

UDVIKLINGEN PÅ DET DANSKE PENGE- OG KAPITALMARKED I ÅRENE 1948—1953

AF HEINRICH SCHLEBAUM LARSEN

FORMÅLET med denne artikel er mere analytisk end deskriptivt. Hovedopgaven har for forfatteren ligget i at analysere to større grupper (bankernes og borgernes) optræden på det organiserede kreditmarked. Gennem denne analyse har han søgt at afsløre visse handlingsmønstre for de to grupper for at opnå et mere nuanceret billede af rentens og kreditvilkårenes bestemmelse under de institutionelle forhold, som præger Danmark. På dette grundlag søges sluttelig draget nogle konklusioner m. h. t. mulighederne for at påvirke kreditmarkedet i forskellige retninger og vedrørende begrebet »neutral pengepolitik«.

Den keynesianske renteteori, som er fundamentet i denne analyse, bygger på et simpelt skema: Renten bestemmes af samfundets forsyning med likviditet og samfundets efterspørgsel efter likviditet. Dette skema må ved en mere realistisk analyse udvides i to dimensioner. Samfundet består for det første af en flerhed af grupper (banker, sparekasser, »borgere« osv.), som må antages at have hver sin »likviditetskurve«. Da imidlertid bankerne gennem deres udlånspolitik direkte påvirker de øvrige samfundsgruppers forsyning med pengemidler, kan man ikke uden videre lægge bankernes og borgernes kassekrav ved en given rentesats sammen til »hele samfundets likviditetskurve«. Man må analysere hver af gruppernes likviditetskurver isoleret og derefter undersøge sammenspillet mellem de forskellige grupper. Forfatteren har som konsekvens af denne argumentation opgivet en direkte analyse af sammenhængen mellem »den totale pengemængde« (et i sig selv uklart begreb) og »kreditvilkårene« (som er et både uklart og kompliceret begreb). Der vendes tilbage til dette problem i artiklens slutning. I stedet analyseres først borgernes (d.v.s. publikum uf. banker og sparekasser) placering af deres pengemidler, sammenlignet med rentens højde og bevægelser. Derefter foretages en lignende undersøgelse for bankerne.

Endvidere har hver af grupperne mulighed for at vælge mellem flere

forskellige placeringer af den totalformue, de råder over. De gængse likviditetspræferencebetragtninger opererer kun med valget mellem rede penge og fordringer (obligationer). Principielt burde vel alle aktiver medtages i en analyse. Det er dog forfatterens opfattelse, at der er så betydelige præferencer hos de personer, der har midler at placere, at man vil vinde megen erkendelse, selv om man begrænser analysen til at omfatte borgernes og bankernes valg mellem placering i sedler, mønt, indskud i pengeinstitutter, obligationer og udlån ved alternative rentehøjder.

Denne udvidelse eller nuancering af likviditetsbegrebet lettes, hvis man opgiver en stiltiende forudsætning bag den keynesianske renteteori, hvilket atter kræver en ændring af den traditionelle likviditetspræferencekurve. Denne fremstiller normalt sammenhængen mellem rentens højde og den kasse mængde, borgerne, bankerne eller »samfundet« ønsker at holde. Nu er det klart, at dette forhold ikke var det samme i trediverne, som det er i dag. De ændringer, der er indtrådt, har man traditionelt søgt at eliminere ved at omregne kassen til et bestemt prisniveau. Hermed løses imidlertid kun en del af problemet — og for den her betragtede periode kun den mindste del. Hvor mange penge man ønsker at holde som kasse, kan ikke definitivt være afgjort på grundlag af prisniveauet, rentens højde og renteforventningerne. Det må også påvirkes af den samlede aktivmasse hos investorerne. Når Keynes taler om sammenhængen mellem rente og likviditetskrav, må han således gøre en stiltiende forudsætning om størrelsen af den samlede aktivmasse. Denne må enten gå ud på, at mængden af andre fordringer end likvider er konstant — altså den samlede aktivmasse varierer med samme beløb som likviditeten — eller den må gå ud på, at den samlede aktivmasse er konstant — altså at en stigning i likviditeten fører til en beløbsmæssig lige stor nedgang i mængden af andre fordringer. Det er næppe muligt at fastslå, hvilken af de to forudsætninger, man har i tankerne, når man opererer med den keynesianske likviditetsfunktion. De er begge forenelige med den, idet begge må antages at give den traditionelle keynesianske kurve. På den anden side er det — så vidt forfatteren kan se — de eneste, som med sikkerhed vil medføre, at stigende likviditet vil være korreleret med faldende rente.

Ingen af de to forudsætninger er imidlertid synderligt praktiske at arbejde med, når undersøgelsen gælder en periode som 1948-53, hvor obligationsmassen og borgernes og bankernes samlede aktivmasse har svinget meget voldsomt og uregelmæssigt. Forfatteren har derfor valgt en anden funktionssammenhæng, som han mener har en god teoretisk begrundelse, og som for den betragtede periode synes velegnet til at forklare udviklingen på kreditmarkedet. Medens det synes urimeligt at antage, at bankerne og borgerne ved en given rentefod skulle vælge at holde en bestemt kasse (målt i fast prisniveau) uanset svingninger i deres totale

aktivmasse, så synes det rimeligt at antage, at de ved en given rentefod foretrækker en bestemt procentvis fordeling af deres aktivmasse. Såfremt denne procentvise fordeling er upåvirket af ændringer i aktivmassens størrelse, altså alene er påvirket af renten, skulle man få en kurve af samme karakter som den gangse likviditetspræferencekurve: Stigende likviditetsbrøk fører til faldende rente og omvendt. Ud over at synes mere realistisk som arbejdshypotese, indebærer teorien om den faste likviditetsbrøk endnu en fordel i praksis: Man kan for den samme sektor (f. eks. banker) arbejde med en »likviditetsbrøk« for hver af de forskellige former for »likviditet«, bankerne har at vælge imellem, jfr. senere. En sådan statistisk operation med flere likviditetsarter er ret hjemløs i det traditionelle likviditetsskema.

Til gengæld synes det vanskeligere i den her anvendte arbejdshypotese at indarbejde en korrektion for ændringer i transaktionskassen. Forfatteren er her gået udenom dette problem, fordi han har anset, at de ændringer, der var indtrådt i den betragtede periode, og som der ikke var korrigeret for, var så ubetydelige i forhold til de relevante bevægelser, at resultatet ikke ville forbedres væsentligt ved en yderligere korrektion¹⁾.

Ved analysen af udviklingen må der iøvrigt tages hensyn til de dynamiske komplikationer, som jeg tidligere har redegjort for i en artikel i dette tidsskrift²⁾. Det er her påvist (og teorien synes at bekræftes af den undersøgelse, som refereres i det følgende f.s.v. borgerne angår), at den gangse likviditetsfunktion — og dermed også den transformerede funktion, som anvendes her — har begrænset gyldighed. Den har relation til forventningerne på langt sigt, mens man ikke kan vente at bevæge sig langs kurven, når renten er på vej opad eller nedad i et sådant tempo og med en sådan baggrund, at publikum venter bevægelsen fortsat. Sådanne voldsomme rentestigninger vil forløbe »til højre« for kurven, medens voldsomme rentefald vil udspille sig »til venstre«. Det må derfor blive et vigtigt led i undersøgelsen at udskille de situationer, hvor man må regne med at være »på kurven« og de perioder, hvor midlertidige spekulationer på kort sigt fører os ud af kurven. Derimod er det ved undersøgelsen forudsat, at kurven ikke har ændret beliggenhed i den betragtede periode.

