

EN DISPUTATS OM DANSK PENGEPOLITIK 1951—68*

I

Af ANDERS ØLGAARD**

1. En ny bekendtgørelse om doktorgrader er efter alt at dømme på trapperne efter en halv snes års diskussion; nogen radikal ændring synes der dog ikke at være udsigt til. Under alle omstændigheder må man imidlertid regne med, at den nye licentiatordning vil udvikle sig til noget, der modsvarer et Ph.D. program, hvorved der formentlig i fremtiden bliver endnu færre, der vil ofre tid og kræfter på at kaste sig ud i det ambitiøse projekt, det jo er at skrive en disputats i form af en monografi, som Thygesen har gjort. Dette så meget mere som den praksis vist efterhånden har udviklet sig – og efter min mening med rette – at en disputats hverken er en nødvendig eller tilstrækkelig betingelse for at kvalificere sig til et professorat, selv om selve dette at have skrevet en monografi naturligvis altid vil tælle med.

Når selve forsvarshandlingen kan betragtes som en fortidslevning, skyldes det nok især, at man har opfattet den som en slags avanceret mundtlig overhøring. Gør man det, bliver den urimelig. Videnskab skulle nødvendigvis være karakteriseret ved, at den enkelte låser sig inde for på egen hånd for enhver pris at prøve at være original. Produktionsmetoden bliver ud fra næsten alle synspunkter mere effektiv, når man undervejs kan hente ideer hos andre og forelægge sine egne ideer til kritisk prøvelse hos andre på et så tidligt stadium som muligt. Det kan være svært at opfylde denne målsætning i praksis med den organisatoriske opbygning, vi i øjeblikket har på Københavns Universitets Økonomiske Institut, og det kan heller ikke nægtes, at specielt den løbende kontakt med de ældre på stedet stadig ikke altid er,

* De følgende fire artikler er udarbejdet på grundlag af forfatterens indlæg som opponenter ved forsvaret af Niels Thygesens disputats *The sources and the impact of monetary changes: An empirical study of Danish experiences 1951-68* (København 1971) den 28. maj 1971 på Københavns Universitet.

** Professor ved Københavns Universitet. Kolleger på Det økonomiske Råds sekretariat og på Københavns Universitets Økonomiske Institut har ydet mig værdifuld hjælp.

EN DISPUTATS OM DANSK PENGEPOLITIK 1951—68*

I

Af ANDERS ØLGAARD**

1. En ny bekendtgørelse om doktorgrader er efter alt at dømme på trapperne efter en halv snes års diskussion; nogen radikal ændring synes der dog ikke at være udsigt til. Under alle omstændigheder må man imidlertid regne med, at den nye licentiatordning vil udvikle sig til noget, der modsvarer et Ph.D. program, hvorved der formentlig i fremtiden bliver endnu færre, der vil ofre tid og kræfter på at kaste sig ud i det ambitiøse projekt, det jo er at skrive en disputats i form af en monografi, som Thygesen har gjort. Dette så meget mere som den praksis vist efterhånden har udviklet sig – og efter min mening med rette – at en disputats hverken er en nødvendig eller tilstrækkelig betingelse for at kvalificere sig til et professorat, selv om selve dette at have skrevet en monografi naturligvis altid vil tælle med.

Når selve forsvarshandlingen kan betragtes som en fortidslevning, skyldes det nok især, at man har opfattet den som en slags avanceret mundtlig overhøring. Gør man det, bliver den urimelig. Videnskab skulle nødvendigvis være karakteriseret ved, at den enkelte låser sig inde for på egen hånd for enhver pris at prøve at være original. Produktionsmetoden bliver ud fra næsten alle synspunkter mere effektiv, når man undervejs kan hente ideer hos andre og forelægge sine egne ideer til kritisk prøvelse hos andre på et så tidligt stadium som muligt. Det kan være svært at opfylde denne målsætning i praksis med den organisatoriske opbygning, vi i øjeblikket har på Københavns Universitets Økonomiske Institut, og det kan heller ikke nægtes, at specielt den løbende kontakt med de ældre på stedet stadig ikke altid er,

* De følgende fire artikler er udarbejdet på grundlag af forfatterens indlæg som opponenter ved forsvaret af Niels Thygesens disputats *The sources and the impact of monetary changes: An empirical study of Danish experiences 1951-68* (København 1971) den 28. maj 1971 på Københavns Universitet.

** Professor ved Københavns Universitet. Kolleger på Det økonomiske Råds sekretariat og på Københavns Universitets Økonomiske Institut har ydet mig værdifuld hjælp.

hvad den burde være. Ikke fordi man længere betragter det som imod spillets regler at hjælpe de unge producenter, men snarere fordi vi ældre er så relativt få – og måske heller ikke altid tilstrækkeligt orienteret i den nyeste litteratur. Det er med andre ord ikke længere viljen og lysten, der mangler, men derimod evnen og tiden – men det er jo en mager trøst.

2. På denne baggrund har disputatsordningen måske ikke mindst den nyttige funktion at institutionalisere et samarbejde mellem forfatter og bedømmere, idet de sidste bliver tvunget til at tage sig tid til at sætte sig grundigt ind i det pågældende arbejde. Men på baggrund af denne forudgående kontakt kan især de officielle opponenter indlæg let komme til at virke noget kunstige. Værdien af forsvarshandlingen kommer snarere til at ligge i, at den giver andre – ikke mindst andre yngre – lejlighed til at opponere ex auditorio. Men den kan måske også bidrage til at understrege, at det er noget helt normalt – ja uundværligt – at der er forskellige synspunkter og dermed uenighed, når det drejer sig om forskning, ligesom der ikke er noget mindreværdigt i, at vi ikke – i hvert fald umiddelbart – helt forstår, hvad andre prøver at udtrykke. Det er svært at definere de optimale betingelser for forskning, for slet ikke at tale om at måle resultaterne, men oprettelse af gensidige »roseforeninger« eller »skulderklapperlaug« er i hvert fald ikke det bedste udgangspunkt. Analysen må kunne dokumenteres og stå for skud, og herunder må meningene kunne brydes. Som et udtryk herfor har forsvarshandlingen stadig sin berettigelse – rent bortset fra de ikke uvæsentlige udenværker i form af »stemning og fest«, for at citere 6-dages valsen.

3. Det er en næsten uundgåelig følge af handlingens karakter, at de kritiske bemærkninger fra opponenteren får overvægt. For at sikre balancen kan der derfor være grund til indledningsvis at sammenfatte det positive. Bedømmelsesudvalget var fra sit første møde ikke i tvivl om, at afhandlingen var kvalificeret til antagelse. Ikke fordi den ikke har væsentlige svagheder, jfr. nedenfor, men fordi den samtidig har meget udprægede kvaliteter.

For det første må man her fremhæve det talmateriale, der er tilvejebragt, og ikke mindst den omhu, der her er lagt for dagen. I kap. 1 hedder det p. 14, at »a disproportionate share of my attention was consumed in constructing quarterly time series« – det lyder næsten undskyldende, men det er der ingen grund til. Senest har Leontief (1971) i sin Presidential Address i American Economic Association hæftet sig ved misforholdet mellem den energi, økonomer anvender til at udtænke stadigt mere raffinerede modeller, og den indsats, der gøres m.h.t. mængden og kvaliteten af de data, som modellerne forudsætter – og her er USA jo endda langt

længere end vi. Mange betragter tilvejebringelsen af bedre data som trivielt idiotarbejde. Måske fordi jeg selv, bl.a. sammen med Bus Henriksen (Bus Henriksen og Ølgaard 1960), har været i branchen, er jeg helt uenig i denne bedømmelse og håber, at Thygesen med sin indsats har bidraget til at forbedre talmagernes reputation.

