Er obligationsmarkedet et jordbærmarked?

Lars Lund

1. *Indledning*

Renteteori er en gammel disciplin inden for den økonomiske teori. Det kan imidlertid ikke siges, at der er opnået nogen høj grad af enighed på dette felt. I denne artikel drøftes obligationsmarkedet i relation til rentedannelsen. Det sker med anknytning til de seneste års erfaringer og med en kritik af en bestemt type af argumentation, som ofte ses fremført. Med det sidste tænkes på de mangfoldige udtalelser i retning af, at når der kommer mange nye obligationer frem, så presses renten opad. De fleste størrelser, som økonomer analyserer og beskriver, svinger op og ned på en uregelmæssig måde. Det gælder også nytilgangen af obligationer. Hver gang, der kommer en pukkel af obligationer, fremsættes der udtalelser af den ovennævnte art. Der har været mange af dem i 1974, hvor der har været en stor obligationspukkel.

2. *»Pukkelen«*

Først skal denne pukkel belyses rent statistisk. Det er tilstrækkeligt at se på halvårstal fra 1971 til og med 1. halvår 1974.

Tabel 1

Nettotilgang af børsnoterede obligationer excl. statsobligationer. Kursværdi.

	Mill. kr.
1. halvår 1971	5.020
2. – 1971	5.177
1. – 1972	6.203
2. – 1972	7.039
1. – 1973	8.735
2. – 1973	7.885
1. – 1974	8.346

Kilde: Danmarks Nationalbanks kvartalsoversigt.

Tallene i tabel 1 kan lidt groft siges at udtrykke en 60 % stigning i tilgangen målt i kursværdi fra 1971 til 1. halvår 1974. Obligationerne kommer frem med ca. 1 års forsinkelse i forhold til de investeringsaktiviteter (byggeri m. v.) som efterfølgende finansieres gennem realkreditinstitutionerne. Det kan derfor være relevant at sammenligne med stigningen i bruttonationalproduktet i markedspriser fra 1970 til 1973. Denne var godt 40 %. Forskellen mellem de to procenter giver imidlertid en undervurdering af pukkelen i begyndelsen af 1974. Med den stigende rente er kurserne faldet. Dette har stort set næppe været forudset af bygherrerne. Disse har derfor, mens der blev bygget i 1972 og 1973, haft forventninger om, at de i 1974 ville kunne rejse flere penge over obligationsmarkedet, end de faktisk kom til. Det beløb, der blev rejst, er tabellens sidste tal. Som det ses, er dette tal mindre end tallet for 1. halvår 1973. Hvis renten fra 1. halvår 1973 havde holdt sig uændret, ville tabellens sidste tal imidlertid være blevet større end tallet for 1. halvår 1973 og således have vist en større obligationspukkel for 1. halvår 1974.

Det er almindeligt kendt, at renten er steget i den betragtede periode. Der kan dog være grund til at understrege størrelsen af stigningen ved at nævne, at renten ved udgangen af 1. halvår 1974 lå omkring 50 % over niveauet i 1971–72. Dette udgangsniveau for den lange obligationsrente var endda så højt som 11–12 %.

3. *Officielle forklaringer på ændringer i renten*

Der skal citeres udtalelser af den art, der er nævnt i indledningen. De stammer dels fra Danmarks Nationalbank og dels fra regeringens Økonomiske Sekretariat.

