

JOHAN A. LYBECK: *A Disequilibrium Model of the Swedish Financial Sector*. Stockholm: The Economic Research Institute at the Stockholm School of Economics, 1975. 403 pp. Sv. kr. 61,20.

Ifølge det redaktionelle forord er Lybecks bog det første bind i en bebudet trilogi omhandler stockholmernes ambitiøse modelprojekt. Vi gives her en første præsentation af denne models finansielle sektor. I et følgende bind vil forfatteren vurdere svensk penge- og kreditpolitik, antagelig på grundlag af den i første bind præsenterede model. Et tredje bind vil beskrive den samlede model.

Titlen *A Disequilibrium Model of the Swedish Financial Sector* er egnet til at vække forventninger, som bogen ikke kan indfri. Læsere præsenteres for en betydelig mængde estimationer. Men nogen sammenhængende model udgør de ikke. Det er end ikke særligt indlysende, at der af de mange model-brudstykker kan opstilles en model med rimelige egenskaber og en tilfredsstillende forklaringssevne. Nogen dokumentation herfor i form af modelsimulationer og multiplikatorberegninger er der selvsagt ikke tale om. Det bebudede andet bind i trilogien må formodes at ville råde bod herpå.

Ordet »uligevægt« er »in«. Ikke fordi dets analytiske indhold er særlig klart, men fordi dets uklare betydning gør det et velegnet løsen for progressive økonomer, der ønsker at distancere sig fra deres traditionsbundne læremestre. Men mon ikke læsere, der af Lybecks eget forord har erfaret, at det har taget ham adskillige år at befri sig for det keynesianske ligevægtssystem (men at det var anstrengelserne værd!) vil skuffes, når det går op for dem, at uligevægtsbetegnelsen alene går på, at de pengepolitiske myndig-

heder i relation til visse finansielle markeder (i Sverige de fleste) optræder som prisfastsættere. Det er da vist ikke helt så originalt, som Lybeck synes at mene, når han side 7 fastslår, at finansielle sektormodeller er »in abundant supply«, men at de hver og én bygger på den misopfattelse, at alle rentesatser er fuldkommen fleksible selv på kort sigt. Anmelderen kan ikke komme i tanke om en eneste økonometrisk model med så urealistiske egenskaber. Lybecks henvisning til MPS-modellen må bero på en misforståelse. I denne som i andre modeller af den amerikanske økonomi betragtes indgreb i rentefastsættelsen (Regulation Q) som væsentlig for den pengepolitiske transmissionsmekanisme.

Den noget oversolgte titel dækker over en belæst og velskrivende økonoms arbejdsnotater og forstudier til en model af den svenske finansielle sektor. Det er grundige og absolut læseværdige arbejder.

Lybecks styrke synes at ligge i hans evne til at sammenfatte og videregive nyere forskningsresultater. Især bør fremhæves den korte gennemgang af udviklingslinier i porteføljeteorien i kapitel 6. Den er en lille perle i oversigtslitteraturen.

Lybecks forsøg på at udnytte porteføljeteorien til forklaring af de svenske finansielle institutioners aktivsammensætning er originalt og interessant. Men helt overbevisende er det nu ikke, når Lybecks beregninger viser, at den væsentligste årsag til ændringer i aktivernes sammensætning er ændringer i udbudets sammensætning. Side 239 forklarer Lybeck, at »One of the implicit rules of the Swedish bond market is that an institution is expected to bid for approximately a standard portion of a new issue of bonds of a particular type«. Det må undre en udenfor-

JOHAN A. LYBECK: *A Disequilibrium Model of the Swedish Financial Sector*. Stockholm: The Economic Research Institute at the Stockholm School of Economics, 1975. 403 pp. Sv. kr. 61,20.

Ifølge det redaktionelle forord er Lybecks bog det første bind i en bebudet trilogi omhandler stockholmernes ambitiøse modelprojekt. Vi gives her en første præsentation af denne models finansielle sektor. I et følgende bind vil forfatteren vurdere svensk penge- og kreditpolitik, antagelig på grundlag af den i første bind præsenterede model. Et tredje bind vil beskrive den samlede model.

Titlen *A Disequilibrium Model of the Swedish Financial Sector* er egnet til at vække forventninger, som bogen ikke kan indfri. Læsere præsenteres for en betydelig mængde estimationer. Men nogen sammenhængende model udgør de ikke. Det er end ikke særligt indlysende, at der af de mange model-brudstykker kan opstilles en model med rimelige egenskaber og en tilfredsstillende forklaringssevne. Nogen dokumentation herfor i form af modelsimulationer og multiplikatorberegninger er der selvsagt ikke tale om. Det bebudede andet bind i trilogien må formodes at ville råde bod herpå.