For det andet må man fremhæve det litteraturkendskab, afhandlingen vidner om. På det område, afhandlingen vedrører, overgår det langt mit eget, og det er med det deraf følgende naturlige forbehold, at der kan være grund til at understrege, at Thygesen både har forstået og udnyttet værdien af den forskning, der sker andetsteds; provinsiel er det sidste, man kan beskyldte ham for at være.

For det tredje forekommer de problemstillinger, afhandlingen beskæftiger sig med, at være centrale. Som det senere nærmere skal omtales, lever resultaterne ikke altid op til forventningerne, men der er i afhandlingen grundigt og redeligt gjort rede for også de vigtigste af de fejlslagne eksperimenter. Man kan sige, at negative resultater også er af værdi. Det er nu et synspunkt, jeg kun delvis er enig i; i sin yderste konsekvens fører det jo til, at kriteriet for videnskab kan begrænses til evnen til at påvise, at dårlige ideer er dårlige. Men når det drejer sig om centrale problemstillinger, er det en anden sag, og det gør det som regel i den foreliggende afhandling.

Endelig er forfatterens evne til at sammenfatte, hvad han har tilegnet sig, hvad enten det drejer sig om litteratur, empirisk materiale, institutionelle forhold eller lignende, endog særdeles veludviklet. Normalt vil gode disputater ikke være velegnede som lærebøger; den foreliggende repræsenterer sikkert en undtagelse fra reglen. I hvert fald vil den nok i en årrække være at finde i pensum i kreditpolitik.

Skal man sammenfatte disse roser kort, kan man – måske lidt lyrisk og med forbehold for senere torne – sige, at man føler sig tryk, når Thygesen har én i hånden.

4. Det påhviler traditionelt anden officielle opponenter at kommentere den form, hvori afhandlingen fremtræder; det skal her gøres så kort som muligt. Hvad først sproget angår, har jeg kun godt at sige, men føler mig nu i øvrigt heller ikke særlig kompetent på dette område¹.

Derimod er »den gamle redaktør« mindre tilfreds med korrekturlæsning-

1. For sportens skyld kan man jo altid prøve at finde et enkelt punkt, hvor en forbedring kunne have været foretaget. Det vigtigste ville nok i så fald være, at forfatteren ikke konsekvent skriver »exogenous« og »endogenous«, men af og til, f.eks. p. 115, »exogeneous« og »endogeneous«. Især når denne stavemåde anvendes i en linje, hvor ordet *homogeneous* samtidig forekommer, kan den rejse uberettiget tvivl om den gængse engelske udtale.

gen; der er uanstændigt mange trykfejl, i hvert fald efter mine begreber. Ikke blot uskyldige, men også i formler m.v.².

Nogle flere figurer ville også have lettet tilegnelsen, eksempelvis diagrammer til illustration af alle tidsserierne i appendix. I samme retning ville det have bidraget, om forfatteren havde ofret en side på en samlet symbolfortegnelse, selv om den naturligvis indirekte findes i indholdsfortegnelsen til appendix, men med det ikke uvæsentlige forbehold at kun en del af de forskellige variable er tabelleret her.

Endelig kunne man have ønsket sig en kronologisk oversigt over diskontoændringer, henstillinger, ændringer i lovgivning og i de aftaler, der fra tid til anden har været sluttet mellem Nationalbanken og andre. Som det nævnes p. 15 foroven, medtages disse forhold ikke i analysen, men så meget større grund havde der været til at redegøre for, hvad der går læserens næse forbi – ikke mindst fordi man dog vel må gå ud fra, at de har været af en vis betydning.

Når det kan være umagen værd at nævne disse ting, er det ikke mindst, fordi man må regne med, at bogen vil finde mange læsere, i hvert fald her i landet; institutionelle forhold spiller jo så stor en rolle (også i bogen), at erfaringer fra ét land kun med væsentlige forbehold kan overføres til et andet. Kort sagt er der behov for et lille supplementsbind, hvis costs utvivlsomt ville være væsentlig mindre end de benefits, læserne vil kunne få, især hvis Thygesen samtidig benyttede lejligheden til at anføre tidsserierne for alle de størrelser, der er anvendt i regressionerne; det er jo kun en del af dem, der er tabelleret i appendix og i det stencilerede supplement til kap. 4.

5. Ved efterlysningen af den kronologiske oversigt strejffedes allerede afhandlingens indholdsmæssige afgrænsning; dette spørgsmål kan der imidlertid være grund til at gå lidt nærmere ind på. Titlen er *The Sources and the Impact of Monetary Changes*. Nu er det naturligvis enhver forskers ret – i hvert fald inden for meget vide grænser – selv at fastlægge, hvad han vil beskæftige sig med, men det er uheldigt, hvis titlen skaber forventninger, som ikke indfries. Og det gør den vist hos de fleste. »Impact« er jo noget med virkninger, og om pengepolitikens påvirkning af det reale forløb findes der sandt at sige ikke meget i bogen, især ikke hvis man tænker på forløbet »i faste priser«. Dette vil næsten alle læsere sikkert beklage, for

2. Således er ligning (2.6) p. 43 åbenbart forkert; indlånsrenten på højresiden skal referere til tidspunkt ($t-1$). I figur 6.2 p. 184 mangler en stiplet linje til at forbinde de med krydser markerede punkter, og en tekstlinje fra p. 186 har forvildet sig om på p. 185. Glædeligvis oplyste forfatteren under forsvaret, at der er læst grundigere korrektur på tallene i appendix; de vil jo forhåbentlig blive anvendt af mange andre i fremtiden.

det er jo i sidste instans dette spørgsmål, som må være det afgørende ved en vurdering af pengepolitikken.

Den valgte afgrænsning, hvorefter interessen koncentrerer sig om adfærd og samspil *inden for* den monetære sektor, har medvirket til, at afhandlingen har fået et præg, som nok vil overraske de fleste læsere. Skulle man på forhånd pege på et område, hvor bølgerne er gået højt i den internationale debat, både m.h.t. den relevante oplægning af teorien og det hensigtsmæssige i de foranstaltninger, der fra tid til anden er blevet truffet, ville det område, afhandlingen behandler, sikkert komme højt op på prioriteringslisten. Men se, om det har smittet af på fremstillingen. Når der derfor ovenfor nævntes noget om tryghed, var det ikke nogen helt ukvalificeret ros; trygheden er i nogen grad falsk, fordi Thygesen efter min mening i for høj grad går uden om at prøve at præcisere – endsige tage stilling til – kontroversielle problemstillinger.

6. Det er sagt, at teorien er det fiskegrej, man bruger for at få fangst i de empiriske oplysningers oprørte vande, og ud fra det synspunkt havde det været rimeligt – netop fordi den empiriske analyse er koncentreret om den finansielle sektor – at give et kort teoretisk oplæg, der også omfattede den reale sektor, for i det mindste at pege på de mulige sammenhænge. Det kan måske være hensigtsmæssigt at prøve kort at indhente det forsømt ved i generel form at opstille en sådan kombineret real-monetær model, idet der tages udgangspunkt i den reale sektor:

$$Y + A = C_p + I_p + G + X \quad (1)$$

$$C_p = f(Y, T, \dots) \quad (2)$$

$$I_p = f(\Delta Y, \dots) \quad (3)$$

$$G = \bar{G} \quad (4)$$

$$X = \bar{X} \quad (5)$$

$$A = f(C_p, I_p, G, X) \quad (6)$$

$$T = f(Y) \quad (7)$$

Symbolanvendelsen er den traditionelle, idet A dog står for importen. Dimensionsproblemet opstår naturligvis allerede i nogle af de anførte ligninger, specielt i (3), som lader investeringsfunktionen være af acceleratortypen.