I Nationalbankens beretning for 1973, der er fremlagt i marts 1974, hedder det side 76:

> »I slutningen af januar samt i februar 1974 kom obligationsmarkedet igen under et betydeligt pres, og den gennemsnitlige effektive obligationsrente steg godt 1 pct. til over 15 pct. I enkelte 20-årige serier var den effektive rente i slutningen af februar herefter over 16 pct.
>
> Denne udvikling i obligationskurser og -renter må først og fremmest ses på baggrund af det pres på markedet, som har været en følge af den bestandigt stigende tilgang af obligationer, men også den forøgede prisstigningstakt og renteudviklingen i udlandet må formodes at have spillet en rolle.«

I denne passage nævnes det, at der »først og fremmest« må ses på den stigende tilgang af obligationer. Obligationstilgangen er imidlertid en følge af, at der har været foretaget nogle investeringer. Dette reale forhold trækker Nationalbanken frem i sin kvartalsoversigt fra maj 1974. I den indledende tekst på side 4 forekommer følgende passage om rentestigningen i de første 4 måneder af 1974:

»En medvirkende årsag til de stærke kursfald har utvivlsomt været det store boligbyggeri, påbegyndt i 1972 og første halvdel af 1973, kombineret med det forhold, at den langfristede finansiering af byggeinvesteringer først finder sted i forbindelse med byggeriets fuldførelse.«

Presset på obligationsmarkedet, som omtales i Nationalbankens beretning, kan altså henføres til boliginvesteringer i 1972 og 1973. Udtrykket »den langfristede finansiering« i det sidste citat betyder udleveringen af obligationer fra realkreditinstitutterne til bygherrerne. Denne udlevering er den i det første citat omtalte »tilgang af obligationer«.

I Økonomisk Oversigt, marts 1974, fra Det økonomiske Sekretariat hedder det, side 63–64, helt i tråd med tilkendegivelserne fra Nationalbanken:

»Ved udgangen af 1973 lå den effektive obligationsrente i gennemsnit på ca. 14 pct., eller 2½–3 procentpoints over niveauet ved udgangen af 1972. I slutningen af januar og i februar 1974 kom obligationsmarkedet ud for et betydeligt pres, og i begyndelsen af marts 1974 lå obligationsrenten på 15,3 pct. Baggrunden for den stigende rente på obligationsmarkedet skal søges i flere forhold. Vigtigst er nok den fortsatte vækst i tilgangen af nye obligationer, men også den stadigt strammere indenlandske likviditet og presset på pengeinstitutternes udlånsmuligheder må antages at have spillet en rolle.«

Igen er det den stigende tilgang af obligationer, der fremhæves som den vigtigste årsag til rentestigningen.

De nævnte særdeles autoritative udtalelser om sammenhængen mellem en stigende obligationstilgang og en rentestigning kan siges i dobbelt forstand at frembyde en overraskelse.

For det første er det overraskende, at forklaringen, der gør nytilgangen til en hovedårsag, er overfladisk. Den lyder nemlig tilforladelig.

For det andet er det overraskende, at udtalelserne kommer fra institutioner, hvorfra der kunne ventes en mere afbalanceret analyse.

4. *Sammenhæng mellem udbud og efterspørgsel på obligationsmarkedet*

I de nævnte renteforklaringer drages der en uholdbar analogi mellem almindelige markeder og obligationsmarkedet.

Almindelige varer falder i pris, hvis de søges solgt i særlig stor mængde. Det er nærliggende at sige, at en særlig stor nytilgang af obligationer får disses pris, d. v. s. kursen, til at falde. Og faldende kurser er synonymt med stigende rente.

Der skal ses lidt nærmere på de to slags markeder, markedet for almindelige varer (*jordbær* f. eks.) og markedet for obligationer. Når det drejer sig om varer, kan man gå ud fra, at de forhold, der bestemmer udbudet, og de forhold, der bestemmer efterspørgslen, er uafhængige af hinanden. Når der bliver bragt ekstra mange jordbær til torvs, så kan de kun sælges, hvis prisen sættes ned.

Man kan ikke gå ud fra, at husmødrene føler sig forpligtede til at rydde diskene hos grønthandlerne uanset prisen.

