

Replik til Jens Holten Larsen

Ole Zacchi

Jeg vil gerne komme med en afsluttende replik til Jens Holten Larsens kommentar¹).

For det første må jeg fortsat erklære mig uenig i det synspunkt, at pengeinstitutterne kan basere deres værdipapirkøb på pengemarkedslån i nationalbanken. Der er tale om dag-til-dag lån, dvs. lån, hvor både mængde og pris ændres fra dag til dag af nationalbanken. At netop sådanne lån skulle være egnede til finansiering af obligationskøb, forstår jeg simpelthen ikke, ejheller efter læsning af Jens Holten Larsens kommentar. Iøvrigt mener jeg, at nationalbanken siden omlægningen af sin lånepolitik over for pengeinstitutterne i maj 1975 netop har bestræbt sig på - efter min mening med held - at udforme denne lånepolitik (hvoraf pengemarkedsinterventionerne er en del af) således, at pengeinstitutternes obligationskøb på basis af lån i nationalbanken principielt helt undgås eller i hvert fald begrænses mest muligt.

For det andet vil jeg fortsat tillægge aftalemarkedet en langt mere afgørende rolle end pengemarkedet ved pengeinstitutternes likviditetsinddækning af valuta-terminsforretninger i 1976 og 1977. Da vi mangler statistik for aftalemarkedet, bliver der desværre tale om en trossag. Mit fromme håb er, at Danmarks Statistik vil gøre noget ved sagen, når dette marked kommer i gang igen fra 1. april 1979.

Afslutningsvis vil jeg som det tredje punkt gerne pege på, at Jens Holten Larsens eksemplificering af, hvilken renteforskel mellem Danmark og omverdenen, der skal til for at begrænse valutaafgangen i en situation med forventninger om en kronenedskrivning, ikke rigtig dur. Det skyldes, at eksemplet beskriver, hvad der faktisk skete, mens det relevante problem for de pengepolitiske myndigheder er, hvad agenterne forventer, der vil ske. Eller sagt på en anden måde: Jens Holten Larsen anlægger en ex post-betragtning, mens der er en ex ante-betragtning, der er relevant. Ser vi på oktober 1976-situationen, er der for mig

1. Jens Holten Larsen: Kommentar til Ole Zacchi. *Økonomi og Politik*, 52. årgang, nr. 2, 1978.

ingen tvivl om, at den forventede kronenedskrivning (og det er den, der bestemmer agenternes og deres rådgiveres adfærd) var langt større, end den nedskrivning, der faktisk blev tilfældet. Derimod vil jeg ikke afvise, at spændet mellem forventningerne og det, der faktisk skete, var langt mindre i august 1977, fordi agenternes og deres rådgiveres forventningsdannelse på dette tidspunkt bl. a. må antages at være blevet påvirket af det, der faktisk var sket i oktober 1976 (og april 1977). Det forhold, at de seneste års kronejusteringer indenfor slangen i realiteten har været forholdsvis små, har således nok i virkeligheden lettet den pengepolitiske problemstilling i situationer med valutauro.