

OM PRISDANNESEN PÅ OBLIGATIONSMARKEDET

Af JØRGEN H. GELTING*

Som det er dokumenteret gennem et stort antal udenlandske og danske undersøgelser, består der en nær sammenhæng mellem kapitalmarkedets rente og likviditeten i den private sektor. Denne sammenhæng kan eftervises, enten for den private sektor som helhed, forretningsbankerne, ikke-banksektoren eller for den sags skyld for en vilkårligt udvalgt privat delsektor, der optræder som køber og/eller sælger på kapitalmarkedet.

Hvis man betragter en eller anden lille privat delsektor, kan den fundne relation mellem rente (eller kursniveau) og likviditet naturligvis ikke fortolkes således, at den pågældende sektors likviditet bestemmer renten; men man må tværtom opfatte renten som en for den pågældende sektor udefra given pris, hvortil likviditeten tilpasses. Anderledes når der er tale om sammenhæng mellem rente og likviditet for den private sektor som helhed. Her kan likviditeten anses for en størrelse, der resulterer af transaktionerne med udlandet, statens ind- og udbetalinger (fordi Nationalbanken er statens bankforbindelse), og endelig Nationalbankens politik, herunder særlig dens køb og salg i markedet. For så vidt afhænger likviditeten og dermed renten af myndighedernes politik. Heri ligger givetvis ikke, f.eks. at Nationalbanken ville være i stand til i den aktuelle situation at fremkalde en betydelig og varig sænkning af renten ved forcerede opkøb af obligationer – følgen ville snarere blive hastigere inflation og større betalingsbalanceunderskud.

Selv om det er muligt at behandle den private sektor som en helhed, er det af velkendte grunde hensigtsmæssigt at sondre i det mindste mellem pengeinstitutterne (og særlig forretningsbankerne) og resten af den private sektor (i det følgende betegnet »ikke-banksektoren«). Og eftersom hovedparten af betalingsmidlerne udgøres af indlån i pengeinstitutterne, er det nærliggende at tillægge disse en central plads ved redegørelsen for likviditetsudviklingen og dennes sammenhæng med rentedannelsen. Som mål for pengeinstitutternes likviditet vil i det følgende udelukkende blive anvendt

* Professor ved Aarhus Universitet, dr. polit.

OM PRISDANNESEN PÅ OBLIGATIONSMARKEDET

Af JØRGEN H. GELTING*

Som det er dokumenteret gennem et stort antal udenlandske og danske undersøgelser, består der en nær sammenhæng mellem kapitalmarkedets rente og likviditeten i den private sektor. Denne sammenhæng kan eftervises, enten for den private sektor som helhed, forretningsbankerne, ikke-banksektoren eller for den sags skyld for en vilkårligt udvalgt privat delsektor, der optræder som køber og/eller sælger på kapitalmarkedet.

Hvis man betragter en eller anden lille privat delsektor, kan den fundne relation mellem rente (eller kursniveau) og likviditet naturligvis ikke fortolkes således, at den pågældende sektors likviditet bestemmer renten; men man må tværtom opfatte renten som en for den pågældende sektor udefra given pris, hvortil likviditeten tilpasses. Anderledes når der er tale om sammenhæng mellem rente og likviditet for den private sektor som helhed. Her kan likviditeten anses for en størrelse, der resulterer af transaktionerne med udlandet, statens ind- og udbetalinger (fordi Nationalbanken er statens bankforbindelse), og endelig Nationalbankens politik, herunder særlig dens køb og salg i markedet. For så vidt afhænger likviditeten og dermed renten af myndighedernes politik. Heri ligger givetvis ikke, f.eks. at Nationalbanken ville være i stand til i den aktuelle situation at fremkalde en betydelig og varig sænkning af renten ved forcerede opkøb af obligationer – følgen ville snarere blive hastigere inflation og større betalingsbalanceunderskud.

