Obligationsrente og obligationsudbud

Hans Bjering

I en artikel under overskriften »Er obligationsmarkedet et jordbærmarked?« i Økonomi og Politik nr. 3, 1974, affyrer Lars Lund en bredside, generelt mod forestillingen om at obligationsudbudet er bestemmende for obligationsrenten og specielt mod nogle bemærkninger i Nationalbankens årsberetning 1973 og Det økonomiske Sekretariats oversigt fra marts 1974. I begge publikationer anføres den stigende obligationstilgang i begyndelsen af 1974 som en af de væsentlige årsager til rentestigningen. Lars Lunds hypotese er, at da obligationsudbudet »skaber sin egen efterspørgsel« vil renteniveauet principielt ikke blive påvirket af obligationstilgangen.

For dette synspunkt fører Lars Lund en række argumenter i marken, argumenter, hvis rimelighed skal drøftes nedenfor. Det vil dog være rimeligt at forudskikke, at Lars Lund selv mod slutningen af sin artikel synes at modificere sit synspunkt med en bemærkning om, at det ved vurdering af rente- og kursdannelsen vil være »udsigtsløst at hæfte sig *alene* ved forudsete ændringer på udbudssiden af obligationsmarkedet«. At der på den anden side heller ikke er nogen der gør det, og da navnlig ikke Nationalbankens og DØS's oversigtsforfattere turde være indlysende blot ved gennemlæsning af de i Lars Lunds artikel citerede uddrag af de to institutioners rapporter.

I den argumentation der går forud for den ovenfor citerede slutbemærkning, tager Lars Lund imidlertid ikke hensyn til at obligationsudbudet må betragtes *som én af flere faktorer* der bestemmer den lange rente; han frakender obligationsudbudet enhver betydning.

Teorien.

Lars Lunds udgangspunkt er, at ændringer i obligationsrenten kan tages som udtryk for ændringer i renteniveauet i almindelighed, eller, mere specifikt, at der i praksis er parallelitet mellem bevægelser f. eks. i byggelånsrenten og obli-

gationsrenten. Der er formentlig her tale om en temmelig heroisk antagelse: Et enkelt blik på forholdet mellem den kortsigtede udvikling i obligationsrenten og i byggelånsrenten ville have kunnet overbevise forfatteren om, at dette i praksis ikke er tilfældet.

Lars Lund lægger imidlertid denne antagelse til grund for en analyse af en byggesag. Han skriver, at i forbindelse med den endelige prioritering af byggeriet må det antages, at »sker der ikke samtidig med at obligationerne udbydes andre ændringer, vil denne afløsning (byggelånets afløsning med obligationslån) kunne ske til det *gældende* renteniveau«. Dette skal formentlig forstås på den måde, at Lars Lund antager at en forøget efterspørgsel efter korte byggelån vil slå igennem på den lange rente. Synspunktet kan muligvis finde en vis støtte i forventningsteorien for rentestrukturen, såfremt denne teori anvendtes helt mekanisk og i sin allermest forenklede form.

Lars Lund tager imidlertid ikke disse spørgsmål op, men søger en teoretisk begrundelse for sin hypotese, at udbudet skaber sin egen efterspørgsel, bl. a. i en artikel af professor Carl E. Sørensen, hvori denne skal have illustreret afhængighed mellem udbud og efterspørgsel på kreditmarkederne med følgende eksempel: En opsparingsforøgelse hos forbrugerne, der på kort sigt medfører en utilsigtet lagerforøgelse hos detailhandlerne, medfører et forøget udbud af kredit fra forbrugerne og en tilsvarende forøgelse af kreditefterspørgselen hos detaillisterne, således at forbrugerne reelt kommer til at finansiere detailhandelens forøgede kreditefterspørgsel. Det er vanskeligt at se, at dette eksempel illustrerer andet end den trivielle nationalregnskabsmæssige sammenhæng mellem opsparing og investering.

Lars Lund søger også støtte for sine synspunkter i en artikel af Duelund Nielsen, hvor denne nævner, at et byggeris påvirkning af økonomien finder sted i forbindelse med selve opførelsen. Ved prioritering og obligationsudbud, der vedrører byggeri der for længst er afsluttet, sker der blot en ombytning af lån. »Et eventuelt behov for en rentestigning må begribeligvis foreligge i forbindelse med en låneombytning«. Den »låneombytning« Duelund Nielsen omtaler er imidlertid ikke en ombytning mellem to identiske finansieringsformer, men en ombytning fra kortfristet finansiering til langfristet finansiering. De institutionelle forhold på det danske penge- og kapitalmarked er af en sådan karakter, at mens bygherren kan vælge om han under de gældende renteforhold vil iværksætte byggeriet eller ej, har han ved den endelige prioritering ingen mulighed for at udskyde sin optræden på det lange marked nævneværdigt. Han er tvunget til at udbyde sine obligationer på et tidspunkt hvor markedsforholdene muligvis er helt andre end de var da han optog det kortfristede lån. Der er altså ikke tale om nogen simpel, rent teknisk ombytning, men om en fornyet prisfastsættelse på den finansiering bygherren skal have. I parentes bemærket, er det jo netop disse forhold der ligger bag diskussionen om betimeligheden af at indføre en forhåndslåneordning.