Ordet »uligevægt« er »in«. Ikke fordi dets analytiske indhold er særlig klart, men fordi dets uklare betydning gør det et velegnet løsen for progressive økonomer, der ønsker at distancere sig fra deres traditionsbundne læremestre. Men mon ikke læsere, der af Lybecks eget forord har erfaret, at det har taget ham adskillige år at befri sig for det keynesianske ligevægtssystem (men at det var anstrengelserne værd!) vil skuffes, når det går op for dem, at uligevægtsbetegnelsen alene går på, at de pengepolitiske myndig-

heder i relation til visse finansielle markeder (i Sverige de fleste) optræder som prisfastsættere. Det er da vist ikke helt så originalt, som Lybeck synes at mene, når han side 7 fastslår, at finansielle sektormodeller er »in abundant supply«, men at de hver og én bygger på den misopfattelse, at alle rentesatser er fuldkommen fleksible selv på kort sigt. Anmelderen kan ikke komme i tanke om en eneste økonometrisk model med så urealistiske egenskaber. Lybecks henvisning til MPS-modellen må bero på en misforståelse. I denne som i andre modeller af den amerikanske økonomi betragtes indgreb i rentefastsættelsen (Regulation Q) som væsentlig for den pengepolitiske transmissionsmekanisme.

Den noget oversolgte titel dækker over en belæst og velskrivende økonoms arbejdsnotater og forstudier til en model af den svenske finansielle sektor. Det er grundige og absolut læseværdige arbejder.

Lybecks styrke synes at ligge i hans evne til at sammenfatte og videregive nyere forskningsresultater. Især bør fremhæves den korte gennemgang af udviklingslinier i porteføljeteorien i kapitel 6. Den er en lille perle i oversigtslitteraturen.

Lybecks forsøg på at udnytte porteføljeteorien til forklaring af de svenske finansielle institutioners aktivsammensætning er originalt og interessant. Men helt overbevisende er det nu ikke, når Lybecks beregninger viser, at den væsentligste årsag til ændringer i aktivernes sammensætning er ændringer i udbudets sammensætning. Side 239 forklarer Lybeck, at »One of the implicit rules of the Swedish bond market is that an institution is expected to bid for approximately a standard portion of a new issue of bonds of a particular type«. Det må undre en udenfor-

stående, eftersom Riksbankens eksplicite placeringsregler tilsyneladende kun har været af sekundær betydning for de finansielle institutioners aktivsammensætning. Hvad får de finansielle institutioner til at overholde de påståede »implicit rules« i strid med deres egne interesser? Svaret gives kun antydning: Riksbankens »concealed threats« (s. 12) og »covert persuasion« (s. 47). For en centralbankøkonom i et land, hvor pengeinstitutterne synes at være overordentlig robuste over for »anvisninger«, der ikke er snævert sammenfaldende med deres egeninteresse, minder Lybecks ligninger om en »unabashedly mongrel form of estimation« (s. 300).

På baggrund af Lybecks veldokumenterede kendskab til porteføljeteori virker hans behandling af husholdnings- og virksomhedssektorens efterspørgsel efter og udbud af finansielle fordringer anakronistisk. Husholdningernes og virksomhedernes porteføljetilpasning må dog være det helt centrale i den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Det er alene igennem ændringer i husholdningernes og virksomhedernes faktiske portefølje i forhold til deres ønskede portefølje, at pengepolitikken kan påvirke formue- og kapitaldannelsen og herigennem indkomstudviklingen. De finansielle institutioners porteføljetilpasning er ikke af interesse i sig selv. De er af interesse alene, fordi de formodes at øve en indflydelse på husholdningernes og virksomhedernes realiserede og/eller ønskede porteføljesammensætning.

Men på intet sted i Lybecks bog præsenteres vi for en samlet balance for husholdnings- og virksomhedssektoren. Det synes end ikke muligt at stykke en sådan balance sammen af de gengivne balancer for de finansielle institutioner. (Anmelderen har ikke kunnet finde tal for privat gæld til udlandet

og for evt. direkte statslig långivning). Forskellige steder i bogen støder man på efterspørgsels- og udbudsfunktioner, men de udgør på ingen måde et samlet system. Tilsyneladende har Lybeck endog ladet hånt om balancerestriktionen og beregnet uafhængige efterspørgsels- henholdsvis udbudsfunktioner for alle poster på husholdnings- og virksomhedssektorens finansielle balance, jfr. den kryptiske bemærkning side 395 om den manglende »savings-wealth identity« og modelbeskrivelsen i kapitel 2.

