

Imidlertid har indkomsten også betydning for den private sektors nytte af at holde penge, jfr. kapitel 2 om pengeefterspørgsel og optimal lagerstørrelse. Nationalindkomsten er derfor både skyggevariabel for afkast og alternativt afkast af formueanbringelse samt niveauvariabel. Som relationerne er formuleret, er det vanskeligt at se, hvilke funktioner nationalindkomsten har. Koefficienterne er derfor vanskelige at fortolke.

15. Variable, som angiver afkast, fordeler som nævnt formuen mellem forskellige anbringelsesformer. Det er en rimelig antagelse, at det alene er forskelle i afkast eller nytte, som har betydning for denne fordeling. En fordobling af samtlige afkast vil således ikke ændre fordelingen. Adfærdrelationerne er derfor homogene af nul'te grad i samtlige afkastvariable.

Dette er samtidig ensbetydende med, at summen af koefficienterne til samtlige afkastvariable skal være nul. De er derfor ikke uafhængige, idet i hvert fald én må antage en sådan værdi, at dette bliver tilfældet. Det er dog langt fra alle afkastvariable, som er specificeret i afhandlingens relationer, ligesom der som nævnt er problemer med hensyn til koefficienten til nationalindkomsten. Men i fortolkningen af resultaterne må man være opmærksom på, at summen af koefficienterne til de udeladte variable er lig summen af koefficienterne til de medtagne med modsat fortegn.

LITTERATUR

- Brainard, William C. og James Tobin. 1968. Pitfalls in financial model building. *American Economic Review: Papers and Proceedings* 58: 99-122.
- Gørtz, Erik. 1968 a. En simpel model for rentedannelsen i Danmark i de senere år. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 106: 125-143.
- Gørtz, Erik. 1968 b. Multiplikatorer på penge- og kreditmarkedet. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 106: 278-90.
- Ladenson, Mark L. 1971. Pitfalls in financial model building: Some extensions. *American Economic Review* 61: 179-86.
- Malinvaud, E. 1970. *Statistical methods of econometrics*. 2. udg. Amsterdam.
- Tobin, James. 1961. Money, capital, and other stores of value. *American Economic Review: Papers and Proceedings* 51: 26-37.
- Tobin, James. 1969. A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking* 1: 15-29.

IV

Af MORTEN BALLING *

1. Mine bemærkninger til Niels Thygesens disputats tager udelukkende sigte på kapitel 6 om handelskreditter, andre kortfristede internationale kapitalbevægelser og pengeforsyningen. Emnet svarer stort set til det, der i angelsaksisk litteratur om valutaforhold betegnes som Leads and Lags.

* Amanuensis ved Handelshøjskolen i Århus.

Imidlertid har indkomsten også betydning for den private sektors nytte af at holde penge, jfr. kapitel 2 om pengeefterspørgsel og optimal lagerstørrelse. Nationalindkomsten er derfor både skyggevariabel for afkast og alternativt afkast af formueanbringelse samt niveauvariabel. Som relationerne er formuleret, er det vanskeligt at se, hvilke funktioner nationalindkomsten har. Koefficienterne er derfor vanskelige at fortolke.

15. Variable, som angiver afkast, fordeler som nævnt formuen mellem forskellige anbringelsesformer. Det er en rimelig antagelse, at det alene er forskelle i afkast eller nytte, som har betydning for denne fordeling. En fordobling af samtlige afkast vil således ikke ændre fordelingen. Adfærdrelationerne er derfor homogene af nul'te grad i samtlige afkastvariable.

Dette er samtidig ensbetydende med, at summen af koefficienterne til samtlige afkastvariable skal være nul. De er derfor ikke uafhængige, idet i hvert fald én må antage en sådan værdi, at dette bliver tilfældet. Det er dog langt fra alle afkastvariable, som er specificeret i afhandlingens relationer, ligesom der som nævnt er problemer med hensyn til koefficienten til nationalindkomsten. Men i fortolkningen af resultaterne må man være opmærksom på, at summen af koefficienterne til de udeladte variable er lig summen af koefficienterne til de medtagne med modsat fortegn.