Virkeligheden.

Artiklens hovedvægt lægges da også på at illustrere at obligationsudbudet i *praksis* skaber sin egen efterspørgsel.

Den praktisk-institutionelt betonede argumentation for at obligationsrenten ikke i nævneværdig grad påvirkes af obligationsudbudet, sker på det grundlag, at det hævdes, at ved afløsning af byggelånene efter en »byggepukkel«, står pengeinstitutterne i den situation ikke at kunne placere den ledigblevne likviditet andre steder end i obligationer. Og efter Lars Lunds mening er pengeinstitutterne endda så heldige at de ikke behøver at ulejlige sig ned på børsen for at købe disse obligationer: Deres tidligere byggelånskunder kommer selv med obligationerne som pengeinstituttet overtager til dagspris, formentlig ud fra den betragtning, at »det skulle de jo alligevel have givet for dem«! Bankers og sparekassers obligationsefterspørgsel skulle altså øges i takt med obligationsudbudet, således at overskudsudbud på obligationsmarkedet med deraf følgende pres på renten ikke skulle kunne forekomme.

Fejlargumentationen i det ovenfor refererede skyldes først og fremmest Lars Lunds opfattelse af bankers og sparekassers normale adfærd. Lad os først se på postulatet om at pengeinstitutterne ved afløsning af byggelån efter en byggelånspukkel står i den situation ikke at kunne finde andre rimelige placeringsmuligheder end fortsat at finansiere det selvsamme byggeri, denne gang blot ved køb af de nytrykte obligationer. I langt de fleste tilfælde vil alternative placeringsmuligheder være lige så attraktive. F. eks. vil substitution med andre indenlandske udlån være en nærliggende mulighed. Ikke mindst i en periode med udlånsloft, hvor der ofte vil være utilfredsstillet låneefterspørgsel, og hvor der yderligere gennem kreditformidlingslov og aftaler mellem pengeinstitutterne og Nationalbanken er lagt pres på banker og sparekasser for at få dem til at øge deres erhvervsmæssige udlån, vil udlån til andre formål end byggeri være aktuelle.

Der er imidlertid ingen grund til at opholde sig ret længe ved rent spekulative løsninger på det problem pengeinstitutterne står med når byggelånene mindskes. Bankers og sparekassers obligationskøb, byggelån og udlån til andre formål er statistisk ret velbelyst. I tabel 1 er gengivet tal for disse størrelser. Ser man alene på de måneder, hvor der har været tale om absolutte fald i byggelån, obligationskøb og udlån til andre formål, finder man, at byggelånene har udvist et sådant fald i januar, februar, april, maj, juli, august og oktober 1974. Pengeinstitutternes obligationsbeholdninger er faldet i månederne januar, april og juli, og deres udlån til andre formål er steget i månederne januar, februar, maj og august. I seks ud af syv måneder i 1974 er faldet i pengeinstitutternes byggelån således ledsaget enten af en stigning i deres udlån til andre formål eller af et fald i deres obligationsbeholdninger eller af begge dele. Der er således intet i tallene der kan støtte en hypotese om en automatisk substitution mellem byggelån og obligationskøb.

Det er imidlertid åbenbart, at man teoretisk kan forestille sig en situation, hvor placeringsmulighederne tørrer sådan ind, at placering af overskudslikviditet i obligationer bliver eneste aktuelle mulighed for de midler, der frigives ved byggelånenes forfald.

I denne mulighed kan der blot heller ikke hentes støtte for Lars Lunds synspunkter. For det første af den simple grund, at en meget væsentlig del af prioriteringen af ejerboliger sker i form af kontantlån. Banker eller sparekasser ser således aldrig disse obligationer. For det andet, fordi normal praksis for flertallet af danske banker og sparekasser ved forvaltning af en byggelånssag er sådan, at de modtagne obligationer praktisk taget altid handles i kommission på børsen, også når pengeinstituttet selv ønsker at forøge sin fondsbeholdning. Set fra pengeinstituttets side har denne fremgangsmåde to indlysende fordele: For det første vil kunden aldrig kunne henvise til ureel behandling fra pengeinstituttet med hensyn til den kurs han har opnået for sine obligationer. Prisdannelsen finder sted udenfor pengeinstituttet, og kunden kan, om han ønsker det, selv overvære salget på børsen og se at alt går rigtigt til. For det andet vil pengeinstituttet, i de tilfælde hvor det ønsker at erhverve obligationer selv, samtidig med at det har en større post obligationer til salg for kundes regning, kunne erhverve de papirer det måtte ønske til en lidt lavere kurs end normalt: Pengeinstituttet ved nemlig, at udbudet af en stor, samlet mængde obligationer af nogenlunde ensartet type, let vil få kursen til at skride f. eks. ¼ til ½ point, et kursfald, der med al sandsynlighed vil blive justeret dagen efter når det store samlede udbud er opsuget.

