

OM PENGEMÆNGDE OG RENTE¹⁾

AF BENT HANSEN

I sin Oplægning af Renteteorien i »General Theory ..« hævder Keynes selv, at den afgørende Forskel mellem hans (nye) Teori og den »klassiske« Teori er, at medens den »klassiske« Teori bestemmer Renten alene ved Skæring af en Udbuds- og en Efterspørgselskurve for Nyopsparing, saa bestemmer han Renten ud fra Efterspørgselen efter Penge i Forbindelse med den givne samlede Pengemænde. Bag Efterspørgselen efter Penge paapeger Keynes tre Motiver til at ligge med Kasse, nemlig transaction-Motivet, precaution-Motivet og endelig speculation-Motivet. Den Trang til Penge, som hvert af disse Motiver begrundes, benævnes under een Hat: Likviditetspræferencen, der atter igen bliver en Funktion af Rentefoden, idet man vil være villig til at ligge med større og større Kasse, jo lavere Rentefoden er. Er derfor Likviditetspræferencen givet, kan man omvendt umiddelbart ved Hjælp af Pengemængdens Størrelse aflæse, hvor høj Rentefoden er. Denne Rentebestemmelse kræver naturligvis en nøje Fastlæggelse af Begreberne Likviditetspræference og Pengemængde. Formålet med denne Artikel er nu nærmere at diskutere Definitionen af Pengemængden, idet det dels viser sig, at Keynes egen Definition ikke er ganske klar, og dels at der aabner sig flere anvendelige Muligheder. Spørgsmaalet er tidligere berørt af Prof. Ohlin og Prof. Jørgen Pedersen²⁾, der begge er enige om, at der paa dette Punkt findes en Lakune i Keynes Renteteori, og Prof. Jørgen Pedersen har i *Økonomisk Tidsskrift* og senere i sin Bog om Penge-

¹⁾ Nærværende Artikel er i det væsentlige et Udsnit af en Besvarelse af Københavns Universitets Prisopgave for 1944 i *Statsvidenskab A*: »En Undersøgelse af Mulighederne for at forene Hovedsynspunkterne i J. M. Keynes Kapitalrenteteori med den tidligere gængse Renteteori«.

²⁾ Se Diskussionen i *Økonomisk Tidsskrift* 1943, Nr. 1, 2 og 3.

OM PENGEMÆNGDE OG RENTE¹⁾

AF BENT HANSEN

I sin Oplægning af Renteteorien i »General Theory ..« hævder Keynes selv, at den afgørende Forskel mellem hans (nye) Teori og den »klassiske« Teori er, at medens den »klassiske« Teori bestemmer Renten alene ved Skæring af en Udbuds- og en Efterspørgselskurve for Nyopsparing, saa bestemmer han Renten ud fra Efterspørgselen efter Penge i Forbindelse med den givne samlede Pengemænde. Bag Efterspørgselen efter Penge paapeger Keynes tre Motiver til at ligge med Kasse, nemlig transaction-Motivet, precaution-Motivet og endelig speculation-Motivet. Den Trang til Penge, som hvert af disse Motiver begrundes, benævnes under een Hat: Likviditetspræferencen, der atter igen bliver en Funktion af Rentefoden, idet man vil være villig til at ligge med større og større Kasse, jo lavere Rentefoden er. Er derfor Likviditetspræferencen givet, kan man omvendt umiddelbart ved Hjælp af Pengemængdens Størrelse aflæse, hvor høj Rentefoden er. Denne Rentebestemmelse kræver naturligvis en nøje Fastlæggelse af Begreberne Likviditetspræference og Pengemængde. Formaalet med denne Artikel er nu nærmere at diskutere Definitionen af Pengemængden, idet det dels viser sig, at Keynes egen Definition ikke er ganske klar, og dels at der aabner sig flere anvendelige Muligheder. Spørgsmaalet er tidligere berørt af Prof. Ohlin og Prof. Jørgen Pedersen²⁾, der begge er enige om, at der paa dette Punkt findes en Lakune i Keynes Renteteori, og Prof. Jørgen Pedersen har i *Økonomisk Tidsskrift* og senere i sin Bog om Penge-

¹⁾ Nærværende Artikel er i det væsentlige et Udsnit af en Besvarelse af Københavns Universitets Prisopgave for 1944 i Statsvidenskab A: »En Undersøgelse af Mulighederne for at forene Hovedsynspunkterne i J. M. Keynes Kapitalrenteteori med den tidligere gængse Renteteori«.

²⁾ Se Diskussionen i *Økonomisk Tidsskrift* 1943, Nr. 1, 2 og 3.

teori og Pengepolitik paa forskellig Maade søgt at bøde herpaa. Heller ikke Jørgen Pedersens Behandling synes imidlertid at være helt tilfredsstillende, hvorfor det skulde være motiveret at søge Spørgsmaalet om den i Henseende til Rentebestemmelsen hensigtsmæssige Definition af Pengemængden yderligere uddybet. Derimod vil Likviditetspræferencebegrebet ikke blive nærmere omtalt, undtagen hvor det er nødvendigt i Sammenhængen.