Anderledes forholder det sig med obligationsmarkedet. Her er der afhængighed mellem markedets to sider. Obligationen afløser andre gældsdokumenter samtidig med, at gælden fortsat eksisterer. Sker der ikke samtidig med, at obligationen udbydes, andre ændringer, vil denne afløsning kunne ske til det gældende renteniveau. Der kan blive tale om en justering af rentestrukturen, således at en øget obligationstilgang hæver obligationsrenten lidt i relation til andre rentesatser. I denne artikel diskuteres rentestrukturen ikke. Som en forenkling antages det, at bevægelser i obligationsrenten kan tages som udtryk for ændringer i renteniveauet i almindelighed.

Et eksempel kan illustrere markedsforholdene. Betragt udbudet af obligationer i forbindelse med nybyggeri. Med de gældende regler kan bygherren først ordne den langfristede låntagning, når byggeriet er færdiggjort. Det er først da, han får udleveret obligationerne. Men bygherren har forinden måttet finansiere byggeriet ved at tage byggelån i bank eller sparekasse. Når obligationerne udleveres, må han derfor gå hen i banken og aflevere disse. Til gengæld sletter banken så helt eller delvis sit tilgodehavende ifølge byggelånet. Banken melder sig med andre ord automatisk som efterspørger af de nye obligationer. Udbudet har skabt sin egen efterspørgsel. Som det omtales nedenfor i punkt 5, vil det dog på lidt længere sigt være normalt, at en del af obligationstilgangen placeres uden for bankerne.

Det er naturligvis kendt, at der ikke på kreditmarkedet er uafhængighed mellem udbud og efterspørgsel på et bestemt delmarked. Carl E. Sørensen har i et jubilæumsskrift [1] redegjort for sammenhængen mellem udbud og efterspørgsel på kreditmarkederne. Han nævner som et konkret eksempel en opsparingsforøgelse hos forbrugerne, der på kort sigt medfører en utilsigtet lagerforøgelse i detailhandelen. Der bliver et forøget udbud af kredit fra forbrugerne og en forøget efterspørgsel efter kredit fra detailhandelen. Med bankerne som mellemled kan forbrugerne komme til at finansiere detailhandelens lagerudvidelse. Arbejdes der videre med dette eksempel, for yderligere at følge det økonomiske forløb, må den realøkonomiske virkning, der på lidt længere sigt vil være af den forøgede opsparing, drages ind i billedet.

Det i nærværende fremstilling omhandlede problem, med svingninger i obligationsudbudet, er et renere kreditmarkedsfænomen end det, Carl E. Sørensen behandler. Da obligationerne kommer frem, efter at den reale aktivitet (især byggeri) er afsluttet, er der ingen som helst samtidige reale årsager til obligationsudbudet. Anskuet på den måde er det vel indlysende, at udbud og efterspørgsel må følges ad. I en artikel i bladet *Byggeforum,* august 1973, har H. Duelund Nielsen påpeget dette forhold, der ligesom udbuds-–efterspørgselssammenhængen omtales i følgende citat fra hans artikel:

1. Carl E. Sørensen: Rentens bestemmelse i Krogstrup E. (red.): *Bankerne og Samfundet,* København 1955.

»I forbindelse med rentestigningen peges hyppigt på det store obligationsudbud. Ved nærmere eftertanke må dette fremkalde forundring. Byggeriets egentlige påvirkning af økonomien må have fundet sted i forbindelse med selve opførelsen, hvor der anvendes arbejdskraft og danske og importerede materialer. Ved prioritering og obligationsudbud, der vedrører byggeri, som forlængst er fuldført, sker blot en ombytning af lån. Et eventuelt behov for en rentestigning må begribeligvis foreligge i forbindelse med trækket på samfundets ressourcer og ikke i forbindelse med låneombytningen.
Betragtningen overser, at finansielle markeder adskiller sig afgørende fra varemarkederne. På finansielle markeder står man over for en indre sammenhæng mellem udbud og efterspørgsel, et forhold, der ikke har nogen parallel på varemarkederne. Når fuldført byggeri prioriteres, tilbagebetales byggelånene til bankerne. Tænker vi os at betragte noget byggeri, der hidrører fra en »byggepukkel«, så bankerne må indskrænke deres byggelån, vil de ikke uden videre kunne genanbringe midlerne fra de afviklede byggelån. Eneste mulighed for en nogenlunde forrentning vil i den situation typisk være obligationskøb. Samtidig med udbudet af obligationer fra bygherrerne, der prioriterer, kommer der altså en forøget efterspørgsel fra bankerne.«

