

Rentestruktur og pengepolitik

Anders Grosen

1. Indledning

Forholdet mellem rentevilkårene for fordringer med forskellig løbetid – forholdet mellem den korte og lange rente – har i de sidste år indtaget en væsentlig stilling i den pengepolitiske debat i Danmark. Baggrunden herfor er dels det pengepolitiske dilemma, som konjunkturumslaget førte med sig, dels det usædvanligt store rentespænd mellem renten på korte og lange obligationer, som etableredes i løbet af 1975. Hertil kommer, at rentetilpasningslån fra midten af juni 1976 er blevet en realitet, hvilket yderligere henleder opmærksomheden på rentestrukturen.

I det følgende skal kort diskuteres hvilke faktorer, der må antages at have betydning for dannelsen af rentestrukturen. Etableringen af det store rentespænd i løbet af 1975 vil dernæst blive analyseret. Nationalbankens muligheder for at styre rentestrukturen vil på baggrund af analysen for 1975 blive vurderet, ligesom de realøkonomiske virkninger vil blive behandlet. Herefter skal det påpeges, at det er uheldigt, at forsøgene med rentetilpasningslån og rentestrukturpåvirkning løber samtidigt, idet succes for det ene forsøg lægger kimen til en fiasko for det andet, således at det kan vanskeliggøre vurderingen af det enkelte forsøg. Afslutningsvis skal peges på de pengepolitiske styringsproblemer, som en eventuel stor udbredelse af rentetilpasningslån kan afstedkomme.

2. Økonomisk-politiske problemer

Konjunkturumslaget omkring årskiftet 1974 har fremkaldt et pengepolitisk dilemma, idet arbejdsløsheden og den aftagende økonomiske aktivitet tilsiger et lavt renteniveau, mens finansieringen af betalingsbalanceunderskuddet tilsiger en høj rente. I perioden umiddelbart frem til konjunkturumslaget var vi vidne til en langvarig og kraftig inflation med betydelige renteudsving. I det traditionelle realkreditsystem med fast rente og lang løbetid havde denne udvikling be-

tydelige fordelingsmæssige konsekvenser, hvilket fremkaldte en række reformforslag til det traditionelle realkreditsystem. Et af disse forslag er udmøntet i den forsøgsordning med rentetilpasningslån, som nu er trådt i kraft fra midten af 1976.

3. Rentestruktur i fokus

Ved valget mellem rentetilpasningslån og traditionelle langfristede realkreditlån med fast rente spiller rentestrukturen en afgørende rolle, da rentetilpasningslån er baseret på korte obligationer og fast forrentede lån på lange obligationer. Renten på de korte obligationer bestemmer vilkårene for rentetilpasningslånet indtil den første (ud af 3) rentetilpasning efter 5 år, medens den lange obligationsrente er afgørende for vilkårene for det fastforrentede lån gennem hele løbetiden. Umiddelbart kan de to låneformer kun sammenlignes inden for de første 5 år. Denne umiddelbare sammenligning vil altså afhænge af rentestrukturen på valgtidspunktet. Generelt kan det siges, at jo lavere den korte rente er i forhold til den lange, i jo højere grad er det sandsynligt, at rentetilpasningslånet er mest fordelagtigt¹).

I forbindelse med en løsning af det pengepolitiske dilemma indtager rentestrukturen ligeledes en central stilling, idet de pengepolitiske myndigheder kan søge dette løst ved at variere forholdet mellem den korte og lange rente. En sådan politik er forsøgt i USA fra 1961-65 under betegnelsen »Operation Twist«, hvorved forstås, at Federal Reserve søgte at ændre rentestrukturen ved samtidige og modsat rettede markedsoperationer i korte og lange obligationer. De pengepolitiske myndigheder skal altså sælge korte obligationer for at hæve den korte rente, mens de samtidige køb af lange obligationer skal presse den lange rente ned. Filosofien bag en sådan operation er, at det sædvanligvis antages, at den korte rente har størst indflydelse på den private låneoptagelse/långivning mellem landene, mens den lange rente især påvirker investeringerne. »Operation Twist« skulle således samtidigt lette finansieringen af betalingsbalanceunderskuddet og stimulere aktiviteten.

Spørgsmålet om en »Operation Twist« herhjemme vil blive en succes, kan opdeles i to. I første omgang må successen afhænge af, om Nationalbanken overhovedet kan ændre rentestrukturen. En vurdering af dette spørgsmål vil blive behandlet i afsnit 7. Hvis en sådan ændret rentestruktur etableres, er spørgsmålet dernæst, hvilke realøkonomiske virkninger dette vil få. Dette spørgsmål bliver analyseret i afsnit 8. Inden behandlingen af disse spørgsmål skal ses på de faktorer, der må antages at påvirke rentestrukturen.