I: Den nærmere Definition af Pengemængden gør Keynes ikke ret meget ud af. Alt hvad han har at sige herom, er afhandlet i en Fodnote, som lyder:

»... we can draw the line between »money« and »debts« at whatever point is convenient for handling a particular problem. For example, we can treat as *money* any command over general purchasing power which the owner has not parted with for a period in excess of three months, and as *debt* what cannot be recovered for a longer period than this; or we can substitute for »three months« one month or three days or three hours or any other period; or we can exclude from *money* whatever is not legal tender on the spot. It is often convenient in practice to include in *money* time-deposits with banks and, occasionally, even such instruments as (e. g.) treasury-bills. As a rule, I shall, as in my Treatise on Money, assume that money is co-extensive with bank-deposits.«¹⁾ Keynes synes saaledes at vælge at lade »Penge« i det store og hele falde sammen med Bankindlaan paa Folio, Checkkonti og Kontokurant. Paa disse Konti antager Keynes, at der ikke gives nogen Indlaansrente. Karakteristisk for Keynes Oplægning er derfor, at han kun opererer med een Rentefod, nemlig den lange Rente — Renten af (evige) Obligationer — og at der ikke gives nogen Rente paa de nævnte Konti; Spørgsmaalet om Bestemmelsen af Indlaansrenten for Indlaan paa Opsigelse (og lignende Indlaan, over hvilke der ikke kan disponeres umiddelbart — ligesom iøvrigt ogsaa den Rente, der ydes paa Indlaan, over hvilke der umiddelbart kan disponeres) og Udlaansrenten for Banklaan berøres overhovedet ikke, ligesom alle Problemer vedrørende de private Bankers Likviditet er forbigaaet af Keynes.

Den Pengemængde, der er afgørende for den lange Rentens Højde, vil vi nu foreløbig definere — i nogenlunde Overensstem-

¹⁾ The General Theory, p. 167.

melse med Keynes — som Mængden af Centralbankbetalingsmidler i Omløbet (d. v. s. *udenfor* Bankernes Kasser) *plus* Mængden af Bankindlaan,¹⁾ over hvilke der kan disponeres frit, saaledes at de er lige saa likvide som Kontanter. Centralbankbetalingsmidler er Sedler og Mønter samt Bankernes Nettotilgodehaver i Centralbanken. Pengemængden er altsaa »skabt« dels af Centralbanken, dels af de private Banker. Men bliver saa ikke de private Bankers Politik ganske afgørende for Renteforholdenes Udvikling? Det er dette Spørgsmaal, Keynes ganske overlader til den nysgerrige Læser selv at afgøre.

Lad os gaa ud fra en given Situation, hvor Indkomst og Beskæftigelse og Rentefod ligger paa et bestemt Niveau. Der findes en vis Mængde Centralbankbetalingsmidler, af hvilke Publikum fastholder en vis Del, medens Resten ligger i de private Bankers Kasser. De private Bankers Balancer og Indlaan (som ovenfor def.) forudsættes at have en given Størrelse. Pengemængden er saaledes given. Vi kan nu antage, at Centralbanken ønsker at sænke Rentefoden i et vist Omfang, hvorfor den køber Obligationer hos Publikum til et Beløb af M Kroner. Hvor meget Renten vil synke som Følge af et saadant Opkøb, afhænger — som det nærmere fremgaar af Spekulationsmotivet — af, hvor baissistisk Folk er indstillet. Hvis der kun skal en lille Kursstigning til at lokke en Mængde Personer over i Baissespekulationer, saa vil et givet Obligationsopkøb kun fremkalde et lille Rentefald; omvendt, hvis det er vanskeligt at lokke Baissisterne frem; saa vil der fremkomme et større Rentefald. (Det vil ogsaa nemt ses, at hvor let det er at lokke Baissisterne ud af Hulen i nogen Grad kommer til at afhænge af, om der gives Rente i Bankerne paa Foliokonto o. l. Gives der nemlig Rente paa disse Konti, vil Rentetabet ved at ligge med Penge i Stedet for Fordringer (Obligationer) blive saa meget mindre, som denne Indlaansrente andrager, og det Kurstab, som man er villig til at risikere for at undgaa Rentetab, bliver derfor tilsvarende ringere. Jo højere altsaa Renten paa Indlaan er, des hurtigere vil Baissisterne komme frem og des mindre vil Renten falde ved et givet Obligationsopkøb fra Centralbankens Side. De korte Rentesatser, som Keynes altsaa ganske bortser fra, er saaledes af væsentlig Betydning for Sammenhængen mellem Pengemængde og lang Rente).

