

DYNAMISKE BETRAGTNINGER OVER BEREDSKABS- OG SPEKULATIONSMOTIVET FOR LIKVIDITET

AF HEINRICH SCHLEBAUM LARSEN

FORMALET med nedenstående betragtninger har været at yde et bidrag til at udvide likviditetspræferenceteorien i dynamisk retning bl. a. for derigennem at åbne vejen for en grundigere empirisk undersøgelse af sammenhængen mellem pengemængden og rentens højde. Der er derfor set bort fra en række udvidelser af de rent statiske teorier i retning af hensyntagen til institutionelle forhold, ændringer i obligationsmængden o. s. v. Udgangspunktet er likviditetspræferencekurverne, sådan som de stort set forelå i General Theory. Det giver fremstillingen en noget begrænset gyldighed, men forfatteren har ment, at der opnåedes så store fremstillingstekniske fordele herved, at det kunne opveje ulemperne.

Beredskabsmotivet.

Keynes antager (i General Theory), at beredskabs- eller forsigtighedsmotivet til at foretrække kasse er upåvirket af renteniveauet som sådant og alene påvirkes via påvirkningen af indkomstsummen. Andre (Jørgen Pedersen) mener, at beredskabsmotivet ikke spiller nogen rolle, hvor der findes et organiseret pengemarked. Der er imidlertid meget, der taler for, 1) at beredskabsmotivet kan spille en rolle på det danske pengemarked, 2) at kassebehovet som følge af beredskabsmotivet alt andet lige er størst, når pengemarkedet er stramt og renten høj, og 3) at det er konjunkturfasen mere end indkomsthøjden, der bestemmer likviditetspræferencen som følge af beredskabsmotivet.

De to første punkter kan behandles rent statisk. De der antydede forhold hænger sammen med, at der i realiteten sker en desorganisering af dele af pengemarkedet, når markedet strammes, og renten stiger. Renten ophører med at fungere som regulator, og forskellige former for kreditrationering fra bankernes side træder i funktion. Der er derfor ikke længere sikkerhed for, at man kan få lån, selv om man møder med normal sikkerhed og er villig til at betale prisen.

Går man over til en dynamisk behandling, fremkommer der yderligere impulser, som taler i retning af, at likviditetspræferencen vil være høj ved

stigende rente, selv om renten ikke har nået et så højt niveau, at penge-markedet er blevet desorganiseret. Befinder man sig i en opgangskonjunktur, vil der uden tvivl være en bevidsthed om, at bankerne før eller siden vil rationere kreditten, og at dette vil ske på et tidspunkt, da obligationskurserne er lave. Beredskabsmotivet vil derfor trække i retning af, at man sikrer sig banklån og/eller afskiber obligationer under et fremadskridende opsving, medens man reagerer modsat under en nedgangskonjunktur.

Disse tendenser forstærkes af, at mulighederne for at gøre den slags forretninger, som mobiliserer »beredskabskassen« (f. eks. uforudsete køb af varelagre, når priserne begynder at stige kraftigt), er større ved en stigende end ved en faldende konjunktur.

Resultatet bliver således, at »beredskabskassen« alt andet lige er størst, når renten er høj, men at den ved samme rentehøjde vil være større på den stigende end på den faldende konjunktur.

De her fremførte dynamiske betragtninger minder en del om spekulationsmotivet, men adskiller sig derfra ved, at et eventuelt salg af obligationer ikke sker med henblik på senere at købe de samme eller lignende papirer tilbage med en kursgevinst som resultat, men udelukkende for at sikre muligheden for at finansiere en fremtidig transaktion. Sondringen mellem beredskabskasse og transaktionskasse går her på, at beredskabskassen holdes for at imødegå uforudsete betalingskrav, medens transaktionskassen holdes til forudsete betalinger. Det må antages, at de her nævnte forhold også spiller en rolle for transaktionskassens størrelse.

Spekulationsmotivet.

Når man tegner den almindeligt kendte spekulationskurve for likviditetspræferencen, betragtes den i almindelighed som en statisk kurve. Den betegner ikke et forløb, men en række alternative situationer.