¹⁾ Likviditetsbrøken indebærer under specielle forudsætninger en korrektion for ændringer i transaktionsbehovet. Ændres omsætningens størrelse og den totale beholdning af fordringer (incl. likvid kasse) i samme takt, er det ved anvendelsen af likviditetsbrøken ikke nødvendigt at korrigerer for ændringer i transaktionskassen. Sådanne korrektioner (som altså her er udeladt), bliver kun nødvendige i de tilfælde, hvor de to størrelser udvikler sig forskelligt, og hvor det altså bliver forskellen i udviklingstakten, der skal korrigeres for.

²⁾ Heinrich Schlebaum Larsen: Dynamiske betragtninger over beredskabs- og spekulationsmotivet for likviditet. *Nationalekonomisk Tidsskrift* 1952 s. 138.

Borgernes likviditetsfunktion.

De størrelser, som indgår i analysen af borgernes likviditetsfunktion, er defineret på følgende måde (idet selve gruppen »borgere« opfattes som samtlige institutioner og personer udenfor stat, nationalbank, private banker, sparekasser og postgiro; det ville have været hensigtsmæssigt at udskille forsikringsselskaber, men fornødent statistisk materiale for disse forefindes ikke):

Borgernes pengemængde:

- Seddelomløb
- + Indestående i private banker
- + « i samtlige sparekasser
- + « på postgiro

Borgernes obligationsbeholdning:

- Omløbet af kasseobligationer fra kredit- og hypotekforeninger
- + Samlet indenlandsk statsgæld, incl. udestående skatkammerbeviser
- + Nationalbankens obligationsbeholdning
- + De private bankers obligationsbeholdning
- + Sparekassernes obligationsbeholdning

Borgernes likviditetsbrøk:

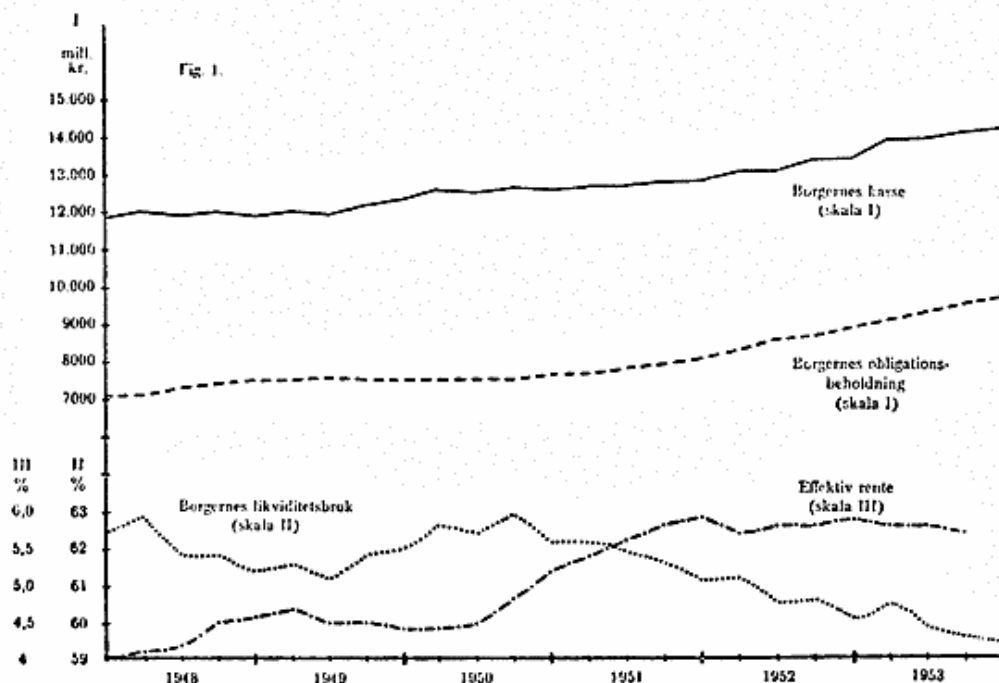
Borgernes pengemængde

Borgernes pengemængde + Borgernes obligationsbeholdning

De således definerede størrelser er behæftet med forskellige unøjagtigheder i forhold til de »ideelle« begreber. Således er der af praktiske grunde ikke foretaget fradrag af bankernes, sparekassernes og statens seddelbeholdning og af disse institutioners indskud på postgiro ved beregning af borgernes pengemængde. Ved beregningen af borgernes obligationsbeholdning er der hortset fra statens og statsfondenes obligationsbeholdninger, ligesom der er set bort fra, at den samlede obligationsmasse er opgjort til parikurs, medens institutionernes obligationer er opgjort til varierende kurser. Det har ikke været forfatteren muligt at finde en fornuftig korrektion for dette forhold. Når han har ment at kunne anvende de beskrevne størrelser trods de her nævnte fejlkilder, skyldes det, at de forskydninger i borgernes samlede pengeaktiver, som her beskrives, har været så store, at de nævnte fejlkilder bliver af en forsvindende størrelsesorden sammenlignet hermed.

Forfatteren har beregnet de nævnte størrelser månedligt for perioden 1948-1953, men for overskuelighedens skyld er i diagrammerne kun ind-

tegnede oplysninger for ult. januar, april, juli og oktober. Refererede gennemsnitsberegninger er derimod foretaget på grundlag af månedstallene.



I fig. 1 er foruden de ovennævnte tre størrelser indtegnet den effektive rente af en statsobligation. Figuren viser med al ønskelig tydelighed, at den indtrufne rentestigning og fastholdelsen af det høje renteniveau har kunnet lade sig forene med en stadig forøgelse af borgernes pengemængde. Selv om man korrigerede for en vis stigning i omsætningens behov, synes det vanskeligt at opretholde en forklaring af rentens bevægelser alene på grundlag af kassens størrelse. I det sidste halvandet år er den samlede kasse øget stærkt, medens omsætningens behov næppe er forøget synderligt. Det synes således umuligt at forklare det fortsat høje renteniveau alene ud fra et kassesynspunkt.

Derimod er der på lidt længere sigt en nøjere overensstemmelse mellem rentens højde og borgernes likviditetsbrøk, således at høj rente er korreleret med lav likviditetsbrøk. På kort sigt synes sammenhængen at være mindre klar. Afvigelserne kan — som det nærmere skal omtales nedenfor — forklares ved spekulation på kort sigt³⁾. På længere sigt skal høj rente efter teorien være korreleret med lav likviditetsbrøk. Men er renten høj, men fortsat hastigt stigende, kan den rent øjeblikkelige spekulation i opadgående renteniveau midlertidigt føre til en forholdsvis høj likviditetsbrøk.