De Obligationsejere, som har solgt Obligationer til Central-

¹⁾ Bortset fra Bankernes Indlaan i andre private Banker.

banken, vil nu sætte deres herfor erhvervede Centralbankbetalingsmidler ind i Bankerne (Bankkasserne vil ikke vokse med hele Beløbet; thi med den lavere Rente vil Investeringer, Indkomst og Beskæftigelse og dermed Omløbets Behov for Centralbankbetalingsmidler til transactions være steget noget). De private Bankers Kasser vil altsaa svulme op, og deres Likviditet forbedres. Man kan nu gøre sig flere forskellige Forudsætninger om Bankernes Reaktion paa denne forbedrede Likviditet.

(i) At det lykkes Centralbanken at faa Obligationer til Købs, skyldes Kursstigningen, der fik en Del Obligationsejere til at gaa over i Baissen og foretrække at ligge med Kasse frem for med Fordringer. Det er nu tænkeligt, at ogsaa Bankerne ved denne højere Kurs er blevet Baissister og det netop i et saadant Omfang, at de foretrækker at ligge med deres forøgede Kasser fremfor at sætte dem i Obligationer. Bankerne følger altsaa nøje Publikums Opfattelse af Situationen. Pengemængden er her steget nøjagtig med M , svarende til Centralbankens Opkøb, idet Publikum vel har sat Centralbankbetalingsmidlerne ind i Bankerne og derved opnaaet Indlaan svarende til de indsatte Centralbankbetalingsmidler, men da Bankernes Kasser ikke medregnes til Pengemængden, saa vil Pengemængden kun være steget med Stigningen i Publikums Indlaan plus Stigningen i Publikums Beholdninger af Centralbankbetalingsmidler til transaction-Formaal, og disse to tilsammen er her lig M .

(ii) Det er imidlertid ogsaa tænkeligt, at Bankerne ikke vil ligge med de større Kasser, men vil prøve at bringe dem ned ved at følge Centralbankens Opkøbspolitik og gaa i Markedet og købe Obligationer fra Publikum for herved at miste Kasse. (Dette synes at være den mest realistiske Antagelse. Her i Landet fulgte de private Banker i Trediverne i hvert Fald ofte Nationalbankens Opkøbspolitik og købte op, naar Nationalbanken købte, og solgte, naar den solgte. De private Bankers Motiver hertil kan være mangfoldige. Man kan saaledes pege paa, at de private Banker kan ønske at være loyale overfor Nationalbanken og derfor støtter dens Politik; Motivet kan ogsaa være det, at de private Banker som Regel altid vil anse det Kursniveau, som Nationalbanken for Tiden styrer hen imod, som det, der vil holde sig i Fremtiden, og endelig kan Aarsagskæden jo ogsaa løbe den anden Vej rundt: der kan findes en saadan »tacit understanding« mellem Privatbanker og Centralbank, at Centralbanken kun slaar ind paa en Rentepolitik, som den i Forvejen er sikker paa, at

de private Banker er villige til at støtte¹⁾.) For den enkelte Bank er dette naturligvis ogsaa rigtigt; hvis de andre Banker ikke køber Obligationer, vil den obligationskøbende Bank tabe Kasse til de andre Banker. Hvis derimod samtlige Banker køber Obligationer af Publikum, vil Resultatet blot blive, at Bankernes Indlaan under eet stiger i samme Omfang, som de køber Obligationer, og deres Kasser vil altsaa blive uændrede til Trods for Obligationenkøbene. For saa vidt kan de private Banker i dette Tilfælde blive ved med at købe i det uendelige. Paa Grund af de øgede Obligationenkøb vil imidlertid Kurserne stige yderligere, Renten altsaa falde yderligere, og før eller senere maa den være faldet saa meget, at Bankerne *nu* — ved denne lavere Rente — gaar over i Baissen og foretrækker at holde Kasse i Stedet for at holde Obligationer. Naar Renten er faldet til dette Punkt, hører de private Bankers Opkøb ogsaa op. Dertil kommer saa, at det yderligere Rentefald vil føre til en yderligere Indkomststigning og et yderligere Behov hos Publikum for Kontanter til transaction-Formaal, hvorfor de vil ombytte nogle af deres Indlaan med Centralbankbetalingsmidler; dette vil føre til en Nedgang i Bankernes Kasser og hjælpe med til at standse deres Obligationsopkøb.

Er Bankernes Politik som her forudsat, vil Renten altsaa falde betydelig mere end under (i). Det vil imidlertid ses, at Pengemængden ogsaa er steget mere end i Tilfælde (i), hvor den steg netop svarende til Centralbankens Opkøb — *M*. Her er Pengemængden steget mere end *M*, nemlig med *M* plus de Indlaan, der er skabt ved de private Bankers Opkøb. En Del af *M* ligger Publikum stadig med til transaction-Formaal (dette Beløb er større end under (i)). Resten af *M* er sat ind i Bankerne, og Publikum har til Gengæld opnaaet tilsvarende Indlaan. Endelig har Bankerne af Publikum købt Obligationer for et vist Beløb, som viser sig som øgede Indlaan.

