

# IMPORT AF UDENLANDSK KAPITAL

AF CARL E. SØRENSEN\*

På baggrund af de smertelige erfaringer, som kreditorerne har indhøstet ved adskillige lejligheder i fortiden om risikoen ved international långivning, er det i og for sig forbavsende, at internationaliseringen af landenes penge- og kapitalmarkeder og til dels liberaliseringen af disse er skredet så langt frem, som tilfældet har været i efterkrigstiden.

En del af forklaringen herpå er naturligvis den frigivelse af handelssamkvemmet, det er lykkedes at opnå, og som medførte en vidtgående liberalisering af de internationale betalinger og kreditydelser efter oprettelsen af den europæiske betalingsunion i 1950, og især efter gennemførelsen af den ydre konvertibilitet for de europæiske valutaer i 1958. En anden del af forklaringen må utvivlsomt søges i den rolle, som USA's kapitaleksport, låne- og hjælpeydelse og det heraf resulterende underskud på betalingsbalancen har spillet for de europæiske landes styrkede valutastilling og for deres opsamling af kortfristede dollartilgodehavender, som bl. a. har dannet basis for det såkaldte Euro-dollarmarked.

Samarbejdet inden for OECD og andre internationale organer og bestræbelserne for at integrere de europæiske markeder har også udløst foranstaltninger for at liberalisere kapitalbevægelserne og lånemulighederne mellem landene. Bl.a. er der gennem vedtagelsen af den såkaldte OECD-kapitalkode blevet pålagt medlemslandene forskellige forpligtelser i så henseende.

Billedet af kapitalbevægelsernes liberaliseringsgrad og omfang viser dog en betydelig forskel med hensyn til både de forskellige kapitalformers og de forskellige kapitalmarkeders betydning for den internationale långivning.

De former for kapitalbevægelser, som sker gennem de såkaldte *direkte erhvervsmæssige investeringer*, er umiddelbart knyttet til udøvelsen af international erhvervsvirksomhed og bestræbelserne for at liberalisere denne. De fleste lande var efter krigen stærkt interesseret i at tiltrække sig udenlandske ressourcer og teknik ad denne vej. Der har derfor ikke – indtil de

\* Professor ved Handelshøjskolen i København. – Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 21. april 1965.

# IMPORT AF UDENLANDSK KAPITAL

AF CARL E. SØRENSEN\*

På baggrund af de smertelige erfaringer, som kreditorerne har indhøstet ved adskillige lejligheder i fortiden om risikoen ved international långivning, er det i og for sig forbavsende, at internationaliseringen af landenes penge- og kapitalmarkeder og til dels liberaliseringen af disse er skredet så langt frem, som tilfældet har været i efterkrigstiden.

En del af forklaringen herpå er naturligvis den frigivelse af handelssamkvemmet, det er lykkedes at opnå, og som medførte en vidtgående liberalisering af de internationale betalinger og kreditydelser efter oprettelsen af den europæiske betalingsunion i 1950, og især efter gennemførelsen af den ydre konvertibilitet for de europæiske valutaer i 1958. En anden del af forklaringen må utvivlsomt søges i den rolle, som USA's kapitaleksport, låne- og hjælpeydelse og det heraf resulterende underskud på betalingsbalancen har spillet for de europæiske landes styrkede valutastilling og for deres opsamling af kortfristede dollartilgodehavender, som bl. a. har dannet basis for det såkaldte Euro-dollarmarked.

Samarbejdet inden for OECD og andre internationale organer og bestræbelserne for at integrere de europæiske markeder har også udløst foranstaltninger for at liberalisere kapitalbevægelserne og lånemulighederne mellem landene. Bl.a. er der gennem vedtagelsen af den såkaldte OECD-kapitalkode blevet pålagt medlemslandene forskellige forpligtelser i så henseende.

Billedet af kapitalbevægelsernes liberaliseringsgrad og omfang viser dog en betydelig forskel med hensyn til både de forskellige kapitalformers og de forskellige kapitalmarkeders betydning for den internationale långivning.

De former for kapitalbevægelser, som sker gennem de såkaldte *direkte erhvervsmæssige investeringer*, er umiddelbart knyttet til udøvelsen af international erhvervsvirksomhed og bestræbelserne for at liberalisere denne. De fleste lande var efter krigen stærkt interesseret i at tiltrække sig udenlandske ressourcer og teknik ad denne vej. Der har derfor ikke – indtil de

\* Professor ved Handelshøjskolen i København. – Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 21. april 1965.

seneste år – været nogen modstand mod at gennemføre en faktisk, om ikke formel, liberalisering for sådanne kapitalbevægelser.