5. *Pengepolitikken og obligationsmarkedet i forskellige konjunktursituationer*

Efter at afhængigheden mellem efterspørgsel og udbud er trukket frem, kan obligationsmarkedet og rentedannelsen analyseres nærmere i relation til forskellige konjunktursituationer.

Der skal ikke her forsøges en diskussion af rentedannelsen under alle tænkelige konjunktursituationer. Dette ville nemlig i virkeligheden kræve en fremstilling af en almindelig renteteori. Det mere beskedne oplæg går ud på at kommentere tre situationer. Den første situation er kendetegnet ved rolige rente- og pengeforhold. Den anden situation er kendetegnet ved en tiltagende inflation, fuld beskæftigelse og pengepolitisk stramning. Her bliver forholdene i slutningen af 1973 og begyndelsen af 1974 taget som et konkret eksempel. Den tredie situation er kendetegnet ved vigende inflation og en vis pengepolitisk lempelse. Dette kan i skrivende stund (august 1974) tænkes at blive to af de karakteristika, der vil beskrive den økonomiske udvikling i 2. halvår 1974.

I den første situation ligger renten nogenlunde fast. At pengeforholdene er rolige betyder, at pengemængden bevæger sig i takt med værdien af produktionen, målt i løbende priser. På obligationsmarkedet vil renten forblive uændret. En del af de nye obligationer, der kommer frem, skal tjene til afvikling af byggelån. Bankerne vil beholde nogle af disse obligationer som en kapitalanbringelse. Resten går enten med bankerne som mellemled eller direkte til andre investorer, f. eks. forsikringsselskaber. Blandt andet derigennem bliver det muligt for bankerne at give nye byggelån og nye lån i det hele taget. De

nævnte transaktioner er et helt normalt led i specialiseringen på kapitalmarkedet, når der målt i løbende priser er en vækst i indkomst, forbrug og investering.

I den anden situation, hvor der konkret tænkes på slutningen af 1973 og begyndelsen af 1974, havde bankerne et særligt behov for at skille sig af med obligationer. De var trods udlånsloft i en presset likviditetssituation, der manifesterede sig i en voksende gæld til Nationalbanken. For første gang i Nationalbankens historie var bankernes bruttotilgodehavender hos Nationalbanken ved udgangen af februar 1974 faldet til praktisk taget 0. Så at sige ingen bank overhovedet havde noget stående på anfordring i Nationalbanken. Bankerne måtte derfor søge at skaffe sig likviditet. Salg af obligationer, nytilkomne eller fra bankernes eksisterende beholdninger, var en af de måder, dette kunne ske på. Hvis obligationerne ikke kunne sælges til Nationalbanken, ville den private sektors likviditet under ét ikke blive forøget. Dette forhindrer dog ikke, at den enkelte bank i en given situation kunne skaffe sig likviditet ved obligationssalg. Nationalbanken var tilbageholdende med at købe, da den tilsigtede en pengepolitisk stramning. Samtidig måtte de private banker betale så høje renter for lån i Nationalbanken, at denne låneadgang ikke afholdt dem fra at sælge obligationer. Omsætningen på obligationsmarkedet kom i denne situation til at foregå til vigende kurser.