³⁾ Jvf. foran citerede artikel i N. T. 1952.

Skal man finde frem til en kurve, der viser sammenhængen mellem rente og likviditetsbrøk, må man derfor operere med sådanne perioder, hvor situationen ikke synes at have indebåret sådanne kortsigtede spekulationer på tværs af den langsigtede spekulation, som efter teorien skulle ligge bag likviditetspræferencekurven.

I årene 1948-1953 har der antagelig været tre sådanne perioder, hvor man med nogenlunde sikkerhed kan regne med, at der ikke har været kortsigtede spekulationer i rentens bevægelse:

A. De seks første måneder af 1948. Efter at adgangen til at indbetale eengangsskatten med obligationer til fast kurs var suspenderet i efteråret 1947, indtrådte en mindre rentestigning, men regeringsskiftet i oktober 1947 har antagelig påvirket forventningen i retning af, at en rentestigning ville blive søgt hindret. Denne forventning har holdt sig frem til juli 1948, da der udstedtes et nyt statslån, hvis effektive rente i modsætning til tidligere lå i overkanten af markedets rente. Dette kunne kun opfattes som en deklARATION i retning af, at regeringen ønskede lånet afsat, selv om det skulle presse renten op, og det måtte derfor rokke troen på, at regeringen ville sætte effektivt ind på at bibeholde den lave rente.

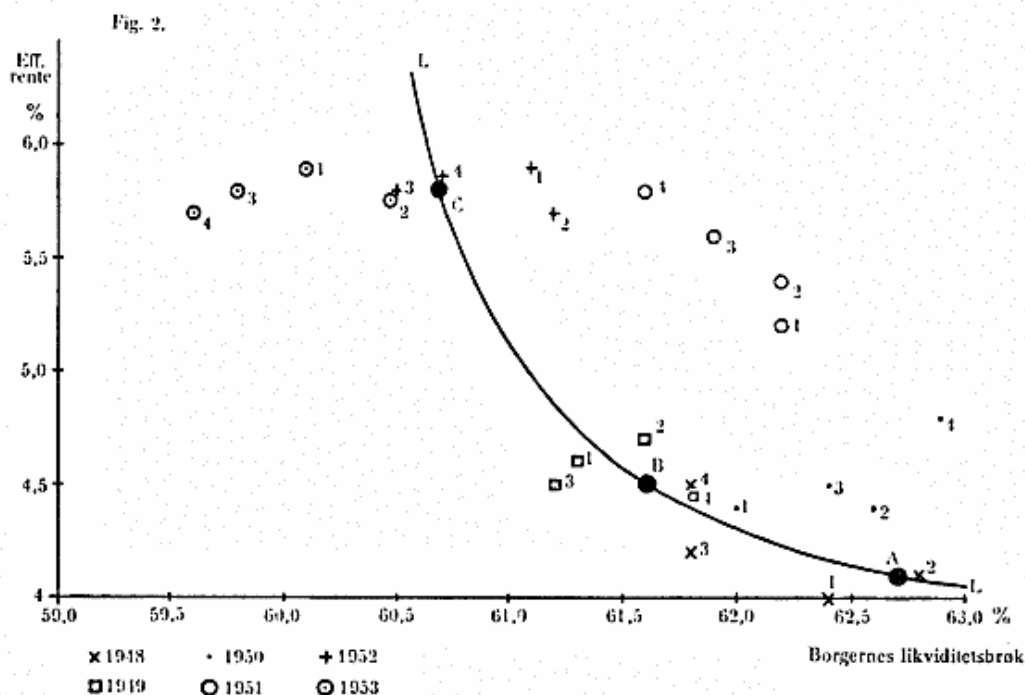
B. De sidste ni måneder af 1949. I løbet af 1. kvartal 1949 faldt renten til ro omkring 4,5 pct., og da dette vel ligger meget nær, hvad man her i landet er vant til at betragte som et normalt renteniveau, er der næppe grund til at vente, at publikum har spekuleret i renteændringer i de følgende måneder. Det er vanskeligt at bedømme, hvornår rentestigningsforventningerne begyndte at melde sig, men at de tog styrke i løbet af første halvdel af 1950 synes givet. For at være på den sikre side har forfatteren sat grænsen ved udgangen af 1949, selv om måske nogle måneder af 1950 kunne tages med. Der er næppe tvivl om, at minister Buhls pessimistiske »askeonsdagsbudskab« har påvirket stemningen. Hertil kom i sommerens løb en diskontoforhøjelse, koreakrigens udbrud og den deraf følgende uheldige udvikling på betalingsbalancen, i efteråret skiftedes regering, og omtrent samtidig foretog nationalbanken en yderligere diskontoforhøjelse.

C. De sidste seks måneder af 1952. Forventningerne om fortsat stigende rente er nok ophørt omkring midten af 1951, da den effektive rente var nået op omkring 6 pct. Men spekulationen i den foregående periode synes at have været meget kraftig, og dette i forbindelse med markedets træghed (eksisterende præferencer for bestemte papirer, midlertidig placering af midlerne på opsigelse, forskellig reaktionshastighed o. s. v.) har øjensynlig medført, at der først er faldet ro over markedet hen mod midten af 1952. Forventningerne om valg og et eventuelt regeringsskifte i forbindelse med den gunstigere udvikling på betalingsbalancen må antages omkring begyndelsen af 1953 at have vækket forhåbninger om et snarligt rentefald, hvorfor perioden er afgrænset ved udgangen af 1952.

I hver af disse tre perioder har borgernes likviditetsbrøk og den effektive rente svinget indenfor ret snævre grænser omkring følgende gennemsnit:

| | Borgernes likviditetsbrøk | Effektiv rente |
|---------|---------------------------|----------------|
| A. | 62,7 | 4,1 |
| B. | 61,6 | 4,5 |
| C. | 60,7 | 5,8 |

De tre talsæt er indtegnet i fig. 2 (punkterne A, B og C). Hvis forudsætningerne om fravær af spekulation på kort sigt er rigtige, skulle de tre punkter ligge på eller i nærheden af den søgte likviditetspræferencekurve, som i så fald må antages at forløbe nogenlunde som kurven L-L.



I diagrammet er endvidere indtegnet de kvartalsvise talsæt for likviditetsbrøk og effektiv rente i hele perioden 1948-53. Der er anvendt særlig signatur for de enkelte år, og indenfor året er punkterne nummereret kronologisk.