Selv om det er muligt at behandle den private sektor som en helhed, er det af velkendte grunde hensigtsmæssigt at sondre i det mindste mellem pengeinstitutterne (og særlig forretningsbankerne) og resten af den private sektor (i det følgende betegnet »ikke-banksektoren«). Og eftersom hovedparten af betalingsmidlerne udgøres af indlån i pengeinstitutterne, er det nærliggende at tillægge disse en central plads ved redegørelsen for likviditetsudviklingen og dennes sammenhæng med rentedannelsen. Som mål for pengeinstitutternes likviditet vil i det følgende udelukkende blive anvendt

* Professor ved Aarhus Universitet, dr. polit.

forretningsbankernes nettotilgodehavender i Nationalbanken og udlandet sat i forhold til de samlede indlån i pengeinstitutterne.¹

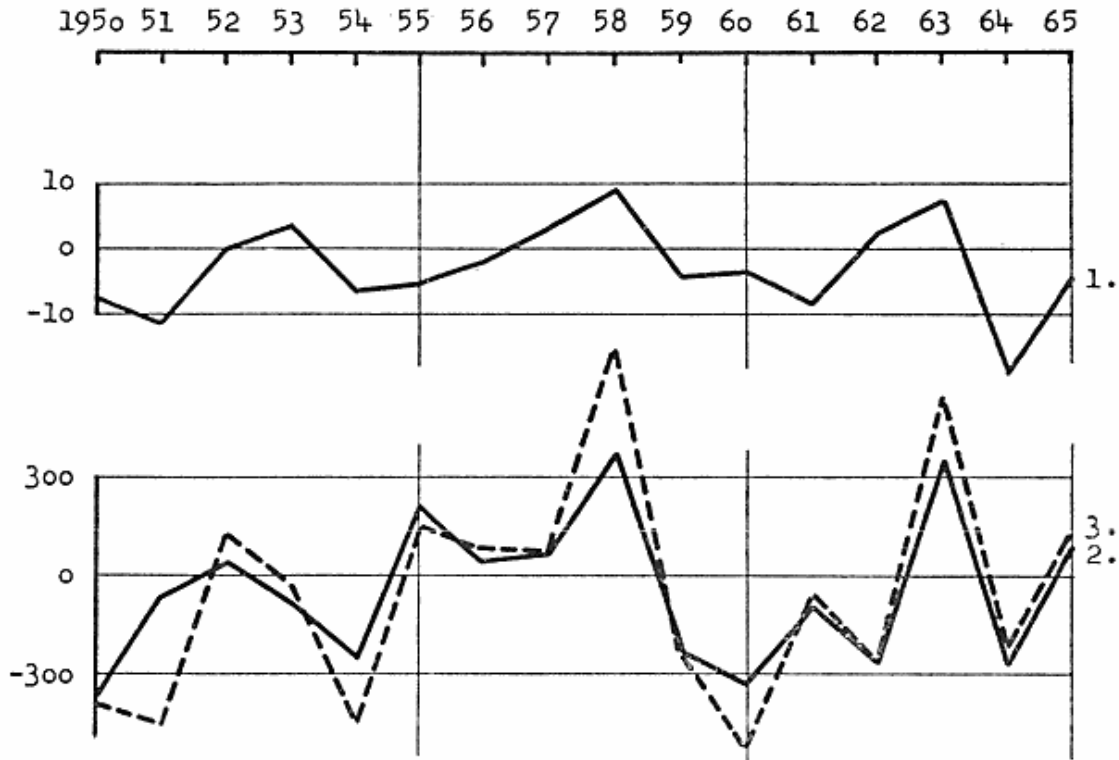
Sædvanlig måler man den private ikke-banksektors likviditet ved de samlede deposita (eventuelt plus seddelømløb m.v.) sat i forhold til nationalproduktet eller et andet mål for de samlede transaktioner. Det er klart, at ingen på simpel måde opgjort talstørrelse kan give noget fuldt tilfredsstillende udtryk for likviditeten. Der vil her blive anlagt den betragtning, at ligesom bankernes likviditet måles ved deres nettotilgodehavender i Nationalbank og udland, kan ikke-banksektorens likviditet måles ved dens nettostilling overfor pengeinstitutterne, d.v.s. ved differencen mellem samlede indlån og udlån. I konsekvens heraf finder man naturligvis nær samvariation mellem de to sektorers likviditet.

Det er en almindelig erfaring, at det er vanskeligere – men samtidig er det fra pengepolitisk synspunkt interessantere – at give en redegørelse for rentens ændringer end for dens niveau.² Fig. 1 viser dog for de 16 år 1950-1965 incl. en ganske god overensstemmelse mellem de årlige ændringer i forretningsbankernes likviditet og ændringerne i ikke-banksektorens likviditet. På grund af de betydelige sæsonvariationer i likviditeten, som udtrykt her, er det vanskeligere at opnå nogenlunde tilfredsstillende bestemmelse af sammenhænge mellem ændringerne i renten og likviditeten for kvartaler eller måneder.

