

Der er til »Kreditfodens Teori« knyttet et meget omfattende statistisk Tillæg, hvori man bl. a. finder Tabeller over den totale Mængde af Omsætningsmidler og dens Fordeling paa Sedler og Checkdeposita i nogle af de store Lande. Desværre har en Del af Tallene — navnlig Checkdepositas Størrelse — som Følge af den foreliggende Statistiks Utilstrækkelighed kun kunnet beregnes skønsmæssigt.

H. Winding Pedersen.

Beiträge zur Konjunkturforschung, herausgegeben vom Österreichischen Institut für Konjunkturforschung:

No. 2. *Fritz Machlup*: BÖRSENKREDIT, INDUSTRIEKREDIT UND KAPITALBILDUNG. Wien 1931. 218 S.

No. 4. *Erik Schiff*: KAPITALBILDUNG UND KAPITALAUFZEHRUNG IM KONJUNKTURVERLAUF. Wien 1933. 232 S.

Den offentlige Mening betragter Børserne med megen Mistro og er tilbøjelig til at opfatte enhver Spekulation som en samfundsskadelig Udvækst paa det økonomiske Liv.

Denne Holdning er snarere dikteret af en ureflekteret, følelsesbetonet Aversion end af en klar Forstaaelse af Børsvirksomheden. *Machlup* mener i Indledningen til sin Bog, at den i Hovedsagen kan føres tilbage til tre vulgærøkonomiske Betragtninger: Uvilje mod de lettjente Gevinster, moralsk Forargelse over det skrupelløse Børsspil og den almindelige Foragt for fysisk-uproduktiv Virksomhed.

Det er ikke uden Interesse at klargøre sig, hvor meget disse ganske irrationelle Følelselementer betyder, naar man f. Eks. betænker, at Federal Reserve Bankernes Politik i Oktober 1929 staar i Forbindelse med den almindelige Fordømmelse af Spekulationer.

*Machlup* kommer dog ikke ind paa konkrete Eksempler, men behandler sit Emne rent teoretisk og imødegaar de Begrundelser, der anvendes som Støtte for Troen paa Spekulationens Skadelighed. Bortset fra den helt naive Tanke, at Spekulanterne ligefrem formøbler Værdierne, drejer det sig om Paastanden om, at Børsspekulationen beslaglægger Kapital eller unddrager Erhvervslivet Virkemidler. Herigennem kan Spekulationen ogsaa virke tryk-kende paa Priserne og derigennem forstyrrende paa det økonomiske Liv.

Imidlertid kan der kun ske et Forbrug af Kapital, hvis Spekulanterne anvender Gevinsterne til udvidet Konsum; men dette kan næppe spille nogen større Rolle og modsvares desuden af den Forbrugsindskrænkning, der kan paaregnes hos Taberne.

Heller ikke en Børshausses Beslaglæggelse af Omsætningsmidler kan man tillægge større Betydning, fordi Børserne gennem Likvidationsorganerne regulerer den overvejende Del af Omsætningen ved Modregning, og den Betalingsudligning, der finder Sted er lille og dernæst ikke proportionel med Kurserne.

*Machlup* søger at vise, at Børskredit maa betragtes paa samme Maade som al anden Industrikredit. Effektmarkedet er Industriens fornemste Laanemarked. En Hausse, der ikke skyldes Rentabilitetsforøgelse, maa være fremkaldt af et forøget Udbud af Kapitaldisposition. Højere Aktiekurser er ensbetydende med lavere Laanerente og vil straks kalde Nyemissioner frem. Haussen virker ikke deflatorisk paa Priserne, tværtimod er den i sig selv Udtryk for, at Priserne paa Produktionsmidler stiger, til Gengæld falder Pri-

Der er til »Kreditfodens Teori« knyttet et meget omfattende statistisk Tillæg, hvori man bl. a. finder Tabeller over den totale Mængde af Omsætningsmidler og dens Fordeling paa Sedler og Checkdeposita i nogle af de store Lande. Desværre har en Del af Tallene — navnlig Checkdepositas Størrelse — som Følge af den foreliggende Statistiks Utilstrækkelighed kun kunnet beregnes skønsmæssigt.

H. Winding Pedersen.

Beiträge zur Konjunkturforschung, herausgegeben vom Österreichischen Institut für Konjunkturforschung:

No. 2. *Fritz Machlup*: BÖRSENKREDIT, INDUSTRIEKREDIT UND KAPITALBILDUNG. Wien 1931. 218 S.

No. 4. *Erik Schiff*: KAPITALBILDUNG UND KAPITALAUFZEHRUNG IM KONJUNKTURVERLAUF. Wien 1933. 232 S.

