

B O G A N M E L D E L S E R

STEEN LETH JEPPESEN: *Kapitalmarkedets udvikling gennem 10 år, 1959-1969*. København: Byggeriets Realkreditfond, 1969. 172 pp. Pris: Kr. 28,50.

Det må aftvinge almindelig respekt, at en forfatter kan overkomme at publicere to læseværdige jubilæumsskrifter i løbet af et år. Den foreliggende bog, som er den sidst offentliggjorte, er udarbejdet i anledning af Byggeriets Realkreditfonds 10-årsdag den 3. marts 1969.

Værket er disponeret på en særdeles overskuelig måde. Forfatteren anvender ét kapitel på hvert af emnerne »Udbudet af fordringer på kapitalmarkedet«, »Efterspørgselen efter fordringer«, »Renteniveauet«, »Offentlige indgreb på kapitalmarkedet«, »Rentestrukturen« og runder af med en sammenligning af de finansielle markeders betydning i forskellige lande.

I de første kapitler præsenteres udviklingsforløbet på de to sider af obligationsmarkedet siden slutningen af 1950'erne i en række tabeller og figurer. Det anvendte materiale giver en klar belysning af den overordentlig kraftige ekspansion, der har præget kapitalmarkedet i 1960'erne. Fremstillingen falder de fleste steder smukt i forlængelse af især kapitel 2 i Hoffmeyers kapitalmarkedsanalyse fra 1960 (Erik Hoffmeyer: *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960), idet Leth Jepsens tal starter omtrent, hvor Hoffmeyers hører op. Der er stort set overensstemmelse mellem de to bøgers måde at blande tal, figurer og institutionelle kendsgerninger iøvrigt på.

Efter anmelderens opfattelse lykkes det for Leth Jepsen i passende omfang i teksten at få gjort opmærksom på de væsentligste træk i det udviklingsforløb, der kan iagttages i tabeller og figurer, og hans journalistiske træning kommer ham til gode, derved at forløbsbeskrivelsen på intet tidspunkt bliver kedelig.

Forfatteren foretager løbende sammenligninger mellem 50'ernes udviklingstendenser som beskrevet hos Hoffmeyer og 60'ernes forløb. Det trækkes klart frem, at problemstillingen på obligationsmarkedet i 1960'erne har været i skarp kontrast til det af Hoffmeyer tidligere tegnede billede. Det har ikke været noget problem at få et tilstrækkeligt udbud af realkreditpapirer frem på markedet, tværtimod har 1960'ernes hovedproblem været, at efterspørgselen efter obligationer ikke er vokset tilstrækkelig hurtigt. I denne forbindelse er det af stor interesse, at bankerne og især sparekasserne i løbet af 60'erne har omlagt deres placeringspolitik, således at deres direkte udlån er steget stærkere end værdipapirbeholdningerne. Den relativt kraftige vækst i bankbalancerne og omlægningen af sparekassernes aktivsammensætning har i forening medført, at bankernes obligationsbeholdninger siden årtiets begyndelse har været større end sparekassernes.

Medens der således næsten kun kan fremsættes positive kommentarer til kapitlerne 2 og 3 om udbud af og efterspørgsel efter obligationer, er det som om forfatteren mister lidt af gnisten i kapitel 4, hvor han på grundlag af det foregående skal analysere renteniveauet. For det første er det nu ikke nogen god ide at benytte Lutz som kilde (F. Lutz: *Zinstheorie*, Zürich 1956), når man vil give en elementær gennemgang af renteteorien. Man skal lede længe for at finde en mere besværlig og knudret fremstilling end Lutz's bog. For det andet er Leth Jepsens polemik i kapitlet mod Jørgen Pedersens og Jørgen Geltings renteanalyser ikke særlig overbevisende. Argumenterne mod Gelting synes at bygge på en temmelig mekanisk opfattelse af kreditmultiplikator teorien, men det er specielt argumentationen på pp. 70-71 mod Jørgen Pedersen, som generer anmelderen. Leth Jepsen har nok ret i, at hensyntagen til provision betyder, at ændringerne i rente-

B O G A N M E L D E L S E R

STEEN LETH JEPPESEN: *Kapitalmarkedets udvikling gennem 10 år, 1959-1969*. København: Byggeriets Realkreditfond, 1969. 172 pp. Pris: Kr. 28,50.