1. For en uddybning af problemstillingen i valgsituationen henvises til Jens Okkels Hansen: Valg mellem rentetilpasningslån og fastforrentede lån. Fagskrift for Bankvæsen nr. 4, 1976 og Peter Andreas Bøggild: Rentetilpasningslån er nu en realitet. Fagskrift for Bankvæsen nr. 2, 1976.

4. Rentestrukturbestemmende faktorer²⁾

Forholdet mellem den korte og lange rente påvirkes af en række faktorer, hvoraf følgende må antages at spille en afgørende rolle

- a. Forventningerne
- b. Nogle investorers likviditetspræference
- c. Nogle investorers langsigtede hedging-ønsker
- d. Skattereglerne
- e. Institutionelle forhold

4.1. Forventningerne

Forventningerne til det fremtidige renteniveau må antages at indgå med en betydelig vægt i dannelsen af rentestrukturen³⁾. Hvis investorerne antager, at det gældende renteniveau ligger under det fremtidige niveau, vil de foretrække de korte obligationer, så midlerne hurtigt kan frigives og genplaceres til den forventede højere rente. Den større efterspørgsel vil presse kursen på de korte obligationer op og dermed resultere i en lavere effektiv rente for korte obligationer end lange obligationer. Omvendt ved forventninger om rentefald.

4.2. Nogle investorers likviditetspræference

De investorer, som holder en del af deres likviditetsreserve i obligationer (bl. a. pengeinstitutterne), foretrækker korte obligationer, hvilket er et udslag af risikoaversion. Denne præference for korte obligationer skyldes, at de udviser mindre kursudsving end lange obligationer. Jo kortere retsløbetid en obligation har, jo mindre vil den falde i kurs i tilfælde af rentestigning. Dette forhold vil trække i retning af en lavere effektiv forrentning for korte obligationer, hvilket må betragtes som prisen for den større kursstabilitet.

4.3. Nogle investorers langsigtede hedging-ønsker

Risikoaversion får ikke altid investorerne til at foretrække korte obligationer, nemlig hvis de til investeringerne svarende gældsforpligtelser er langsigtede. Dette er f.eks. tilfældet for forsikringsselskaber og pensionsfonde, som søger at placere deres midler i fordringer (hovedsagelig obligationer), hvis løbetid svarer til betalingsforpligtelserne. Ved denne afbalancering af løbetid på investerings- og forpligtelsessiden søger selskaberne at gardere sig (»hedge«) mod følgerne af fremtidige ændringer i renteniveauet. Disse langsigtede hedging-ønsker trækker alt andet lige i retning af lavere effektiv rente for lange end for korte obligationer.

2. Nogle af disse faktorer er mere indgående behandlet i Jens Okkels Hansen, op. cit.

3. Betegnelsen rentestruktur anvendes i denne fremstilling alene til at betegne forholdet mellem den effektive rente af korte og lange fordringer, der udover løbetiden i øvrigt har ens egenskaber.

4.4. Skattereglerne

Skattereglerne har ligeledes betydning for forholdet mellem kort og lang rente på grund af, at obligationsinvestorerne ikke beskattes ens af obligationsafkast. De almindeligt skattepligtige beskattes kun af den løbende renteindtægt, hvilket bevirker, at disse investorer alt andet lige fortrækker obligationer med kort løbetid, da indkomstskatten derved reducerer den effektive rente mindst muligt. Pengeinstitutter, forsikringsselskaber samt de helt skattefrie er ud fra skattemæssige overvejelser indifferente m.h.t. løbetiden, da de beskattes af såvel renteindtægt som kursgevinst.

4.5. Institutionelle forhold

Herudover kan de institutionelle forhold have betydning ved dannelsen af rentestrukturen. Af betydning er her især, hvorledes pengeinstitutternes virksomhed reguleres. Betydning for rentestrukturen har endvidere nuværende og tidligere løbetidsbegrænsninger, der er et resultat af eksisterende og tidligere lovgivning eller blot er et resultat af sædvaner.

4.6. Analysemetode

Den til enhver tid eksisterende rentestruktur er en sammenvejning af alle disse faktorer. På et givet tidspunkt vil det således være vanskeligt at få et indtryk af de forskellige faktors bidrag til den aktuelle rentestruktur. Følges derimod rentestrukturændringen i en periode, skulle der være større mulighed for at isolere de enkelte faktors bidrag. Denne angrebsvinkel skal forsøges i det følgende, idet der skal gøres et forsøg på at identificere de faktorer, der i løbet af 1975 bidrog til at etablere et stort rentespænd mellem korte og lange obligationer.