Den offentlige Mening betragter Børserne med megen Mistro og er tilbøjelig til at opfatte enhver Spekulation som en samfundsskadelig Udvækst paa det økonomiske Liv.

Denne Holdning er snarere dikteret af en ureflektet, følelsesbetonet Aversion end af en klar Forstaaelse af Børsvirksomheden. *Machlup* mener i Indledningen til sin Bog, at den i Hovedsagen kan føres tilbage til tre vulgærøkonomiske Betragtninger: Uvilje mod de lettjente Gevinster, moralsk Forargelse over det skrupelløse Børsspil og den almindelige Foragt for fysisk-uproduktiv Virksomhed.

Det er ikke uden Interesse at klargøre sig, hvor meget disse ganske irrationelle Følelselementer betyder, naar man f. Eks. betænker, at Federal Reserve Bankernes Politik i Oktober 1929 staar i Forbindelse med den almindelige Fordømmelse af Spekulationer.

*Machlup* kommer dog ikke ind paa konkrete Eksempler, men behandler sit Emne rent teoretisk og imødegaar de Begrundelser, der anvendes som Støtte for Troen paa Spekulationens Skadelighed. Bortset fra den helt naive Tanke, at Spekulanterne ligefrem formøbler Værdierne, drejer det sig om Paastanden om, at Børsspekulationen beslaglægger Kapital eller unddrager Erhvervslivet Virkemidler. Herigennem kan Spekulationen ogsaa virke tryk-kende paa Priserne og derigennem forstyrrende paa det økonomiske Liv.

Imidlertid kan der kun ske et Forbrug af Kapital, hvis Spekulanterne anvender Gevinsterne til udvidet Konsum; men dette kan næppe spille nogen større Rolle og modsvares desuden af den Forbrugsindskrænkning, der kan paaregnes hos Taberne.

Heller ikke en Børshausses Beslaglæggelse af Omsætningsmidler kan man tillægge større Betydning, fordi Børserne gennem Likvidationsorganerne regulerer den overvejende Del af Omsætningen ved Modregning, og den Betalingsudligning, der finder Sted er lille og dernæst ikke proportionel med Kurserne.

*Machlup* søger at vise, at Børskredit maa betragtes paa samme Maade som al anden Industrikredit. Effektmarkedet er Industriens fornemste Laanemarked. En Hausse, der ikke skyldes Rentabilitetsforøgelse, maa være fremkaldt af et forøget Udbud af Kapitaldisposition. Højere Aktiekurser er ensbetydende med lavere Laanerente og vil straks kalde Nyemissioner frem. Haussen virker ikke deflatorisk paa Priserne, tværtimod er den i sig selv Udtryk for, at Priserne paa Produktionsmidler stiger, til Gengæld falder Pri-

serne paa Konsumvarer; men dette er kun det samme som altid vil ske, hvis Opsparingen stiger.

Skadeligt virker Børsspekulationen kun forsaavidt den finansieres ved en inflationistisk Udvidelse af Krediten, og Virkningerne er da principielt af ganske samme Art som ved enhver anden inflationistisk Kreditudvidelse, og hermed havner Machlup i den monetære Konjunkturteori, saaledes som den dyrkes i Wien.

Denne Teori, hvis vigtigste historiske Forudsætning er Wicksell, men som adskiller sig fordelagtigt fra sine Forgængere ved at skubbe Spørgsmaalet om »det almindelige Prisniveau«s Bevægelser i Baggrunden, er især udformet i Hayeks to Værker i den foreliggende Skriftserie<sup>1)</sup>.

Machlup giver i 6. Kapitel en kort og klar Fremstilling af Teoriens Hovedlinier.

Under givne tekniske Vilkaar svarer der til en bestemt Opsparingsrate en bestemt Opbygning af Produktionsapparatet. Vokser Opsparingen vil man slaa ind paa længere Produktionsomveje, men det udvidede Produktionsapparat forudsætter, at Opsparingen varigt holdes paa det højere Niveau, og mens en Udvidelse af Kapitalanlæggene kan gennemføres friktionsløst, medfører en Indskrænkning kriseagtige Forstyrrelser. En Nedgang i Opsparingen fremkalder Kriser, fordi den fortsatte Udnyttelse af Produktionsmidlerne umuliggøres.