(iii) Det er muligt, at Bankerne er saa baissistiske, at de trods den øgede Kasse vil *sælge* Obligationer. Dette er ganske analogt med (ii), blot at her under (iii) Pengemængden stiger mindre end *M*, og at Renten falder mindre end i Tilfælde (i).

¹⁾ Et Tilfælde, hvor Bankerne søgte at modvirke en rentehævende Politik fra Nationalbankens Side gennem at lade et Konsortium opkøbe Obligationer, er nævnt af Axel Nielsen; se Bankpolitik I, p. 354. Dette Tilfælde staar dog sikkert ret alene og indtraf da ogsaa under de lidt utæmmede Tilstande som herskede indenfor Dele af Bankvæsenet i Aarene 1905—08.

(iv) Endelig er der den Mulighed, at Bankerne for at komme af med noget af deres øgede Likviditet vil nedsætte deres Udlaanssatser eller slække paa Udlaansbetingelserne eller eventuelt begge Dele. Denne Udvej vil vel Bankerne i alle Tilfælde gribe til, uanset hvilke af de foregaaende Muligheder for Bankernes Politik der er aktuel.

Det er især Viner¹⁾, som med stor Kraft har ført dette Argument mod Keynes, idet Viner hævder, at selv om en større Pengeskabelse fra Centralbankens Side gennem Obligationskøb næsten intet Rentefald fører til paa Grund af Baissisternes Spekulation i et fremtidigt Kursfald, saa vil dog Baissisterne altid anbringe Penge i kortere Anbringelser, f. Eks. i Bankindlaan, og saa vil der paa Grund af Presset paa den korte Rente ske en Overgang fra Kapitalmarked til Pengemarked, idet en Del af de løbende Investeringer nu vil blive financieret ved Banklaan i Stedet for ved Salg af Obligationer i Markedet. Ad denne Omvej vil der saa komme en Sænkning af Obligationsudbuddet og dermed af den lange Rente. Viners Argumentation løber altsaa derhen, at samtidig med at *Udbydere* af Kredit bliver Baissister og foretrækker at holde Penge, d. v. s. gaar fra Kapitalmarkedet til Pengemarkedet med deres Midler, saa vil ogsaa *Efterspørgere* efter Kredit samtidig skifte over fra Kapitalmarked til Pengemarked, saaledes at herigennem Baissisternes Overgang bliver neutraliseret. Paa denne Maade skulde Spekulationsmotivet blive betydningsløst som Bremse paa den lange Rentes Fald. I hele denne Argumentation overses imidlertid, at Bankerne ikke kan øge deres Udlaan uden samtidig at øge Pengemængden yderligere.

Lad os antage, at Bankernes mildere Laanevilkaar fører til en vis Forøgelse af Bankernes Udlaan. Hvis der ikke sker nogen samtidig Forøgelse i den økonomiske Aktivitet, men blot en Overgang fra Kapitalmarked til Pengemarked som ovenfor beskrevet, saa vil der ikke ske andet, end at Bankernes Indlaan vokser lige saa meget som deres Udlaan, hvorved altsaa Pengemængden er steget med et Beløb svarende til de nye Indlaan (og Udlaan). Sker der samtidig en Forøgelse af Aktiviteten, kan der desuden komme et vist Kasseaftræk til transaction-Formaal. De nye Indlaan vil saa kun være vokset med Forskellen mellem de nye Udlaan og Kasseaftrækket, men da Bankernes Kassebehold-

¹⁾ Viner: Mr. Keynes on the Causes of Unemployment, The Quarterly Journal of Econ., 1937, p. 152 ff.

ninger som sagt ikke medregnes til Pengemængden, vil atter her Pengemængden være steget netop svarende til de nye Bankudlaan.

Fører Bankerne altsaa denne Politik med Lempelse af Udlaansbetingelserne, vil der vel fremkomme en stærkere Investeringsforøgelse eller Sænkning af den lange Rente eller begge Dele end ovenfor i Tilfældet (i), men Pengemængden er her ikke steget med M , men med M plus Forøgelsen i Bankernes Udlaan.

En ganske analog Argumentation kan føres, saafremt Spekulationskassen anbringes — ikke i Bankindlaan — men f. Ex. i korte Papirer, ved hvilke der ikke er nogen Kursrisiko.

Vi har nu af disse Exempler set, at det i høj Grad afhænger af de private Bankers Politik, hvor stor en Renteforandring en given Forøgelse eller Formindskelse i Mængden af Centralbankbetalingsmidler vil medføre, idet det ganske afhænger af de private Bankers Politik, hvor store de samlede Obligationsopkøb skal blive (vi kan her regne en eventuel Overgang fra Kapitalmarked til Penge-marked i Tilfælde af Nedsættelse af Udlaansrenten i Bankerne for en relativ Forøgelse i Opkøbene), og dermed hvor meget de samlede Indlaan skal ændres. De private Banker bliver altsaa afgørende for, hvor meget de øvre Lag i »Pengepyramiden« skal ændres ved en given Ændring i Pyramidens Base. Jo mere den samlede Pengemængde øges som Følge af en given Forøgelse af Mængden af Centralbankbetalingsmidler, des mere vil Renten falde som Følge af denne givne Forøgelse i Centralbankbetalingsmidlerne. Derimod vil det ses, 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 o. l.) indvirker paa Rentefoden.