Umiddelbart synes det for en renteteori naturlige udgangspunkt at være, at renten fremgår af kursen på værdipapirer, d.v.s. deres pris, der som enhver anden pris bestemmes af udbud og efterspørgsel. Dette må formentlig også være synspunktet i en udbygget og derfor mere kompliceret model, der som minimum indeholder betalingsmidler, omsættelige gældsbeviser (lange værdipapirer), og realkapital, som er genstand for fortsat produktion, fra hvilken foretagere og arbejdere erhverver indkomst. Opfattelsen, at renten bestemmes på et marked, hvor efterspørgsel og udbud af obligationer mødes, ligger formentlig til grund for den populære opfattelse, at større emission af obligationer fører til lavere kurser – idet det overses, at større obligations-emission normalt er et følgefænomen til større investering, der modsvares af større opsparing og dermed efterspørgsel efter obligationer.³

Videre kunne det tænkes at være det sædvanlige, at en ændring af forvent-

1. Af hensyn til sammenligneligheden anvendes de samlede indlån i pengeinstitutterne som fælles deflator (med 1950 som basisår) for værdistørrelser. De samlede indlån næsten tredobledes fra 1950 til 1965. Bankernes andel var i 1950 57 procent, i 1960 61 procent og i 1965 65 procent.
2. Jfr. appendix til nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer's foredrag »Pengepolitik i teori og praksis«, Nationaløkonomisk Tidsskrift 1965, særlig s. 224.
3. Jfr. diskussionen i Jørgen H. Gelting: Rente, obligationsudbud og likviditet, Nationaløkonomisk Tidsskrift 1965, s. 161.



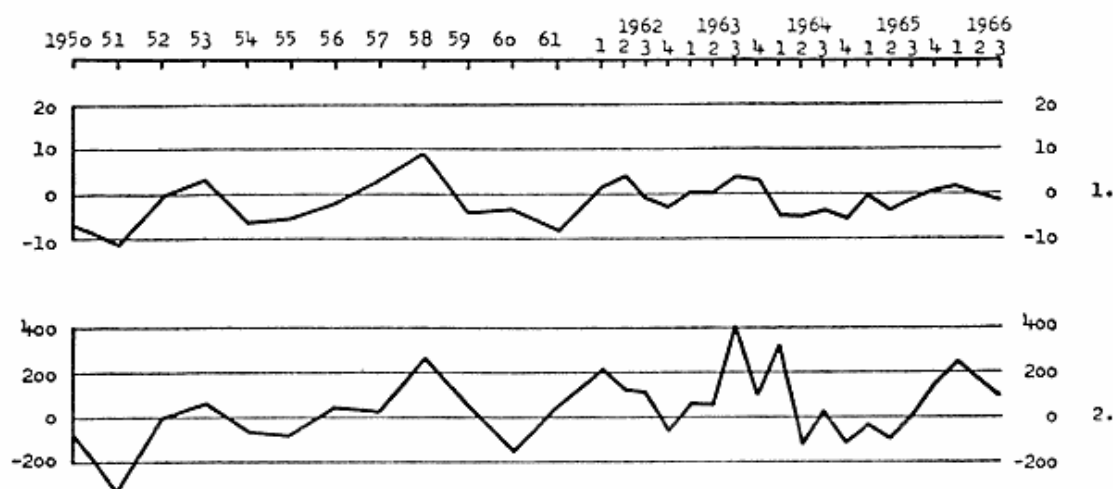
Figur 1

- 1: Kursændring årlig i points, 1950-1965 incl. Kreditforeningsobligationer i åbne, lange 5 % serier.
- 2: Årlig ændring af forretningsbankernes nettotilgodehavender i Nationalbanken og udlandet, mill. 1950-kr.
- 3: Årlig ændring af forretningsbankers og større sparekassers indlån minus udlån, mill. 1950-kr.

Kilde: Nationalbanken, Årsberetninger og Monetary Review.

ningerne eller af likviditeten primært var nogenlunde ligeligt fordelt på hele den private sektor, således at en kursændring kunne sætte sig igennem uden store forskydninger i værdipapirbeholdningerne mellem delsektorer. På den anden side vil det være relativt let med udgangspunkt i transaktionerne på obligationsmarkedet at belyse rentedannelsen, hvis det er således, at forskellige private delsektorer har vidt forskellig likviditetspræference og/eller sædvanlig udsættes i ulige grad for likviditetsændringer.