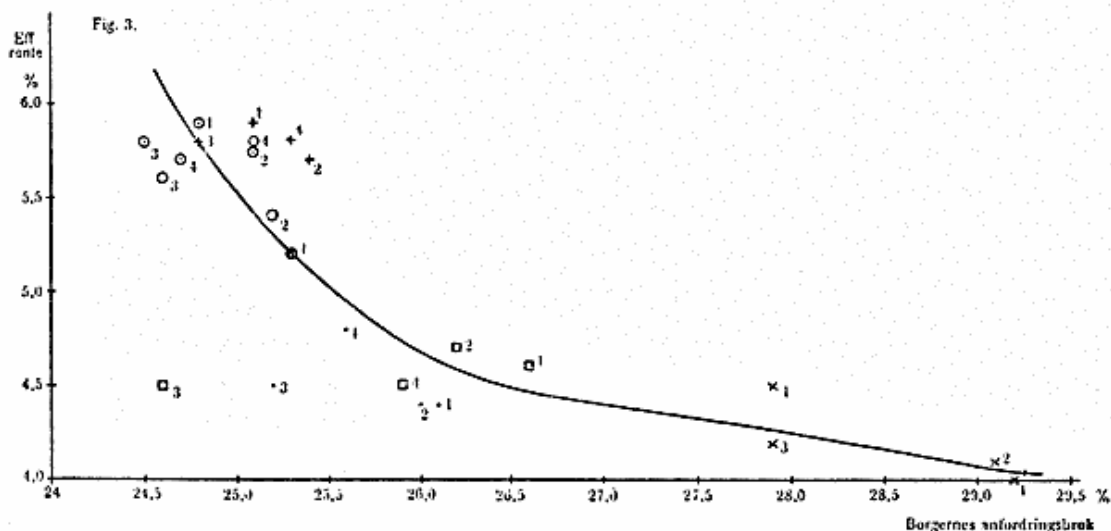
De afvigelser, der er fra kurven L-L i perioden 1950-1952 og i 1953, synes forklarlige på baggrund af den spekulation, der i disse perioder måtte forventes i kursernes bevægelser på kort sigt. Som omtalt ovenfor er det sandsynligt, at rentestigningen i eftersommeren 1950 i første omgang var psykologisk betinget. I den følgende periode, frem til udgangen af 1951, var kurserne stadig faldende. Så længe dette kursfald foregik i kraftigt tempo, var der al grund til, at det publikum, der investerer i fordringer,

skulle foretrække bankindskud frem for køb af obligationer. I sidste del af 1951 hørte rentestigningen op, og i den følgende periode nærmer punkterne sig atter til L-L. Det synes ret let at forklare, at denne bevægelse har taget nogen tid. For det første synes den midlertidige placering i rentestigningsperioden — som det skal vises nedenfor — hovedsageligt at være sket på opsigelse. I det omfang, tilbagevenden til kurven L-L er sket ved udtræk af midler til obligationskøb, er det naturligt, at tilpasningen har krævet tid. Da tilpasningen til den ændrede forventningssituation er sket i en periode med store udbetalinger fra staten og nationalbanken, er det endvidere troeligt, at en del af publikum ikke har foretaget direkte udtræk af midler på opsigelse, men i stedet har tilvejebragt det ønskede forhold mellem bank- og obligationsbeholdning ved at anvende nytilgangen af likviditet til obligationskøb. For det andet kan præferencer for bestemte obligationstyper have forsinket tilpasningen. Hovedparten af forøgelsen af obligationsmassen stammer fra de åbne emissioner af statspapirer. Da mange kunder sikkert har præference for kredit- og hypotekforeningspapirer, har tilpasningen forudsat en omplacering af papirer, hvilket vel har krævet nogen tid. Kursudviklingen for henholdsvis stats- og kreditforeningspapirer tyder i hvert fald på, at sådanne forhold har gjort sig gældende. Afgivelserne i 1953 kan sikkert forklares ved den forventning om et hurtigt rentefald, som blev fremkaldt af bedringen i valutastillingen og muligheden for et regeringsskifte. Når man ikke endnu er vendt tilbage til kurven L-L, kan det dels skyldes, at forventningerne om et snarligt rentefald ikke helt er forsvundet, dels, at en tilbagevenden til kurven kun kan ske efterhånden som likviditeten stiger.

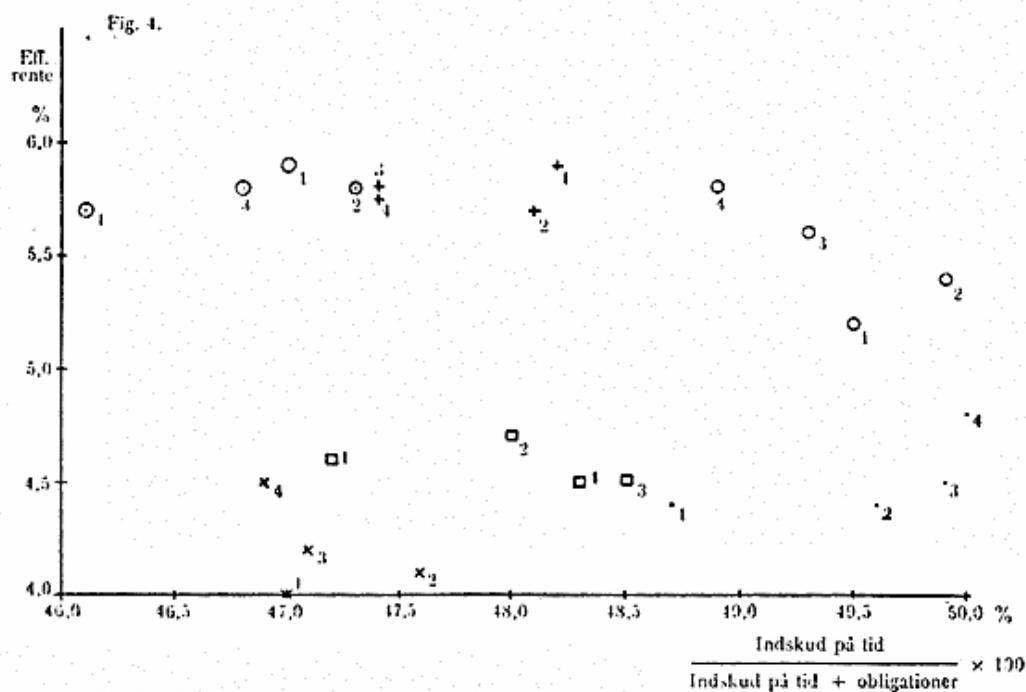
De afgivelser, der er fra kurven, kan således ikke udelukke, at L-L kan tages som et nogenlunde udtryk for borgernes likviditetspræference. De passer så at sige ind i teorien.

Derimod kunne størrelsesordenen af udsvingene i likviditetsbrøken give anledning til skepsis. Kurven indicerer jo en ændring i likviditetsbrøken fra ca. 63 pct. ved en rente på 4 pct. til ca. 60,5 ved en rente på 6 pct. For det første synes der jo imidlertid at være en tydelig tendens at spore i tallene. For det andet repræsenterer disse udslag i likviditetsbrøken ret betydelige ændringer i pengemængde og obligationsmængde. I slutningen af 1952 var likviditetsbrøken ca. 60,5. Med uændret sum af fordringer og en likviditetsbrøk på 63, skulle borgernes kasse have været ca. 500 mill. kr. større og deres obligationsbeholdning ca. 500 mill. kr. mindre.