Står Lybecks beskrivelse til troende, er det finansielle underlag for den højt udviklede svenske økonomi nærmest U-landspræget. Bortset fra handelskreditter og forretningslån, der ikke tages op til behandling i Lybecks bog, holder svenskerne deres finansielle aktiver i form af penge og forsikrings- og pensionsreserver. Obligationer efterspørges ikke af private. Pengeefterspørgselen er fuldkommen renteuelastisk.

Omvendt er rentelasticiteten i låneefterspørgselen bemærkelsesværdig stor: Den af Lybeck foretrukne relation til bestemmelse af den indenlandske låntagning (rel. 8.20 s. 337) viser en elasticitet m.h.t. forretningsbankernes udlånsrente, der i Sverige følger Riksbankens diskonto, på $-0,2$. Andre rentesatser, herunder renten på obligationslån og renten på direkte udlån fra forsikringselskaber, tillægges ikke nogen betydning for låneefterspørgselen. Effekten på den indenlandske låneefterspørgsel af en ændring i Riksbankens diskonto vil i nogen grad, men langt fra fuldtud, kompenseres af modsatte kapitalbevægelser (s. 388).

To forhold i den Lybeck'ske beskrivelse af den private sektors reaktionsmønster forekommer umiddelbart uacceptable, nemlig den implicite forudsætning om en over-

ordentlig kraftig investerings- og opsparingsreaktion på en ændring i Riksbankens diskonto og de svenske bankers udlånsrente (modstykket til nettolåneefterspørgselsrentefølsomhed), og den totale mangel på respons fra såvel husholdningernes og virksomhedernes som de finansielle institutioners side på udviklingen i obligationsmarkedet, når bortses fra en marginal effekt på sammensætningen af sidstnævntes likvide reserver.

Obligationsrentens implicit påståede irrelevans for den økonomiske udvikling skyldes ikke, at markedet er underudviklet i kvantitativ henseende. Med en cirkulerende obligationsmasse på 119 mia kr. ved udgangen af 1973 var det i relation til bruttonationalindkomsten sammenligneligt med det danske. Hertil kommer, at det var nok så differentieret. Af de 119 mia kr. var 34 mia kr. statsobligationer, 6 mia kr. kommuneobligationer, 64 mia kr. obligationer udstedt af boligfinansieringsinstitutioner og 15 mia kr. obligationer udstedt af virksomheder (s. 28).

Den svenske tradition med at placere nyemissioner uden om børsen i forbindelse med emissionskontrol betyder vel, at prisdannelsen mindre effektivt afspejler fluktuationer i samfundets låneefterspørgsel og lånebehov. På den anden side må den pris, de obligationsudstedende institutioner og virksomheder og obligationskøberne enes om, være gensidig acceptabel i lyset af deres alternative låne- og placeringsmuligheder. Hertil kommer, at der ifølge Lybeck (s. 27) foregår en betydelig handel forsikringsselskaberne og bankerne imellem, idet forretningsbankerne, der ved udgangen af 1973 havde en obligationsportefølje på ikke mindre end 23 mia kr., forståeligt nok foretrækker »gamle» ob-

ligationer med kort restløbetid frem for nyemitterede. Trods forskelle i prisdannelsens organisation må også i Sverige den effektive obligationsrente være en markedsbestemt størrelse af økonomisk relevans.