Hvis de private investeringer i stedet gøres til en funktion af renten, kan modellen umiddelbart fortolkes som en traditionel Keynes-model, der er bestemt, når renten er bestemt. Der er altså her et bindeled mellem den monetære og den reale sektor, idet den reale sektor omfattes af (1)-(7),

uden at man indtil videre nødvendigvis behøver at lægge sig fast på, om de variable er målt i faste (som det jo ofte er underforstået i Keynes-modellen) eller i løbende priser.

Det ville være forkert at hævde, at der i afhandlingen slet ikke er tilløb til opstilling af en samlet model, der også indeholder reale variable. Det sker i kap. 8, men modellen er her domineret af den monetære sektor. I ligning (8.21) p. 259 genfinder vi dog (7) ovenfor samt importfunktionen (6), der imidlertid hos Thygesen ikke er bestemt af efterspørgselskomponenterne, men derimod af Y , en formulering, som vi er nogle, der er allergiske overfor.

I Thygesens ligning (8.21), jfr. dog især appendix tabel A.6, genfindes også den næste ligning i vor real-monetære model. Det kan nemlig være nyttigt, før vi går videre til adfærden i den monetære sektor, at opstille nogle relationer, som i hvert fald må være opfyldt *ex post*, og som man kan fortolke som ligevægtsbetingelser eller identiteter alt efter den type teori, man udvikler, ligesom ligning (1). Vi får nemlig

$$DNB = BOPD + DEF + SPMA + DBX \quad (8)$$

hvor

$$BOPD = X - A \quad (9)$$

og

$$DEF = G - T \quad (10)$$

DNB udtrykker ændringen i den primære pengeforsyning, der fremkommer som summen af fire komponenter, jfr. (8). Til de første to er der samtidig knyttet en indkomsteffekt

$$DBY = BOPD + DEF$$

idet det første led repræsenterer betalingsbalanceoverskuddet, jfr. (9), og det andet underskuddet (borgernes overskud) på drifts- og anlægsbudgettet, jfr. (10). Hertil kommer så de pengepolitiske myndigheders nettoobligationskøb ($SPMA$) samt som en residual (DBX) andre påvirkninger af pengeforsyningen uden ledsagende indkomstvirkning.

7. Ligning (8) er udgangspunkt for Thygesens analyse i kap. 4, som da også efter min mening burde have været kap. 1. Herved ville læseren i højere grad have været klar over, hvor i universet forfatteren opererer. Før vi vender tilbage hertil, kan det dog være hensigtsmæssigt at afrunde modellen. Der er nemlig endnu en bogholderiligning, eller hvad man nu vil kalde den, af samme type som (8), nemlig

$$DM2 = DNB + DL + DI \quad (11a)$$

Den udtrykker, at ændringen i den sekundære pengeforsyning er lig summen af ændringen i den primære pengeforsyning og af ændringen i bankernes udlån samt deres obligationskøb.

Ligning (11a) forekommer mærkeligt nok ikke direkte i afhandlingen. Da den er ret central samtidig med, at den somme tider giver anledning til uklarhed, kan der måske være grund til at omtale den lidt nøjere.

Rent formelt fremkommer (11a) ved at sammenholde tre af bogens relationer. Det drejer sig for det første om definitionerne af den primære og sekundære pengeforsyning p. 51. For den primære nettopengeforsyning *NB* fås:

$$NB = N + RU$$

hvor *N* udtrykker borgernes beholdning af sedler (og giroindeståender) og *RU* bankernes ubelånte kasser (altså kasserne med fradrag af lån i nationalbank og udland). Tilsvarende fås den sekundære pengeforsyning *M2* som summen af borgernes beholdning af sedler m.v. samt deres samlede indeståender i pengeinstitutterne:

$$M2 = N + D$$

Begge disse definitioner udtrykker åbenbart den form, hvori henholdsvis den primære og den sekundære pengeforsyning holdes.

Hertil kommer så bogholderiligningen for bankernes balance, jfr. Thygesens ligning (8.22) p. 259:

$$RU + I + L = D$$

hvor *I* og *L* står for bankernes obligationsbeholdning og udlån, medens *D* repræsenterer deres samlede indlån; der er i nærværende sammenhæng set bort fra de øvrige poster incl. bankernes egenkapital, hvilket kan være tilladeligt, da det her er differencer, vi interesserer os for.

Tager man nu *RU* fra det første og det tredje af disse udtryk og sætter dem lig med hinanden, fås

$$NB - N = D - I - L$$

Indsættes herefter *N* ifølge udtrykket for den sekundære pengeforsyning *M2*, og tager man herefter differencer, fås (11a).

At disse sammenhænge har en klar fortolkning, fremgår måske lettest ved at betragte fig. 1 (hvor vi nu for nemheds skyld går tilbage til de absolutte

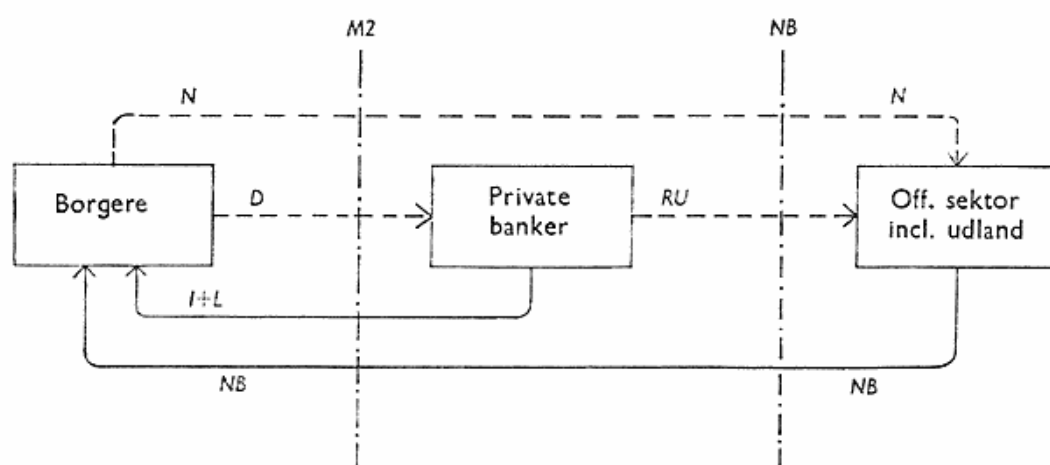


Fig. 1

stockstørrelser). De tre »kasser« repræsenterer henholdsvis borgere, (private) banker samt den offentlige sektor (stat og nationalbank) inklusive udlandet. De stiplede pile, der alle går mod højre, viser størrelsen af de forskellige typer af likvide fordringer. Som flere gange fremhævet af Thygesen, ikke mindst i indledningen til kap. 4, må man imidlertid sondre mellem de *former*, i hvilke de likvide fordringer holdes, og *årsagerne* til ændringer i likviditeten. Disse årsager er på figuren vist ved de fuldt optrukne pile, der går mod venstre. Det er her antaget, at alle ændringer i den primære nettopengeforsyning umiddelbart påvirker borgerne direkte, hvad der ikke er urimeligt i betragtning af, at nationalbankens udlån til banker ikke indgår, når der som her regnes med bankernes nettokasser. Det er imidlertid åbenbart en implicit forudsætning, at nationalbankens obligationskøb *SPMA*, der jo udgør en del af *DNB*, jfr. (8), sker hos borgerne, idet evt. køb hos banker på fig. 1 vil vise sig ved, at nationalbanken køber hos borgerne, som så igen køber hos banker (negativt *DI*).