Måler man på tilsvarende måde den spekulation på kort sigt, der fandt sted i 1950-51, når man til, at der — da den var på sit højeste — var ca. 250 mill. kr., som midlertidigt var anbragt på bankkonti i forventning om lavere obligationskurser i den nærmere fremtid. Et lignende tal når man til for de spekulative obligationskøb i efteråret 1953.



For en nærmere analyse af udviklingen er kvartalstallene spaltet op på obligationer hos borgerne, indskud på opsigelse i banker og sparekasser og likvider + anfordringsindskud. Fig. 3 viser sammenhængen mellem rentens højde og anfordringsmidlernes andel af den samlede fordringsmasse. Diagrammet viser en tydelig tendens i retning af faldende anfordringsbrøk ved stigende rente, og der synes ikke at være sådanne uregelmæssigheder i punkternes beliggenhed, som kan forklares ved den kortsigtede spekulation.



I fig. 4 er vist, hvordan den øvrige — og altså med stigende rente voksende — del af fordringsmassen er fordelt mellem indskud på tid og obligationer. To træk er iøjnefaldende. For det første er der ikke stor forskel mellem de beregnede brøker i 1948, før rentestigningen, og i den »rolige« periode i 1952. For det andet genfinder man de kraftige udsving fra fig. 2 i perioden 1950-52 og igen i 1953.

Dette kan sammenfattes på følgende måde: Den hældning, der er på kurven L-L, synes stort set at hænge sammen med forskydninger i anfordringsbrøken, medens forholdet mellem indskud på opsigelse og obligationsbeholdning ikke påvirkes af andet end forventningerne på kortere sigt. På den anden side synes mængden af anfordringstilgodehavender i forhold til hele fordringsmassen ikke at påvirkes af spekulationer på kort sigt.

Nu synes det lidet plausibelt, at de ændringer, der med varierende rentehøjde sker i borgernes anfordringsbrøk, skulle have noget med spekulationskasse at gøre. Holder man — som det synes — sin kortsigtede spekulationskasse på opsigelseskonto, ville man vel så meget mere gøre det ved den langfristede.

Følgende fortolkning af kurverne synes derfor den naturligeste:

Hældningen på kurven L-L skyldes først og fremmest, at publikum ved stigende rente og strammede kreditvilkår i det hele taget overfører noget af deres transaktionskasse til indtægtsgivende placering og fordeler disse midler mellem indskud på opsigelse og obligationer i »det sædvanlige forhold«. Det betyder igen, at kurven L-L, som er den gængse keynesianske likviditetskurve, ikke *indenfor det betragtede renteinterval* omfatter nogen ændringer i »spekulationskassen«. Derimod har den kortsigtede spekulation, som ligger udenfor den keynesianske kurve, spillet en betydelig rolle, men denne spekulation har så at sige udspillet sig indenfor de midler, som var overført til indkomstgivende anbringelse.

Dermed være ikke sagt, at den mere langsigtede spekulation, som er indeholdt i den keynesianske likviditetskurve, og som er hovedårsagen til, at den er flad på sin nederste del, ikke spiller nogen rolle ved andre renteniveauer. Der er vel grund til at antage, at meget lave renteniveauer (d.v.s. mellem 3,5 og 4 pct.) i højere grad vil blive betragtet som uholdbare end ekstraordinært høje renteniveauer (d.v.s. over 5 pct.). Det kan også siges på den måde, at ved lav (men ikke faldende) rente falder den langsigtede spekulation og den kortsigtede sammen, fordi publikum sikkert venter, at renten nødvendigvis må stige indenfor en kortere tidsperiode, medens der ikke er det samme tvingende behov for et hurtigt rentefald, når renten er høj. Denne formodning om en sammensmeltning af den kort- og langsigtede spekulation styrkes af erfaringerne under krigen⁴⁾. Der synes

⁴⁾ H. Schlebaum Larsen: Bankernes likviditetspræference. *Økonomisk Tidsskrift* 1949, s. 39.

under krigen at være en tendens til øget spekulation i stigende rente i perioder, hvor krigens afslutning syntes nær, medens renten ved uændret likviditet gav efter nedad i perioder, hvor man ventede en længere krigsførelse. Da der nok var en udbredt forventning om, at den lave rente ville være krigen ud, men ophøre med besættelsens ophør, ligger det nær i lyset af det ovenanførte at fortolke disse forskydninger således: Når krigen så ud til at trække ud, kom rentestigningen til at ligge udenfor det synsfelt, som er relevant for spekulationen. Når krigen tegnede mod en hurtig afslutning, rykkede den forventede rentestigning indenfor det relevante synsfelt.

Bankernes handlingsparametre.

For bankerne er valgt det neutrale udtryk handlingsparametre i stedet for likviditetsfunktion. Ved placeringen af deres aktiver må bankerne nemlig træffe et valg mellem tre hovedgrupper af placeringsmuligheder: Kassebeholdning (hvorunder her medtages skatkammerbeviser), obligationer (hvorunder her ikke er medregnet skatkammerbeviser) og udlån. Forfatterens arbejdshypotese går ud på, at bankerne tilstræber et vist forhold mellem de midler, som er anbragt under hver af disse tre former, idet disse forhold eventuelt kan variere med rentens højde. Dermed vil forfatteren ikke sige, at hver bank har ganske klart definerede ønskelige forhold for fordelingen af aktiverne ved hver tænkelig rentesats, men kun, at der findes sådanne tendenser, som, når de udjævnes for banksystemet som helhed, trækker i retning af bestemte placeringsforhold ved alternative rentehøjder.

Allerede fordi der kun må ventes at være tale om sådanne gennemsnitlige forhold mellem placeringsmåderne for bankerne som helhed, må der ventes en vis spredning, også på disse gennemsnit. Hertil kommer, at man ikke på hvert enkelt tidspunkt kan vente, at bankerne har det af dem ønskede forhold mellem de tre grupper af aktiver, fordi tilpasningen til ydre indgreb kræver tid. Bankerne kan således ikke påvirke deres egen kassebeholdning i nævneværdigt omfang. Størrelsen af bankernes kasser er bestemt af ud- og indbetalingerne fra og til staten og nationalbanken. Øgede udlån mindsker således ikke banksystemets kasse (alt andet lige), men øger blot indlånene tilsvarende etc. Forøges bankernes kasser således gennem udbetalinger til borgerne fra stat og nationalbank, kan en retablering af det hidtidige forhold mellem kasse, obligationsbeholdning og udlån kun ske ved en forøgelse af obligationsbeholdning og udlån, hvilket især for udlånene kan tage nogen tid — og måske i visse tilfælde slet ikke ske mod betryggende sikkerhed. Omvendt ved en reduktion af bankernes kasser som følge af en kontraktiv pengepolitik. Bankerne kan ikke retablere deres kasser, men alene afhænde obligationer og begrænse udlånene. Begge

dele kan være tidkrævende processer. Ligger obligationskurserne således langt under pari, er bankerne meget utilbøjelige til at sælge, og i de senere år, hvor de har haft ret store beholdninger af kortfristede obligationer, synes reduktion af bankernes obligationsbeholdning praktisk taget kun at være sket i takt med indfrielse af de kortfristede statsobligationer. At bremsning af udlånsvirksomheden kræver tid — og endnu mere, hvis der skal ske en reduktion af udlånene — kræver næppe nogen forklaring.