Den her valgte Definition synes derfor heldig, for saa vidt som det, der har Interesse, kun er Sammenhængen mellem Pengemængde og Rentefod, og denne Sammenhæng kan betragtes, uden at der tages nærmere Hensyn til den Politik, de private Banker vælger at føre. Derfor vil det dog langtfra være rigtigt uden videre at slaa de private Banker og Centralbanken sammen under eet — »Bankvæsenet« — idet man herved nemt overser det i Pengepolitiken saa vigtige Spørgsmaal: de private Bankers Reaktion paa en given Politik fra Centralbankens Side. Man vil i saa Fald ikke kunne faa frem, hvor stor Styrke Centralbanken behøver at lægge i sine Foranstaltninger for at fremkalde en ønsket Renteforandring; men saa længe vi kun ønsker — som Keynes gør det — at etablere en Sammenhæng mellem den totale Pengemængde og

Rentefoden, kan vi uden videre se bort fra de private Bankers Reaktionen, slaa Centralbank og Privatbanker sammen til et »Bankvæsen« og saa se paa den samlede Pengemængde, dette Bankvæsen har skabt.

II: Professor Jørgen Pedersen definerer Pengemængden paa en ganske anden Maade¹⁾. Han refererer til Ohlins Definition af »Pengemængden (penningtillgang) som Pengeinstitutternes Nettotilgodehavender i Centralbanken plus det Beløb, disse ligger inde med af Kontanter« og siger saa videre, at det er »utvivlsomt netop denne Størrelse, der maa indsættes i Keynes Likviditetsfunktion, hvis der skal blive Mening i den«. Denne Definition er saa at sige lige det modsatte af den ovenfor anvendte, idet jo efter Jørgen Pedersens Definition Pengemængden bliver lig Mængden af Centralbankbetalingsmidler minus det, der fastholdes *udenfor* Bankerne. Det skal nu vises, at der er lige saa meget Mening i at anvende den ene som den anden Definition, selv om den her anvendte Definition i forskellige Henseender synes at være den mest praktiske.

Vi kan for Nemheds Skyld antage, at der ikke anvendes Kontanter i Cirkulation, men kun Checks, medens der i Privatbankerne kun findes Checkkonti, paa hvilke der ikke betales Renter. Antag dernæst som før, at Centralbanken hos Publikum opkøber Obligationer for M Kroner, hvilket maa medføre, at Bankindlaanene vokser med M Kroner, og at Bankernes Indehav af Centralbankbetalingsmidler ligeledes vokser med M Kroner.

Ved Centralbankens Obligationsopkøb er Obligationskurserne steget og Renten faldet — hvor meget afhænger af Publikums Indstilling. Rentefaldet betyder en øget økonomisk Aktivitet, saaledes at den Kasse, Publikum holder for transaction-Formaal, er steget. Renten falder altsaa ikke saa meget, som hvis Aktiviteten ikke var steget. Om Publikum imidlertid holder sine Indlaan af spekulative Grunde eller for transaction-Formaal, er — under de her anvendte Forudsætninger — de private Banker ganske ligegyldigt. Deres Indehav af Centralbankbetalingsmidler er i alle Tilfælde steget med M Kroner, og Pengemængden (efter Jørgen Pedersen) er saaledes steget med M Kroner.

Paa Grund af de større Indlaan (vokset med M) maa Bankerne nu antages at ligge med større Kasse for *sine* transaction-Formaal,

¹⁾ Jørgen Pedersen: Stockholmskolens Pengeteori, Bemærkninger i Anledning af Professor Ohlins Artikel, *Økonomisk Tidskrift*, 1943, p. 123.

f. Ex. med $1/10$ M. Bankernes spekulative Kasser er altsaa vokset med $9/10$ M.¹⁾

(i) Er nu Renten ved Centralbankens Opkøb hos Publikum blevet drevet netop saa langt ned, at Bankerne ved denne lavere Rente ønsker at ligge med en spekulativ Kasse paa $9/10$ M, vil der uden videre være Ligevægt, uden at der er nogen Grund til, at Bankerne skulde købe eller sælge Obligationer i Haab om derved at svække eller styrke deres Kasser. Om man derfor til at bestemme Kursniveauet anvender Bankernes Likviditetspræference og den hertil svarende Pengedefinition (Jørgen Pedersens) eller Publikums Likviditetspræference og den dertil svarende Pengedefinition, er ligegyldigt. Resultatet bliver det samme.