Det må aftvinge almindelig respekt, at en forfatter kan overkomme at publicere to læseværdige jubilæumsskrifter i løbet af et år. Den foreliggende bog, som er den sidst offentliggjorte, er udarbejdet i anledning af Byggeriets Realkreditfonds 10-årsdag den 3. marts 1969.

Værket er disponeret på en særdeles overskuelig måde. Forfatteren anvender ét kapitel på hvert af emnerne »Udbudet af fordringer på kapitalmarkedet«, »Efterspørgselen efter fordringer«, »Renteniveauet«, »Offentlige indgreb på kapitalmarkedet«, »Rentestrukturen« og runder af med en sammenligning af de finansielle markeders betydning i forskellige lande.

I de første kapitler præsenteres udviklingsforløbet på de to sider af obligationsmarkedet siden slutningen af 1950'erne i en række tabeller og figurer. Det anvendte materiale giver en klar belysning af den overordentlig kraftige ekspansion, der har præget kapitalmarkedet i 1960'erne. Fremstillingen falder de fleste steder smukt i forlængelse af især kapitel 2 i Hoffmeyers kapitalmarkedsanalyse fra 1960 (Erik Hoffmeyer: *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960), idet Leth Jepsens tal starter omtrent, hvor Hoffmeyers hører op. Der er stort set overensstemmelse mellem de to bøgers måde at blande tal, figurer og institutionelle kendsgerninger iøvrigt på.

Efter anmelderens opfattelse lykkes det for Leth Jepsen i passende omfang i teksten at få gjort opmærksom på de væsentligste træk i det udviklingsforløb, der kan iagttages i tabeller og figurer, og hans journalistiske træning kommer ham til gode, derved at forløbsbeskrivelsen på intet tidspunkt bliver kedelig.

Forfatteren foretager løbende sammenligninger mellem 50'ernes udviklingstendenser som beskrevet hos Hoffmeyer og 60'ernes forløb. Det trækkes klart frem, at problemstillingen på obligationsmarkedet i 1960'erne har været i skarp kontrast til det af Hoffmeyer tidligere tegnede billede. Det har ikke været noget problem at få et tilstrækkeligt udbud af realkreditpapirer frem på markedet, tværtimod har 1960'ernes hovedproblem været, at efterspørgselen efter obligationer ikke er vokset tilstrækkelig hurtigt. I denne forbindelse er det af stor interesse, at bankerne og især sparekasserne i løbet af 60'erne har omlagt deres placeringspolitik, således at deres direkte udlån er steget stærkere end værdipapirbeholdningerne. Den relativt kraftige vækst i bankbalancerne og omlægningen af sparekassernes aktivsammensætning har i forening medført, at bankernes obligationsbeholdninger siden årtiets begyndelse har været større end sparekassernes.

Medens der således næsten kun kan fremsættes positive kommentarer til kapitlerne 2 og 3 om udbud af og efterspørgsel efter obligationer, er det som om forfatteren mister lidt af gnisten i kapitel 4, hvor han på grundlag af det foregående skal analysere renteniveauet. For det første er det nu ikke nogen god ide at benytte Lutz som kilde (F. Lutz: *Zinstheorie*, Zürich 1956), når man vil give en elementær gennemgang af renteteorien. Man skal lede længe for at finde en mere besværlig og knudret fremstilling end Lutz's bog. For det andet er Leth Jepsens polemik i kapitlet mod Jørgen Pedersens og Jørgen Geltings renteanalyser ikke særlig overbevisende. Argumenterne mod Gelting synes at bygge på en temmelig mekanisk opfattelse af kreditmultiplikator teorien, men det er specielt argumentationen på pp. 70-71 mod Jørgen Pedersen, som generer anmelderen. Leth Jepsen har nok ret i, at hensyntagen til provision betyder, at ændringerne i rente-