Den er imidlertid kun statisk i samme begrænsede forstand, som den partielle vareprisanalyses korttidsudbudskurve er det. De alternative tilstande, den beskriver, er ikke stationære tilstande. Kurven indeholder et forventningselement, som bevirker, at bevægelser langs kurven før eller siden kan medføre, at hele kurven forskydes. Tegner man en almindelig efterspørgselskurve (fig. 1), angiver kombinationen $p-v$ (punkt A) en af de kombinationer, som kan fremkomme bl. a. under forudsætning af, at det p , som indgår i kombinationen, vil være konstant i hele den periode, synsfeltet dækker. På samme måde for alle andre punkter på kurven. Ved likviditetspræferencekurven (fig. 2) er forventningsforudsætningen en anden. (I fig. 2 er alene indtegnet spekulationskurven). Kombinationen $i-m$ fremkommer ikke under forudsætning af, at i ventes at blive stående, men derimod under forudsætning af, at renten ventes at stige til i_0 inden for den periode, synsfeltet dækker. Hvis i ventedes at bestå, ville rente-

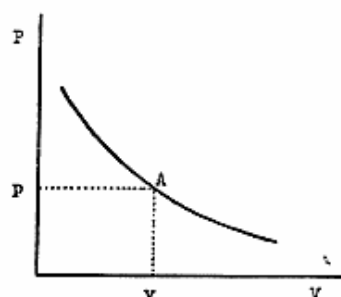


Fig. 1.

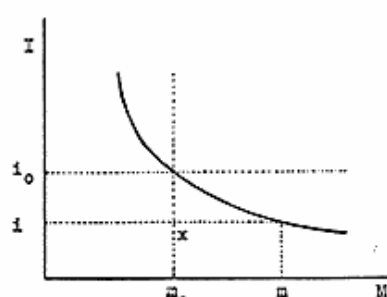


Fig. 2.

likviditetskombinationen i stedet blive $i-m_0$ (punkt x, hvor spekulationskassen kan betegnes som værende o).

De undersøgelser, der er foretaget af de danske bankers likviditetspræference under krigen¹⁾, tyder imidlertid på, at den forventede fremtidige rente (i_0) ikke er nogen fast størrelse, men at den påvirkes af bevægelser på likviditetskurven. Hvis renten i længere tid har været i , vil den forventede fremtidige rente forskydes nedad fra i_0 , og sandsynligvis længere ned, desto længere i har været den gældende rente. Går der tilstrækkelig lang tid, kan i blive den forventede fremtidige rente, hvorefter vi vil få en helt ny likviditetspræferencekurve gennem punktet x.

Formen af de nye likviditetskurver, som fremkommer, trænger dog til en nærmere analyse. Vi forudsætter (fig. 3), at den forventede fremtidige rente i udgangssituationen er i_0 , at den dertil svarende spekulationskurve er L_0-L_0 , og at den aktuelle rente er i . Lad os endvidere forudsætte, at myndighederne (uden at have afgivet nogen erklæring derom, idet en sådan

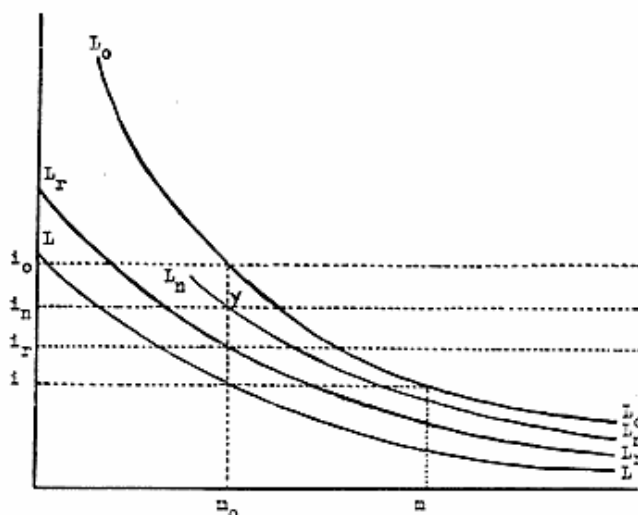


Fig. 3.

¹⁾ K. Philip: Forsøg på en statistisk måling af bankernes likviditetspræference, *Økonomisk Tidsskrift* 1948, nr. 3, og H. S. Larsen: Bankernes likviditetspræference, *Økonomisk Tidsskrift* 1949, nr. 1.

i sig selv ville påvirke renteforventningerne) vil fastholde renten på i og hele tiden tilpasser pengemængden efter dette formål. Når renten efter n år stadig er i , har det påvirket renteforventningerne, således at den forventede fremtidige rente nu er i_n . Vi må nu også få en ny likviditetskurve (L_n-L_n), som må gå gennem punktet y . På den nederste del vil kurven vel stort set have samme form som L_0-L_0 . Hvis renten derimod stiger over i_n , op i nærheden af i_0 , er det sandsynligt, at fremtidsforventningerne omgående skifter, således at man mere eller mindre gradvis glider over på den gamle kurve (nemlig hvis n er en forholdsvis kort periode, medens i_0 har været gældende i en lang årrække forud for nedsættelsen til i).

