere effektiv indenlandsk kreditformidling, hvortil så kom at den valutariske handlefrihed ville blive styrket. Sidstnævnte forhold ville yderligere udbygges ved en opsplitning af valutamarkedet, således at det offentlige kun bidrog til at reducere valutakursrisikoen på reale udlandstransaktioner, mens prisen på de finansielle dispositioner blev styret af markedskræfterne.

Jesper Jespersen
Økonomisk Institut,
Københavns Universitet

Litteratur:

- Andersen, B. N. og H. Holten, 1979. Den pengepolitiske problemstilling ved indgangen til 80'erne. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 117: 360-67.
- Andersen, E. 1979. Kommentar til indlæg af J. H. Gelting om Inflation, betalingsbalance og beskæftigelse. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 117: 356-58.
- Balling, M. 1979. Kommentar til indlæg af B. N. Andersen og H. Holten om den pengepolitiske problemstilling ved indgangen til 80'erne. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 117: 368-70.

Svar

Jesper Jespersen fremhæver i sit indlæg den nøje sammenhæng mellem penge- og valutapolitikken. Vi er naturligvis enige i, at det er et fundamentalt problem i den nuværende danske situation. Valutasituationen har i en årrække bundet pengepolitikken, og konsekvenserne af denne pengepolitik bidrager nu til at binde valutapolitikken.

Hovedpunktet i Jesper Jespersens indlæg er imidlertid hans argumenter for et dobbelt valutamarked. Dette tænkes etableret efter