Fortolkningen af (11a) skulle herefter være klar: Ligesom (8) viser de elementer, som vil bevirke en forøgelse af den primære nettopengeforsyning, viser (11a) de faktorer, som medfører en forøgelse af den sekundære. De fuldt optrukne pile illustrerer med andre ord *årsagerne* til ændringer, mens de stiplede angiver ændringernes *form*.

8. Der er endnu et par forudsætninger for at opstille fig. 1, som det kan være værd at nævne. For det første gælder forklaringen af årsagerne til ændringer i *M2* iflg. (11a) naturligvis kun, forudsat at det anvendte begreb for den sekundære pengeforsyning omfatter alle indlån, hvad *M2* da også gør. For det andet forudsætter de opstillede relationer strengt taget, at det drejer sig om indlån, ikke alene i banker, men også i sparekasser. Bl.a. ud fra dette synspunkt må det beklages, at Thygesens indlånstal i hans sta-

tistiske materiale er begrænset til bankerne; hans argumentation for denne begrænsning pp. 36 ff. forekommer ikke overbevisende og går i hvert fald ikke ind i den her skitserede problemstilling³.

9. Det springende punkt er nu, hvorvidt man ved at forklare de enkelte led på højresiden af (11a) kan omforme den til en adfærdsrelation. *DNB* er jo beskrevet i (8), og hertil kommer spørgsmålet om, hvad der bestemmer *L* (og *I*). Det kan åbenbart ikke besvares a priori. Antager man imidlertid f.eks., at nationalbanken styrer *NB*, at borgernes seddelbrøk *c* kan forudses (idet den måske desuden påvirkes af *Y*), mens bankerne er i stand til at styre deres udlån og dermed deres kassekvote *r*, kan man sige, at (11a) under disse forudsætninger i virkeligheden repræsenterer en (slags kombineret) pengeudbudsfunktion (for nationalbank og de private banker) med henblik på den sekundære pengeforsyning. Man får nemlig, at

$$L = f(NB, c, r, \dots)$$

og tilsvarende for *I*. Hermed kan (11a) omformes til en pengeudbudsfunktion:

$$M2 = f(NB, c, r, \dots) \quad (11b)$$

Over for denne må stilles en pengeefterspørgselsfunktion

$$M2 = f(Y, i, \dots) \quad (12)$$

hvorved vi endelig er nået frem til en samlet modelstruktur⁴.

10. Disse betragtninger bestyrker yderligere det synspunkt, at hovedparten af de emner, der behandles i kap. 2 og 3, og som netop refererer til (11b) og (12), med fordel kunne have været behandlet sidst i afhandlingen. På disse områder kan man nemlig kun nå frem til konklusioner, når de forskellige parter adfærd kendes, og det er netop om denne adfærd hos nationalbank, private banker m.v., at kap. 5-7 handler.

3. Man kunne hævde, at der ikke sker så meget ved at holde sparekasserne udenfor, forudsat at deres udlån altid er lig deres indlån; men det forekommer lidt asymmetrisk implicit at gøre denne meget forenklede forudsætning for sparekasserne, når der med rette bruges et helt kapitel (kap. 7) til at analysere bankernes adfærd. Dertil kommer, at hvis man vil ind i en analyse af porteføljesammensætning hos borgerne, må det være deres samlede indlån (incl. sparekasseindlån), som skal sammenlignes med deres øvrige aktiver.
4. Hvis vi betragter modellen (1)-(12) for et lukket samfund uden offentlig sektor, men med en centralbank, lader investeringerne i (3) være en funktion af renten og forudsætter, at *M2* iflg. (11b) kan betragtes som exogen, bestemt af pengepolitiske myndigheder, får vi åbenbart den traditionelle Hicks-Hansen model.

11. I forbindelse med fig. 1 omtaltes to forskellige pengeforsyningsbegreber: den primære pengeforsyning (*NB*) og den sekundære (*M2*). Thygesen diskuterer udførligt spørgsmålet om mulige afgrænsninger, specielt med henblik på graden af likviditet af de aktiver, man vil lade indgå i den sekundære pengeforsyning (jfr. pp. 36 ff.), og hvilke fordringstyper der kan indgå i den primære pengeforsyning (pp. 57 ff.) med særligt henblik på fordringer tilvejebragt ved låntagning (brutto eller netto). Man savner dog i forbindelse med disse grundige overvejelser en klargøring af terminologien. Den sekundære pengeforsyning benævnes som regel *money stock*, mens det kære barn, den primære pengeforsyning, har mange navne, der, såvidt man kan se, bruges i flæng: *primary money*, *high powered money* og ikke mindst *the monetary base*. Men der er nogen uklarhed med hensyn til, hvad Thygesen forstår ved *inside* og *outside money*. Denne terminologi stammer jo fra Gurley og Shaw⁵. Hos Thygesen får man, jfr. f.eks. p. 20 foroven, nærmest det indtryk, at *outside money* svarer til den primære pengeforsyning og *inside money* til den sekundære – eller måske rettere sagt den del af den sekundære, som er skabt gennem udlån fra bankerne. Men skulle man i det sidstnævnte tilfælde så ikke også medregne den del af den sekundære pengeforsyning, som er skabt ved, at de private banker har købt obligationer hos borgerne? Og hvis man gør det, skulle man så ikke også medregne kasser skabt ved, at nationalbanken foretager tilsvarende køb? Gurley og Shaw ville vist svare bekræftende på alle disse spørgsmål, jfr. Thygesens sidehenvisning til dem p. 59 i kap. 3.

Principielt er terminologien ikke heldig; penge er jo som andre fordringer noget, man må have på nogen andre og for så vidt altid noget *outside*. Gurley og Shaw's pointe er imidlertid, at likvide fordringer i nogle tilfælde har deres modstykke i gæld, udtrykt i pengeenheder, hvorfor prisstigninger ikke vil påvirke den reale netto-egenkapital, idet både aktiver og passiver påvirkes af f.eks. inflation på samme måde; det drejer sig i så fald om *inside money*. Foreligger der ikke en sådan gæld som modstykke til pengemængden, er der tale om *outside money*, og mulighederne opstår for Pigou-effekter og andet godt.

12. Vender vi efter denne kortlægning af operationsfelt og begreber tilbage til de områder, afhandlingens indhold især koncentrerer sig om, må det i tilslutning til den ovenfor opstillede modelstruktur understreges, at Thygesen stort set undlader at beskæftige sig med (1)-(7) og koncentrerer sig om (8)-(12); det kan vi beklage, men det må vi acceptere. Der kan imidlertid være grund til at fremhæve, at problemet i *kap. 4*, nemlig at der til de to første led på højresiden af (8) ovenfor, altså til *DBY*, samtidig knytter sig en indkomsteffekt, mens det ikke er tilfældet for de to sidste

5. Jfr. Gurley and Shaw 1960. Det her diskuterede spørgsmål drøftes især pp. 72-73.

led, netop opstår, fordi vi ser væk fra (1)-(7); havde vi behandlet hele modellen (1)-(12), ville forskellen automatisk have gjort sig gældende inden for modellens rammer.