Da reduktion af udlån og obligationsbeholdning således synes at være mere tidkrævede end det modsatte, er der størst chance for, at man nærmer sig et udtryk for bankernes ønsker m.h.t. fordelingen af deres aktiver, hvis man betragter tal for den relative fordeling, som er taget fra perioder, hvor såvel obligationsbeholdning som udlån har været voksende.

Undersøgelsen omfatter for bankerne kun årene 1950-1953. Den snævrere afgrænsning skyldes, at bankernes kassebindingsregler var under udvikling i 1948 og 1949, hvorfor det synes umuligt at finde noget fornuftigt udtryk for bankernes ønsker om at holde kasse i denne periode. Ophævelsen af bindingerne var nok i et vist omfang foruddiskonteret, men det er ikke muligt at sige, om bankerne har betragtet hele deres kasse som fri kasse.

Hver af de tre størrelser: Kasse (incl. skatkammerbeviser), obligationsbeholdning (ekscl. skatkammerbeviser) og udlån er beregnet i pct. af summen af de tre størrelser. Procenterne er (kvartalsvis) afbildet i forhold til de samtidige rentesatser for en statsobligation i fig. 5, 6 og 7.

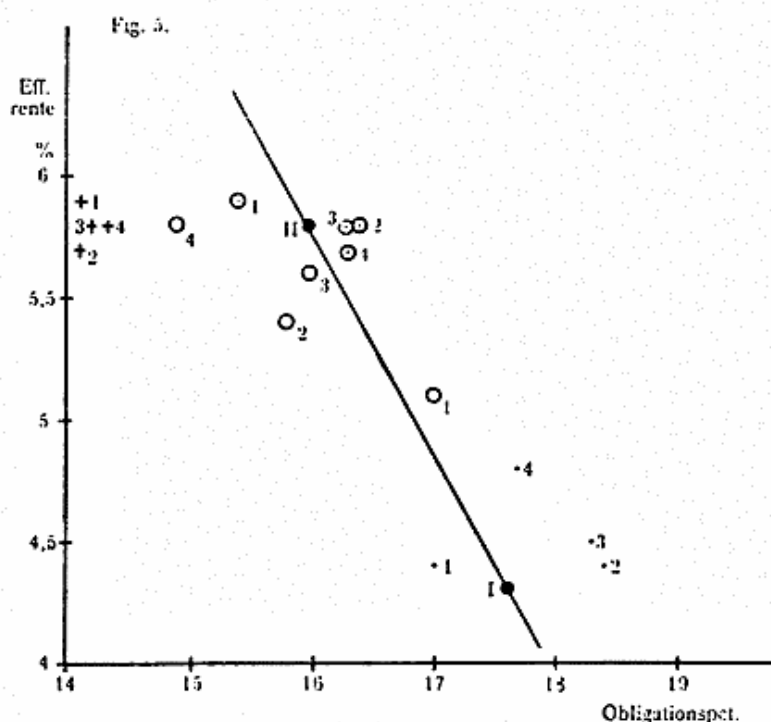
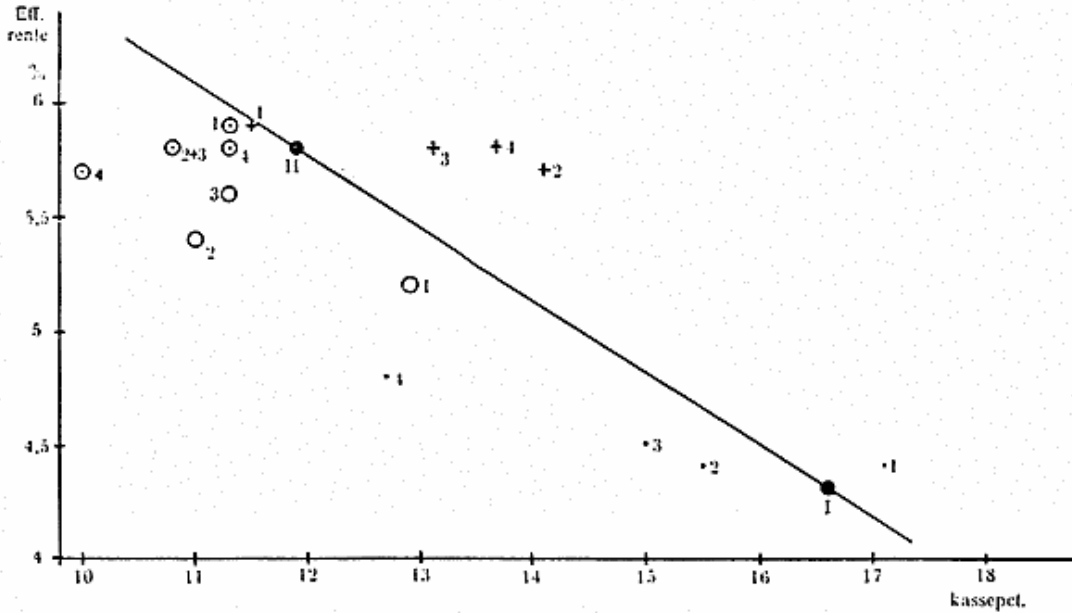
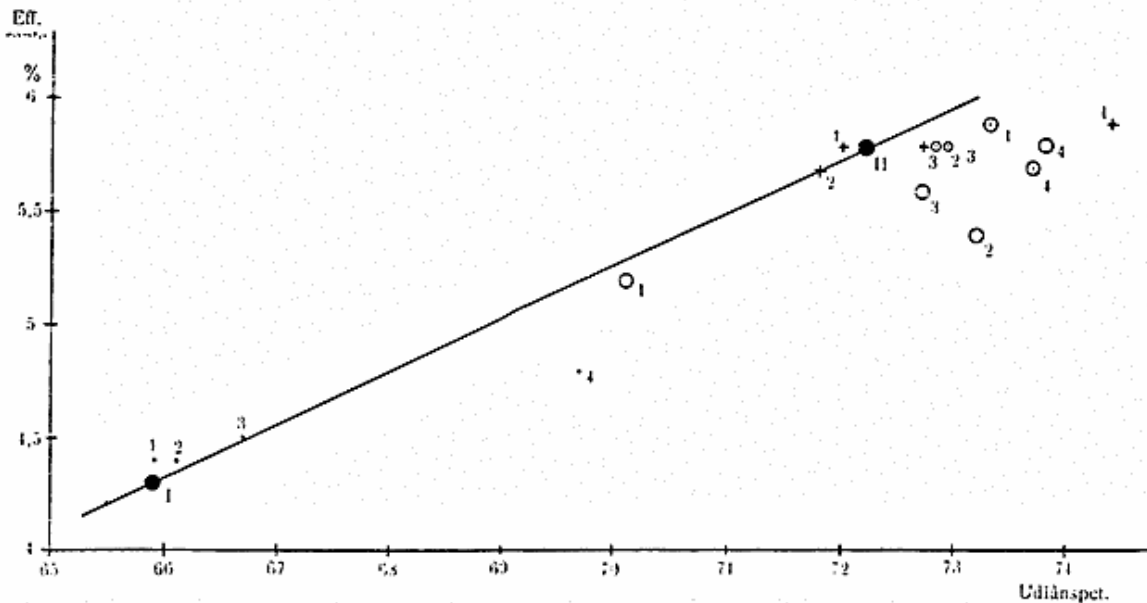


Fig. 6.