Ser man bort fra de kapital- og låneydelser, der formidles til landene under udvikling og gennem verdensbanken og andre internationale hjælpeinstitutioner, repræsenterer de direkte investeringer da også hovedparten af de egentlige private kapitalbevægelser. Af en anslået nettoeksport af privat langfristet kapital fra de kapitaleksporterende lande på gennemsnitlig 2,8 mld. \$ årligt i perioden 1951-61, hvoraf nettoeksporten fra USA alene repræsenterer ca. 2,2 mld. \$, formodes de direkte investeringer at udgøre mindst 80 %<sup>1</sup>.

De forskellige landes restriktioner på *kommercielle kreditydelser* er ligeledes i vidt omfang blevet ophævet. Eurodollar- resp. Eurovalutamarkedet har i de senere år været af speciel betydning for finansieringsmulighederne på dette område.

Euro-dollars er anfordringskrav i dollars, som placeres i andre end amerikanske banker, idet sådanne indskud kan opnå højere udbytte ved at blive udlånt fra europæiske banker, end de kan som indlån i amerikanske banker. I forbindelse med valutakonvertibiliteten i 1958 er markedet videre blevet udbygget til et Eurovalutamarked med indskud af europæiske valutaer som sterling, gylden m.v., der holdes i andre end engelske og hollandske banker etc. Udover arbitragetransaktionerne har markedet dannet grundlag for ydelse af ikke sikrede og i princippet kortfristede lån, som formidles mellem bankerne indbyrdes og overvejende finansierer udenrigshandelen. Også mellem lange kreditter etableres gennem markedet, ligesom dette formodes at være af betydning for den midlertidige finansiering af de dollar-obligationer, der efter gennemførelsen af den amerikanske renteudligningsskat på udenlandske obligationslån m.v. udbydes af engelske emissionshuse som placementsobjekt for europæiske dollarfordringer.

Trods liberaliseringsbestrebelse har det vist sig ulige vanskeligere at skabe frie markedsforhold i Europa for de former for langfristet kapital- og långivning, der repræsenteres af valutaudlændinges adgang til at foretage *aktie- og obligationsemissioner* i et lands kapitalmarked, resp. af adgang til fri handel mellem valutaind- og udlændinge af værdipapirer, d.v.s. frigivelse af *porteføljeinvesteringer*.

Vanskelighederne på dette område hænger dels sammen med myndighedernes frygt for en liberaliserings indflydelse på den nationale valuta- og pengepolitik og mulighederne for omgåelse af skattelovene m.v., dels med institutionelle hindringer i de markeder, hvor en liberalisering i princippet er gennemført.

Det amerikanske lånemarked har derfor været af dominerende betydning

1. U.N. Dept. of Econ. & Social Affairs. *International Flow of Long-term Capital and Official Donations*, 1951-59, 1959-61, New York 1961 & 1963.

som international kilde for lange lån, idet der siden krigen har været fuld frihed for valutaudlændinge til at optage lån. Renteudligningsskatten på udenlandske obligationslån og bankkreditter over et år, der blev gennemført i 1964 som et led i de amerikanske bestræbelser for at mindske underskuddet på betalingsbalancen gennem en opbremsning af kapitaleksporten fra USA, har imidlertid medført en øget interesse for låneoptagelse i de europæiske markeder.

Denne udvikling er som nævnt foreløbig resulteret i, at det engelske låne-marked, hvis egen kapitaleksport i form af lange lån i hovedsagen er forbeholdt Commonwealth-landene, atter er blevet et centrum for arrangement af udenlandske lån, idet disse emitteres som dollarobligationer for afsætning til valutaudlændinge, så som europæiske forsikringsselskaber og lignende finansinstitutioner, der opsamler dollarfordringer.

Også emissionen af udenlandske lån i D-mark på det vesttyske marked er øget kraftigt som følge af dels de amerikanske restriktioner, dels en nyligt gennemført kuponskat, der rammer udlændinges køb af tyske obligationer og altså tilsigter at modvirke den tyske kapitalimport.

Af andre europæiske kapitalmarkeder har både Holland og Svejts været betydelige eksportører af billig langfristet kapital, men i begge lande har der i den senere tid været restriktioner på udenlandske låneemissioner.