Imidlertid er forfatteren jo ikke den eneste, der har beskæftiget sig med modeller, der koncentrerer sig om (8)-(12), og med den usikkerhed, der stadig råder omkring fundamentale penge-teoretiske og -politiske problemstillinger, kan man også uden videre forsvare at koncentrere sig om nogle af fundamentene i stedet for absolut at ville opføre hele bygningen (1)-(12). Dermed er emnevalget i kap. 4 retfærdiggjort, samtidig med at det giver Thygesen anledning til at demonstrere, at han også er en fortræffelig dogmehistoriker⁶. Desværre giver den afsluttende regressionsanalyse i tabel 4.2 p. 111 ikke støtte til en af kapitlets vigtigste hypoteser, nemlig at en ændring i den primære pengeforsyning, der er ledsaget af en indkomstvirkning (*DBY*) vil have større effekt på *Y* end andre ændringer, herunder *SPMA*. Den nævnte analyse er dog, som Thygesen også selv fremhæver p. 112, ganske primitiv; der er altså basis for yderligere studier.

13. *Kap. 5* er et af bogens mest centrale; det diskuterer nationalbanken med særligt henblik på dens køb og salg af obligationer, eller rettere sagt: de nettokøb, der i perioden 1951-68 blev foretaget af de pengepolitiske myndigheder (stat og nationalbank under ét). Mens der i 1960'erne som bekendt var tale om stærkt stigende obligationskøb, var forholdet jo det modsatte i 1950'erne, især i dette tiårs første halvdel, hvor salg gennem nationalbanken af de såkaldte *S-lån* bidrog til at dække statens finansieringsbehov (kasseoverskudet med modsat fortegn), der bl.a. var en følge af statens deltagelse i finansieringen af boligbyggeriet.

Kapitlet har imidlertid et endnu videre sigte, idet det søger at opstille en fuldstændig model for udbud og efterspørgsel på det danske obligationsmarked. Thygesen lægger ikke selv skjul på, at dette stort anlagte forsøg i kapitlets sidste del ikke lykkes, og nævner forskellige mulige grunde hertil, herunder utilstrækkelige forsøg m.h.t. timelags, jfr. p. 169. Det må beklages, at forfatteren ikke har kunnet tilvejebringe tilstrækkeligt talmateriale til i højere grad at diskutere obligationsefterspørgselen som en stock-efterspørgsel, altså med udgangspunkt i en porteføljesammensætningsteori, hvorfra de enkelte efterspørgselsgruppers køb og salg afledes.

Hvad nationalbankens køb og salg af obligationer angår, er det Thygesens

6. Fra småtingsafdelingen kan nævnes, at det ville have lettet forståelsen af fig. 4.1 p. 94, hvis det havde været understreget, at det drejer sig om en helt vanlig Hicks-Hansen analyse, hvor *y-y* kurven står for *I-S* kurven og *M-M* for *L-M* kurven. Desuden kan man spørge, om det relevante *BOPD*-begreb egentlig er vare- og tjenestebalancen, eller om det ikke snarere burde være de løbende poster, jfr. p. 17, hvor det sidste begreb omtales.

hovedtese, at den – stort set i forståelse med de skiftende regeringer – ved tilrettelæggelsen af disse operationer i den behandlede periode først og fremmest har haft obligationsrenten for øje. Den tilstræbte obligationsrente har igen været en funktion af arbejdsløsheden (eller efterspørgselspresset på arbejdsmarkedet) samt af betalingsbalanceunderskuddet, idet en øget ledighed naturligvis i sig selv må tilsige en lavere rente, mens valutavanskeligheder må virke i modsat retning, omend tolerancegrænsen her synes at være blevet udvidet noget i 1960'erne. Det sidste fremgår direkte af Thygesens beregninger, idet han forsøger at fastlægge en *reaktionsfunktion for nationalbanken* med henblik på kvantitativt at udtrykke obligationsrentens følsomhed over for ændringer i arbejdsløshedsprocenten og betalingsbalancesaldoen.

Der kan være estimationstekniske fordele knyttet til indførelsen af en sådan funktion; men disse spørgsmål skal ikke omtales her. Derimod kan der være grund til at drøfte de mere principielle problemer i forbindelse med opstillingen af en reaktionsfunktion for en politisk myndighed lidt nøjere. Forfatteren opstiller selv problematikken pp. 116-17 i forbindelse med ligning (5.1)-(5.3).

Historisk har vel strukturrelationerne (5.2) dannet udgangspunkt. Disse relationer fortæller, hvilken virkning forskellige typer af økonomisk politik (forskellige Z 'er) vil have på de endogene variable, specielt dem, som politikerne opfatter som mål, jfr. *target variables* på venstresiden af (5.2). – Nu må man vel indrømme, at økonomerne endnu ikke helt er i stand til at mestre (5.2), og for så vidt kunne der måske være grund til at blive stående og analysere disse relationer nøjere. Men fremtidens visioner kan jo være velegnede til at dække over fortidens (og nutidens) mangler, og derfor kan det være fristende at gå videre og ikke blot opstille en række alternative menu'er, hvad (5.2) jo i realiteten er udtryk for, men samtidig beskrive politikernes præferencefunktion, som det sker i (5.1); herved skulle økonomerne direkte – givet (5.1) – kunne anvise den optimale menu. Det er en problematik, hvis frugtbarhed man nok i praksis kan tvivle på, både m.h.t. om man kan få politikernes præferencefunktion afdækket – jfr. bl.a. Frisch's diskussion herom – men også om man i praksis kan foretage en så klar rollefordeling mellem politikere og økonomer (jfr. Erik Ib Schmidt 1969).

Reaktionsfunktionen (5.3) må imidlertid være udtryk for, at Thygesen mener, at hele denne problemstilling er frugtbar. Proceduren er, at man bestemmer den førte politik, Z 'erne, som en funktion af de ude fra givne vilkår, X 'erne, samt de endogene variable. Hermed skulle man, jfr. p. 117, kunne få et indtryk af »both the shape of the objective function (præferencefunktionen i (5.1)) and the policy-makers' view (eller måske snarere deres økonomiske rådgiveres) of the economic structure«.

Ved at opstille en sådan reaktionsfunktion, evt. en række reaktionsfunktioner, lukker man jo i realiteten modellerne igen. Er det et frugtbart synspunkt? Skal vi også opstille reaktionsfunktioner for folketinget? Eller rettere: Skal folketinget også med i reaktionsfunktionen, jfr. p. 119 foroven? – Og hvad er i så fald hensigten? Er vi f.eks. ude på at vise, at selv om man taler meget om betalingsbalanceunderskuddet, er politikerne i virkeligheden ligeglade med det – og hvis det skulle være konklusionen, kan den så nødvendigvis tages som udtryk for, at der mangler sammenhæng mellem politikernes ord og handlinger, eller skyldes det ikke mindst lige så meget, at økonomerne ikke har været i stand til at give en god analyse og formulering af (5.2)?