Nu behøver man næppe at regne med væsentlige Svingninger i den frivillige Opsparing; men paa samme Maade som en forøget Opsparing virker en bankmæssig Udvidelse af Omsætningsmidlernes Mængde. Hvis Renten ned sættes under det naturlige Ligevægtspunkt, vil der fremkaldes Anlæg, som ikke kan bestaa uden en større Tilgang af Kapitaldisposition end den sædvanlige Opsparing, og som afslører sig som Fejlinvesteringer i det Øjeblik, Kreditudvidelsen hører op. Enhver Inflation bærer derfor i sig selv Spiren til Deflationen, og den stadigt truende Aarsag til konjunkturmæssige Forstyrrelser maa derfor søges i Bankvæsenets kreditskabende Evne.

Med dette Udgangspunkt arbejder Machlup videre og udvikler en Tilføjelse til Teorien. Han analyserer først Driftskrediten og den kortfristede Kredit. Disse Former har driftsøkonomiske Særegenheder; men set fra et samfundsmæssigt Synspunkt er al Kredit »fast«, fordi en fortsat økonomisk Virksomhed sædvanligt kræver en stadig Strøm af Laanemidler. Imidlertid viser Landbruget og forskellige andre Virksomheder et stærkt sæsonbestemt Kreditbehov. Herved bliver der paa visse Tider af Aaret ledige Pengemidler, som udbydes paa Pengemarkedet; men disse Midler vilde kun rent undtagelsesvist kunne finde produktiv Anvendelse, hvis man ikke regnede med Bankernes Assistance i de kritiske Betalingsterminer. Den Produktion, der sættes i Gang ved Hjælp af den midlertidigt ledige Kapitaldisposition, »Kassenüberschusskredit«, vilde bryde sammen, dersom Bankerne ikke mod Forventning og mod Sædvane var parat til at udvide Mængden af Omsætningsmidler paa de Tider af Aaret, hvor de midlertidige Udlaan kaldes hjem. Men da Bankerne faktisk udvider Krediten, er Inflationsprocessen altsaa bragt i Gang, og Machlup har hermed paa en elegant Maade udledet Konjunkturbevægelserne af

<sup>1)</sup> Se Nat. Tidsskr. 2. Hefte 1933.

Aarstidernes Vekslen og dermed af de kosmiske Bevægelser, hvilket synes at være et af Konjunkturforskningens højeste Maal.

Hayek og hans Elever driver Økonomi som en rent logisk Videnskab, og lægger stor Vægt paa de »systemeinheitliche Grunden«. Men at skyde det — man fristes til at sige æstetiske — Hensyn til Systemets logiske Helhed i Forgrunden, rummer en Fare for det pragmatiske Krav, at Teoriens Værdi skal maales med dens Evne til at forklare Virkeligheden. Det man, med en Analogi fra Naturvidenskaberne, kunde kalde den rationelle Økonomik, bliver, set fra dette Synspunkt, kun at opfatte som en Hjælpekonstruktion, der i forenklet Form giver en Vejledning til Forstaaelse af en kompliceret Sammenhæng; men det logiske Tankeskema er altid ensidigt og utilstrækkeligt, fordi det ikke har Rum for de irrationelle Momenter, der maa tages i Betragtning ved Bedømmelsen af Virkelighedens Økonomi.

Derfor er den monetære Konjunkturteori, saalidt som nogen anden, i Stand til at give en udtømmende Forklaring paa de Fænomener, vi sammenfatter under Navn af Konjunkturbevægelserne, og derfor har Machlups Ræsonnementer en langt mere begrænset Rækkevidde, end han selv synes at mene. Saaledes polemiserer han i 7. Kapitel, ikke uden en vis Arrogance, mod de Forfattere, der under visse Omstændigheder anbefaler en Forøgelse af Omsetningsmidlernes Mængde, og paaviser ud fra sin Teori, at der altid knytter sig inflatoriske Virkninger til en Kreditudvidelse, uanset om den er tilpasset efter Befolkningens eller Produktionens Vækst og uanset om den holder »Prisniveauet« konstant, og uanset om Krediten ydes som Børskredit eller som Industrikredit. Men selv om Tankegangen ogsaa efter en nøje Prøvelse viser sig logisk uangribelig, har Machlup dog ikke dermed faaet det sidste Ord overfor »Inflationisterne«. Den praktiske Baggrund for at foreslaa en moderat Inflation er nemlig altid Arbejdsløshed, altsaa en Situation, som ikke stemmer med Teoriens abstrakte Forudsætninger. Som Machlup selv understreger (S. 144): »In jeder sich im Gleichwicht befindlichen Volkswirtschaft sind alle kostendeckend verwertbaren Produktivkräfte vollständig ausgenützt, und zwar in einer Umwegsproduktion deren Länge durch das Angebot an realer Kapitaldisposition .... bestimmt wird.«

Det skulde ikke kræve en nærmere Paavisning, at Virkningerne af en Kreditudvidelse, der omplacerer de allerede beskæftigede Produktivkræfter i en længere Produktionsomvej ikke uden videre lader sig overføre paa en Kreditudvidelse, der har til Hensigt at sætte uudnyttede Produktivkræfter i Arbejde.