Efter r års forløb ($r > n$) er den forventede fremtidige rente måske yderligere forskudt til i_r , og vi får en ny likviditetskurve, L_r-L_r . Denne gang har i måske været gældende rente så længe, at selv en stigning op over i_0 ikke medfører nogen tilbagevenden til den oprindelige kurve før efter lang tids forløb. Går der endelig tilstrækkelig lang tid, må i blive den forventede fremtidige rente, og man får derfor kurven $L-L$.

Resultatet bliver altså, at medens den partielle efterspørgselskurve er gældende, når der er gået tilstrækkelig lang tid til, at tilpasningen kan finde sted, har *spekulationskurven* en langt mere begrænset gyldighed. Den oprindelige kurve *gælder fra det tidspunkt, da eventuelle kortsigtsspekulationer (jfr. nedenfor) er ophørt, indtil der er gået så lang tid, at bevægelsen langs kurven har fremkaldt en forskydning af kurven eller eventuelt (jfr. L_n-L_n) af en del af denne. Og de følgende kurver har samme begrænsede gyldighedsområde.*

Ser man bort fra korttidsspekulationen, kunne man anskueliggøre sammenhængen mellem renten, tiden og likviditetspræferencen i et tredimensionalt koordinatsystem. Forholdet kan også illustreres todimensionalt ved et kurvebundt. I fig. 4 er det forudsat, at i_0 har været gældende gennem lang tid og anses for den sandsynlige fremtidige rente, så længe renten ikke lang tid og anses for den sandsynlige fremtidige rente, så længe renten ikke lavere niveau. Inden for denne n -årige periode vil derfor spekulationskurven være L_0-L_0 (hvilket er den almindeligt anvendte spekulationskurve). Har renten gennem n år været stabiliseret på i_n^1 , vil likviditetskravet imidlertid være forskudt f. eks. til m_n^1 idet den forventede fremtidige rente nu er forskudt til et sted mellem i_0 og i_n^1 . Har renten derimod gennem n år været i_n^2 , vil den forventede fremtidige rente forskydes til et sted mellem i_0 og i_n^2 , hvorfor også spekulationskassen vil forøges f. eks. til m_n^2 . Man kan nu tænke sig en kurve tegnet gennem punkterne x og y og andre alternative punkter fundet på samme måde. Denne kurve angiver, *hvor stort kassekravet vil være for hver enkelt rentesats, såfremt denne rentesats har været gældende gennem en periode på n år (M_n-M_n).* Kurven er tegnet sådan, at den på et stykke omkring renten i_0 følger

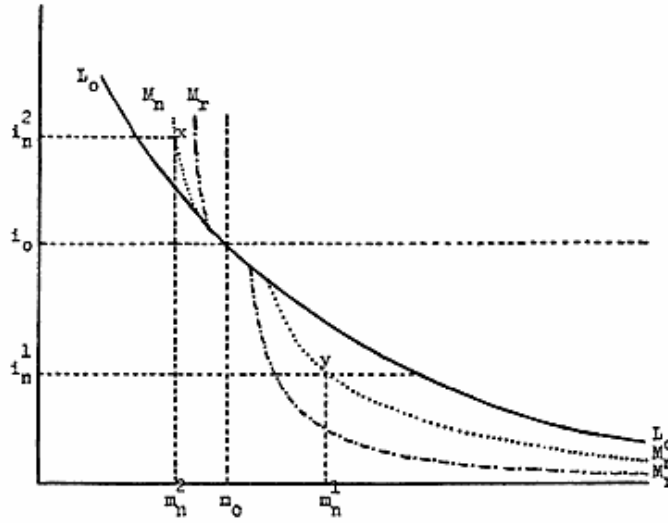


Fig. 4.

L_0-L_0 , idet det må antages, at mindre udsving fra i_0 ikke ændrer renteforventningerne, medmindre de pågældende afvigelser fra i_0 har været gældende i meget lang tid. Tilsvarende angiver M_r-M_r , hvor stort kassekravet vil være for hver enkelt rentesats, såfremt denne rentesats har været gældende gennem r år. Den er stejlere end M_n-M_n , og den må antages at have et kortere stykke tilfælles med L_0-L_0 . Går der tilstrækkelig lang tid, må man få en lodret linie gennem (i_0, m_0) , idet aktuel rente = forventet rente.