Kursdannelsen på obligationer sker således under alle omstændigheder på børsen, hvor en væsentlig del af efterspørgerne er andre end de der har likviditet i overskud efter afviklingen af en byggelånspukkel. Der er således intet pres på disse købere for at handle anderledes end til lavest mulige kurs . . . og »lavest mulige kurs« vil alt andet lige være lavere jo flere og jo mere »sultne« obligationsudbyderne er. Og i det omfang pengeinstitutternes fondschefer skulle nære ønske om at øge obligationsbeholdningen, vil de formentlig indkassere en alvorlig reprimande såfremt de begynder at drive filantropi på egen hånd og ikke selv udnytter muligheden for at handle til »lavest mulige kurs«.

Erfaringerne.

Det er klart, at en lang række forhold udover obligationsudbudet påvirker kursdannelsen, herunder selvsagt forholdene på efterspørgselssiden. I de uddrag af Nationalbankens og DØS's rapporter, Lars Lund citerer, kan man som nævnt ikke finde støtte for en antagelse om, at man i disse to institutioner ikke fuldt ud er opmærksom herpå. Det er naturligvis korrekt når Lars Lund nævner, at foråret 1974 var karakteriseret bl. a. ved ændringer på eftespørgselssiden. Obligationsefterspørgselen må antages bl. a. at afhænge af udviklingen i det inter-

nationale renteniveau, af udviklingen i forventningerne til det fremtidige kursniveau, af prisforventningerne og de indenlandske likviditetsforhold. For så vidt angår forventningerne til det fremtidige kursniveau, føres der i Lars Lunds artikel ikke argumenter i marken der kan sandsynliggøre, at det ikke netop var »byggepukkelen« i 1973 der betingede de pessimistiske forventninger.

Det må under alle omstændigheder forekomme ualmindelig forenklet når Lars Lund erklærer, at det der var galt i foråret 1974 ikke var et stort udbud, men en unaturlig lav efterspørgsel. Et forsøg på at isolere udbuds- og efterspørgselsvirkningerne på denne måde forekommer temmelig urimeligt, navnlig når et blik på tallene for obligationstilgangen for første og andet kvartal 1974 afslører, at der faktisk skete en betydelig stigning i obligationstilgangen (13,3 mia. kr. i 1. halvår 1974 mod 11,9 mia. kr. i 1. halvår 1973 og 11,3 mia. kr. i 2. halvår 1973).

Lars Lund hævder, at den »traditionelle« forklaring på rentedannelsen, nemlig at obligationsudbudet spiller en rolle, er forkert, men nok vil være sejlivet at få has på, da den er så dejlig letfattelig (underforstået: At selv Nationalbanken og Det økonomiske Sekretariat er i stand til at forstå den?). Mon ikke snarere årsagen er den, at teorien, anvendt med rimelighed, i praksis har vist sig ikke at være så dårlig endda?

Tabel 1. Obligationstilgang, pengeinstitutternes obligationsbeholdning og udlån, mill. kr.

	1973						1974									
	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jan.	Feb.	Mar.	Apr.	Maj.	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.
Obligationstilgang til nominel værdi, netto	1465	1963	1886	2099	2585	1267	1760	2233	2606	1953	2043	2670	1610	2069	2828	3715
Obligationstilgang til kursværdi, netto	894	1483	1401	1436	1903	722	1007	1494	1721	1176	1236	1613	536	1263	1851	2328
Kursværdi af pengeinstitutternes obligatiooskøb	÷452	357	228	÷29	548	408	÷446	153	160	÷181	89	12	÷348	283	534	501
Pengeinstitutternes udlån	58505	58913	60564	60363	61356	62191	62481	63573	65296	64645	65359	66930	65349	65159	66377	65017
Heraf byggelån	10291	10293	10830	10857	10978	11491	11272	11263	11528	11436	11377	11620	11292	10908	11022	10292
Lån til andre formål	48214	48620	49734	49506	50378	50700	51209	52310	53768	53209	53982	55310	54057	54251	55355	54725

Kilde: Danmarks Statistik: Konjunkturoversigt, dec. 1974, og Nationalbankens kvartalsoversigt, februar 1975.