Paa samme Maade kan den først omtalte Analyse af Børskrediten ikke gøre Krav paa Fuldstændighed, skønt den giver et interessant Bidrag til Belysning af et Spørgsmaal, som bl. a. for nogen Tid siden blev debatteret i Socialøkonomisk Samfund. Machlup kan kun tænke sig, at Børshausen skyldes et forøget Udbud af Kapitaldisposition, d. v. s. at man er villig til at investere til en lavere Rente. Han forudsætter altsaa i Virkeligheden, at Spekulanterne har fuldt Kendskab til Industriens Forrentningsmuligheder, og hans Tankeskema faar ikke Plads til de psykologiske Faktorer, der kan influere paa Spekulationen. I Virkeligheden disponerer Aktiekøberen oftest paa et langt løsere Grundlag end den, der investerer direkte, og der er derfor Mulighed for, at han lader sig lede af Stemninger mere end af rationelle

Overvejelser. En Hausse kan derfor føre til Fejlinvesteringer af en anden og mere alvorlig Art end den enkeltes »tilfældige« Fejlpositioner.

I *Schiffs* Studie over Kapitaldannelse og Kapitalforringelse spiller Spørgsmaalet Fejlinvesteringer en saa stor Rolle, at han opstiller en hel Systematik, idet han navnlig sondrer mellem horizontale Fejlinvesteringer, hvorved enkelte Produktionsgrene udvikles uforholdsmæssigt, og vertikale, hvorved Produktionsomvejene i Almindelighed forlænges for stærkt. Mens de første er af erratisk Karakter, d. v. s. skyldes individuelle Fejlgreb og derfor er uden større Betydning for det økonomiske Liv som Helhed, er de sidste netop identiske med den systematiske Fejlledelse af Produktionen, som skyldes en inflationistisk Kreditudvidelse, og som indtager den centrale Stilling i den monetære Teoris Konjunkturforklaring.

Denne Teori danner ligesom ved det først omtalte Værk Udgangspunktet for Undersøgelsen; men Schiff er langt mindre ensidigt indstillet end Machlup. Hans Betragtninger svæver ikke frit i Abstraktionernes lette Luft, men søger Forbindelse med Virkeligheden, for første Gang i Skriftserien finder man her et alvorligt Forsøg paa at udnytte forhaandenværende statistisk Materiale i Forbindelse med de teoretiske Ræsonnementer, og Forfatteren er i det hele langt mindre bundet til »Systemets« afstukne Tankebaner. Schiff har driftsøkonomiske Interesser og røber et indgaaende Kendskab til den driftsøkonomiske Literatur. Han drøfter Sammenhængen mellem Afvurderingen og den fysiske Kapitalforringelse og Afskrivningsproblemet i Tilknytning til *Fr. Schmidt*.

I Følge Schmidts Teori skyldes Konjunkturbevægelsen en »Regnefejl«. Under Prisstigning kalkulerer Driftsherrerne fejlagtigt med Anskaffelsespriserne og ikke med Reinvesteringsomkostningerne. Herved bliver den bogholderimæssige Fordeling af Bruttoudbyttet forrykket, saaledes at Afskrivningerne bliver for smaa og den formodede Gevinst for stor. Omvendt kalkuleres der under Deflationen med for høje Omkostninger, hvorved rent formelle Tab afskrives som reelle.

Denne Teori indfører frugtbare Synspunkter og giver Schiff Lejlighed til adskillige værdifulde Betragtninger. Han holder dog fast ved den monetære Teori, og hans Anskuelse samler sig i hans Syn paa Verdensdepressionen. I Aarene forud for 1929—30 kom det i en Række vigtige Lande til Fejlinvesteringer af meget betydeligt Omfang. Efterhaanden som det viste sig umuligt at opnaa »ægte« Rentabilitet maatte det komme til Afvurdering af Kapitalen. Dette er imidlertid ikke (som hos Schmidt) et rent formelt Kapitaltab; thi som det hedder i Schiff's Terminologi: »... so ergibt sich, dass die Rentabilität zweifellos wesentlich stärker gesunken als der Geldwert gestiegen ist.« Paa Grundlag af det berlinske Konjunkturforskningsinstituts forskellige Opførelser af Tysklands Kapitalstatus samt en Undersøgelse af *Morgenstern* over de østrigske Selskabers Aktieværdi, søger nu Schiff at faa fat paa Kapitalens Forringelse, maalt i Penge. Da han yderligere kommer til det Resultat, at en Afvurdering videre fører til en fysisk Formindskelse af Kapitalen (fordi Vedligeholdelsen forsømmes), søger han ved Hjælp af forskelligt statistisk Materiale at støtte sin Antagelse, at der i Øjeblikket sker en betydelig Reduktion af Realkapitalen (især i Tyskland). Schiff synes dog at være tilbøjelig til at overvurdere Betydningen af den »Indskrumpning af Europas Kapital-