Kreditefterspørgslen i den betragtede situation skal omtales kort. Kampen om de begrænsede lån under udlånsloftet skyldtes, at de meget høje renter, der blev nået i 1. halvår 1974, ikke virkede afskrækkende, og at låntagning i udlandet ikke var billigere. I den betragtede periode var der tiltagende inflation både her i landet og i udlandet. De fleste sektorer var udsat for et efterspørgselspres, og arbejdsmarkedet var tilsvarende stramt. Virksomhederne kunne uden større vanskelighed opnå priser, der kunne dække de stigende omkostninger.

På obligationsmarkedet havde nytilgangen et naturligt omfang. Den var en efterdønning af tidligere stedfunden økonomisk aktivitet. Da nytilgangen var stor, ville det på grund af sammenhængen mellem udbud og efterspørgsel have været naturligt, om også efterspørgslen havde været stor. Det unaturlige på obligationsmarkedet var en lille efterspørgsel [2].

I den tredie situation tænkes der at ske en vis dæmpning af inflationstakten. Så længe renten ikke har tilpasset sig nedad, sker der to ting. Risikoen for tab p.gr.a. prisstigninger vil aftage. Dette vil dæmpe efterspørgslen til forbrug og investering. I det omfang, inflationstakten i indlandet bringes under inflationstakten i udlandet, vil konkurrenceevnen forbedres. Produktion og efterspørgsel efter arbejdskraft i de udlandskonkurrerende erhverv vil efterhånden øges. En aftagende inflationstakt har således både ekspansive og kontraktive virkninger. Hvis det er et politisk mål at forbedre betalingsbalancen, er det klart ønskeligt,

2. Om efterspørgslen var *for* lille er et andet spørgsmål. Det vedrører en vurdering af den førte politik. Denne problemstilling berøres senere.

at få dæmpningen af den indenlandske efterspørgsel opvejet af en større produktion i de udlandskonkurrerende erhverv. Imidlertid behøver de to ændringshastigheder ikke at være lige store.

Selve faldet i inflationstakten kan tænkes at være forårsaget af en økonomisk politik, der bl. a. har medført en vis stigning i ledigheden. Denne kan være iøjnefaldende ved at være stærkt koncentreret på en eller nogle få sektorer. Eksempelvis er det i 1974 klart parcelhusbyggeriet, der har været spydspids for dæmpningen. Den stigning i arbejdsløsheden, der således allerede har fundet sted, kan udmærket øges, idet den førnævnte kontraktive virkning sætter hurtigere ind, end den ekspansive virkning af en forbedret konkurrenceevne.

Jo hurtigere, de politiske myndigheder ønsker at imødegå ledigheden, jo mere oplagt er det at lempe på pengepolitikken. Tænkes der i forbindelse med den beskrevne situation på efteråret 1974, kan der tilføjes en bemærkning om den finanspolitiske situation i denne periode. Med tvangsopsparing er der lagt op til en stramning. Dette forhold taler yderligere for en pengepolitisk lempelse, hvis betalingsbalancesituationen overhovedet tillader det.

På obligationsmarkedet vil en lempelse give sig udtryk i en unaturligt stor efterspørgsel efter obligationer. Årsagen er en likviditetsforøgende obligationsefterspørgsel fra Nationalbankens side. Hvordan renten vil udvikle sig, er en anden sag. Her spiller forventningerne om bl. a. inflation og beskæftigelse på lidt længere sigt en afgørende rolle.

6. *Renten som mål og middel*

Renten kan både være et mål og et middel. Det er op til vælgerne eller politikerne, om man vælger det ene, det andet eller noget af begge dele. Der kan peges på et par situationer i de senere år, hvor renten synes i betydeligt omfang at være blevet opfattet som et mål. Da VKR-regeringen trådte til først i 1968, opstod der en forventning om et rentefald. Disse forventninger havde også en realøkonomisk årsag, idet der var en afmatning i konjunktursituationen. Rent faktisk faldt renten da også. Det viste sig i den følgende tid, at der skulle blive ofret betydelige kræfter på at fastholde det indtrufne rentefald.