14. Reaktionsfunktioner beskriver jo i virkeligheden adfærden hos de politiske organer. Ved en sådan beskrivelse må man, som det også fremhæves, forudsætte, at det har været den samme præferencefunktion, der har været gældende i hele den analyserede periode, og også helst at der har været en rimelig grad af enighed om den mellem de politiske myndigheder. Med derudover er der grund til at understrege, at mens man i forbindelse med en beskrivelse af borgernes adfærd i fortiden oftest kan have gode grunde til at tro, at den vil fortsætte i fremtiden og dermed kan danne grundlag for forudsigelser, så gælder noget tilsvarende ikke i så udpræget grad for de politiske myndigheder, som i højere grad kan tænkes at skifte kurs. Dette er jo ikke nogen abstrakt problematik i denne sammenhæng. Fra efteråret 1969 skete der vel netop et sådant kursskifte i pengepolitikken, og mens Thygesens reaktionsfunktion stadig kan være af interesse i forbindelse med en analyse af udviklingen i 1950'erne og 1960'erne, betyder dette kursskifte jo principielt, at reaktionsfunktionen netop groft sagt må smides i brokkassen, når det drejer sig om den fremtidige danske pengepolitik. Dette er Thygesen da også selv inde på, jfr. p. 119 midt og p. 149 forneden.

Umiddelbart kunne man indvende, at den ovenfor nævnte, af Thygesen foreslåede reaktionsfunktion, hvorefter obligationsrenten har været i focus, i hvert fald ikke kunne gælde for den første del af 1950'erne, idet hypotesen stemmer dårligt med indholdet af brevaftalen fra 1951. Afhandlingens påvisning af, at denne ikke skulle tages – eller i hvert fald ikke blev taget – alt for højtideligt, jfr. p. 141, forekommer imidlertid overbevisende.

I denne forbindelse kan der også være grund til et par kommentarer til obligationsrationeringen 1965-68 og dens forhold til reaktionsfunktionen, jfr. Thygesens betragtninger pp. 146-47. Han afstår, venlig som han er, fra nogen egentlig vurdering, men nævner dog, at nationalbanken inden rationeringens gennemførelse »was worried about the size of the support operations

it might have to undertake, in order to maintain rates at the level arrived at early in 1965», (p. 146). Resultatet blev imidlertid, at »it paradoxically required an intensification of effort by the Bank to keep bond rates stable at least for the first 2½ years after the conclusion of the rationing agreements«, jfr. også det »forkerte« fortegn på dummy'en i tabel 5.4. Det nævnes videre, at ved i realiteten at sikre kursniveauet i de første par år efter rationeringens indførelse havde nationalbanken samtidig opgivet at styre pengemængden, eller i hvert fald ikke bekymret sig noget videre herom. Man kunne i denne sammenhæng også nævne citatet foroven p. 147 fra nationalbankens skrivelse af 28. maj 1965, hvorefter »obligationsrenten har nået en sådan højde, at den påvirker de investeringsbeslutninger, der træffes i øjeblikket, men som først vil få virkning på obligationsudstedelsen længere ud i fremtiden. Et yderligere kursfald vil derfor næppe være hensigtsmæssigt for den økonomiske udvikling på længere sigt«; det må vel forstås sådan, at obligationsrationeringen skulle sikre, at investeringerne kunne holdes oppe. Heroverfor står Geltings (1965) synspunkt, hvorefter »den kreditpolitiske effektivitet af rationeringen af obligationsudstedelsen beror på, ikke om obligationsudbuddet reduceres i forhold til investeringen, men om rationeringen resulterer i mindre investering«.

Man må nærmest læse afsnittet om obligationsrationeringen sådan, at den (med den bagklogskab, man altid kan have) ikke kan betegnes som havende været et særligt hensigtsmæssigt instrument; heri er jeg ikke uenig. – Problemet er jo ikke uaktuelt; den nye realkreditlov hviler vel i nogen grad på samme filosofi som den hedengangne obligationsrationering.

15. Vender vi herefter tilbage til selve reaktionsfunktionen, jfr. (5.5) p. 151, så er hovedsynspunktet som nævnt, at de pengepolitiske myndigheder især har holdt øje med obligationsrenten *IRB*, og så har man, i det omfang der måtte være behov derfor, påvirket den gennem nationalbankens køb og salg af obligationer uden at lægge alt for stor vægt på de deraf følgende konsekvenser for pengeforsyningens størrelse. *SPMA* bliver med andre ord endogen, som det fremhæves p. 150, og det samme kommer dermed til at gælde for den primære nettopengeforsyning, som, hvis den skulle opfattes som exogent bestemt, ikke mindst måtte styres gennem *SPMA*.

Resultaterne af eksperimenterne med reaktionsfunktionen kommer stort set ud med de »rigtige« fortegn, jfr. tabel 5.3 p. 152. Forfatteren er da øjen-synlig også ganske godt tilfreds med den, jfr. også de høje R^2 værdier. Disse må dog i tabellens nederste halvdel vurderes på baggrund af, at den laggede obligationsrente indgår blandt de forklarende variable. Det gælder ganske vist ikke i den øverste halvdel, men her er diskontoen til gengæld

medtaget som forklarende variabel⁷. Og man må nok sætte et kraftigt spørgsmålstejn ved, om dette er legitimt. En slags forsvar herfor er anført p. 151, men tilbage står dog hovedsynspunktet, at i en reaktionsfunktion, jfr. ligning (5.3) p. 117, kan der på højresiden indgå endogene variable (Y) samt exogene, der *ikke* kan fastlægges politisk (X), men diskontoen er vel netop et Z ? Og er den det, så har vi jo ikke fået nogen tilfredsstillende forklaring, men blot skudt den et led længere tilbage.

16. Ligesom Thygesens reaktionsfunktion for nationalbanken som nævnt vistnok allerede må betragtes som forældet, har samme kranke skæbne ramt de foreløbige konklusioner i *kap. 6* om korte private kapitalbevægelser over for udlandet, som det også fremhæves i efterskriften pp. 210-13. Forfatteren er med rette selv inde på, at det utvivlsomt hænger sammen med, at Euro-dollarrenten har været lavere end den hjemlige udlånsrente i hele den periode, talmaterialet er baseret på, jfr. fig. 6.5 p. 199. Bl.a. fordi Morten Balling nedenfor drøfter kapitlet mere indgående, har jeg ikke mange kommentarer til det, men vil dog gerne fremhæve, at selv om der må sættes spørgsmålstejn ved de foreløbige konklusioner, er det et vægtigt kapitel, dels i kraft af den udmærkede redegørelse for danske institutionelle forhold, dels som følge af den pædagogisk vellykkede gennemgang af den bagvedliggende teori.

Herudover skal jeg indskrænke mig til nogle supplerende kommentarer til kapitlets konklusion. Forfatterens fremhæven midt på p. 212 af den binding, som vort betalingsbalanceunderskud giver for niveauet for den danske rente, jfr. 1968-69 erfaringerne, kan der være grund til helt at tilslutte sig; det samme gælder hans understregning af de problemer, der opstår, når der indtræder forventninger om en ændring af parikursen for en relevant valuta. Men der kunne måske supplerende være grund til at nævne samspillet mellem privat kapitalimport og det gældende udlånsloft. Der tænkes her ikke så meget på bankernes mulighed for direkte at omgå en stram pengepolitik ved at låne i udlandet; dette kan imødegås med krav om tilsvarende deponering i nationalbanken, som det skete ved aftalen i 1965, og som det også kendes fra andre lande, (dette problem hører jo i øvrigt hjemme i *kap. 7*). Men herudover har bankerne mulighed for, ikke selv at yde, men at hjælpe kunderne til selv at optage lån i udlandet. Der kan med andre ord være grund til at vente, at et effektivt udlånsloft vil medføre øget privat kapitalimport med de fordele (m.h.t. den valutariske likviditet)

7. Mens der i forbindelse med reaktionsfunktionen som nævnt er gjort forsøg med forskellige lags, gælder det vistnok ikke diskontoen. Stud. polit. Ole Hjort har imidlertid eksperimenteret hermed; han er nået til det resultat, at R^2 værdierne bliver størst, når diskontoen indgår ulagget.

og ulemper (i form af diskrimination mellem forskellige grupper af låntagere), som dette indebærer.