(ii) Er Bankerne mindre baissistiske end Publikum, vil de ikke, med den Rente der er fremkommet ved Centralbankens Opkøb, ligge med den større Kasse og vil derfor gaa i Markedet og købe Obligationer hos Publikum: Kurserne stiger, og Renten falder yderligere, og Bankernes Køb vedvarer, indtil Bankerne ved denne lavere Rente er villige til at ligge med deres større Kasser. Under disse Opkøb er Bankernes Kasser ikke gaaet ned, og Pengemængden, som Jørgen Pedersen definerer den, er uændret. »Publikums Pengemængde« (som vi for Korthedens Skyld kan kalde den først anvendte Definition) er steget svarende til Bankernes Obligationenkøb. Naar Bankernes Opkøb holder op, vil Renten være faldet saadan, at Bankerne netop er villige til at holde deres Pengemængde (J. P.s Def.), men samtidig vil Renten ogsaa være faldet saa meget, at Publikum ogsaa netop er villig til at ligge med *sin*

¹⁾ Man kan indvende, at under Forudsætning af, at der ikke cirkulerer Centralbankbetalingsmidler i Omløbet, behøver Bankerne under ingen Omstændigheder at holde nogen Kasse for transaction-Formaal, idet saadan Kasse jo kun holdes for at balancere Ind- og Udbetalinger. Hertil maa dog svares, 1) at dette strengt taget kun gælder for Bankvæsenet som Helhed; den enkelte Bank kan vel tabe Kasse til de andre Banker. 2) Lovgivningen kan paabyde en vis minimal Kasse, og 3) saa maa der altid, naar der faktisk anvendes Kontanter i Omløbet, holdes en vis Kasse for transaction-Formaal, og denne maa være større, jo større Indlaanene er (selv om der naturligvis ikke behøver at være noget *fast* Forhold mellem Indlaan og Kasse). Da den i Teksten førte Argumentation ogsaa vil gælde, hvis der anvendes Kontanter i Omløbet, og dette er jo det realistiske Tilfælde, saa er det mest praktisk allerede her at indføre Forudsætningen om en transaction-Kasse i Bankerne fremfor først at køre hele Argumentationen igennem uden Kontanter i Omløbet og uden transaction-Kasser i Bankerne for dernæst at maatte Argumentationen igennem nok en Gang *med* Kontanter i Omløbet og *med* transaction-Kasser i Bankerne.

Pengemængde. Det var netop ved den yderligere Kursstigning, at Bankerne lokkede Publikum til at ligge med (nye) Indlaan i Stedet for Obligationer. Ogsaa her vil vi altsaa faa samme Resultat, hvad enten vi anvender den ene eller den anden Definition paa Pengemængde og Likviditetspræference.

(iii) Er Bankerne mere baassistiske end Publikum, vil de sælge Obligationer. Her kan anvendes en Argumentation ganske analog med Tilfældet (ii), idet Publikums Pengemængde vil stige mindre end M.

Udvider man Exemplet dertil, at Publikum ogsaa selv ligger med Centralbankbetalingsmidler til transaction-Formaal, vil dette ikke føre til principielle Ændringer i Argumentationen. Det samme gælder, hvis Bankerne søger at komme af med Kasse ved at nedsætte Udlaansrenten eller iøvrigt slække paa Udlaansbetingelserne.

I Ligevægt vil Rentefoden saaledes ligge paa et saadant Niveau at nødvendigvis samtidig følgende to Betingelser er opfyldt: dels at Bankerne er villige til at ligge med det, deres Pengemængde er forøget, dels at Publikum er villig til at ligge med det, dets Pengemængde er øget. Der er derfor lige saa god Mening i at bestemme Renten ved Publikums Likviditetspræference sammenholdt med Mængden af Centralbankbetalingsmidler udenfor Bankerne plus Indlaan paa Folio etc., som der er i at bestemme Renten ved Bankernes Likviditetspræference sammenholdt med Mængden af Bankernes Nettotilgodehavender plus deres kontante Kasser. Begge Metoder giver samme Resultat.¹⁾ Man maa imidlertid huske, at den Pengemængdeforøgelse, som giver samme Rentensænkning, er forskellig maalt i Kroner efter de to Definitioner, men dette er jo blot et Spørgsmaal om at holde sig klart, hvilken Definition man anvender, idet en given Ændring af Pengemængden defineret paa den ene Maade automatisk medfører en given — derfra forskellig — Ændring i Pengemængden defineret paa den anden Maade.