Da folkeafstemningen den 2. oktober 1972 afgjorde, at Danmark skulle ind i EF, opstod der en udbredt opfattelse gående ud på, at renten ville falde. Dette må bl. a. ses på baggrund af nogle forventede friere kapitalbevægelser inden for EF. Renten faldt rent faktisk i den første tid efter afstemningen, og årsagen må antages at have været en spekulation i det forventede rentefald. Der kan bagefter (måske med nogen bagklogskab) spørges, hvorfor Nationalbanken ikke afværgede dette fald. Inflationen var ret stærk, beskæftigelsen var meget høj, og det forventedes, at EF-medlemsskabet ville medføre en ikke ubetydelig investeringsstigning. Ingen af disse forhold opfordrer til et rentesignal til en endnu mere forøget økonomisk aktivitet. Et rentefald er præcis sådan et signal.

Det er nærliggende at antage, at det var blevet en politisk målsætning, at beslutningen om medlemsskab skulle markeres med et rentefald, uagtet de større vanskeligheder, dette måtte give senere hen.

Det kan hævdes, at renten er en lidt ejendommelig målvariabel. I stunder, der i højere grad er præget af mere nøgterne overvejelser, vil renten snarere end som et mål blive opfattet som et middel. Hvis for eksempel målsætninger vedrørende betalingsbalancen og størrelsen af den offentlige sektor tillægges stor vægt, vil det være selvmodsigende at have en bestemt rentehøjde som et selvstændigt mål. Hvis det ønskes, at en stor offentlig sektor snarere skal modsvares af et begrænset privat forbrug end af et underskud på betalingsbalancens løbende poster, vil det være hensigtsmæssigt at have en relativt høj rente. Denne vil dels virke dæmpende på den indenlandske private efterspørgsel, og dels gennem en inflationsdæmpende virkning betyde en forbedring af konkurrenceevnen.

I foråret 1974 blev renten brugt som middel. Målsætningen var øjensynlig blevet på lidt længere sigt at undgå de helt store vanskeligheder vedrørende betalingsbalance og beskæftigelse. At renten blev et middel skal ikke forstås sådan, at myndighederne havde bestemt sig for at drive renten op til en vis højde. Regering og Nationalbank havde derimod utvivlsomt bestemt sig for en tiltagende pengepolitisk stramning. Ved at følge udviklingen kunne det så vurderes, hvor stærk en stramning af likviditeten man ville finde det forsvarligt at gennemføre.

I første halvår 1974 blev der imidlertid samtidig med, at der blev ført en nøgtern pengepolitik også, bevidst eller ubevidst, gennemført en sløringsmanøvre. Det ville lyde pænest, hvis mynddighederne beklagede rentestigningen. Mange borgere har en slags følelsesmæssigt forhold til renten. Dertil kom en stor gruppe af parcelhusbyggere, der blev klædt af til skindet af de stærke kursfald. Der var ingen grund til ikke at give dem lidt medfølelse med på vejen. Der blev derfor sagt meget om de »mange obligationer« og noget forsøg fra regeringens og Nationalbankens side på at aflive den overfladiske renteforklaring, var der ikke tale om.

Om det så ville have været muligt i foråret 1974 at sænke renteniveauet eller blot fastholde det er en anden sag. Her er det tilstrækkeligt at konstatere, at regeringen ikke havde noget ønske om at vove sig ud i et sådant forsøg.

Første halvår 1974 giver med andre ord et eksempel på en konsekvent anvendelse af pengepolitiske midler, der dog over for borgerne søges mildnet med forkerte forklaringer.

