

MÆNGDEN AF BETALINGSMIDLER OG RENTEFODEN

Af JØRGEN PEDERSEN

I en Artikel i Nationaløkonomisk Tidsskrift 1946 S. 30 ff. diskuterer Bent Hansen Spørgsmaalet om, hvad man mest hensigtsmæssigt skal forstaa ved Kasse eller Pengemængde, naar man vil undersøge dennes Virkning paa Rentefoden. Jeg har foreslaaet, at man definerer Begrebet som Bankernes Nettotilgodehavender i Centralbanken, mens B. H. principielt mener, at det giver samme Resultat, naar man definerer Kassen som Publikums likvide Banktilgodehavender, men han finder dog den sidstnævnte Definition mest hensigtsmæssig og fremsætter derefter en Række Betragtninger, som skal vise dette. Jeg tror ikke, disse Betragtninger er rigtige, og skal derfor gøre et Par Bemærkninger om Spørgsmaalet.

At de to Definitioner giver samme Resultat er forsaavidt rigtigt, som Rentefoden altid maa tilpasse sig saaledes, at Folk og Banker vil ligge med de Fordringer af forskellig Slags, som findes, og hvis der er en Sammenhæng mellem den Mængde, en eller anden vil ligge med af en bestemt Slags Fordringer, og Rentefoden, kan man af denne Funktion aflede, hvor meget der maa skabes af disse Fordringer for at Rentefoden skal have en given Højde.

Men naar jeg har sagt, at min Definition er den eneste, der er Mening i, er det, fordi enhver Fordring paa en Person eller en Bank er en Fordring paa Centralbankbetalingsmidler, d. e. Sedler eller Tilgodehavender i Centralbanken, hvorved denne Institution bliver den eneste Kilde til Likviditet. Naar en Person sælger en Fordring til en anden eller til en Bank, bliver han likvid, men Køberen bliver illikvid i samme Grad; thi han maa være rede til i givet Fald at afgive Centralbankbetalingsmidler.

B.H. benægter dette; han hævder S. 42, at en Bank, der forøger sin Balance ved at yde en Mand et Laan, der samtidig gennem en anden Kunde som dennes Indskud indgaar i Banken, skaber Nettolikviditet. Jeg mener, at det er Kassen, det kommer an paa, og dens absolutte Størrelse forandres ikke af denne Grund. Naar en Bank faar et Indlaan fra en Kunde uden et samtidigt Udlaan, føler den sig mere likvid, netop fordi den kan regne med, at Manden ikke trækker hele Beløbet, uden at Banken derved faar det ind igen paa en anden Konto; men hvis Manden ikke har faaet Beløbet ved at sælge et Aktiv til Nationalbanken, maa en anden jo have trukket paa denne eller en anden Bank for at kunne give ham det, og Likviditeten for Banksystemet som Helhed er da ikke forøget ved Indskudet.

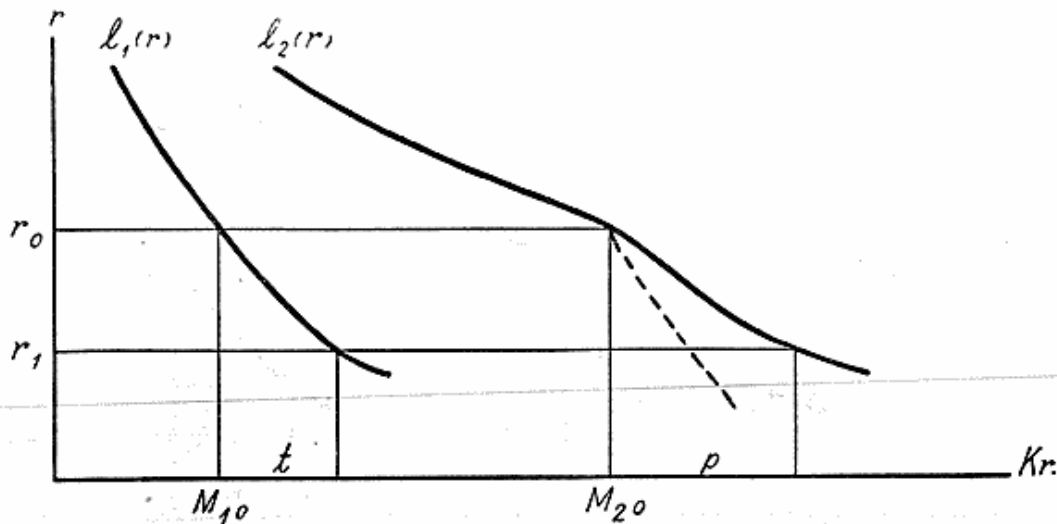
B.H. gør opmærksom paa, at med min Definition paa Betalingsmidler bliver Konsekvensen, at for den enkelte skulde allehaanden Gældsbreve, selv ikke-negotiable, være Betalingsmidler, og at en Mand, der hverken har Aktiver eller Passiver, skulde være lige saa likvid som en Mand, der har et 6-Mdrs. Banklaan og et ligesaa stort Indlaan i Banken, idet ogsaa hans Nettoformue er 0, og han mener, at jeg vil vige tilbage for at tage denne Konsekvens.

