

LITTERATUR

- Bus Henriksen, Ole og Anders Ølgaard. 1960. *Danmarks udenrigshandel 1874-1958*. Københavns Universitets Økonomiske Institut, Studier nr. 2. København.
- Gelting, Jørgen H. 1965. Rente, obligationsudbud og likviditet. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 103: 161-65.
- Gurley, J. G. og E. S. Shaw. 1960. *Money in a theory of finance*. Washington.
- Hoffmeyer, Erik. 1968. Perioden 1931-1960. I *Dansk pengehistorie*, udg. Danmarks Nationalbank, bd. 2, pp. 153-331. København.
- Leontief, Wassily. 1971. Theoretical assumptions and nonobserved facts. *American Economic Review* 61: 1-7.
- Schmidt, Erik Ib. 1969. Den økonomiske rådgivningsfunktion over for den politiske funktion. I *Aktuelle økonomiske problemer: Festskrift til Carl Iversen*, udg. Nationaløkonomisk Forening, pp. 249-64. København.

II

Af ERIK HOFFMEYER*

Arbejdet er den første danske disputats om pengeteori, hvilket på en måde er overraskende i betragtning af den intensive debat, der har været ført her i landet om pengeteoretiske problemer.

Der er tale om et overordentlig grundigt arbejde, som vil blive stående længe, ikke mindst fordi Niels Thygesen ikke har ladet sig nøje med undersøgelse af samvariation af nogle få variable over en kort periode, men har gravet ned i talmaterialet og især søgt at belyse sammenhængen mellem på den ene side ændringer i den samlede pengemængde og den samlede aktivitet og på den anden side de kanaler, hvorigennem den primære pengemængde ændres.

De kritiske bemærkninger, jeg har at anføre, kan resumeres i fire punkter.

1. Opdelingen af pengestrømmene

Der sondres fundamentalt mellem ændringer i den primære pengeforsyning, der har forbindelse med køb af varer og tjenesteydelser (f.eks. over statsfinanserne) og ændringer, der er udtryk for udveksling af aktiver (f.eks. open market operations).

Det er velkendt, at denne sondring er overordentlig vanskelig at opretholde i praksis. Et af de klareste eksempler er den danske skibskreditordning, hvor Nationalbankens køb af obligationer med lav rente er en forudsætning for produktionen af skibe på værfterne. Denne ordning omtales ikke i bogen, men er et eksempel blandt mange, hvor mulighed for

* Nationalbankdirektør.

LITTERATUR

- Bus Henriksen, Ole og Anders Ølgaard. 1960. *Danmarks udenrigshandel 1874-1958*. Københavns Universitets Økonomiske Institut, Studier nr. 2. København.
- Gelting, Jørgen H. 1965. Rente, obligationsudbud og likviditet. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 103: 161-65.
- Gurley, J. G. og E. S. Shaw. 1960. *Money in a theory of finance*. Washington.
- Hoffmeyer, Erik. 1968. Perioden 1931-1960. I *Dansk pengehistorie*, udg. Danmarks Nationalbank, bd. 2, pp. 153-331. København.
- Leontief, Wassily. 1971. Theoretical assumptions and nonobserved facts. *American Economic Review* 61: 1-7.
- Schmidt, Erik Ib. 1969. Den økonomiske rådgivningsfunktion over for den politiske funktion. I *Aktuelle økonomiske problemer: Festskrift til Carl Iversen*, udg. Nationaløkonomisk Forening, pp. 249-64. København.

II

Af ERIK HOFFMEYER*

Arbejdet er den første danske disputats om pengeteori, hvilket på en måde er overraskende i betragtning af den intensive debat, der har været ført her i landet om pengeteoretiske problemer.

Der er tale om et overordentlig grundigt arbejde, som vil blive stående længe, ikke mindst fordi Niels Thygesen ikke har ladet sig nøje med undersøgelse af samvariation af nogle få variable over en kort periode, men har gravet ned i talmaterialet og især søgt at belyse sammenhængen mellem på den ene side ændringer i den samlede pengemængde og den samlede aktivitet og på den anden side de kanaler, hvorigennem den primære pengemængde ændres.

De kritiske bemærkninger, jeg har at anføre, kan resumeres i fire punkter.

1. *Opdelingen af pengestrømmene*

Der sondres fundamentalt mellem ændringer i den primære pengeforsyning, der har forbindelse med køb af varer og tjenesteydelser (f.eks. over statsfinanserne) og ændringer, der er udtryk for udveksling af aktiver (f.eks. open market operations).

Det er velkendt, at denne sondring er overordentlig vanskelig at opretholde i praksis. Et af de klareste eksempler er den danske skibskreditordning, hvor Nationalbankens køb af obligationer med lav rente er en forudsætning for produktionen af skibe på værfterne. Denne ordning omtales ikke i bogen, men er et eksempel blandt mange, hvor mulighed for

* Nationalbankdirektør.

opnåelse af kredit – evt. på gunstige vilkår – er en direkte forudsætning for realøkonomisk aktivitet.

Stort set må man erkende, at det ikke lykkes forfatteren at finde korttidsstabilitet i de forskellige sammenhænge, hvilket ikke kan undre dem, der til daglig arbejder med pengepolitiske problemer.