Hovedkilderne til likviditetsændringer er betalingsbalancen og statens finanspolitik, medens Nationalbankens open-market politik – i det omfang, den dækkende kan karakteriseres kort – synes normalt at have sigtet mod at moderere renteændringerne ved delvis at neutralisere likviditetsændringer og fortrinsvis dem, der hidrører fra finanspolitikken. Men kun i få år, herunder de seneste, har bankens køb eller salg i markedet haft et meget betydeligt omfang. Likviditetsændringer hidrørende såvel fra betalingsbalancen som fra statsfinanserne vil påvirke pengeinstitutternes og publikums lik-



Figur 2

- 1: Kursændring i points. 1950-1961 incl. årligt, 1962-1966 incl. kvartalsvis. Kreditforeningsobligationer i lange, åbne 5 % serier.
- 2: Ændringer af forretningsbankers og større sparekassers beholdninger af obligationer og aktier (bogførte værdier excl. kursregulering). Kvartalstal omregnet til årsrate. Mill. 1950-kr.

Kilde: Nationalbanken. Årsberetninger og Monetary Review.

viditet i samme retning. Men pengeinstitutterne og specielt bankerne synes mere sensilive end resten af den private sektor, hvilket kan siges at være den naturlige følge af, at en og samme primære påvirkning medfører en større relativ ændring af bankernes end af publikums likviditet. Konsekvensen er, at når likviditeten øges af den ene eller anden årsag, øger pengeinstitutterne deres obligationsbeholdninger, medens de reducerer dem, når likviditeten aftager. Herved fremkalder pengeinstitutterne åbenbart en afledet ændring i publikums likviditet i samme retning som den oprindelige. Eftersom pengeinstitutterne er fremtrædende børshandlende, og de ydermere handler for store købergrupper, som de bistår med råd og vejledning, er det venteligt, at deres dispositioner udøver stor indflydelse på kursudviklingen. Nærmere betegnet må det ventes, at kurserne udviser en samvariation med pengeinstitutternes obligationsbeholdninger. Fig. 2 viser for 1950-1961 årligt og for 1962-1966 kvartalsvis ændringerne i kursen på kreditforeningsobligationer i lange åbne serier og ændringerne af pengeinstitutternes værdipapirbeholdninger.¹

Der er – som det vil ses – som helhed en smuk sammenhæng. De to mest

1. Opgørelsen af ændringerne i pengeinstitutters værdipapirbeholdninger som udtryk for pengeinstitutternes nettokøb – tallene hidrører fra Nationalbankens Monetary Review – er behæftet med ret stor usikkerhed, idet beholdningskontiene påvirkes ikke blot af køb og salg, men også af løbende afkast og – ved årsafslutningen – af kursreguleringer; og bogføringspraksis er forskellig i forskellige pengeinstitutter. Specielt tyder tallene på, at pengeinstitutternes køb er undervurderet i fjerde kvartal 1963 og overvurderet i første kvartal af 1964.

bemærkelsesværdige uoverensstemmelser forekommer i 1961, hvor forsikringsselskabernes køb var ca. 100 millioner kroner mindre end i både 1960 og 1962 og i første kvartal 1964, hvor det – hvis tallene er korrekte – er vanskeligt at finde en forklaring.

I pengeinstitutternes skiftende nettokøb på markedet er det bankerne, der spiller hovedrollen.¹

At samvariationen mellem pengeinstitutternes og særlig bankernes nettokøb af obligationer og disses kurser skulle bero på, at pengeinstitutternes dispositioner var motiveret af ønsket om at opnå kursgevinster, hverken støttes af tallene eller er i sig selv sandsynligt. Bankernes virksomhed er at yde kundelån, ikke at drive spekulativ investeringsforretning; og ændringerne i deres obligationsbeholdninger forklares – jfr. nedenfor – uden vanskelighed ved ændringerne i deres likviditet og indlån.