7. *Hvilken sammenhæng er der mellem byggeri og rente?*

Det er udførligt forklaret, at det ikke kan siges, at f. eks. byggeriet i 1972 og 1973 er skyld i den høje rente i 1974. Derimod er det uomtvisteligt, at byggeriet i 1974 hører med blandt de faktorer, der bestemmer renten i 1974. Men det

er imidlertid misvisende, når en bestemt slags økonomisk aktivitet trækkes frem og gøres eneansvarlig for rentens højde. Byggeriet er ikke særligt kendetegnet ved, at det beslaglægger likviditet. De offentligt ansattes efterspørgsel af f. eks. forbrugsvarer, såvel lånefinansieret som ikke lånefinansieret, beslaglægger likviditet. Det gør al efterspørgsel og indkomstudbetaling fra private og kommuner. Derimod beslaglægges ikke noget af den private sektors likviditet, når der udbetales løn til en statsligt ansat.

De, der mener, at renten i en given situation er for høj, kan med rette mene, at efterspørgslen er for stor og inflationen for høj. De kan ligeledes finde, at byggeriet er for stort. Herved afslører de præferencer med hensyn til sammensætningen af produktionen i samfundet. Byggeriet kunne imidlertid være af det givne omfang samtidig med at renten var lavere. Den øvrige forbrugs- og investeringsefterspørgsel måtte da være tilsvarende mindre.

8. *Den overfladiske forklarings tilsyneladende pålidelighed*

Når 1974 er til ende, kan man tænke sig, at der kan gøres følgende observationer vedrørende den økonomiske udvikling i årets løb. I første halvår var der en stigning i nytilgangen af obligationer. Samtidig steg renten. I andet halvår faldt såvel nytilgang som rente. Nytilgangen synes at give en forklaring af renten, selvom der ikke er nogen årsagssammenhæng mellem de to størrelser. Med de herskende institutionelle forhold kan det endda tænkes, at den overfladiske forklaring næsten altid vil holde stik.

Antag at byggeaktiviteten stiger. Det vil virke ekspansivt på økonomien i det hele taget, idet konjunkturændringer til at begynde med har en selvforstærkende karakter. Væksten i produktionen kan betyde, at arbejdsmarkedet efterhånden bliver meget stramt, hvilket igen vil medføre en stigende inflationstakt. På dette tidspunkt, hvor der kan være gået 1–2 år, siden væksten i byggeaktiviteten begyndte, gribes der ind bl. a. med en pengepolitisk stramning. Det sker, kan det siges, med forsinkelse. Havde aktivitetsstigningen fra starten været imødegået med finans- og pengepolitiske forholdsregler, ville der have været tale om en mere fint tilpasset stabiliseringspolitik. Af mange grunde er det imidlertid svært at leve op til en meget ambitiøs målsætning i så henseende. Der forekommer som regel en vis forsinkelse i indgrebene som antaget her i eksemplet.

Væksten i inflationstakt, eventuelt betalingsbalancevanskeligheder, de politiske indgreb m. v. vil betyde en stigning i renten. Denne ændring vil være i harmoni med, at forventningerne om rentens niveau har ændret sig i perioden med voksende økonomisk aktivitet. Det kan anses for at være *meget sandsynligt,* at der vil være en voksende nytilgang af obligationer, medens renten stiger. Det var nemlig byggeriet, der startede ekspansionen. Den herfra hidrørende vækst i obligationstilgangen kan komme med en tidsforskydning, der svarer til forsinkelsen i de politiske indgreb.

Det konstruerede eksempel kan udvikles længere frem. Den pengepolitiske stramning vil sikkert virke hurtigere overfor byggeriet end over for anden økonomisk aktivitet. Der vil igen foregå en selvforstærkende udvikling. Først er byggeriet blevet dæmpet, og efter nogen tid er hele den økonomiske aktivitet blevet føleligt dæmpet. Vedrørende rente og obligationstilgang kan der ræsonneres helt som før, blot med modsat fortegn. Denne gang bliver der tale om et sandsynligt tidsmæssigt sammenfald mellem en sænkning af renten og en formindsket tilgang af obligationer.