LITTERATUR

- Brainard, William C. og James Tobin. 1968. Pitfalls in financial model building. *American Economic Review: Papers and Proceedings* 58: 99-122.
- Gørtz, Erik. 1968 a. En simpel model for rentedannelsen i Danmark i de senere år. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 106: 125-143.
- Gørtz, Erik. 1968 b. Multiplikatorer på penge- og kreditmarkedet. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 106: 278-90.
- Ladenson, Mark L. 1971. Pitfalls in financial model building: Some extensions. *American Economic Review* 61: 179-86.
- Malinvaud, E. 1970. *Statistical methods of econometrics*. 2. udg. Amsterdam.
- Tobin, James. 1961. Money, capital, and other stores of value. *American Economic Review: Papers and Proceedings* 51: 26-37.
- Tobin, James. 1969. A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking* 1: 15-29.

IV

Af MORTEN BALLING *

1. Mine bemærkninger til Niels Thygesens disputats tager udelukkende sigte på kapitel 6 om handelskreditter, andre kortfristede internationale kapitalbevægelser og pengeforsyningen. Emnet svarer stort set til det, der i angelsaksisk litteratur om valutaforhold betegnes som Leads and Lags.

* Amanuensis ved Handelshøjskolen i Århus.

2. Fordi Thygesen disponerer sin bog med udgangspunkt i sondringen mellem de »indkomstforbundne« og de »ikke-indkomstforbundne« likviditetsvirkninger på den private sektor, kommer de internationale kapitalbevægelser hos ham til at spille en relativt tilbagetrukket rolle som en underafdeling af residualstørrelsen de »øvrige ikke-indkomstforbundne« likviditetsvirkninger. Med den bagklogskab, man er i besiddelse af efter at have gennemlevet specielt året 1969, kan man godt argumentere for, at penge- og rentepolitikens indflydelse på de kortfristede internationale kapitalbevægelser er ved at være hovedsagen for de pengepolitiske myndigheder. Thygesen benytter i sin efterskrift til kapitlet den formulering, at den danske pengepolitik nu er undergivet internationale bindinger. Det udenlandske renteniveau lægger et gulv under de danske bankers udlånsrente (p. 212).

3. Når man møder nogle nye statistiske analyser af økonomiske sammenhænge, som man har benyttet i sin fortolkning af udviklingsforløbet i et stykke tid, har man en tilbøjelighed til at reagere asymmetrisk. Såfremt regressionsanalyserne bekræfter ens a priori forestillinger, forfølger man ikke sagen nærmere. Synes analyserne derimod at afkræfte ens forestillinger, har man en tendens til at drage analysen eller det empiriske grundlag i tvivl.

Jeg ligger selv under for sådanne tilbøjeligheder. Når Thygesen således i tabel 6.1. (p. 208) fremlægger den nydeligste sammenhæng mellem hhv. import af varer og tjenester og de danske importørers kortfristede udenlandske gæld og eksport af varer og tjenester og de danske eksportørers kortfristede udenlandske tilgodehavender, så bekræfter dette mine a priori forestillinger, og jeg går ikke mere i dybden på dette punkt.

Derimod skuffede det mine forhåndsforventninger, at de valgte indikatorer for det danske og det udenlandske renteniveau samt kurssikringsomkostningerne ikke faldt signifikante ud i Thygesens regressionsanalyser. Specielt var det overraskende, at renten på eurovalutamarkedet ikke signifikant påvirkede de kortfristede private kapitalbevægelser.

4. Ved en nærmere analyse af dette problem er det naturligt at tage udgangspunkt i Thygesens klare og udførlige redegørelse (pp. 175-83) for, hvorledes Nationalbankens statistik over betalinger til og fra udlandet, hhv. Danmarks Statistiks talmateriale for varetransaktionerne over grænserne tilvejebringes. Læseren får samtidig på disse sider forklaret, hvad der typisk sker for transaktioner, når danske importører køber på kredit, og når danske eksportører sælger på kredit. Lad os i det følgende indskrænke os til importsiden.

Der er her tre relevante tidspunkter:

1. det tidspunkt, varen leveres til importøren på,
2. det tidspunkt, hvor importøren betaler sin leverandør samtidig med, at han til finansiering heraf optager et udenlandsk valutalån, og
3. tidspunktet for valutalånets afvikling.