Ændringen i rentestrukturen tog sin begyndelse, efter at det generelle rentefald var ophørt ved udgangen af marts, således at ændringen fandt sted i en periode med næsten uændret gennemsnitlig effektiv obligationsrente. Den effektive rente af en 10-årig obligation forblev stort set uændret, mens renten af obligationer med over 10-års restløbetid stort set steg samtidig med, at den effektive rente af obligationer med en løbetid under 10 år faldt. Som hovedregel gik det således, at den effektive rente faldt jo mere jo kortere obligationens løbetid var.

4.7. Forskydninger på udbuds- og efterspørgselssiden

Analysen af ændringer i rentestrukturen kompliceres af forskydninger på udbuds- og efterspørgselssiden. Sådanne forskydninger har i særlig grad fundet sted i 1975, hvor især efterspørgselssiden udviste store forskydninger, som tabel 1 viser.

Tabel 1. Placering af nettotilgangen af børsnoterede obligationer (procentvis fordeling).

Ar	Offentlige sektor	Fuldt skattepligtige/skattefrie		Almindeligt skattepligtige
	Nationalbanken Sociale pensions-fond Postgiro, ATP Kommuner	Penge-institutter	Forsikrings-selskaber Pensionsfonde Andre fonde	Husholdninger Erhvervs-virksomheder
			%	
1972	18	18	20	42
1973	23	12	18	47
1974	44	10	20	26
1975	20	56	16	8

Kilde: Nationalbankens Årsberetning 1975.

Af tabellen ses, at forsikringsselskabernes og pensionsfondenes andel af obligationskøbene stort set er uændret gennem perioden, således at vi i en analyse af årsagerne til ændringer i rentestrukturen kan se bort fra de langsigtede hedging-synspunkter, da de må antages at have givet samme bidrag til rentestrukturens dannelse i 1975 som i tidligere år. De markante forskydninger i 1975 repræsenteres af ændringerne i pengeinstitutternes og privates andel af obligationskøbene, idet pengeinstitutternes andel er steget fra 10 % i 1974 til 56 % i 1975, mens privates andel af nettotilgangen i 1975 kun udgjorde 8 % mod 26 % i 1974. På udbudssiden kom som et nyt element salget af de kort- og mellemfristede statsobligationer, der fandt sted fra slutningen af juni til begyndelsen af oktober.

I de to næste afsnit skal peges på de elementer, som førte til den markante ændring i rentestrukturen i løbet af 1975, idet afsnit 5 ser på de faktorer, der trak i retning af en udvidelse af rentespændet, mens afsnit 6 behandler de faktorer, der trak i retning af formindskelse af rentespændet.

5. Påvirkninger mod større rentespænd i 1975

5.1. Rentestigningsforventninger

Nogle få måneder efter årsskiftet 1975 opstod der blandt nogle betydelige investorer forventninger om en rentestigning i løbet af 1975. Disse forventninger var baseret på tendenser til stigning i de internationale 3-måneders rentesatser begyndende allerede i februar måned med en svag rentestigning på skatkammerbeviser i UA. Hovedparten af de internationale 3-måneders rentesatser havde da også en stigende tendens inden udgangen af 1. halvår 1975.

Rentestigningsforventninger giver som omtalt i afsnit 4.1 præference for korte obligationer, således at den effektive rente for disse papirer presses ned. For-

skydningen af købergruppen fra private til pengeinstitutter har antagelig bevirket, at forventningerne er slået kraftigere igennem på rentestrukturen end tidligere, da pengeinstitutterne må antages at have mere præcise forventninger om det fremtidige renteniveau end gruppen af private. Dette kan ud over pengeinstitutternes mere intime kendskab til de internationale finansielle markeder bl. a. baseres på, at pengeinstitutternes forestillinger om den fremtidige likviditetsudvikling i almindelighed er bedre funderet end den private investors forestillinger. Heraf følger, at tendensen til omlægning mod kortere fordringer i perioder med rentestigningsforventninger er blevet mere udtalt i 1975 end tidligere.

5.2. Stigende likviditetspræference

Likviditetspræferencen hænger som tidligere nævnt snævert sammen med risikoaversionen. Jo større aversion mod risiko jo mere udtalt likviditetspræference, hvilket vil sige desto større præference for korte papirer. De store kursudsving på obligationsmarkedet i årene op til 1975 har skærpet investorenes risiko-bevidsthed. De private investorer har reageret ved i stor udstrækning at trække sig ud af obligationsmarkedet, mens pengeinstitutterne har reageret ved at omlægge deres porteføljer fra lange til korte obligationer.