17. Hermed er vi nået frem til *kap. 7* om bankernes adfærd. Spørger man, hvordan de i 1950'erne og 1960'erne har reageret på den pengepolitik, der har været ført med udgangspunkt i den i *kap. 5* nævnte reaktionsfunktion, så må det svar, man får i *kap. 7*, lidt forenklet siges at være, at de har gjort, hvad der passede dem. Eller for at citere sammenfatningen p. 19: »Banks can not be shown to have transmitted to their customers the intentions of the monetary authorities in any systematic and predictable way«. Det er jo rene ord for pengene.

Når pengepolitikken således ikke har virket i den undersøgte periode, hænger det sammen med flere faktorer. For det første nationalbankens reaktionsfunktion, jfr. *kap. 5*. Hvis nationalbanken koncentrerer sin interesse om obligationsrenten og accepterer den pengemængde, der bliver resultatet af de deraf følgende open market operations, må det nødvendigvis give dønninger i bankernes kasse, hvad der da også har været tilfældet, jfr. *fig. 7.1 p. 231*. Og dertil kommer bl.a., at bankerne ikke alene har gennemskuet nationalbanken, men også udnyttet den. Eksempelvis nævnes p. 239, at man trøstigt har bevilget byggelån, ledsaget af forhåndsprioritering, fordi man med rette regnede med, at nationalbanken ville købe obligationerne, således at man herved kunne styrke sin likviditet⁸.

At bankerne, når man trækker det lidt hårdt op, har været ustyrlige, kommer til udtryk i, at Thygesen ikke – som man måske kunne have ventet – har kunnet finde tegn på, at der er sket en afdæmpning i bankernes udlån som en reaktion på en formindskelse af deres kasser. Han ender i den forklaring, at bankernes udlån i den undersøgte periode overvejende har været bestemt af den låneefterspørgsel, de har været udsat for, medens der tilsyneladende ikke har kunnet påvises nogen bremsende virkning af et fald i deres nettokasser. Disse sidste har således ikke været af større betydning, hvorimod bankerne har lagt afgørende vægt på deres nettokasser *med tillæg af uudnyttede lånemuligheder*, det være sig i udlandet eller nationalbanken. Samtidig har man kunnet betragte sine obligationsbeholdninger som relativt likvide ud fra den betragtning, at nationalbanken i givet fald ville købe dem til en ikke alt for reduceret kurs for at kunne holde obligationsrenten.

På denne baggrund kommer ændringer i bankernes egen låntagning og i deres obligationsbeholdning til at fungere som en stødpude – buffer – mellem udsving i på den ene side kundernes låneefterspørgsel og på den anden side bankernes nettokasser. Med den model, Thygesen hermed har

8. Det hører dog på dette punkt med i billedet, at den samlede obligationsudstedelse i tiden siden 1965 lå fast i kraft af obligationsrationeringen.

opstillet af nationalbanken som långiver til bankerne og aftager af overskudsudbuddet af obligationer, kommer nationalbanken i den undersøgte periode unægtelig til at ligne om ikke en papirtiger, så i hvert fald en paptiger.

18. I denne forbindelse kan der dog være grund til at fremhæve, at buffer-stock hypotesen nødvendigvis forudsætter, at bankerne faktisk *kan* skaffe sig kasse gennem lån uden for den private sektor. På et tidligt tidspunkt i afhandlingen, i en note p. 36, nævnes, at mens der opereres med en række alternative kassebegreber, har der ikke været gjort forsøg på at opstille serier for likviditet – formentlig forstået som kasse plus trækningmuligheder. Generelt er der gode argumenter for dette standpunkt, men ikke mindst på baggrund af den vægt, buffer hypotesen får i kap. 7, havde det nok været nærliggende at prøve at opstille tidsserier for bankernes uudnyttede lånemuligheder i nationalbanken, jfr. p. 234 foroven, selv om det naturligvis er rigtigt som Thygesen nævner, at en sådan beskrivelse kun er af interesse under forudsætning af, at bankernes øvrige lånemuligheder, d.v.s. lånemulighederne i udlandet, er under kontrol, som de jo ikke var før 1965.

19. Efter endt læsning af kap. 7 kan man vanskeligt undgå at få det indtryk, at Thygesen i virkeligheden må have betragtet den pengepolitiske udvikling siden 1969 med blandede følelser. Der skete vel i 1969 et kursskifte, således at det nu i højere grad er pengeforsyningen, der er under observation, hvorved renten samtidig må forventes at komme til at svinge noget mere end hidtil. Med andre ord bygger den nye pengepolitik i højere grad på ideer af den type, som lå bag ved brevaftalen af 1951.

Et sådant kursskifte indebærer, at reaktionsfunktioner bestemt på basis af fortidens politik vanskeligt kan undgå at få et grundskud, hvad der må være skuffende for forfatteren. På den anden side må det i sagens interesse have glædet ham, at kursen blev lagt om, dels ved afskaffelsen af forhånds-lånene, men især ved det forhold, at nationalbanken er gået over til at holde øje med pengeforsyningen snarere end med obligationsrenten, et helt nødvendigt skridt, hvis den skal kunne optræde mere håndfast over for bankerne.

Det er nærliggende at føre denne tankegang lidt videre. Thygesen tildeler (p. 234) ikke den deponeringsordning, som blev resultatet af nationalbankens aftale med pengeinstitutterne i 1965, nogen større rolle og nævner desuden, at nationalbankdirektør Hoffmeyer i 1967 i en tale fremhævede, at bankerne ikke havde handlet i overensstemmelse med, hvad man var blevet enige om (tilsvarende citater kan findes fra 1969). Består hele miseren i sidste instans ikke i, at nationalbanken har for få beføjelser, så den

bliver tvunget til at forhandle sig frem over for dem, den burde styre? Hoffmeyer citeres p. 226 for at have understreget, at kassebindingsreglernes afskaffelse i 1950 måske med fordel kunne have været udskudt noget, men midt i 1950'erne afviste folketinget med forskellige, noget uklare motiveringer at give regering og nationalbank bemyndigelse til at bruge variable kassekvoter som pengepolitisk instrument. (Jfr. Hoffmeyer 1968, pp. 290-92).

Man kan imidlertid nok spørge, om tiden ikke er inde til at tage dette spørgsmål op igen. Under alle omstændigheder trænger problemstillingen sig på, hvis vi kommer ind i fællesmarkedet, idet det vel i så fald vil være tvivlsomt, om det hidtil praktiserede system med aftaler mellem nationalbank og pengeinstitutter vil kunne fastholdes. Hertil kommer, at stærkere beføjelser til de pengepolitiske myndigheder vil indebære, at man i så fald ikke længere vil være nødt til at have en renteaftale for at kunne holde sammen på de pengeinstitutter, nationalbanken forhandler med.