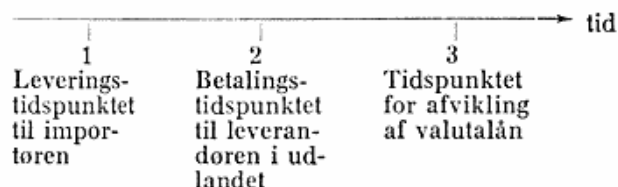


Fig. 1.

Hovedreglen er, at de tre tidspunkter følger efter hinanden i nummerorden, således som det er vist i fig. 1. Der forekommer undtagelser, f.eks. i forbindelse med leverancer af større investeringsgoder fra udlandet, hvor i hvert fald en del af betalingen ofte sker forud for leveringen. Det ses der bort fra i det følgende.

Den normale procedure er herefter, at den danske importør i tidspunkt 1 ved leveringen pådrager sig en gæld til sin udenlandske leverandør. Efter en vis tid – ofte 3 måneder – optager han et valutalån i en udenlandsk bank og benytter låneprovenuet til at betale sin gæld til leverandøren. Dette sker i tidspunkt 2. Endelig betaler han på tidspunkt 3, f.eks. efter yderligere 6 måneders forløb, valutalånet tilbage ved køb af valuta hos sin danske bankforbindelse. På dette sidste tidspunkt kommer altså påvirkningen af valutastillingen og pengeforsyningen.

5. Den periode, der interesserer Thygesen, er afstanden mellem tidspunkt 1 og tidspunkt 3, og han forsøger at afgrænse sine tal for importørernes kortfristede udenlandske gældsmellemværender således, at de både omfatter leverandørgæld og bankgæld. Begrundelsen for at foretage afgrænsningen på denne måde er naturligvis, at virkningen af udenrigshandelstransaktionerne på den danske valutastilling og dermed også på den private sektors pengeforsyning udskydes fra tidspunkt 1 til tidspunkt 3.

Da leverancernes omfang opfattes som eksogene, kan man i virkeligheden godt sige, at kernen i Thygesens kapitel 6 er en analyse, hhv. for importsiden og eksportsiden, af de faktorer, der bestemmer den indbyrdes placering af de tre punkter på tidsaksen i fig. 1.

Ud over renten på eurovalutamarkedet, som især skal gøres til genstand for drøftelse her, prøver Thygesen at forklare afstanden i tid mellem levering og likviditetsvirkning ved hjælp af ændringer i valutarestriktioner, varesammensætning, udenrigshandelens fordeling på lande, lånevilkår i

danske banker og kurssikringsomkostninger. Resultaterne er gennemgående skuffende, idet ingen af de kvantificerbare størrelser giver nogen signifikant forklaring. Det påvises dog, at de omtalte tidsforskydninger må holde sig inden for de rammer, som de til enhver tid gældende valutarestriktioner fastlægger.

6. Der savnes i denne forbindelse den helt selvfølgelig betragtning, at det er de udenlandske leverandørers betalingsbetingelser, der i første række er afgørende for, hvor attraktiv en finansieringsform deres leverandørkredit er set med de danske importørers øjne; der er med andre ord et behov for at sondre mellem de to perioder i fig. 1. Når Thygesen nemlig benytter renten på eurovalutamarkedet som indikator for udviklingen i det udenlandske renteniveau, så er denne størrelse umiddelbart kun relevant for den gæld, der refererer til tidsafstanden mellem 2 og 3 i fig. 1. Det er jo kun i dette tidsrum, eurovalutalånet løber. Vilklårene for leverandørgælden, der løber fra tidspunkt 1 til tidspunkt 2, er formentlig ret trægt bevægelige i modsætning til lånevilkårene på eurovalutamarkedet, der så at sige kan ændre sig fra dag til dag.

Lidt skematisk kan man sige, at Thygesens a priori forventninger går ud på, at en partiel stigning i renten på eurovalutalån skulle give anledning til, at afstanden fra tidspunkt 1 til tidspunkt 3 afkortes. Heroverfor kan indvendes, at der i hvert fald på kort sigt lige så godt kan blive tale om, at tidspunkt 2 rykker mod højre, som at tidspunkt 3 rykker mod venstre. Bliver det dyrere at opnå udenlandsk bankfinansiering, kan der til en vis grad blive tale om at substituere til andre udenlandske finansieringsformer, på hvilke vilklårene bevæger sig med større træghed end på eurovalutamarkedet, hvorfor de bliver relativt mere attraktive efter en rentestigning på eurovalutalån. Thygesen benytter en tilpasningsfunktion for at tage hensyn til det, som han på p. 197 kalder *slow-moving payments habits*. Træghed findes der imidlertid på begge sider af markedet for handelskreditter, og trægheden på leverandørernes side af dette marked kan måske bidrage til at forklare, hvorfor renten på eurovalutalån ikke bliver signifikant i Thygesens regressioner.