Medens kurven L_0-L_0 angiver den linie, man (bortset fra kortsigtspekulation) må bevæge sig ad ved ændringer af rentesatsen mellem år 0 og år n , kan man ikke betragte M_n-M_n som den linie, man (bortset fra korttidsspekulationen) må bevæge sig ad mellem år n og år $n+1$. I alle punkter på L_0-L_0 forudsættes samme forventede rente i fremtiden, nemlig i_0 . Hvert enkelt punkt på kurven M_n-M_n har derimod principielt sin egen forventede fremtidige rente. Dette anskueliggøres i fig. 5. Har renten i n år været

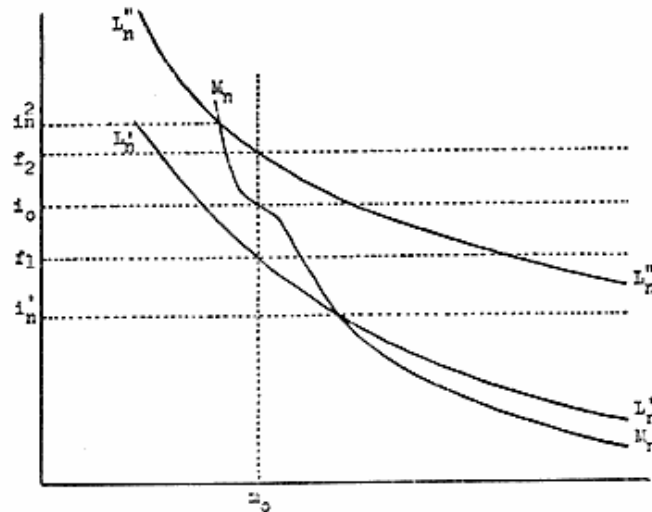


Fig. 5.

i_n^1 , vil den forventede fremtidige rente være f_1 , og vi vil få $L'_n-L'_n$, som er en kurve svarende til L_o-L_o . Tilsvarende findes $L''_n-L''_n$ -kurven. De to L -kurver er i virkeligheden kurver, som svarer til kurven L_n-L_n på fig. 3, og de i den forbindelse nævnte modifikationer med hensyn til eksistensen af kurvens øvre (og for $L''_n-L''_n$ nedre) ende gør sig derfor også gældende her.

Vi har i det foregående negligeret spekulatørens på kort sigt. I det følgende skal disse spekulationer tages i betragtning i form af en lidt nærmere analyse af bevægelserne langs kurven L_o-L_o på fig. 2. Forudsætningen er altså nu, at renten ikke i den periode, vi betragter, afviger fra »normalrenten« i een bestemt retning så længe, at fremtidsforventningerne ændres.

I fig. 6 betragtes i_o som den forventede fremtidige rente, og vi starter fra en position, hvor i_o samtidig er den aktuelle rente. Foregår der nu en kontraktion af pengemængden til m_1 , skulle renten efter kurven stige til i_1 (idet vi ser bort fra ændringer i transaktions- og beredskabskassen). Hvis publikum og bankerne venter, at pengemængden vil reduceres yderligere med fortsat rentestigning som følge, vil de imidlertid spekulere i stigende rente og ikke i faldende (som kurven L_o-L_o forudsætter).

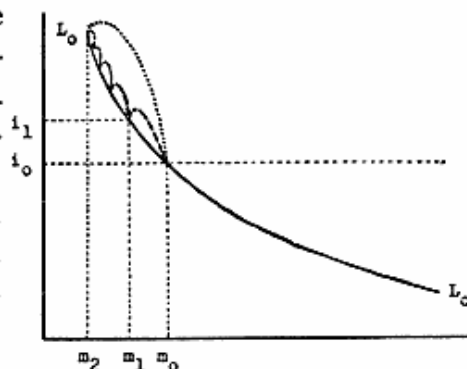


Fig. 6.

Renten vil derfor i første omgang stige til et højere niveau, og først efterhånden, som man fæster tillid til, at en yderligere rentestigning ikke tilstræbes, vil man nå tilbage på L_o-L_o -kurven. Bevægelsen op til i_1 må derfor antages at følge den stiplede kurve mellem i_o og i_1 . Bevægelsen mellem udgangsrenten og den højere rente behøver dog ikke at ske i eet stræk. Mindskes pengemængden fra m_o til m_2 gradvis, kan udviklingen således tænkes at følge den stiplede linie, idet publikum ind imellem venter, at renten nu er stabiliseret. Sker formindskelsen derimod hurtigt, så rentestigningen bliver meget brat, kan udsvingene fra L_o-L_o -kurven blive betydelige (den prikkede kurve). I alle tilfælde må man vente, at en bevægelse opad langs kurven sker til højre og en bevægelse nedad langs kurven sker til venstre for denne.

Hos den enkelte investorer må enten den kortsigtede eller den langsigtede spekulation være udelukkende. Det betyder dog næppe, at det samme er tilfældet på markedet som helhed. Der findes antagelig store grupper, som ikke spekulerer på kort sigt. Det sagte må derfor opfattes på den måde, at når renten er stigende eller faldende, vil en større eller mindre procentdel af publikum spekulere på kort sigt, og at eventuelt spekulatørens på langt sigt bliver mere afventende.