Pengeinstitutternes absolutte tabsrisiko på fonds blev forøget stærkt i 1975 på grund af de store obligationskøb, der beløb sig til 15.307 mill. kroner. Denne udvikling har bevirket, at obligationsbeholdningen udgør en stadig større andel af pengeinstitutternes aktiver, ligesom obligationsbeholdningen for mange pengeinstitutter er omkring tre gange så stor som egenkapitalen, hvilket bevirker, at pengeinstitutterne er meget sårbare over for rentestigninger, idet selv en lille stigning kan reducere egenkapitalen betydeligt, således at de får svært ved at opfylde bank og sparekasselovens egenkapitalkrav⁴). Risikoen for kurstab kan reduceres ved at nedsætte den samlede porteføljes gennemsnitlige restløbetid. Synspunkter af ovennævnte art har været yderst aktuelle i 1975 som følge af de betydelige obligationskøb, hvilket yderligere har tilskyndet til en omlægning af porteføljen mod kortere papirer og dermed mod øget rentespænd.

De tilbagevendende valutakriser har ligeledes øget pengeinstitutternes likviditetspræference. Udenrigshandelsvirksomhederne har i en årrække anset en dansk devaluering for mere sandsynlig end en dansk revaluering, hvilket har bevirket, at de har købt mere valuta på termin end de har solgt på termin. Dette får især betydning i perioder med valutauro, idet pengeinstitutterne i sådanne perioder således får betydelige nettoterminsforpligtelser over for kundegruppen. Herved pådrager pengeinstitutterne sig en valutarisiko, som imidlertid kan dækkes ved at indgå modgående transaktioner på kontantmarkedet, hvilket bevirker,

4. Beregninger over et pengeinstituts kurstab i procent af egenkapitalen ved en stigning i den effektive rente på 1 % er foretaget af Bent Nielsen: Rentestigning kan fjerne bankernes egenkapital. Finans/Invest nr. 3, 1976.

at deres likvide aktiver i danske kroner reduceres, mens aktiverne i udenlandsk valuta forøges. Den del af pengeinstitutternes nettovalutaaktiver, der svarer til deres nettoterminalsforpligtelser kan således ikke betragtes som likvid i egentlig forstand, idet disse nettovalutaaktiver er bundet – i hvert fald i den udstrækning, pengeinstitutterne ikke er villige til at løbe nogen større valutarisiko.

Tillige med likviditetsbindingen i udenlandsk valuta i perioder med valutauro sker der reduktion af likviditeten gennem udenrigshandelsvirksomhedernes betalingsforskydninger⁵). Selvsagt er forudsigelsen af disse valutakriser og styrken af likviditetspåvirkningen meget vanskeligt at forudberegne, hvilket har skærpet pengeinstitutternes likviditetspræference.

5.3. Institutionelle ændringer

I 1975 foretoges betydelige ændringer i det arsenal af pengepolitiske instrumenter, som de pengepolitiske myndigheder anvender i den pengepolitiske styring. Omslaget i statsfinansernes likviditetsvirkning fra næsten 15-års uafbrudt overskud til betydelige underskud nødvendiggjorde denne omlægning i pengepolitikken.

Pengeinstitutterne kunne før 1. maj 1975 gennem deponering belåne visse aktiver – heriblandt obligationer – i Nationalbanken efter nærmere fastsatte regler for belåningsgrad og forrentning. Da disse lånebetingelser sjældent ændredes og pengeinstitutterne selv bestemte omfanget af låntagningen, var styringen af pengeinstitutternes likviditet meget svag.

Indførelsen af de nye belåningsregler fra 1. maj 1975 har ændret denne situation, idet pengeinstitutterne i stedet for den automatiske belåning mod sikkerhed fik adgang til en låneramme fastlagt af Nationalbanken forud for hvert kvartal. Lånerammen for det enkelte pengeinstitut udregnes på basis af pengeinstitutternes egenkapital. Træk inden for den fastlagte ramme sker uden sikkerhedsstillelse og til en stigende rente, jo større udnyttelsen af kvoten er.

De tidligere nævnte tendenser til omlægning fra lange til korte obligationer blev forstærket af disse ændringer i Nationalbankens låneregler, idet pengeinstitutterne nu ikke længere kan skaffe sig likviditet ved at belåne lange obligationer i Nationalbanken, men i stedet må sælge ud af deres obligationsbeholdning. Fremskaffelsen af likviditet over obligationsbeholdningen indebærer altså nu en kursrisiko, som kan reduceres gennem en omlægning af porteføljen mod kortere gennemsnitlig løbetid. I forbindelse med ændringen i belåningsreglerne har mange pengeinstitutter sikkert taget deres obligationskøbspolitik op til revision i overensstemmelse med de ovennævnte synspunkter, hvilket har medvirket stærkt til at øge rentespændet i 1975. Lånerammerne i forbindelse med de nye 91-dages indlånsbeviser giver således Nationalbanken mulighed for en mere aktiv styring af pengeinstitutternes likviditet.