Som tidligere nævnt maa man, naar man anvender vor Definition, ikke blot kende Publikums Reaktion, men ogsaa Bankernes Reaktion, for saa vidt som man ellers ikke kan afgøre, hvor stor en Forøgelse af Indlaanene og altsaa af Pengemængden en given Forøgelse af Centralbankbetalingsmidlerne medfører. Derimod er Bankernes Politik ligegyldig, hvis man vil bestemme en *given* Penge-

¹⁾ Heri er der naturligvis intet usædvanligt. En Pris kan jo godt samtidig blive bestemt paa flere forskellige »Grænser«. Man kan herved sammenligne med, at Renten ogsaa bliver bestemt paa den Grænse, hvor Udbud af og Efterspørgsel efter Kredit bliver lige stor.

mængdeforøgelses Indflydelse paa Renten, idet en *given* Forøgelse har samme Resultat, hvad enten den til hele Beløbet er skabt af Centralbanken, eller om en Del deraf er fremkommet som et Resultat af de private Bankers Politik. Anvender man imidlertid Jørgen Pedersens Definition, maa man ikke blot kende Bankernes Reaktion, men man maa ogsaa under alle Omstændigheder kende Publikums Reaktion. Man kan nemlig sige, at naar Bankerne er mindre baissistiske end Publikum, saa vil det gælde, at jo mere baissistisk Publikum er i Forhold til Bankerne, ved jo mindre Rentefald vil Bankerne være villige til at ligge med deres øgede Pengemængde; og omvendt, naar Bankerne er mere baissistiske end Publikum: jo mindre baissistisk Publikum er i Forhold til Bankerne, des større Rentefald maa der til, for at Bankerne vil ligge med de øgede Kasser. Er f. Ex. Publikum meget baissistisk, og vi forudsætter, at Bankerne er mindre baissistiske end Publikum, maa Bankerne gøre meget store Obligationsopkøb, før Renten er faldet saa meget, at de af spekulative Grunde er villige til at ligge med den større Kasse. Med de store Obligationskøb vil imidlertid følge tilsvarende Vækst i Indlaanene, saaledes at Bankerne bliver nødt til at holde større og større Kasse til transaction-Formaal; ad denne Vej vil der derfor komme en Bremse paa Bankernes Opkøb og dermed paa Rentefaldet, og enebestemmende for Forholdet mellem Rentefaldet og Væksten i Bankernes nødvendige transaction-Kasser er Publikums baissistiske Indstilling. Vil man derfor bestemme Renten ved Bankernes Likviditetspræference og Pengemængden efter Jørgen Pedersens Definition, undgaar man ikke samtidig at maatte anvende Publikums Likviditetspræference og den dertil svarende Pengedefinition, idet man ellers ikke kan bestemme Bankernes nødvendige transaction-Kasser, og man maa altsaa faktisk operere med hele to Pengedefinitioner paa een Gang.¹⁾ Det simpleste er derfor givetvis, at tage sit Udgangspunkt i Publikums Likviditetspræference og definere Pengemængden

¹⁾ Det maa bemærkes, at Jørgen Pedersen til Ohlins Definition af Pengemængden (»Pengeinstitutternes Nettotilgodehavender i Centralbanken plus det Beløb, disse ligger inde med af Kontanter«) anfører, »at man lige saa godt kan udelade det sidste Led, det Ohlin kalder »Kassen«, thi Bankerne ligger aldrig med flere Sedler i Kassen, end de behøver for Transaktionformaal, og Størrelsen af dette Beløb er derfor uden Betydning for deres Likviditet«. Denne yderligere Begrænsning af »Pengemængden« synes dog ikke at hjælpe overfor den her rejste Indvending, idet man jo saa ikke kan bestemme selve *Pengemængden* uden at kende Publikums Likviditetspræference og den hertil svarende »Pengemængde«.

overensstemmende hermed.¹⁾ Det har den væsentlige Fordel, at man kan nøjes med den ene Definition af Pengemængden, samt endvidere at denne Maade at bestemme Renten paa synes at stemme nøje overens med Keynes egen Oplægning.

Ved ikke at anvende Jørgen Pedersens Definition slipper man iøvrigt ogsaa for at presse Bankernes hele Politik ind i et speculative-motive-Skema, hvorved man let kommer til at overse alle de andre Motiver, der kan gøre sig gældende for Bankerne, og som maaske kan være nok saa vigtige som Overvejelser om mulige Kurstab og -gevinster. Selv om man maaske nok kan tale om en Likviditetspræference for Bankerne, saa faar denne dog i hvert Fald et ganske andet Indhold end den keyneske Likviditetspræference (for Publikum). Navnlig for Bankernes Vedkommende — om end det samme ogsaa i nogen Grad kan siges for den øvrige private Sektors Vedkommende — gælder det, at Opstillingen af en bestemt Likviditetspræferencekurve til Bestemmelse af Rentefoden let faar samme tautologiske Karakter, som f. Ex. Kvantitetsteoriens Anvendelse af Omløbshastigheden V : hvis ikke Priserne ændrer sig i samme Forhold som Pengemængden, saa »skyldes« det simpelthen, at Omløbshastigheden ogsaa har ændret sig!

