En kommentar til Lars Lund

Hans Bjering

Lars Lund har i sin artikel »Den mislykkede pengepolitik« over et par sider beskæftiget sig med min kommentar til hans artikel »Er obligationsmarkedet et jordbærmarked?«. Lars Lunds svar til mig klargør i nogen grad meningsforskellen og indbyder til en afsluttende bemærkning.

Det centrale spørgsmål i diskussionen var, i hvilket omfang nettotilgangen af obligationer kan antages at påvirke obligationsrenten. Lars Lund mente, at der ingen, eller i alle tilfælde kun en uhyre svag, sammenhæng er mellem udbudet af obligationer og obligationsrenten. Han begrundede dette synspunkt med, at obligationsudbudet »skaber sin egen efterspørgsel«. I min kommentar til Lars Lund hævder jeg, at det af mange grunde ikke er rimeligt at frakende obligationstilgangen enhver betydning for obligationsrentes højde.

I sit svar til min kommentar søger Lars Lund at underbygge sit synspunkt ved hjælp af en række eksempler. Om et af eksemplerne anfører Lars Lund, at det præcist illustrerer problemstillingen i hans første artikel. Eksemplet søger at vise hvad der sker, når en person indfrier et byggelån i en bank ved at udbyde obligationer, og derved giver banksystemet mulighed for at yde et fornyet udlån.

I eksemplet antages ikke at denne transaktion medfører en kreditudvidelse fra banksystemet. Sker dette ikke, og forekommer der heller ikke en kreditudvidelse fra andre, i forhold til den private, ikke-finansielle sektor eksogene sektorer, kan nettotilgangen af obligationer kun opsuges, såfremt der i den private ikke-finansielle sektor sker en omlægning af porteføljerne i retning af et relativt forøget indhold af langfristet gæld og tilgodehavender.

En sådan omlægning eller ombytning, hvor den samlede kreditmængde er uændret, men sammensætningen forskellig, giver Lars Lund også et eksempel på. Han anfører, at ifølge almindelig økonomisk teori kan sådanne ombytninger ske i et vist omfang, uden at de enkelte rentesatser ændres. Dette forudsætter blot at de finansielle aktiver, imellem hvilke ombytningen sker, er nære substi-

tutter. Og Lars Lund hævder at der er nær substitution mellem f. eks. bankindskud og obligationer.

Af mange grunde er dette synspunkt bemærkelsesværdigt, og da i alle tilfælde temmelig på tværs af gængs opfattelse af de karakteristiske egenskaber ved kortfristede og langfristede finansielle fordringer. Men navnlig i en periode som den Lars Lund betragter, hvor inflationsraten var mellem 10 og 15 pct. må det anses for temmelig usandsynligt at folk betragter anfordrings- eller tidsindskud i pengeinstitutterne som subsitute med 10-, 20- eller 30-årige obligationer. Det er således vanskeligt at se at Lars Lund har sandsynliggjort, at de krav om porteføljeomlægning et øget udbud af obligationer under de givne forudsætninger rejser, vil kunne ske uden påvirkning af renteniveauet i almindelighed og obligationsrenten i særdeleshed.

Nu er det naturligvis ikke nødvendigt at antage at pengeinstitutterne overhovedet ikke efterspørger obligationer, d.v.s. at kreditudvidelsen, selv under et effektivt udlånsloft, er nul. En porteføljetilpasning i den private, ikke-finansielle sektor er imidlertid stadig nødvendig, hvis ikke kreditudvidelsen fra pengeinstitutterne er af et sådant omfang, at hele nettotilgangen af obligationer overtages af disse. Alternativt kunne man tænke sig en tilsvarende kreditudvidelse fra andre sektorers side. At kreditudvidelsen fra pengeinstitutternes side ikke har været af et omfang der kunne sikre en opsugning af obligationstilgangen uden renteændringer, fremgik af de data, der blev bragt i forbindelse med min første kommentar til Lars Lund. At kreditudvidelsen fra øvrige sektorer ikke har været tilstrækkelig til at kunne kompensere herfor fremgår bl. a. af Danmarks Statistiks nytårsoversigter og de økonomiske oversigter fra Det økonomiske Sekretariat.