7. Thygesen nævner i kapitel 6 både valutabekendtgørelsen af den 20. juni 1961 og Nationalbankens midlertidige stramning af valutarestriktionerne i maj 1969. Man savner derimod i kapitlet en omtale af Nationalbankens meddelelse til valutahandlerne af den 27. juni 1968, hvori der gives en udvidet adgang for danske erhvervsvirksomheder til at optage lån hos valutaudlændinge, herunder de såkaldte finanslån. Med henvisning til den udbredelse, disse lån har fået siden midten af 1969, og i betragtning

af, at disse lån for en stor del gives med variabel rente, der knytter sig ret nøje til renten på 3-måneders eurovalutalån, kan man måske give en delvis forklaring på, hvorfor eurovalutarenten siden 1968 har udviklet sig til at blive en ret afgørende determinant for Nationalbankens rentepolitik.

8. Man kan i øvrigt undre sig lidt over, at Thygesen ikke benytter kapitel 6 til at trække nogle flere penge- og rentepolitiske perspektiver op. Han gør jo praktisk taget intet ved diskontopolitikken noget sted i bogen, og det mærkes måske ikke mindst som et savn i kapitel 6. I forbindelse med omtalen af de faktorer, der må forventes at øve indflydelse på de kortfristede internationale kapitalbevægelser, ville det jo ellers være nærliggende at anføre, at Nationalbanken har muligheder for at påvirke det indenlandske renteniveau og i begrænset udstrækning kurssikringsomkostningerne, medens de øvrige faktorer ligger uden for bankens rækkevidde og må betragtes som eksogene. At banken herigennem tillige øver indflydelse på udviklingen i pengeforsyningen i den private sektor, er jo helt centralt for det problemområde, Thygesen har analyseret i sin bog.

9. Disputatsen er på mange punkter et udtryk for en frugtbar vekselvirkning mellem teoretisk og empirisk analyse. Denne karakteristik gælder måske imidlertid i højere grad bogens øvrige kapitler, end den gælder kapitel 6. Normalt lægger Thygesen ud med den fundamentale teori, hvorefter han med stor grundighed gennemgår det statistiske materiale. I kapitel 6 gør han det omvendte, hvad der kan være mindre hensigtsmæssigt. Incitamentet for læseren til at fordybe sig i de statistiske problemer er nok størst, når han gennem de teoretiske antydninger ved, hvad der stræbes efter.

Det vil således eksempelvis næppe stå de fleste læsere særlig klart, hvad det er for en hypotese, Thygesen har i tankerne, når han tegner fig. 6.3. (p. 185). Hypotesen er tilsyneladende den, at den gennemsnitlige tidsmæssige afstand mellem leveringen og likviditetsvirkningen, jfr. tidspunkt 1 og 3 i fig. 1 foran, vil være konstant, såfremt der ikke sker ændringer i valutarestriktioner, varesammensætning, udenrigshandelens fordeling på lande, lånevilkår i indland og udland samt kurssikringsomkostninger. Variationer i den pågældende periodelængde må derfor søges forklaret ved hjælp af ændringer i de nævnte faktorer.¹

1. Det kan her tilføjes, at Thygesen også havde gjort det lettere for læseren at forstå dette, hvis han ikke havde brudt abscisseaksen i fig. 6.3., men havde ladet begge akser begynde med 0. Alle de punkter i diagrammet, der giver et konstant antal skylddage over for udenlandske leverandører og banker, vil jo ligge på en ret linie gennem (0,0).

10. Afslutningsvis vil jeg gerne have lov til at sige, at jeg ikke mindes nogen steder at have set en klarere fremstilling af de internationale handelskrediters betydning for danske pengeforhold end Thygesens. Jeg vil derfor varmt anbefale dette kapitel ligesom den øvrige del af bogen til grundigt studium for alle, som har interesse for at opnå en bedre forståelse af de pengepolitiske problemer i 50'erne og 60'erne.