#### *Danske bestemmelser.*

Den danske politik med hensyn til frigivelsen af kapitalbevægelserne til og fra landet synes i det væsentlige at være bestemt af den liberaliseringslinie, som er udstukket af OECD, dog med forbehold på de områder, hvor OECD-kodens bestemmelser befrygtes at kunne øve for stærk indflydelse på den økonomiske politik.

Ligesom i andre lande har kapitalbevægelser i forbindelse med udenlandske erhvervsinvesteringer her i landet, omend formelt underkastet bevillingskrav, været i realiteten frie i flere år, når bortses fra investering i finansieringsselskaber. De liberaliseringsforanstaltninger, der iøvrigt har haft størst betydning for erhvervslivet, blev gennemført i 1961, da især adgangen til at optage og yde kommercielle udenlandske kreditter blev betydeligt udvidet. En virksomhed kan således uden særlig tilladelse optage lån i udlandet til finansiering af im- og eksport inden for et års løbetid og for visse kapitalvarer med op til 5 års løbetid. Endvidere kan der optages udenlandske lån til finansiering af fabrikation og anlægsvirksomhed til erhvervs-mæssigt drevet virksomhed i udlandet.

Bestemmelserne har bl.a. betydet, at virksomhederne direkte eller gennem bankerne har kunnet udnytte f.eks. Euro-markedets lånemuligheder til finansiering af deres kommercielle transaktioner med udlandet og derved bringe finansieringsomkostningerne for disse på linie med andre landes.

Derimod har man fra dansk side hele tiden taget reservation over for OECD-kodens principale bestemmelser om frigivelse for import af udenlandsk kapital til anbringelse i rene indenlandske børspapirer. I juli sidste år vedtog OECD's råd en betydelig udvidelse af medlemslandenes liberaliseringsforpligtelser med henblik på at bringe liberaliseringen af kapitalbevægelserne mellem OECD-landene på niveau med fællesmarkedslandenes indbyrdes forpligtelser i så henseende.

På linie med de øvrige nordiske lande tog Danmark imidlertid reservation over for de heraf følgende forpligtelser til frigivelse af aktie- og obligations-emissioner, handel med værdipapirer samt mellemlange og langfristede finans kreditter.

Den nye kapitalkodes vedtagelse i 1964 har således ikke givet anledning til væsentlige udvidelser af liberaliseringens omfang herhjemme. De vigtigste områder, for hvilke der fortsat gælder restriktioner i forhold til kapitalkodens forpligtelser, er emission af værdipapirer på udenlandske markeder, porteføljeinvesteringer med visse undtagelser samt optagelse af egentlige finans kreditter.

De friere forhold for kredit- og kapitaltransaktionerne med udlandet har i de senere år haft særlig virkning for kapitalimporten, bl.a. i kraft af det høje renteniveau og den periodisk forekommende kreditknaphed her i landet. Trods de gældende restriktioner for private virksomheders muligheder for at optage lån i udlandet har kommuner og koncessionerede selskaber fået adgang til gennem emissioner at udnytte de billigere lånemuligheder i udlandet, ligesom staten har optaget lån til finansiering af elværker m.v. og til i almindelighed at styrke valutareserven.

#### *Kapitalimporten.*

Nedenfor er vist kapitalbevægelsernes størrelse og sammensætning på visse hovedgrupper for 10-året 1954-64 sammenholdt med bevægelserne i vare- og tjenestebalancen og valutareserven. I perioden 1954-58 var der tale om en nettokapitalexport i forbindelse med nedbringelse af statsgælden til udlandet, medens der i de følgende år har været en stærkt voksende kapitalimport til landet.

Den offentlige låntagning har således andraget lidt mindre end halvdelen af netto-kapitalimporten i perioden 1959-64, medens nettoimporten af kapital i forbindelse med direkte investeringer og diverse private kapitalbevægelser, herunder bl.a. stigningen i den forretningsmæssige gæld til udlandet, hver repræsenterer omkring 25 % af kapitalimporten.

Kapitalimporten har finansieret et samlet underskud i perioden på vare- og tjenestebalancen på godt 3 mld. Underskuddet repræsenterer et tilskud ude fra på gennemsnitlig 1 % af den løbende forsyning til hjemmemarkedet i perioden.