5. Det potentielle omfang af disse forskydninger er vurderet i Anders Grosen: Danske importører kan true kronen. Finans/Invest nr. 5, 1976.

Den generelle usikkerhed omkring valget af likviditetsopsugende pengepolitiske midler har sikkert medvirket til en forøgelse af rentespændet. Usikkerheden blev fjernet ved Nationalbankens pressemeddelelse af 24. oktober 1975, hvori indførelsen af kassebindingsreglerne og de nye 91-dages indlånsbeviser introduceredes.

Under indtryk af den manglende stabilitet på obligationsmarkedet, som til stadighed indebærer et betydeligt usikkerhedsmoment for bygherrerne, blussede debatten omkring genindførelsen af forhåndslåneordningen op i 1975. Denne debat trykkede yderligere kurserne på de lange obligationer, idet en eventuel overgang til forhåndslån ville øge obligationsudstedelsen af lange obligationer, da der i en periode, indtil igangværende byggeri er akviklet, vil komme en dobbelt obligationstilførsel af lange obligationer. Dette vil være tilfældet, fordi der ud over obligationsudstedelsen på grundlag af igangværende byggeri kommer en forhåndsudstedelse af obligationer til det byggeri, der påbegyndes. Hertil skal dog føjes, at der ikke sker nogen forøgelse af den samlede kreditgivning i samfundet, da pengeinstitutternes hidtidige byggelån blot flyttes over på obligationsmarkedet. Alligevel må overgangsproblemerne antages at ville presse kurserne på de lange obligationer. Denne usikkerhed omkring genindførelsen af forhåndslåneordningen har været medvirkende til at uddybe rentespændet mellem de korte og lange obligationer.

6. *Påvirkninger mod mindre rentespænd i 1975*

Af tabel 1 fremgår det, at der i de senere år er sket en forskydning af obligationskøberne fra de almindeligt skattepligtige købere til de fuldt skattepligtige eller skattefrie købere. Denne udvikling kulminerer i 1975, hvor de fuldt skattepligtige/skattefrie købere aftog 72 % af nettotilgangen af obligationer, mens de almindeligt skattepligtige kun aftog 8 %. Da de almindeligt skattepligtige som omtalt i afsnit 4.3 ud fra skattemæssige overvejelser skulle foretrække korte obligationer, må deres aftagende rolle som obligationskøbere alt andet lige indsnævre rentespændet. Generelt betød udviklingen i 1975, at skattereglerne fik en mindre indflydelse på rentestrukturens dannelse end tidligere.

Salget af de 6 mia. relativt kortfristede statsobligationer (løbetid omkring 4 år) må ligeledes have modvirket en yderligere udvidelse af rentespændet.

Sammenfattende kan det om rentestrukturudviklingen i 1975 konkluderes, at påvirkningerne mod en udvidelse af rentespændet har været både talrige og stærke sammenlignet med de få og svage elementer, der har trukket i modsat retning.

7. *Kan Nationalbanken ændre rentestrukturen*

7.1. *Aktivt påvirke forventningerne*

Vurderingen af Nationalbankens muligheder for en ændring af rentestrukturen skal tages op med baggrund i diskussionen af udviklingen i rentestrukturen for

1975. Hvorvidt det er muligt for Nationalbanken at ændre rentestrukturen ved hjælp af samtidige køb og salg af henholdsvis lange og korte obligationer afhænger i vid udstrækning af, om Nationalbanken derigennem formår at ændre markedsdeltagernes forventninger til det fremtidige renteniveau. Som tidligere nævnt må pengeinstitutterne antages at have mere præcise forventninger til det fremtidige renteniveau end gruppen af private, således at spillerummet for en aktiv påvirkning af markedets forventninger og dermed rentestrukturen indsnævres i takt med pengeinstitutternes stigende andel af de samlede obligationskøb. Pengeinstitutternes obligationskøb afhænger bl.a. af hvilke instrumenter, der tages i anvendelse ved reguleringen af deres aktivitet. Her tænkes ikke mindst på anvendelsen af udlånsloftet, som tvinger pengeinstitutterne til at anbringe de overskydende midler i obligationsmarkedet.