Trods spredningen i punkterne synes tendensen ret klar: Jo lavere rente, desto større del af de samlede aktiver holdes som kasse og som obligationer, og desto mindre del holdes som udlån. Kasseprocenten varierer i og for sig som man skulle vente efter teorien. Det er imidlertid et spørgsmål, hvor meget af variationen man kan tilskrive spekulationsmotivet. Der er ikke i kasseprocenten sådanne systematiske udsving, som kan tilskrives

Fig. 7.



kortsigtig spekulation, og det synes usandsynligt, at bankerne i større omfang skulle spekulere langsigtigt, så meget mere som også obligationsprocenten falder med stigende rente. Meget taler derfor for, at faldet i kasseprocenten ved stigende rente hænger sammen med, at bankerne ved den høje rente ønsker at anbringe en større del af deres aktiver indtægtsgivende. Dette sker så igen først og fremmest i form af udlån. Årsagen hertil kan være vanskeligheder ved at modstå kundernes pres, men det bør nok også ses i lyset af, at forskellen mellem bankrenten og den effektive rente af obligationer er højere ved et højt end ved lavt renteniveau.

Det kan tilføjes, at forfatteren har fundet tilsvarende sammenhænge mellem rentens højde og de tre procenter i trediverne, selv om procenterne dengang lå på et noget andet niveau, vel bl. a. fordi bankernes udlånsportefølje den gang havde en anden sammensætning (flere vekslere).

Selv om diagrammerne viser en tydelig korrelation mellem rentens højde og kasse-, obligations- og udlånsprocenten, er det vanskeligt at give et nøjere grafisk eller matematisk udtryk for denne sammenhæng. Forfatteren har forsøgsvis anvendt gennemsnitstalpar fra de to perioder, hvor både obligationsmængden og de samlede udlån har været stigende (jvf. foran):

I Jan.-maj 1950.

II Jan.-oktober 1953,

og herved fundet de i diagrammerne indtegnede punkter I og II. Om disse punkter ligger på de søgte kurver, og om kurverne skal være rette linier, har han imidlertid ikke fundet nogen mulighed for at efterprøve. Når han har anvendt disse kurver som grundlag i det følgende afsnit, må det derfor indebære, at selve talresultaterne i dette afsnit ikke kan tillægges større betydning, så meget mere, som der også bliver indført andre forenkende forudsætninger. De principielle resultater, som fremkommer i næste afsnit, påvirkes imidlertid ikke af, om kurverne faktisk har en noget anden form eller beliggenhed, så længe man blot kan regne med, at der er negativ korrelation mellem rentens højde og kasse- og obligationsprocenterne og positiv korrelation mellem rentens højde og udlånsprocenten.

Sammenhængen mellem pengemængde og rentehøjde.

De ovenfor refererede resultater lader formode, at der ikke kan være nogen eentydig sammenhæng mellem renten og det, man i almindelighed betegner som pengemængden — nemlig summen af seddelomløb, indstående på postgiro, indskud på fri folio i nationalbanken og omløb af skatkammerbeviser. De fundne relationer viser nemlig ikke renten som en ren funktion af de forskellige gruppers likviditet, men som en funktion først og fremmest af forholdet mellem deres »pengemængde« og obliga-

tionsmængden. Denne sammenhæng kan belyses nærmere ved nedenstående enkle ligningssystem, som er opstillet under følgende forenklende forudsætninger:

Der regnes kun med to disponerende grupper: Borgerne og de private banker.

Der regnes med følgende placeringsmuligheder: For borgerne: Sedler, indskud i de private banker og obligationer. For bankerne: Kasse, udlån og obligationer.

Det forudsættes, at omsætningens behov er uændret uanset rentehøjden. Som følge af denne forudsætning kan man forudsætte uændret seddelomløb, her ansat til 1500 mill. kr.

På grundlag af disse forudsætninger kan opstilles følgende relationer:

$$M = 1500 + K$$

$$U = K \frac{u}{k}$$

$$O_p = K \frac{o}{k}$$

$$M_b = 1500 + K + U + O_p$$

$$O_b = \frac{l \div m}{m} M_b \text{ og}$$

$$O = O_b + O_p,$$

hvor symbolerne har følgende betydning:

- M*: Pengemængden, d. v. s. seddelomløb + fri folio i nationalbanken.
K: Bankernes kasse (her = indskud på fri folio i nationalbanken).
O_p: De private bankers obligationsbeholdning.
U: De private bankers udlån.
M_b: Borgernes pengemængde, her defineret som seddelbeholdning + indskud i private banker.
O_b: Borgernes obligationsbeholdning.
O: Den samlede obligationsmasse.
k: De private bankers kasseprocent.
u: De private bankers udlånsprocent.
o: De private bankers obligationsprocent. Man har altså: $u + k + o = 1$.
m: Borgernes likviditetsbrøk.

Det understreges, at *m*, *o*, *u* og *k* ikke er konstanter, men funktioner af rentens højde. Kun ved given rente kan de opfattes som konstanter.

Heraf kan udledes følgende formel, som angiver sammenhængen mellem pengemængde og obligationsmængde:

$$O \frac{m}{1 \div m} = 1500 + (M \div 1500) \left(\frac{1}{k} + \frac{o \cdot m}{k(1 \div m)} \right)$$

Indsættes heri de foran fundne værdier for k , o og m , svarende til alternative rentehøjder, finder man, hvilket forhold der skal være mellem »Pengemængden« og den samlede obligationsmasse, for at den pågældende rentehøjde kan opretholdes. Eksempelvis kan anføres, at en rente på 4 pct. kræver forholdet