Kapitalimport 1954-64		
Milliard kr.	1954-58 inkl.	1959-64 inkl.
Direkte invest. i Danmark	0,35	1,72
» » » udlandet	÷ 0,08	÷ 0,32
Udenl. invest. i Danmark, netto	0,27	1,40
Offentlig låntagning (stat, kommune, koncess. selsk. m. v.), netto	÷ 0,74	2,40
Portefølje-investeringer, netto	÷ 0,07	0,26
Div. kapitalbevægelser, netto	0,04	1,44
Ialt nettokapitalimport	÷ 0,50	5,50
Vare- og tjenestebalance (incl. fejl og udeladelser, gaveydelse og erst. n.)	1,36	÷ 3,30
Ændring i valutareserve	0,86	2,20

Medens kapitaleksporten i tidsrummet 1954-58 bidrog til en væsentlig forringelse af valutastillingen, der tilmed var negativ i 1954-55, er valutareserven gennem kapitalimporten blevet forøget med godt et par milliarder i de senere år.

I forbindelse med debatten om det betimelige i en fortsat nettokapitalimport har man bl.a. drøftet, om en valutareserve, der excl. supplerende kredit- og trækningsmuligheder androg godt 3 mld. ved udgangen af 1964, er tilstrækkelig stor.

Man kan anlægge det synspunkt, at valutareserven skal have styrke til at fungere som stødpude overfor konjunkturelle forskydninger i udenrigshandelens vilkår, således at den interne økonomiske politik og aktivitetsniveauet kan lades uforstyrret heraf, eller således at der i hvert fald levnes tilstrækkelig tid til at gennemføre ændringer i den økonomiske politik. Bortset fra usikkerheden ved bedømmelsen af, hvor store reserver vi skal have ud fra dette synspunkt, vil det formentlig betinge en fortsat kapitalimport, hvis reserven skal opbygges på grundlag heraf.

Man kan imidlertid også nøjes med at lægge vægt på valutareservens likviditetsmæssige funktion, at udligne de mere eller mindre tilfældige svingninger i vare- og tjenestebalancen, som altid vil forekomme på grund af inden- eller udenlandske forstyrrelser i handelsbetingelserne. I så fald er det rimeligt at vurdere reservens størrelse i relation til sådanne udsving over en periode, medens dens forhold til størrelsen af importen formentlig kun kan være af interesse under meget specielle forhold.

Målt i forhold til de senere års største årlige negative udsving på vare- og tjenestebalancen, er reserven ult. 1964 2-2½ gange så stor, hvilket ud fra et likviditetssynspunkt må anses for at være en tilstrækkelig margin.

En fortsat nettokapitalimport kan derfor næppe begrundes alene i hensynet til at etablere en tilstrækkelig valutarisk likviditet overfor svingninger i de handelspolitiske betingelser.

I drøftelserne af spørgsmålet om en fortsat kapitalimport har bl.a. Nationalbanken givet udtryk for det synspunkt, at låntagningen i udlandet medførte en uønsket hjemlig krediteksponering. I konsekvens heraf blev det i juni sidste år besluttet indtil videre at standse kommunernes og de koncessionerede selskabers fortsatte låntagning i udlandet.

Kapitalimport udover en stabilisering af valutareserven betyder realøkonomisk, at der stilles udenlandske ressourcer til rådighed for en kortere eller længere periode for befolkningens forsyning til forbrug og investering, og som formodes efterhånden at skulle modsvares af en ekstra eksportindsats.

Den finansielle side af kapitalimporten, herunder formerne for denne, vil øve indflydelse på allokeringen af ressourcerne, hvis betydning for økonomien ligeledes vil bero på forskellige generelle faktorer såsom hjemmemarkedets beskæftigelsesgrad, resp. inflationsgrad, den almindelige økonomiske politik m.v.

Det betimelige i en større eller mindre eller slet ingen nettokapitalimport er derfor et spørgsmål, som i væsentlig grad er af økonomisk politisk karakter og som sådan knyttet til den økonomiske politiks midler og disses anvendelse med henblik på en formodet målsætning.

Når man videre har frigivet visse former for kapitalbevægelser og bibeholdt restriktioner for andre, er den faktiske kapitalimport mere eller mindre en funktion af den indenlandske rente- og kreditpolitik. Selv om nettokapitalimportens størrelse kan påvirkes gennem de kapitalbevægelser, som man gennem restriktionerne behersker, f.eks. gennem en reduktion eller tilbagebetaling af offentlige lån, er de realøkonomiske virkninger forskellige og knyttet sammen med kreditpolitikens betydning for den indenlandske finansiering. Problemerne omkring kapitalimportens størrelse berører derfor også spørgsmålet om liberaliseringen af og restriktionerne for de forskellige former for kapitalimport og betydningen heraf for forskellige gruppers finansieringsmuligheder.