7.2. Aktivt påvirke likviditetspræferencen

Spørgsmålet om, hvorvidt Nationalbanken kan ændre rentestrukturen, kan til lige ses som et spørgsmål om, i hvilken udstrækning markedsdeltagernes likviditetspræference kan ændres ved penge- og valutapolitiske tiltag.

Udviklingen i 1975 er netop karakteriseret ved en række faktorer, der øgede markedsdeltagernes og især pengeinstitutternes likviditetspræference så som

- store kursudsving på obligationer sammenholdt med pengeinstitutternes voksende obligationsbeholdning
- tilbagevendende likviditetsdrænende valutakriser
- Nationalbankens ændrede belåningsregler
- usikkerhed omkring pengepolitikken udformning

Størrelsen af pengeinstitutternes obligationsbeholdning hænger delvis sammen med tilrettelæggelsen af pengepolitikken, således at de pengepolitiske myndigheder skulle have en vis indflydelse på denne størrelse. Kursudsvingene på obligationsmarkedet kan det være vanskeligt at begrænse for Nationalbanken, da disse i vid udstrækning skyldes variationer i det udenlandske renteniveau. En vis dæmpning af udsvingene kunne eventuelt opnås ved dannelsen af et bredere kort marked, således at Nationalbanken i større udstrækning kunne udjævne likviditeten over dette marked, hvorved en direkte påvirkning af det lange marked undgås. Man kunne ligeledes søge at hindre, at nogle af de mest markante likviditetsudsving opstod.

Gennem intervention i valutaterminsmarkedet kunne likviditetssvingningerne forårsaget af de tilbagevendende valutakriser dæmpes. Ved at Nationalbanken sælger valuta på termin i perioder med valutauro (forventninger om dansk devaluering eller udenlandsk revaluering), undgår pengeinstitutterne at binde likviditet i udenlandsk valuta til dækning af valutarisikoen. Herved lettes den likviditetsstramning i pengeinstitutsektoren, som normalt finder sted i en periode med valutauro, hvilket yderligere skulle mindske udsvingene i obligationskurserne

– i hvert fald i den udstrækning disse skyldes svingninger i banklikviditeten forårsaget af valutakriserne. Effekten af en sådan politik vil antagelig blive størst, hvis Nationalbanken åbent tilkendegiver sin reaktionsmåde, idet dette yderligere vil styrke tilliden til kronen. Ved at Nationalbanken reducerer terminstillægget på fremmed valuta gennem intervention tilskyndes importørerne med forpligtelser i udenlandsk valuta desuden til at terminssikre i stedet for at betale før forfaldstid, hvorved likviditetsudviklingen bliver mere rolig samtidig med, at valutareserven beskyttes.

Pengeinstitutternes øgede likviditetspræference, der fulgte ændringen i Nationalbankens belåningsregler, viser, at Nationalbankens låneregler har indflydelse på rentestrukturen. Disse regler må imidlertid fastlægges ud fra hensynet til Nationalbankens styring af likviditeten og ikke alene ud fra hensynet til rentestrukturen.

Den generelle usikkerhed omkring pengepolitikens udformning kan måske undgås gennem en større åbenhed, hvorved pengeinstitutternes likviditetspræference sandsynligvis ville aftage.

Argumentationen i det foregående skulle sandsynliggøre, at ændringer i rentestrukturen gennem samtidige køb og salg af lange og korte obligationer i stor udstrækning afhænger af mulighederne for at ændre markedsdeltagernes og specielt pengeinstitutternes forventninger til det fremtidige renteniveau samt af mulighederne for at ændre deres likviditetspræference. Som det skulle fremgå af det foregående må det antages, at større ændringer i pengeinstitutternes likviditetspræference sandsynligvis kræver pengepolitiske indgreb ud over samtidige køb og salg af lange og korte obligationer. Mulighederne for at påvirke markedets renteforventninger afhænger ligeledes af pengepolitikens tilrettelæggelse, som det påpeges i afsnit 7.1, hvoraf det fremgår, at spillerummet for en aktiv påvirkning af markedets renteforventninger i vid udstrækning afhænger af pengeinstitutternes andel af det samlede obligationskøb (obligationsbeholdning). Den rentestrukturændring, som samtidige køb og salg af lange og korte obligationer alene kan afstedkomme, skulle således være af begrænset omfang, da penge og valutapolitikens tilrettelæggelse i øvrigt spiller en afgørende rolle for rentestrukturen. En konkret vurdering af det omfang, det er muligt at ændre rentestrukturen inden for givne penge- og valutapolitiske rammer, kræver empiriske undersøgelser.

