

Kommentar til Ole Zacchi

Jens Holten Larsen

Ole Zacchis kommentarer¹⁾ til min artikel²⁾ giver anledning til følgende kommentarer:

Ole Zacchi er uenig med mig i min vurdering af pengemarkedsintervention som likviditetsstyringsinstrument. Jeg må dog fastholde min konklusion, at der, når Nationalbanken forsyner banksystemet med likviditet ved pengemarkedsintervention, skabes en høj grad af sikkerhed for, at der i pengemarkedet kan skaffes midler til veje til f.eks. køb af obligationer.

For det første må det understreges, at Nationalbanken hidtil under alle forhold har forsynet banksystemet med den nødvendige likviditet.

Når Nationalbanken har valgt at forsyne banksystemet med likviditet ved pengemarkedsintervention, er dette sket i tilfælde, hvor lånerammerne har været utilstrækkelige til at dække lånebehovet. I de enkelte pengeinstitutter glemmes alle bekymringer om utilstrækkelige lånerammer, idet Nationalbanken i en sådan situation naturligvis ikke vil give sig til at opsuge likviditet via pengemarkedet - alene af den grund, at der ingen likviditet er at opsuge.

Pengemarkedsintervention kan i andre tilfælde have karakter af likviditetsopsugning med meget kort varsel. Imidlertid har Nationalbanken to afprøvede instrumenter, der har til formål at opsuge likviditet, nemlig kassebinding og indlånsbeviser. Det kan nævnes, at salg af indlånsbeviser kan iværksættes med få dages varsel, og at Nationalbanken i forbindelse med frigivelsen af kassebindingen den 24. november 1977 meddelte:

»Frigivelsen sker under forudsætning af, at beløbene med et varsel på mindst 14 dage påny indbetales til Nationalbanken, såfremt dette efter Nationalbankens vurdering skønnes nødvendigt«.

Ole Zacchi nævner, med Danmarks Statistik som kilde, at pengemarkedet kan opgøres til 5-6 mia. kr. En nærmere granskning af Statistiske Efterretninger

1. Ole Zacchi: Kommentar til Jens Holten Larsen. Økonomi og Politik, 52. årgang, nr. 1, 1978.
2. Jens Holten Larsen: Nogle nye instrumenter i pengepolitikken. Økonomi og Politik, 51. årgang, nr. 4, 1977.

viser imidlertid, at pengemarkedsmellemværender i 1977 udgjorde mellem $2\frac{1}{2}$ og 6 mia kr. Heraf er noget under halvdelen (1-3 mia kr.) mellemværender med løbetid på 1 måned og derover. Sammenlignes den beløbsmæssige størrelse af disse længere pengemarkedsmellemværender med mængden af speciallån (15-20 mia kr.) ses, at specialindlånsmarkedet var 10 - eller måske endog 20 gange større end pengemarkedet.

I øvrigt er markedernes indbyrdes størrelse ikke afgørende for mine ræsonnementer. Det afgørende er, at Nationalbanken via pengemarkedet transmitterede en renteforhøjelse til specialindlånsmarkedet.

Ole Zacchi nævner endvidere, at finansiering af terminsforretninger:

»meget berde kan ske via aftalemarkedet med dets typiske løbetider, der stort set svarer til - matcher med - terminsforretningernes, end på pengemarkedet, hvor det jo er meget korte løbetider, der dominerer«.

Som nævnt ovenfor har knapt halvdelen af pengemarkedsmellemværenderne en løbetid på 1 måned og derover, hvilket matcher ganske godt med løbetiden af valutaterminsforretninger.

Ole Zacchis sidste indvending mod min artikel angår forholdet mellem et højt indenlandsk renteniveau og tilskyndelsen til valutamåntagning i en situation, hvor der hersker forventninger til en kronenedskrivning.

Ole Zacchi anfører:

»Tænker man sig, at kronenedskrivningen forventes inden for en tidshorisont på 3 måneder, svarer en rentegevinst på 10 pct. på årsbasis kun til en gevinst på godt 2 pct. på 3-måneders basis. Så det er jo ikke nogen særlig kraftig kronenedskrivning, der skal forventes, for rentegevinster af den af Holten Larsen anførte størrelsesorden ikke vil have nogen væsentlig effekt«.

Heroverfor står et par praktiske eksempler vedr. udviklingen af D-mark/krone-forholdet omkring en kronejustering. I månederne op til oktober 1976 og august 1977 herskede udbredte forventninger til en nedskæring af den danske krone i forhold til D-mark. Kronen lå derfor i begge perioder i bunden af slangen. Efter kronenedskrivningerne - henholdsvis den 18. oktober 1976 og den 27. august 1977 - skiftede kronen plads i slangen, således at den umiddelbare effektive kronenedskrivning overfor D-mark i begge tilfælde androg knapt 2%, selvom centralkurserne blev reguleret med henholdsvis 6 og 5%.

Rentegevinsten var i de nævnte perioder 10 - 12 pct. p.a., og det var således over en tremåneders periode forbundet med tab at finansiere tilbegebetaling af D-mark-gæld ved nedbringelse af tilgodehavender i form af speciallån.