$$0 = 4,27 M \div 5500,$$

og en rente på 6 pct. kræver

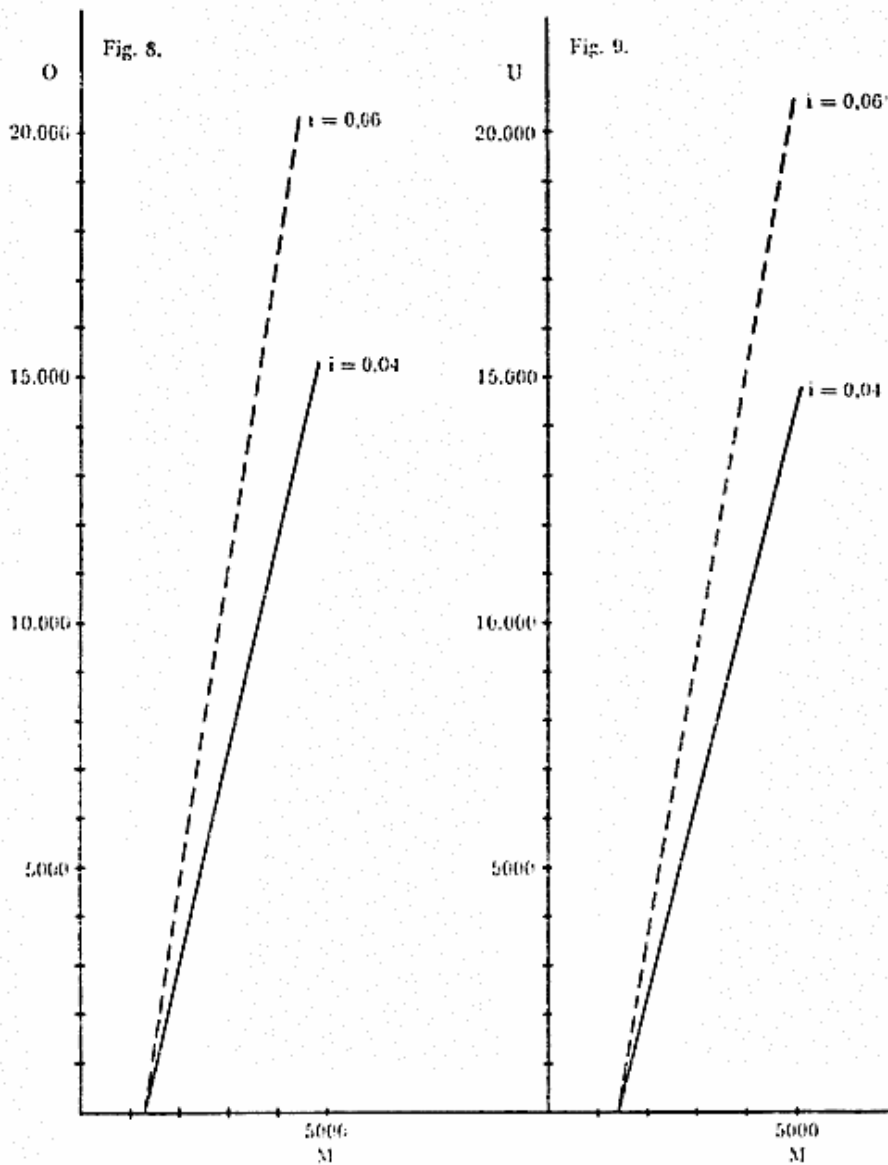
$$0 = 6,7 M \div 9100,$$

regnet i millioner kr., alt under forudsætning af de i diagrammerne fundne værdier for k , o og m ved henholdsvis 4 og 6 pct.s rente. Disse funktioner er illustreret grafisk i fig. 8.

Figuren, som altså er en konsekvens af de foran fundne relationer mellem de alternative placeringer af bankernes og borgernes pengemidler, viser at samme effektive rente kan opnås ved forskellig »pengemængde«, alt efter det samlede udbud af obligationer. I en periode, hvor staten og nationalbanken har betydelige merudbetalinger, som søges neutraliseret ved salg af obligationer i markedet, vil en fuldstændig opsugning af udbetalingerne ved obligationssalg være betinget af stigende rente. Eller sagt på anden måde: I en sådan periode vil opretholdelsen af et fast renteniveau kræve en voksende pengemængde.

Af de samme ligninger kan man beregne bankernes udlån i forskellige situationer. I fig. 9 er dette gjort for en effektiv rente på 4 og 6 pct., under forudsætning af, at det pågældende renteniveau er opnået ved den på abscisseaksen angivne pengemængde (idet pengemængdens størrelse er afhængig af udbudet af obligationer, jvf. fig. 8).

De to figurer danner tilsammen en interessant kommentar til begrebet »neutral pengepolitik« i den nuværende situation, der jo er kendetegnet ved store merudbetalinger fra stat og nationalbank, finansieret ved salg af statsobligationer i markedet. Man har anvendt begrebet neutral pengepolitik som betegnelse for en politik, hvor statens udbetalinger netto ad anden vej netop opvejedes af salg af obligationer. En sådan politik skulle være neutral i den forstand, at den lod de pengemarkedspolitiske impulser fra et over- eller underskud på betalingsbalancen slå igennem. Det reelle indhold (eller mangel på indhold) i denne neutralitet belyses lettest, hvis man forudsætter ligevægt på betalingsbalancen.



I denne situation vil den konstante pengemængde i forbindelse med det fortsatte obligationssalg presse renten opad for obligationer. (Dette modsiges ikke af, at renten gennem længere tid forud for diskontoforhøjelsen var konstant eller svagt faldende. Bortset fra de rent spekulativt prægede perioder har pengemængden nemlig været stigende). Den stigende rente vil dreje bankernes midler over mod øgede udlån, hvilket dog nok vil være betinget af stigende rente på disse. Den konstante pengemængde vil således blive ledsaget af strammere kreditvilkår, først og fremmest på obligationsmarkedet. Neutraliteten er således mere formel end reel.

Ville man tilstræbe en reel neutralitet i den forstand, at obligationsrenten fastholdes uændret, måtte pengemængden øges. Den øgede pengemængde ville imidlertid føre til øgede udlån fra bankerne.

Konklusionen synes altså at blive, at det formelle neutralitetsbegreb er uden reelt indhold, men at det ikke kan erstattes af noget andet generelt neutralitetsbegreb. De forskellige tænkelige måder at regulere pengemængden på virker med forskellige styrke på de enkelte dele af kapitalmarkedet.

Pengemarkedsstatistikken som målestok for opsparingen.

Det har ofte været diskuteret at anvende pengemarkedsstatistikken — specielt indskud på opsigelse i banker og sparekasser og køb af obligationer — som vejleder ved bedømmelsen af opsparingens bevægelser. Denne fremgangsmåde er i sig selv tvivlsom, allerede fordi en væsentlig del af den samlede opsparing ikke foregår i pengeform, men i opsamling af realkapital. Men de her gjorte betragtninger synes yderligere at underminere pengemarkedsstatistikens brugelighed til dette formål. Tages for et enkelt år stigningen i borgernes samlede indskud i banker, sparekasser og postgiro + stigningen i deres seddelbeholdning + stigningen i deres obligationsbeholdning, må denne størrelse være lig pengemængdens forøgelse + bankernes udlånsforøgelse + bankernes og sparekassernes køb af obligationer. Her er tale om en identitet, som må være opfyldt uden hensyn til opsparingens størrelse. Borgernes samlede placering i bank- og sparekasseindskud samt obligationer er således upåvirket af opsparingens størrelse, men alene bestemt af likviditetsudviklingen. Er det imidlertid rigtigt — som det er konkluderet foran — at borgerne placerer deres midler i nogenlunde faste forhold, som varierer med rentens højde, må det også gælde, at udviklingen i indskud på opsigelse og i obligationskøb hos borgerne første og fremmest er bestemt af udviklingen i pengemængden og ikke kan tages som udtryk for ændringer i opsparingen.