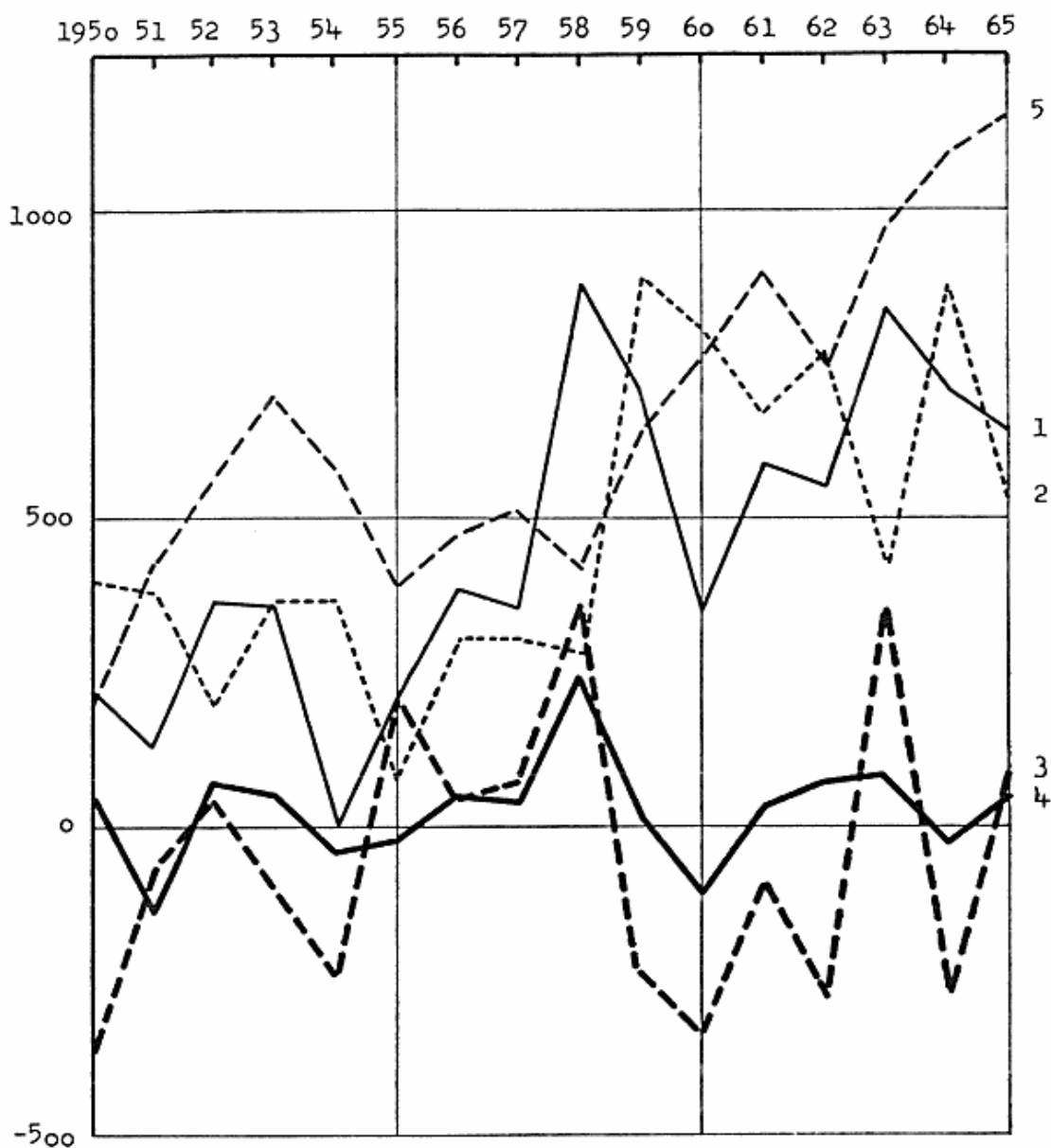
Men selv om man ikke kan forklare pengeinstitutternes nettokøb som en virkning af obligationskursernes ændringer, følger ikke det omvendte, at pengeinstitutternes nettokøb bestemmer kursændringerne; og i alle tilfælde kunne de i det højeste bestemme kurserne i den forstand, at inden for den private økonomi er pengeinstitutterne og særlig bankerne den delsektor, der stærkest reagerer på likviditetsændringer med ændret nettoefterspørgsel på markedet.

Det er videre klart, at selv om pengeinstitutternes nettokøb var ganske upåvirket af likviditeten, ville likviditetsændringer i den øvrige private sektor medføre større eller mindre kursændringer. Spørgsmålet er derfor, om pengeinstitutternes nettokøb udviser så store variationer, at de derigennem kommer til at udøve en væsentlig, eventuelt den afgørende indflydelse på kursudviklingen, eller om variationerne i pengeinstitutternes nettokøb er en blot følge af likviditetsændringerne uden større selvstændig virkning på kursudviklingen. Dette er et spørgsmål af kvalitativ art, hvorpå der kun kan gives et skønsmæssigt svar.

