

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 80erne. *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 80erne. *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

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

at de bestående valutarestriktioner er afskaffet og efter at det offentlige har overtaget hele den nødvendige kapitalimport til dækning af betalingsbalanceunderskuddet og refinansiering af forfaldne lån. Det er imidlertid en situation, der ligger temmelig langt fra den aktuelle, selv om vi selvfølgelig kun kan være enige med Jesper Jespersen i, at det ville være ønskeligt, om man havde mulighed for på denne måde at aflaste pengepolitikken. Udsigterne for udviklingen i det valutariske finansieringsbehov er imidlertid i det sidste års tid blevet så dystre, at man næppe kan forvente, at myndighederne skal forsøge afgørende omlægninger i kapitalimporten.

Vi er også enige i, at den valutapolitiske handletrihed ville blive styrket i den af Jesper Jespersen skitserede situation. Men det er vel nok så meget fordi det offentlige overtager kapitalimporten som fordi der skabes et dobbelt valutamarked, idet pointen jo er, at man ikke behøver at tage samme hensyn til virksomheder, der frivilligt tager udlands-lån som til virksomheder, der mere eller mindre tvinges dertil.

En konsekvens af Jesper Jespersens synspunkt er vel, at afviklingen af private udlands-lån optaget før den foreslåede omlægning, må kunne finansieres over det kommercielle valutamarked, dvs. til den stabile kurs. En sådan ordning vil yderligere vanskeliggøre den adskillelse af de to markeder, som efter vores opfattelse i forvejen er et meget stort problem. Det skyldes bl.a., at de kommercielle kreditter er snævert knyttet til udenrigshandelen, så pris- og kreditvilkår ikke fastlægges uafhængigt af hinanden.

Vi mener derfor, at indførelsen af et dobbelt marked vil rumme mange administrative problemer. Det vil endvidere kræve en

række fundamentale forudsætninger med hensyn til kapitalimporten ændret. Hvis det skulle være muligt at opfylde disse forudsætninger, ville den penge- og valutapolitiske problemstilling være fuldstændig ændret. Vi har derfor svært ved at overskue, om der i en sådan situation ville være så store fordele ved det dobbelte marked, at det kunne opveje ulemperne.

*Bodil Nyboe Andersen
Økonomisk Institut,
Københavns Universitet*

*Henning Holten
Institut for Finansiering,
Handelshøjskolen i København*