8. Realøkonomiske virkninger af ændret rentestruktur

Det andet hovedspørgsmål i forbindelse med en aktiv ændring af rentestrukturen er, hvorvidt en eventuel ændring af rentestrukturen vil få de ønskede realøkonomiske virkninger. Som det ses af nedenstående figur 1, er pengepolitikens målvariable valutastillingen og den indenlandske aktivitet. Efter 1969-valutakrisen har pengepolitikken i videre udstrækning end tidligere været til-

rettelagt efter hensynet til valutastillingen. I figur 1 er det illustreret, hvorledes en aktiv ændring af rentestrukturen – »Operation Twist« – må antages at påvirke de pengepolitiske mål.

Figur 1. Realøkonomiske virkninger af »Operation Twist«

		Pengepolitiske målvariable	
		Investering og indkomst	Private kapitalimport
»Operation Twist«	Stigning i korte rente	-	+
	Fald i lange rente	+	-

(+), (-) betyder henholdsvis positiv og negativ indflydelse på den betragtede målvariabel.

Rentestrukturændringens indflydelse på aktiviteten har både en positiv og en negativ side, idet stigningen i den korte rente må antages at reducere korttidsinvesteringerne, mens faldet i den lange rente vil stimulere langtidsinvesteringerne. En samlet positiv effekt på investeringsniveauet kræver således, at de lange investeringer skal stige mere end de korte investeringer reduceres. Den samlede effekt afhænger således af korttids- og langtidsinvesteringernes omfang og renteelasticitet. A priori kunne man udmærket tænke sig, at korttidsinvesteringerne ville reduceres mere end langtidsinvesteringerne stimuleres, da lagerinvesteringer m.v. bedre tillader marginale tilpasninger, hvortil kommer, at risikoelementet vejer tungere i langtidsinvesteringerne, således at marginale ændringer i renteniveauet ikke kan forskyde disse investeringers igangsættelse.

Effekten på den private kapitalimport må ligeledes antages at have både positive og negative sider. Det antages sædvanligvis, at det vil være den korte rente, der øver den afgørende indflydelse på den private kapitalimport, men den lange rente vil antagelig også have en vis indflydelse på omfanget af den private kapitalimport, da omkring halvdelen af de private mellemværender med udlandet er langfristede. Formodningen om den lange rentes betydning for kapitalimporten styrkes endvidere af Blomgreen-Hansens kapitalmarkedsmodel for 12 OECD-lande, hvori det hedder, at det er et væsentligt karakteristikum ved det danske finansielle system, at den lange obligationsrente har en tættere samvariation med renten i udlandet end i nogle af de andre 12 lande, som indgår i undersøgelsen. Både den korte og lange rente må således antages at påvirke kapitalimporten, hvorved den positive effekt på kapitalimporten må antages at være beskeden.

Sammenfattende må det konkluderes, at der er stor usikkerhed forbundet

med en vurdering af en aktiv rentestrukturændrings påvirkning af de realøkonomiske forhold, ligesom en eventuel positiv (negativ) effekt på aktiviteten må afvejes mod en negativ (positiv) effekt på kapitalimporten.

9. Pengepolitiske styringsperspektiver

Anvendelsen af en aktiv påvirkning af rentestrukturen i pengepolitikens tilrettelæggelse må vel betyde, at de pengepolitiske myndigheder tillægger renteændringer en betydning for opnåelse af de pengepolitiske mål. En væsentlig forudsætning for en sådan politiks succes må derfor være, at investeringerne – herunder ikke mindst byggeriet – må gøres så følsom som muligt over for renteændringer. Dette kunne som foreslået af Henning Holten og Bodil Nyboe Andersen⁶) bl. a. opnås gennem en genindførelse af forhåndslåneordningen, således at bygherren kender sin endelig finansiering ved påbegyndelsestidspunktet, hvilket må være en væsentlig forudsætning for at benytte renten som et instrument til påvirkning af byggeriet.

Muligheden for at opnå rentetilpasningslån er et skridt i den modsatte retning, idet disse lån vil gøre bygherren (debitor) mindre rentefølsom, hvilket skulle fremgå af følgende argumentation fra side 74 i »Redegørelsen vedrørende nogle reformforslag inden for realkreditområdet«. »Et højt renteniveau vil virke mindre afskrækkende på bygherren end ved traditionelle fastforrentede lån, fordi han vil kunne håbe på, at renteniveauet er faldet ved næste rentetilpasning. Til gengæld skulle et øjeblikkeligt lavt renteniveau heller ikke give så stærk en stimulans til at øge byggeaktiviteten. Et system med rentetilpasningslån skulle altså gøre renten mindre brugbar som reguleringsfaktor inden for byggeriet«.