Det er i denne forbindelse ligegyldigt, at pengeinstitutternes og specielt bankernes obligationsbeholdninger udgør en kun lille del af markedets samlede materiale, og også at – tilsvarende – deres gennemsnitlige nettokøb over længere tidsrum er relativt små. Motiveringen herfor er ikke så meget den, at man fra andre markeder har erfaring for, at marginale mængdeforskydninger kan medføre følelige prisændringer, som den, at det afgørende er, om pengeinstitutternes nettokøb udviser væsentlige variationer i forhold til andre markedsrelevante størrelser. Til belysning heraf kan nævnes, at når middelfejlen på pengeinstitutternes årlige nettokøb 1950-1965 incl.² sættes

1. Middelfejlen på forretningsbankernes nettokøb er ca. to tredjedele af middelfejlen på bankers plus sparekassers nettokøb (1950-1965 helårstal).

2. Tallene er som tidligere nævnt deflateret med indeks for samtlige deposita.



Figur 3

- 1: Forretningsbanker; ændring af indlån
 2: - ; ændring af udlån
 3: - ; ændring af likviditet
 4: - ; ændring af beholdninger af obligationer og aktier (excl. kursregulering).
 5: Nettotilgang til kursværdi af obligationer og aktier i private sektor udenfor banker og større sparekasser. Alt i mill. 1950-kr.
 Kilde: Nationalbanken, Monetary Review.

til 100, var de tilsvarende middelfejl for de årlige ændringer i bankernes likviditet 174, i publikums likviditet (målt ved samlede indlån minus udlån i pengeinstitutterne) 261, og i nettotilvæksten til obligationsbeholdningen i

den private sektor uden for pengeinstitutterne 201, der ved elimination af en ret stærk trend reduceres med godt en tredjedel. Tilsvarende finder man, at *ændringerne* fra år til år eller fra kvartal til kvartal i pengeinstitutternes nettokøb langt fra er ubetydelige sammenlignet med *ændringerne* i resten af den private sektors nettokøb.

Størrelsesordenen af variationerne i pengeinstitutternes nettokøb er således tilstrækkelig til at forklare en betydelig indflydelse på kursudviklingen. Når man videre tager i betragtning den fremtrædende rolle, bankerne spiller på børsen og deres indflydelse på andre gruppers dispositioner – udviklingen i første halvår 1965 er det mest drastiske eksempel herpå – synes den naturlige konklusion at være, at inden for den private sektor spiller pengeinstitutternes og specielt bankernes dispositioner normalt en betydelig og antagelig den dominerende rolle for kursudviklingen.

Fig. 3 viser for perioden 1950-1965 incl. de årlige ændringer i forretningsbankernes samlede indlån, udlån, værdipapirbeholdninger (excl. kursreguleringer) og likviditet. Af nærliggende grunde er hvert års indlånsændring omtrentlig lig summen af de tre øvrige størrelser. Men da væksten i udlånene viser store variationer, er det ikke uden interesse at konstatere, at nettokøbene af værdipapirer kan fremstilles som en funktion af ændringerne i likviditeten og indlånene.¹

Eftersom Nationalbankens nettokøb i markedet må formodes at tilsigte en påvirkning af kursudviklingen, afspejler de kursændringer, der ledsager ændringerne i pengeinstitutternes nettokøb, ikke blot den øvrige private sektors, men også Nationalbankens reaktioner. Forsøg på nærmere analyse af dels den øvrige private sektors, dels Nationalbankens reaktioner har imidlertid ikke givet tilfredsstillende resultater, som dog for Nationalbankens vedkommende snarest bekræfter den plausible antagelse, at banken ved sine køb og salg har tilstræbt i højere grad at modvirke likviditetsændringer hidrørende fra statsfinanserne end fra betalingsbalancen.

1. Af figur 3 ses umiddelbart samvariationen mellem likviditets- og indlånsændring på den ene side og nettokøb af værdipapirer på den anden side. – Figuren viser andre interessante træk, særlig at ændringerne i udlån ret nøje følger det foregående års ændringer i indlånene. Ændringerne i indlån minus udlån viser naturligvis nær samvariation med likviditetsændringerne, der atter bevæger sig modsat lager- og besætningsændringerne iflg. nationalproduktstatistikken (ikke vist).