Naturligvis ville en sådan nyorientering af pengepolitikken ikke betyde, at nationalbanken ville være afskåret fra at forhandle med pengeinstitutterne, men den ville indebære, at pengeinstitutterne ikke længere behøvede at være så snævert sammenknyttede gennem indbyrdes aftaler, samtidig med at nationalbanken i sådanne forhandlinger ville have stærkere kort på hånden. Desuden ville man få en klarere præcisering af det pengepolitiske ansvar, som nationalbanken foruden med regering og folketing i øjeblikket må dele med de parter, man forhandler med, således at det vel ikke er for stærk en overdrivelse at sige, at ansvaret for pengepolitikken under det nuværende system er alle steder og derfor ingen steder?

20. Til *kap. 8* skal der ikke her gøres mange bemærkninger. Den økonomiske indsats, kapitlet repræsenterer, har jeg ikke forudsætninger for at yde ret og skel overfor. Det forhold, at estimaterne ifølge den simultane model stort set ikke ændres meget i forhold til dem, der er blevet fundet i de foregående kapitler, kunne bruges som en undskyldning for ikke at beskæftige sig med kapitlet, men hermed ville læseren blive snydt for de eneste overvejelser i forbindelse med samlet modelstruktur, som stort set findes i bogen. Herom skal imidlertid henvises til Claus Vastrups bidrag nedenfor.

21. Det kunne umiddelbart forekomme noget umotiveret ved en gennemgang af bogen at gå fra *kap. 7* til *kap. 3*, men det er det ikke. *Kap. 7* handler jo om bankernes adfærd, og det gør *kap. 3* i virkeligheden også, for så vidt som det er variationer i bankernes kassekvote, r , som påkalder sig en væsentlig del af interessen. En drøftelse af indholdet af *kap. 3* lettes også af, at vi på baggrund af konklusionerne i *kap. 5* nu ikke længere

behøver hypotetiske drøftelser af, om den primære pengeforsyning skal betragtes som exogen eller endogen i den undersøgte periode; som ovenfor omtalt må Thygesens svar være, at den har været endogen.

Hermed udelukkes dog formentlig ikke muligheden af at fortolke (11b) ovenfor som en pengeudbudsfunktion, når blot man kan fastholde, at den endogene primære pengeforsynings komponenter kan beskrives, bl.a. gennem nationalbankens reaktionsfunktion. Mere alvorligt er det, at (11b) i realiteten forudsætter, at bankerne styrer deres udlån. Hvis man imidlertid med Thygesen accepterer, at bankernes udlån i den undersøgte periode i det væsentlige har været bestemt af låneefterspørgselen fra erhvervslivet m.v., så opstår der mere fundamentale problemer m.h.t. at holde (11b) og (12) ude fra hinanden.

Man havde gerne set hele denne problematik diskuteret noget nærmere, men det må vi have til gode til en anden gang. I stedet for at diskutere de begrebsmæssige problemer i forbindelse med efterspørgsels- og udbudsfunktioner for sekundær kasse under alternative forudsætninger om de forskellige parterers adfærd »neutraliseres« problemstillingen til spørgsmålet om pengeforsyningens *proximate determinants*⁹. Anderledes udtrykt undersøger Thygesen stabiliteten i de enkelte komponenter i kreditmultiplikatoren¹⁰

$$M = B \frac{1}{c + r(1-c)} = B \frac{1}{1 - (1-r)(1-c)}$$

I denne analyse anvender Thygesen en teknik, hentet fra Cagan. Den har den fordel, at bidragene fra B , r og c (hvor c som ovenfor nævnt repræsenterer borgernes seddelbrøk) så at sige kan måles på en sammenlignelig måde. Når disse bidrag fra alle de tre størrelser veksler kraftigt, som det er tilfældet i det amerikanske materiale, har denne procedure måske noget for sig. Men med de danske resultater, herunder de relativt beskedne bidrag fra c og bidrag fra B og r , der som regel har modsat fortegn, jfr. tabel 3.3 p. 67, kan man nok spørge, om det ikke havde været mere frugtbart at analysere udviklingen som en forløbsanalyse med timelags på basis af absolutte tal for ændringer i kasser m.v., idet et af hovedproblemerne jo synes at være, hvor hurtigt bankerne kan frigøre sig fra f.eks. uønsket store

9. Forklaringen herpå er sikkert ikke mindst, at kap. 3 repræsenterer nogle af de første resultater af Thygesens arbejde, således at han ikke har haft tid til at vende tilbage til det med de adfærdshypoteser, han senere fandt i kap. 5 ff.

10. Thygesen præsenterer kun det første af de her anførte udtryk. Ud fra pædagogiske synspunkter har det sidste en del for sig, idet det ligner andre multiplikatorudtryk derved, at nævnerens sidste led repræsenterer den del, der kanaliseres tilbage i processen og således ikke lækker ud.

kasser gennem øget udlånsaktivitet. Det Cagan'ske oplæg forekommer ikke velegnet til at behandle problemer af denne type.

22. Hermed er vi nået tilbage til *kap. 2*. Her ville det have været ønskeligt, om diskussionen p. 29 ff i højere grad havde været opdelt i et afsnit om den fundamentale modelstruktur (incl. valg af relevante variable og evt. timelags) og et afsnit om estimationsproblemer; disse to problemkredse kan vist med fordel holdes ude fra hinanden i højere grad, end det sker i kapitlet, der ud fra et lærebogssynspunkt i høj grad vil trænge til supplement.

23. Til sidst et par bemærkninger i forbindelse med den nye reaktionsfunktion, man ser tone frem forskellige steder i bogen, bl.a. pp. 119 og 149, og hvorefter det er pengeforsyningen, der skal holdes øje med. Det spørgsmål melder sig derfor straks, om det er den primære eller den sekundære, nationalbanken bør have hovedopmærksomheden rettet imod. I denne forbindelse er det vigtigt at fastholde, at uanset hvor dårligt man er i stand til at bestemme monetære modeller, vil nationalbanken altid, hvis den vil, kunne styre pengeforsyningen ved simpelthen at gribe efterfølgende ind, hvis den ikke er tilfreds med de tal, der offentliggøres for pengeforsyningen hvert månedsskifte med et timelag på få dage. Men den kan som regel ikke styre såvel den primære som den sekundære pengeforsyning; den må vælge. Selv om Thygesen forskellige steder i afhandlingen diskuterer den sekundære pengeforsynings betydning, kan man ikke sige, at han er Friedmanit i traditionel forstand, og det synes også at fremgå, bl.a. pp. 149 og 20, at han mener, det er den *primære* pengeforsyning, som er bedst egnet som pengepolitisk instrument til at påvirke det reale forløb. Hermed knytter han sig jo til den danske tradition, som bl.a. brevaftalen af 1951 var et specielt udtryk for.

24. Thygesens bog bugner af indhold; ovenstående kommentarer – der endda er blevet alt for omfattende – vedrører kun en lille del af de problemer, den rejser; nogle flere er behandlet i følgende bidrag. Afhandlingen blev allerede karakteriseret sammenfattende i indledningen; det vil af artiklen fremgå, at man ikke så hurtigt bliver færdig med den. At studere den tager tid; ikke alene får man meget at vide, men der bliver samtidig sat en masse tanker i sving; man får lyst til at fortsætte, hvor forfatteren slap. Og det er jo en yderligere kvalitet ved afhandlingen.

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.