III: I sin Bog »Pengeteori og Pengepolitik« anvender Jørgen Pedersen endnu en tredje »Pengemængde«, nemlig »Fordringer paa Centralbanken incl. Sedler og andre Kontanter« (p. 95), d. v. s. *baade* Publikums og Bankernes Indehav af Centralbankbetalingsmidler. Denne Pengemængde stilles saa sammen med en fælles Likviditetspræference for baade Bankerne og Publikum, hvorved Renten bestemmes. Og Begrundelsen herfor er, »at hvis vi i Almindelighed definerer Mængden af Betalingsmidler, en Mand raader over, som hans Nettobeholdning af Fordringer, faar man ved Sammenlægning for samtlige Individuer og Institutioner under den private Sektor Nettotilgodehavender i Centralbanken, idet private Fordringer paa hinanden gaar ud ved Sammenlægningen« (p. 95—96). — Dette kan naturligvis være meget rigtigt, men synes blot lidt relevant; thi medens Publikums Fordringer paa de private Banker er likvide Midler for Publikum, saa er Bankernes tilsvarende Skyld til Publikum ikke ensbetydende med en tilsvarende

¹⁾ Det kan her maaske ogsaa nævnes, at i den Sammenhæng, hvori dette oprindeligt blev skrevet, var denne Pengedefinition særlig heldig, idet den tillader en umiddelbar Sammenligning med den »klassiske« Rente- og Pengeteori, der jo næsten altid definerer Pengemængden paa denne Maade.

negativ Likviditet hos Bankerne. Det er jo netop »Hemmeligheden« ved alt Bankvæsen, at Bankerne sikkert kan gaa ud fra, at ikke alle Indlaan paa een Gang bliver gjort gældende mod Banken. Publikums Indlaan i Bankerne gør Publikum mere likvide (selv om ogsaa disse Indlaan er »skabt« ved forudgaaende Udlaan fra Bankernes Side) uden samtidig at gøre Bankerne tilsvarende illikvide. Jørgen Pedersen kan vel ogsaa vanskeligt for Alvor hævde, at en Mands »Betalingsmidler« skulde være lig hans »Nettobeholdning af Fordringer«; i saa Fald skulde for den enkelte allehaande Gældsbreve, selv ikke-negotiable Gældsberve, være Betalingsmidler? Og en Mand, som hverken ejer Aktiver eller Passiver (hans Nettoformue er altsaa lig Nul), skulde være lige saa likvid, som en Mand, der har et f. Ex. 6 Maaneders Banklaan paa 10.000 Kr. løbende og er sikker paa at kunne faa det forlænget, og som har tilsvarende Indlaan paa 10.000 Kr. (hans Nettoformue er altsaa ogsaa lig Nul)? Solvens og Likviditet bør dog formentlig fortsat være forskellige Begreber.

Opstiller man derfor en Likviditetspræference for Publikum og Bankerne under eet, maa man i hvert Fald til den relevante Pengemængde medregne Publikums Indlaan i Bankerne paa Folio o. l. At slaa Publikum og Bankerne sammen paa denne Maade synes dog meget uheldigt, da den Pengemængde, der staar til Raadighed for Publikum, afhænger af Bankernes Politik, og for at faa den frem blev man saa i alle Tilfælde nødt til først at dele op mellem paa den ene Side Publikum og dets »Pengemængde« og paa den anden Side Bankerne og deres »Pengemængde«.

IV: Med den her anvendte keyneske Pengedefinition, hvor Bankernes Politik er ligegyldig, saalænge det kun drejer sig om at bestemme Virkningerne af en *given* Pengemængde paa Rente-foden, kommer man let — om end ikke nødvendigvis — ind paa ganske at overse Bankernes Politik eller uden videre at tage den for given, hvilket strengt taget ikke er stort bedre end Jørgen Pedersens Synspunkt. Naar Keynes gør det, hænger det givetvis sammen med den Tradition, der er indenfor engelsk Bankvæsen, ifølge hvilken Bankerne saa vidt muligt stræber efter at holde et ganske bestemt Forhold mellem Kasse og Indlaan konstant. I England er Bankernes Politik for saa vidt ogsaa givet i det virkelige Liv (man kan her ogsaa pege paa, at de engelske Banker i hvert Fald ikke tidligere yndede lange Papirer), men det samme gælder ikke udenfor England. Man kan med vor (Keynes) Pengedefi-

niton *formelt* se bort fra Bankernes Politik, naar det drejer sig om at angive Forholdet mellem en given Pengemængde og Rentefoden, men derfor vil det naturligvis alligevel være meget utilfredsstillende ganske at undlade at betragte Bankernes Politik, idet det, der sædvanligvis har pengepolitisk Interesse, er Forholdet mellem en given Aktivændring hos Centralbanken og Rentefoden¹⁾.

¹⁾ Det bemærkes, at der i hele den førte Argumentation er regnet med, at Udbetalinger til Publikum hidrørende fra Bankernes Obligationsopkøb enten fører til øgede Indlaan i Bankerne, eller til at Publikum ligger med større Kontantbeholdninger (evt. køber kortfristede Papirer). I et vist Omfang vil saadanne Udbetalinger naturligvis ogsaa blive anvendt til Afbetalinger paa Banklaan. Forudsætter man, at en vis Del af Udbetalingerne anvendes hertil, gælder imidlertid hele Argumentationen — *mutatis mutandis* — dog stadig. Udeladelsen af dette Punkt tjener blot til Simplifikation.