Det gør jeg imidlertid ikke. Selv det ikke kursnoterede Værdipapir har en Værdi. Ejeren er likvid til dette Beløb, og Skyldneren er illikvid til samme Beløb, idet han samtidig kan indfri Gælden med dette Beløb; og den, der hverken har Aktiver eller Passiver, er lige saa likvid, som den, der har den ovennævnte Gæld eller Tilgodehavende, hvis han er samme Slags Mand; thi han vil da selv kunne lave en saadan Transaktion, hvad man dog ikke kan se at noget Menneske kan have Interesse af uden rent midlertidigt.

Det fremgaar ogsaa af min udførlige Analyse i Pengeteori S. 88 ff., at en Nettoændring i Udbud og Efterspørgsel efter Fordringer, der vel ogsaa efter B.H.s Opfattelse umiddelbart bestemmer Rentefoden, kun kan ske, hvis Centralbanken køber eller sælger Fordringer, eller hvis Publikum formindsker eller forøger sin Seddelbeholdning.

Da nu Bankerne er de Institutioner, som holder Centralbanktilgodehavender, maa det nødvendigvis blive deres Reaktion overfor Mængden af disse, der bliver afgørende for Rentefoden, og de Vilkaar, paa hvilke Publikum vil holde de forskellige Slags Fordringer, faar kun Betydning for Rentefoden i det Omfang, denne

paavirker Bankernes Holdning. Dette fremgaar formentlig af nedenstaaende Figur:



Lad Kurven $l_1(r)$ angive den Kasse, Bankerne vil ligge med til varierende Rentefod, og $l_2(r)$ den Kasse (likvide Banktilgodehavender) Publikum vil ligge med; lad Rentefoden i Udgangspunktet være r_0 . Bankernes Kasse (Nettobilgodehavender i Centralbanken) vil være M_{10} , og Publikums Kasse vil være M_{20} , idet Bankerne maa have ydet Laan til eller købt Obligationer af Publikum til dette Beløb. Lad nu Centralbanken ønske at gennemføre Rentefoden r_1 . Hvor meget Centralbanken skal købe af Obligationer for at naa dette Maal, beror udelukkende paa Kurven $l_1(r)$, i dette Tilfælde bliver det t Kr. Men da Publikum for at acceptere denne Rentefod vil forøge deres Kasse med p Kr., maa Bankerne afkøbe det Obligationer til dette Beløb. Vi ser af Figuren, at selvom Publikum havde været mindre baisistisk, f. Eks. som angivet ved den punkterede Kurve, vilde Resultatet være blevet det samme for saa vidt angaar Omfanget af den Aktion, Centralbanken maa iværksætte for at opnaa r_1 .

Kun hvis der er en Afhængighed mellem l_1 og l_2 , bliver Publikums Reaktion af Betydning. En saadan Afhængighed postulerer B. H., idet han hævder (S. 37), at Bankernes Transaktionskasse er proportional med deres Anfordringsgæld til Publikum. Dette kan dog ikke være rigtigt; thi l_1 -Kurven er jo netop Udtryk for Bankernes selvstændige Vurdering, og de behøver da ikke at ligge med Kasse til Imødegaaelse af de Udtræk, der

maatte komme, naar Publikum atter ønsker at anbringe i Obligationer; thi de kan da overlade dem disse Obligationer uden Kurstab. Anderledes hvis Bankerne lader sig lede af Publikum, saaledes at de overhovedet ikke vil ændre deres Obligationsbeholdning; i saa Fald bliver Publikums Holdning naturligvis afgørende. B.H. synes dog ikke at mene, at det forholder sig saaledes; han mener snarere, at Bankerne lader sig lede af Centralbanken, saaledes at de køber eller sælger Obligationer, naar Centralbanken f. Eks. gennem Diskontoændringer tilkendegiver, at den ønsker Rentefoden ændret i den ene eller den anden Retning. Dette vil dog rimeligvis kun være Tilfældet, naar Rentefoden bevæger sig indenfor et ret snævert Spillerum, da en saadan Politik ellers vilde være for risikabel.