Ud fra et pengepolitisk styringssynsvinkel modarbejder de to forsøg (»Operation Twist« og rentetilpasningslån) også hinanden af andre grunde. Hvis nemlig rentetilpasningslånene får en stor udbredelse, vil en aktiv rentestrukturomlægning vanskeliggøres, idet en samtidig stigning i den korte rente og fald i den lange rente vil bevirke, at en større del af kapitalfremskaffelsen vil rette sig mod det lange marked, hvilket vil modvirke rentefaldet. I det omfang bygherrene er villige til at skifte fra kort til lang finansiering forflygtiges mulighederne for at ændre rentestrukturen. En rentestrukturændrings potentielle virkning på de pengepolitiske målvariable vil ligeledes kunne omgås i den private sektor ved at skifte mellem lang og kort finansiering.

Den eventuelle virkning af en aktiv rentestrukturændring angribes altså af rentetilpasningslånene på to fronter, nemlig dels ved at vanskeliggøre selve rentestrukturændringen, dels ved at muliggøre en omgåelse af de potentielle virkninger.

6. Henning Holten og Bodil Nyboe Andersen: Forslag til en minireform af realkredit. Sparekassen juni/juli 1974.

10. Konklusion

Samtidig opnåelse af to uafhængige pengepolitiske mål – fuld beskæftigelse og øget kapitalimport – kræver to uafhængige pengepolitiske midler. Diskussionen i det foregående sætter spørgsmålstegn ved, om de pengepolitiske myndigheder kan variere forholdet mellem kort og lang rente. I benægtende fald kan den korte og lange rente ikke betragtes som to pengepolitiske uafhængige variable. De eventuelle muligheder for at variere forholdet mellem den korte og lange rente afhænger under danske institutionelle forhold i betydelig udstrækning af pengeinstitutternes reaktioner.

Selv om Nationalbanken inden for visse grænser kunne bestemme det korte og lange renteniveau uafhængigt af hinanden, er det pengepolitiske dilemma ikke dermed løst, idet de to rentesatser må have en forskellig relativ indflydelse på de pengepolitiske målvariable, hvilket skulle fremgå af argumentationen i forbindelse med figur 1. Den udstrækning, i hvilken det er muligt at ændre rentestrukturen, er ligesom den endelige realøkonomiske effekt et empirisk spørgsmål.

Det er endvidere uheldigt, at forsøgene med aktiv rentestrukturændring og forsøgsordningen med rentetilpasningslån løber samtidigt. I det omfang den aktive rentestrukturændring bliver en succes, må forsøgsordningen med rentetilpasningslån nemlig antages at blive en riasko. Hvis rentetilpasningslåne på et senere tidspunkt får en stor udbredelse, kan det give pengepolitiske styringsproblemer, idet eventuelle virkninger af ændringer i rentestrukturen kan omgås. Herudover vil rentetilpasningslåne generelt svække rentens betydning som reguleringsfaktor for byggeriet, hvilket er en væsentlig forudsætning for, at en aktiv ændring i rentestrukturen kan blive en succes.

Litteraturliste

1. Henning Holten og Bodil Nyboe Andersen: Forslag til en minireform af realkreditlen. Sparekassen juni/juli 1974.
2. Peter Andreas Bøggild: Rentetilpasningslån er nu en realitet. Fagskrift for Bankvæsen nr. 2, 1976.
3. Peter Andreas Bøggild: Ændret arbejdsfordeling mellem penge- og realkreditinstitutioner. Fagskrift for Bankvæsen nr. 1, 1976.
4. Anders Grosen: Danske importører kan true kronen. Finans/Invest nr. 5, 1976.
5. Niels Blomgreen-Hansen: Kan dansk pengepolitik effektiviseres ved etablering af et marked for korte fordringer. Nationaløkonomisk Tidsskrift nr. 1, 1976.
6. Hans Ejvind Hansen: Hvordan styrer vi byggeriet? Økonomi og Politik nr. 2, 1975.
7. Jens Okkels Hansen: Valg mellem rentetilpasningslån og fastforrentede lån. Fagskrift for Bankvæsen nr. 4, 1976.
8. Bent Nielsen: Rentestigning kan fjerne bankernes egenkapital. Finans/Invest nr. 3, 1976.
9. Redegørelse vedrørende nogle reformforslag inden for realkreditområdet. Afgivet af en arbejdsgruppe nedsat af boligministeren den 22. oktober 1974.
10. Myron H. Ross: Operation Twist: A Mistaken Policy? Journal of Political Economy. April 1966.
11. Claus Vasthup: En pengepolitisk redegørelse. Juristen og Økonomen nr. 20, 1976.