2. Reaktionsfunktioner

Den mest opsigtsvækkende observation er utvivlsomt den stærke virkning af de pengepolitiske myndigheders obligationskøb på den samlede indkomst (tabel 4.2, side 111). Teorien må således være, at obligationskøb har en hurtig og stærk virkning på den økonomiske aktivitet.

I kapitel 5 inddrages de pengepolitiske myndigheders markedsoperationer i analysen som en endogen variabel, idet forfatteren mener at kunne konstatere, at målsætningen har været at fastholde (undgå stigning i) obligationsrenteniveauet. Denne defensive holdning over for obligationsmarkedet har været bestemmende for obligationskøbene. (Det bemærkes dog, at holdningen er ændret siden foråret 1969). Når der er stærkt efterspørgselspres, købes der meget, men kun lidt når presset ikke er stærkt.

Herved opstår åbenbart et identifikationsproblem, idet man ikke kan afgøre, om drivkraften er obligationskøbene eller efterspørgselspresset. Man kan også sige, at teorien forsvinder i en cirkelslutning.

Fremstillingen side 146-149 om ændringer i den pengepolitiske filosofi fra 1965-69, hvor der blev lagt mest vægt på kreditrationering, medens udviklingen i den primære pengeforsyning tiltrak sig mindre interesse til tiden efter maj 1969, hvor hovedsigtet atter blev at påvirke den primære pengeforsyning, medens obligationsrenten fik lov at svinge frit, er nok trukket for skarpt op.

Deponeringsaftalerne med banker og sparekasser fra foråret 1965 og den efterfølgende obligationsrationering fra juni 1965 var udtryk for et forsøg på at skabe mere bevægelsesfrihed – f.eks. kunne obligationskøb til en vis grad neutraliseres ved øgede deponeringer. Der var absolut ikke tale om, at udviklingen i den primære pengeforsyning blev negligeret.

Obligationsrationeringen var i det væsentlige udtryk for, at det måtte tage tid, inden man politisk kunne vænne sig til, at realrenten for obligationer må være positiv også i en periode med prisstigninger. Renten steg fra 6 til 9 pct. fra 1964 til 1965 og efter 1968 igen fra 9 til 11-12 pct.

Det har i de fleste lande voldt betydelige politiske vanskeligheder at acceptere dette enkle forhold.

Det slog gradvis igennem i løbet af 1960'erne, og jeg er derfor ikke ganske enig i at lade dette indgå i fortolkningen af »the dummy variable S65« side 153, der i øvrigt får en anden fortolkning side 151.

3. Realrenten

Der gøres i afhandlingen en lang række forsøg på at påvise stabile sammenhænge mellem ændringer i den primære pengeforsyning og andre variable – dog intetsteds ændringer i realrenten eller forventninger om realrenten.

Det er en massiv erfaring i centralbankerne, at de kraftige udsving i efterspørgselen efter kredit er det problem, der til stadighed volder vanskeligheder, og at det hænger sammen med ændringer i profitforventningerne.

I den pengeteoretiske analyse burde man derfor søge et mål for profitforventningerne snarere end at begrave sig i opdeling af de forhold, der påvirker den primære pengeforsyning – opdelinger, der forekommer mere og mere kunstige, jo mere detaljerede de bliver.

4. Ambitionsgraden

Når man skal vurdere virkningen af pengepolitiske dispositioner, må det ikke glemmes, at ambitionsgraden i den økonomiske politik efterhånden er blevet så høj (beskæftigelse, betalingsbalance, inflationsgrad etc.), at variationsmulighederne er stærkt begrænsede.

Taleksempler kan være tankevækkende.

10 000 helårsarbejdere svarer til godt 1 pct. af de forsikrede arbejdere og til en årsløn på ca. 300 mill. kr. Dette er ikke noget stort tal i forhold til f.eks. den årlige kreditudvidelse gennem bankerne, der har svinget mellem ca. 1500 mill. kr. og godt 4000 mill. kr.

De krav, der stilles til styringen af den samlede kreditudvidelse, er i et moderne samfund så store, at de ikke kan opfyldes med tilfredsstillende præcision, hvorefter man dog næppe kan slutte, at pengepolitikken er uden væsentlig betydning.

III

Af CLAUS VASTRUP*

1. De syv første kapitler i Niels Thygesens afhandling behandler sammenhænge mellem monetære og reale størrelser i relationer, der kun forklarer en enkelt størrelse. Disse enkeltrelationer sammenstilles i kapitel 8 til en model med flere forklarede variable¹.

* Kandidatstipendiat ved Københavns Universitet. Forfatteren er afdelingsleder Ellen Andersen og professor Anders Ølgaard tak skyldig for værdifulde diskussioner i forbindelse med udarbejdelsen af manuskriptet.

1. I afhandlingen findes to versioner. Den mest omfattende er model A (s. 256-60) med 20 relationer. Model B (s. 270) er med sine 15 relationer mere aggregeret, men svarer i strukturen til model A. Tal uden sideangivelse henviser til relationer i disse modeller.