Hvis dette ikke var tilfældet, var Lybecks analyse af Riksbankens »reaktionsfunktion« vedrørende den effektive rente på lange statsobligationer jo også temmelig meningsløs. Hvorfor skulle Riksbanken dog ønske at justere den effektive rente på 15-årig statsobligationer under hensyntagen til renteutviklingen i udlandet (England), den indenlandske kapacitetsudnyttelse og inflationsudviklingen (s. 127), hvis dens intervention i obligationsmarkedet ikke havde nogen effekt direkte eller indirekte på virksomhedernes og husholdningernes faktiske og/eller ønskede porteføljesammensætning og herigennem på kapital-, formue- og indkomstdannelsen og kapitalbevægelserne til og fra udlandet? Skal man tro Lybeck, har Riksbankens markedsintervention ikke nogen anden økonomisk betydning end at øge (mindske) statens renteudgifter og de finansielle institutioners tilsvarende renteindtægter. Ændringer i den primære likviditet gennem markedsintervention har nemlig i Sverige så lidt som i Danmark nogen betydning for bankernes udlån. Med undtagelse af en etårig periode fra 1960, 3. kv. til 1961, 3. kv. finder Lybeck ingen evidens for, at bankernes udlån har været begrænset af likviditetsmangel. Det er efterspørgselen, der er bestemmende, med mindre de pengepolitiske myndigheder griber ind med et låneloft som i perioden 1969, 3. kv. - 1970, 4. kv., og dette låneloft er effektivt. Den sidste præmis er ganske udokumenteret fra Lybecks side.

Disse er nogle af de problemer, der rejste sig for anmelderen ved læsningen af

Lybecks 400-sider store og velkrevne bog. De yder den ikke retfærdighed. Langt fra. Lybeck diskuterer mange problemer i forbindelse med bygningen af en finansiel sektormodel på interessant og kompetent måde. At andre står tilbage er med til at gøre den til en mere tankevækkende og dermed mere læseværdig bog.

*Niels Blomgren-Hansen
Danmarks Nationalbank*

Nye licentiafhandlinger

NIELS KÆRGÅRD: *Efterspørgsel og varighed for varige goder*. København: Københavns Universitets Økonomiske Institut, 1975. 169 pp.

Afhandlingen, der fortrinsvis behandler bil-efterspørgslen, tager udgangspunkt i den traditionelle kapitaltilpasningsmodel med dens forudsætning om, at nytilgangen er bestemt som summen af genanskaffelser og nettotilgang. Genanskaffelserne er så givet ved de teknisk betingede ophugninger, og nettotilgangen fastlagt af forskellen mellem ønsket og faktisk bestand.

Det understreges, at denne model bygger på to fundamentale forudsætninger; *dels* at der er substitution mellem goder af forskellig alder – specielt mellem nye og brugte – da det ellers ikke ville være rimeligt at betragte ét bestandtal, og *dels* at levetiden er teknisk bestemt. Det vises, at der ud fra disse forudsætninger kan udledes en pristeori, hvorefter brugtgodetprisen er bestemt af den eksogene nybilpris; prisen på nye goder bestemmer nemlig prisen på godets ydelser, og ydelsesprisen styrer derefter prisen på brugte goder.

Denne pristeori testes empirisk for bilers vedkommende, og modellen og de fundne parameterværdier anvendes til at beregne de

økonomiske konsekvenser af ændringer i levetidsfordelingen for biler (f. eks. ændringer som følge af forureningens indflydelse på rustdannelsen).

De senere års diskussion om planlagt forældelse gennemgås, og det påpeges, at denne diskussions forudsætning af, at levetiden for produkterne er fastlagt af producenterne, er helt sammenfaldende med kapitaltilpasningsmodellens forudsætning om en forbrugernes eksogen levetid.

Afhandlingens sidste halvdel er hovedsagelig en empirisk undersøgelse af forudsætningen om teknisk fastlagt levetid. Udgangspunktet er beregninger af sandsynligheden for ophugning i løbet af en periode for biler af forskellig alder i forskellige år. Ved hjælp af dette materiale søges bilers ophugnings-sandsynlighed spaltet i en årgangs-, en års- og en alderseffekt på lignende måde som det er almindeligt i kapitalteorien at spalte produktivtetsændringer op i embodied og disembodied tekniske fremskridt samt nedslidning. En teknisk bestemt levetid ville vise sig ved, at årseffekten var nul. En varierende årgangseffekt ville indicere en ved produktionen fastlagt levetid kombineret med en over tiden varierende produktkvalitet.

Undersøgelsen bekræfter ikke den almindelige antagelse om teknisk bestemt levetid; tværtimod er der tydelige variationer fra år til år, medens der ikke kan spores årgangseffekter. Dette fører til den konklusion, at kapitaltilpasningsmodellens nettoefterspørgselsfunktion må suppleres med en adfærdsfunktion til bestemmelser af ophugningerne. En sådan forsøges estimeret, og det viser sig, at ophugningernes indkomstelasticitet er betydelig (omkring én).

Afhandlingen slutter med en diskussion af de økonomiske og trafikikkerhedsmæssige