strukturen efter 1964 er noget mindre end rentediagrammerne i *Monetary Review* umiddelbart giver indtryk af. Men hans forsøg på at bagatellisere det øgede lånepres mod banksystemet ved at henvise til den varierende udnyttelse af forhåndslåneordningen hviler på et forkert grundlag. Dette bliver så meget desto mere tydeligt, hvis man konfronterer p. 71 med fremstillingen pp. 125-126. På de sidstnævnte sider forklarer han, at bankerne over deres nettobyggelån har afbødet en væsentlig del af obligationsrationeringens virkninger på byggeaktiviteten. Man kan da ikke med rimelighed hævde, at stigningen i bankernes udlån efter 1965 og frem til slutningen af 1967 stort set har været upåvirket af, at det var blevet relativt billigere for publikum at låne i pengeinstitutterne end på obligationsmarkedet.

Kapitlet om renteniveaut indeholder endelig et referat af Geltings, Hoffmeyers og Bodil Nyboe Andersens regressionsanalyser af renteutviklingen og pengeefterspørgselen i Danmark, og forfatteren præsenterer et udvalg af hans egne beregninger, som for en dels vedkommende er inspireret af Schlebaum Larsens undersøgelser fra begyndelsen af 50'erne. I betragtning af, at forfatteren selv synes at være ret skeptisk over for resultaterne, og da bogen henven-der sig til en bredere kreds af læsere, som kommer i berøring med kapitalmarkedet, ville det nok have været en fordel at samle dette i et appendiks.

Læsere kan ånde lettet op, når han har forladt kapitel 4 og tager fat på kapitel 5 om offentlige indgreb på kapitalmarkedet især obligationsrationeringen. Her er Leth Jeppesen i fin form igen. Han refererer Nationalbankens forskellige argumenter for obligationsrationeringen og tager dem derefter nådesløst op til kritisk vurdering. Han påviser endvidere, hvorledes både indførelsen og afskaffelsen af obligationsrationeringen gav væsentlige destabiliserende overgangsforskydninger på kapitalmarkedet både i 1965 og i 1968/69. Kapitel 5 indeholder særskilte afsnit om forhåndslåneordningen og de forskellige former for rente-

subsidier. Man noterer sig her ikke mindst den sarkastiske fodnote p. 138, hvor forfatteren påviser mangelen på reelt indhold i Nationalbankens løftede pegefingre til den rentesubsidierede værftsindustri, som formanes til at »fortsætte rationaliseringsarbejdet med uformindsket styrke» og at undlade at tiltrække sig ressourcer af arbejdskraft og kapital, som kunne finde mere rentabel anvendelse andetsteds.

Kapitlet afsluttes med en gennemgang af Nationalbankens open-market-operations. Medens bankens køb og salg af obligationer tidligere havde til formål at drive kurspleje for at få en rolig renteutvikling, må man ifølge Leth Jeppesen efter 1964/65 snarere sige, at open-market-operations i lange perioder har været anvendt med det formål at hindre, at markedskræfterne fik lov til at retablere en markedslikevægt via prisme-kanismen. Man kan også, hvis man foretrækker det, sige, at den offentlige sektor fra 1965 til 1969 har genoptaget den finansiering af boligbyggeriet, som den opgav i slutningen af 50'ere. Blot er det i de sidste år foregået indirekte på den måde, at Nationalbanken køber realkreditobligationer, medens det i 1950'erne var staten, der foretog direkte udlån.

Kapitel 6 om rentestrukturen er meget kortfattet. Forfatteren behandler forholdet mellem den effektive rente af obligationer med forskellig sikkerhed, pålydende rente og løbetid. Han betjener sig igen af nogle enkle og overskuelige figurer, som der knyttes kommentarer til i passende omfang. På p. 154 er medtaget forventningsteorien om forholdet mellem kort og lang rente med tilhørende formler. Når forfatteren endelig vil have dette med, kunne man godt have ønsket sig en nærmere præcisering af de overordentlig restriktive forudsætninger, forventningsteorien bygger på.