Men uanset, hvad der bestemmer Bankernes Opfattelse af til hvilken Kurs, de vil holde Obligationer, maa det under alle Omstændigheder gælde, at det er Bankerne, der skal holde Centralbanktilgodehavenderne, og at Centralbanken derfor, naar den vil opnaa en bestemt Rentefod, maa skabe den Kasse, som Bankerne, eventuelt paavirket af Publikums Reaktionen, kræver til denne Rentefod, derimod har man ikke nogen Garanti for, at Publikums Reaktionen har nogen Indflydelse, idet Bankerne jo kan skabe al den Kasse for dette, som det ønsker og derved hindre dets Luner i at give sig Udslag i Rentændringer.

Naar B.H. S. 36 bemærker, at Bankernes Politik er ganske ligegyldig, naar vi skal afgøre, hvor meget en given Ændring i Pengemængden defineret som Centralbankbetalingsmidler udenfor Bankerne plus Indlaan paa Folio indvirker paa Rentefoden, er dette vel rigtigt, men ogsaa irrelevant, eftersom det jo er Centralbanken, der skal føre Rentepolitik, og hvor meget den skal sælge eller købe for at naa en given Virkning, beror udelukkende paa Bankernes Holdning.

Dette indrømmer B.H. ogsaa straks efter, men erklærer, at saalænge vi kun ønsker, som han siger, Keynes gør, at etablere en Sammenhæng mellem den totale Pengemængde og Rentefoden, kan vi uden videre se bort fra de private Bankers Reaktionen. Men Meningen med at etablere en saadan Sammenhæng maa dog vel være, at den skal tjene som Vejledning for den Institution, der skal regulere Rentefoden, hvorfor netop den af mig foreslaaede Definition maa anses for at være hensigtsmæssig.

B.H.s Argumentation S. 40, hvor han siger, at efter min Definition maa Centralbanken, naar den skal skønne om Størrelsen af

den Ændring i Mængden af Centralbankbetalingsmidler, den skal skabe for at naa en given Rentevirkning, kende saavel Bankernes som Publikums Reaktion, kan jeg altsaa ikke akceptere; som jeg ovenfor har paavist er det tilstrækkeligt, at den kender Bankernes Reaktion.

Derimod er det rigtigt, at man næppe har nogen Mulighed for nøjagtigt at sondre mellem den Del af Kassebeholdningen, der holdes for Transaktionsformaal, og den Del, der holdes for Spekulationsformaal, denne Kritik gælder dog i lige Grad Bankernes og Publikums Kassebeholdninger. Men derfra og saa til at slutte, at Henvisning til Spekulationsmotivet som Forklaring af Relationen mellem Mængden af Betalingsmidler og Rentefoden er lige saa intetsigende, som at henvise til Omløbshastighedens Vekslen som Forklaring af manglende Proportionalitet mellem Pengemængder og Priser, er et lagt Skridt.

Thi mens Omløbshastigheden paa ingen Maade kan findes selvstændig, men kun som en Kvotient mellem den samlede Omsætning og hvad man vælger at kalde Pengemængden, kan Transaktionskassen i hvert Fald principielt findes selvstændigt; man kan f. Eks. spørge hver enkelt, hvor stort et Beløb han finder det passende at holde af Hensyn til de daglige Betalingstransaktioner, og naar en Mand eller en Institution har en bestemt Formodning om Obligationskursens Udvikling kan man yderligere regne ud, om det betaler sig for ham at holde sin Formue i Kasse eller i Værdipapirer. Vi kan ogsaa ved Destinktionen mellem Transaktionsmotivet og Spekulationsmotivet forklare det, vi ser i Virkeligheden, men vi kan intet forklare ved Hjælp af Begrebet Omløbshastighed.

Meddelelse.

Fra 1. Januar 1947 er Professor *Carl Iversen* fratraadt og Kontorchef i Prisdirektoratet *S. Gammelgaard Jacobsen* tiltraadt som Redaktør af *Nationaløkonomisk Tidsskrift* og Sekretær i *Nationaløkonomisk Forening*. Redaktionens og Sekretariatets Adresse er nu: *Nørregade 49^a, København K, Tlf. C. 1908.*