På grund af den forkerte forklarings letfattelighed og på grund af, at den ofte ser ud til at være rigtig, vil denne såkaldte forklaring sikkert være sejlivet. Det kedelige ved forklaringen er, at en herpå byggende forudsigelse af en renteændring kan slå helt fejl. Det vil ske, hvis en tendens til en aktivitetsstigning inden for byggeriet omgående opvejes af bl. a. en pengepolitisk stramning, så at byggeaktiviteten ikke vokser mere end anden aktivitet falder. I dette tilfælde vil en sammenhæng mellem en stor nytilgang af obligationer og en rentestigning ikke kunne observeres.

Da forventninger med hensyn til renteniveauet spiller en central rolle for rentedannelsen, kan det dog tænkes, at en øget nettotilgang af obligationer gennem spekulation kan hæve den faktiske rente noget. Der vil komme et forøget udbud og en tilbageholdenhed på efterspørgselssiden på obligationsmarkedet. Det er sandsynligt, at en sådan rent spekulationsbetinget rentestigning vil blive svag og kortvarig, hvis den da ikke helt udebliver. Da den er uden begrundelse i de gældende økonomiske forhold i øvrigt, vil den forventede rente hurtigt skifte tilbage til udgangsniveauet.

9. *Obligationsmarkedet igen og en sammenfatning*

Afslutningsvis skal der rådes bod på, at der ikke i det foregående er givet nogen ordentlig karakteristik af obligationsmarkedet.

Ved udgangen af 1972 var der en cirkulerende obligationsmængde på 116 mia. kr. i nominel værdi. I 1973 var der en nettotilgang på 23 mia. kr., igen i nominel værdi. Man kan sige, at der på obligationsmarkedet ultimo 1973 var en totalefterspørgsel på 139 mia. kr.

Der kan imidlertid også spørges om, hvor mange obligationer, der blev omsat i 1973. Der er udleveret 23 mia. kr. For nemheds skyld er der ikke sondret mellem nettotilgang og nytilgang. I det følgende er der til illustration af det totale obligationsmarked valgt nogle tilfældige talstørrelser. 5 mia. kr. af nytilgangen er måske aldrig kommet videre end til den umiddelbare modtager. De resterende 18 mia. kr. er solgt. Nogle af disse obligationer er sikkert solgt mere end én gang. I gennemsnit er de 18 mia. kr. måske solgt $1^1/_2$ gang. Det giver 27 mia. kr. Hertil kommer, at obligationer fra beholdningen på 116 mia. kr. ved årets begyndelse er blevet solgt og købt. I alt kan obligationer fra

initialbeholdningen have været involveret i en samlet omsætning på 30 mia. kr. Den samlede omsætning har så været 57 mia. kr.

Eksemplet viser, at obligationsomsætningen logisk set kan være så at sige hvad som helst. Der er derfor mange forhold, der skal tages hensyn til, hvis der skal ræsonneres på obligationsmarkedet.

Heldigvis er der en bedre vej til overvejelser vedrørende rentedannelsen. Denne går via ræsonnementer omkring pengeudbud og pengeefterspørgsel samt via overvejelser om, hvad der bestemmer renteforventningerne. Penge har nemlig et meget begrænset antal funktioner, og af disse er nogle snævert knyttede til produktionen i samfundet målt i løbende priser. Det er imidlertid ikke hensigten her at forsøge en mere generel drøftelse af rentedannelsen. Formålet med fremstillingen er det mere begrænsede, at vise obligationsmarkedets særlige karakter. Ligesom på andre delmarkeder af det samlede kreditmarked er der her en afhængighed mellem udbud og efterspørgsel. Derfor er det vedrørende prisdannelsen, og det vil sige dannelsen af kursniveau og renteniveau, ret udsigtsløst at hæfte sig *alene* ved forudsete ændringer på udbudssiden af obligationsmarkedet.