Et af de vigtigste resultater af de internationale sammenligninger i kapitel 7 er, som man kunne vente, at det danske obligationsmarkeds relative betydning er noget ret enestående. Kapitlet er i alt væsentligt bygget på OECD's kapitalmarkedsundersøgelser fra 1967/68. Det kan næppe

betvivles, at det er en god ide at lade en kapitalmarkedsundersøgelse for 1960'erne munde ud i en række internationale perspektiver. I virkeligheden kan det måske snarere undre læseren, at Leth Jeppesen ikke dyrker dette lidt mere end tilfældet er. Specielt kunne man godt have ønsket sig en stærkere fremhævelse af, at frigørelsen af væsentlige dele af de internationale kapitalbevægelser siden 1960 har indsnævret mulighederne for at føre rentepolitik her i landet. Man kan måske tillade sig at gætte på, at forbindelsen mellem bevægelserne i det udenlandske og det danske renteniveau ville være blevet trukket stærkere frem i bogens renteanalyse, hvis forfatteren havde haft begivenhederne i maj 1969 på lidt større afstand, da han lagde sidste hånd på manuskriptet.

Af hensyn til de travle læsere af tidskriftet, som kun ser det sidste afsnit i hver anmeldelse, skal jeg afslutningsvis gentage, at Leth Jeppesens bog er en velskrevet oversigt over 10 begivenhedsrige år på det danske kapitalmarked.

Morten Balling*

* Amanuensis ved Handelshøjskolen i Århus.

CHARLES BETTELHEIM: *India independent*. London: Macgibbon & Kee, 1968. 409 pp. Pris: 84 s.

PAUL STREETEN og MICHAEL LIPTON (red.): *The crisis of Indian planning - Economic planning in the 1960's*. London: Oxford University Press, 1968. 416 pp. Pris: 75 s.

Disse to bøger handler trods deres forskellige titler til dels om det samme og skal derfor her anmeldes under ét.

Ifølge bogens omslag er Charles Bettelheim professor i økonomi ved Sorbonne. Bogen handler om Indiens økonomiske forhold siden uafhængigheden. Forfatteren har delt bogen i to dele: Part One, der handler om årene lige efter uafhængigheden, og Part Two, der skildrer udviklingen fra da

til nu. Part One giver nærmest en situationsskildring, medens anden delen tilsigter at analysere udviklingen.

På sine godt 140 sider giver den første del en god fremstilling af den økonomiske struktur. Det virker, som om forfatteren har et betydeligt førstehåndskendskab til det datidige Indien. Han lægger ikke skjul på, at han føler sig stærkt engageret, og giver udtryk for sympati med Indiens fattige hvad enten de er bønder eller arbejdere, og håber på reformer, der kan stække pengeudlånernes, kapitalisternes og andre lignende gruppers virksomhed. En sådan medleven kan tage magten fra en forfatter og farve hans fremstilling og analyse. Det er ikke mit indtryk, at dette er sket i større omfang; tværtimod føler jeg, at det lykkes forfatteren trods hans stillingtagen at give os et realistisk billede af det Indien, hvor med selvstændigheden startede. Han giver ikke alene en oversigt over de størrelser, der hos os ville indgå i en økonomisk analyse, men han fremhæver de økonomiske konsekvenser af mangfoldigheden af sprog, kaster etc.

Bogens anden del forekommer langt mindre værdifuld. Den består for en stor del af ret ukritiske referater af 5-årsplaner og af, hvordan de bliver (eller ikke bliver) gennemført. I disse afsnit synes problemerne og vanskelighederne, der vitterligt har været forbundet med gennemførelsen af disse planer, at være dæmpet ned. Det hele virker som en ikke særlig dybtgående gennemgang af officielle dokumenter og officielle standpunkter.

Bogen er velforsynet med en række små tabeller; de fleste af dem særdeles illustrerende. Enkelte har jeg ikke været i stand til at forstå. Om det er oversætteren, der ikke har forstået indholdet, eller om det drejer sig om almindelig sjusk, ved jeg ikke. Rent sprogligt er bogen hist og her lidt ejendommelig. Medens den næsten hele vejen er skrevet i økonomers almindelige fællessprog, anvender forfatteren enkelte steder fagtermer, der ville høre hjemme i en marxistisk fremstilling.

Det er så heldigt, at den anden bog, der