udstyr«, han mener at iagttage. Dersom der var Udsigt til en blot nogenlunde fuld Udnyttelse af den bestaaende Produktionskapacitet, behøvede man næppe at frygte en Nedgang i Velstand.

Overhovedet falder det vanskeligt at følge Forfatteren i hans Syn paa dette Spørgsmaal, fordi han — og dette er den væsentligste Indvending mod Undersøgelsen — lægger for ringe Vægt paa den tekniske Udviklings Betydning. Den Kendsgerning, at Tekniken hidtil stadig er gaaet frem i Stormskridt, har bevirket, at Kapitaldannelsen er foregaaet under ganske andre Forhold end i et statisk Samfund. I det store og hele tør man sige, at der kun sjældent er Tale om en Reinvestering i Ordets strengeste Betydning, men næsten altid om en Nyinvestering i en højere Teknik. Dersom Udviklingen fremtidig vilde foregaa i et langsommere Tempo, kunde det nuværende (eller rettere det nu mulige) Produktionsomfang sikkert opretholdes med en væsentlig mindre Kapitaldannelse end hidtil. Schiff fremhæver med stor Vægt, at den Kapitaldannelse, der tjener til Kapitalens Vedligeholdelse, ganske overvejende finder Sted indenfor de enkelte Virksomheder, medens Opsparingen anvendes til Nydannelse af Kapital. Han ser derfor den store Fare i den Omstændighed, at de sædvanlige bedriftsmæssige Afskrivninger ikke kan afholdes under Depressionen.

Imidlertid kan man næppe antage, at de sædvanlige Afskrivninger uden videre svarer til den fysiske Vedligeholdelse af Anlæggene. Set fra et bedriftsøkonomisk Synspunkt er det nødvendigt stadigt at følge med de tekniske Fremskridt, og Amortisationen maa beregnes under Hensyntagen til »Forældelse«, ligesaavel som til »Opslidelse«. Man maa derfor antage, at der under Amortisationen sker en Forbedring af Produktionsapparatet, som ikke fremtræder som Nydannelse af Kapital, men som i Realiteten er ganske det samme. Det er derfor heller ikke givet, at Kapitalen opspises blot fordi Bedrifterne maa nedsætte deres normale Afskrivninger.

De Problemer, Schiff behandler, er lige saa vanskelige som interessante. Et Lands samlede Realkapital i »fysisk Forstand« er begrebsmæssigt en meget suspekt Størrelse. Schiff opfatter kun producerede Produktionsmidler som Kapital, forsaavidt de kan indpasses økonomisk i Produktionsprocessen; men sædvanligt vil kun Rentabiliteten kunne afgøre, om Indpasningen er lykkedes, og sensu stricto er det ugørligt at finde nogen Maalestok for Produktionen og Kapitalen udenom de øjeblikkelige Prisforhold.

En Sammenligning med et saa haandfast systemteoretisk Arbejde som Machlup falder ud til Schiffs Fordel, fordi hans Analyser har bredere Basis og paa Grund af hans Respekt for Virkelighedsiagttagelserne.

*O. Strange Petersen.*

*Ernst Wigforss: DEN EKONOMISKA KRISEN, Stockholm 1931. 125 S.*

Den overordentlige store Interesse for økonomiske Spørgsmaal, som med Verdenskrisen har bredt sig i alle Befolkningslag har fremkaldt en omfangsrig Litteratur af populære Smaaskrifter — ikke mindst i Sverige.

I første Hefte af en Serie under Fællestitlen Ekonomi och Politik, udsendt af Tidens Forlag, behandler Ernst Wigfors i ganske korte Afsnit en hel Række af de Spørgsmaal, der drøftes i Tilknytning til Verdenskrisen: Betalingsbalance og Guldmyntfod, Priseniveau og Vekselkurser, Opsparing og Kapital-