#### *Kapitalimport og økonomisk vækst.*

Spørgsmålet om betimeligheden af en nettokapitalimport af en vis størrelse er i den økonomisk politiske problemstilling især knyttet til målsætningen om en høj økonomisk vækst. Denne målsætning, der er blevet påvirket af efterkrigstidens og ikke mindst de senere års erfaringer om mulighederne for en stadig voksende produktion, kan vel meget bredt specificeres som ønsket om en høj og stabil økonomisk vækst med en så ringe grad af inflation, som er forenelig hermed og med en principiel bevarelse af faste vekselkurser overfor udlandet.

Målsætningen om en høj økonomisk vækstrate indebærer jo, at man ved udformningen af den økonomiske politik må gøre sig visse forestillinger om vækstmulighederne udover den kortere periode, som konjunkturpolitikken tager sigte på.

Uden at forsøge noget sådant kan der dog for belysningen af problemstillingen være grund til at påpege visse tendenser i udviklingen af de exogene faktorer, som må tages i betragtning ved vurderingen af en vækstopolitik.

Den høje stigningstakt, som har kendetegnet udviklingen i bruttonationalproduktet i perioden 1958-64, nemlig gennemsnitlig 5-6 % årligt eller næsten dobbelt så meget som i årene 1952-58, har, foruden en gunstig udvikling i vilkårene for udenrigshandelen, som forudsætning haft et betydelig forøgelse af *arbejdsudbuddet* fra dels tilgangen til arbejdsmarkedet, dels forhøjelsen af den gennemsnitlige beskæftigelsesgrad, ligesom overflytningen af arbejdskraft fra landbruget formodentlig har medført en produktivitetsforhøjelse. Der er imidlertid grund til at regne med, at en fortsat vækst ikke på lidt længere sigt kan baseres på sådanne faktorer.

Det økonomiske sekretariats prognose for befolkningsudviklingen viser, at selv om der er udsigt til en nogenlunde stabil tilvækst i det samlede folketal for de kommende 10 år, vil der ske betydelige forandringer mellem de enkelte aldersgrupper. For de aktive aldersklasser, 15-65 år, var tilvæksten 1945-60 pr. femår 2-3 %, men i femåret 1960-65 dobbelt så stor. Tilvæksten i disse aldersklasser vil imidlertid aftage stærkt i de kommende år, og vil formentlig i 70'erne atter blive reduceret til 2-3 % pr. femår. På den anden side vil antallet af inaktive vokse kraftigt. Fra en tilvækst på 50.000 i perioden 1955-64 regnes der med en stigning i 1965-74 på omtrent 250.000 børn og ældre, mod en tilvækst på 150.000 for de aktive aldersgrupper.

Den langsomme vækst i arbejdsudbuddet som følge af de demografiske faktorer kan videre forstærkes af tendensen mod en mere langvarig uddannelse inden indtræden på arbejdsmarkedet og mod nedsættelse af arbejdstiden, medens forskydninger i modsat retning formodentlig i det væsentlige kan komme fra en nettoforøgelse af gifte kvinders erhvervsmæssige arbejdsudbud.

Overfor arbejdskraftfaktorens forventede virkning i retning af at nedsætte stigningstakten i produktionen står på den anden side udsigten til øget takt i den *stigning af realefterspørgslen* til forbrug og investering, der med en kortvarig afbrydelse i 1963 har karakteriseret de seneste år, og som fortsat gør sig gældende. Forskydningen mellem de aktive og de »forsørgede« grupper vil formodentlig forøge den gennemsnitlige forbrugstilbøjelighed, men af større betydning er det vel, at de demografiske faktorer også tenderer mod at forskyde forbruget over mod produktionsområder med høj kapitalkoefficient. Eksempel herpå er den forventede stigning i antallet af ægte-



skaber og dermed i efterspørgslen efter boliger, det offentliges investeringer til uddannelse m.v.

Til disse tendenser kan føjes en fortsættelse af den nuværende høje forbrugs- og ikke mindst investeringsefterspørgsel. Stigningstakten i de offentlige investeringer er bekendt, og hertil kommer i analogi med en traditionel vækstmodel tilpasningen af kapitalapparatet til de seneste års stigningstakt i realindkomsten og -efterspørgslen.

Når tilvæksten i arbejdsudbudet samtidig aftager, vil en opretholdelse af den hidtidige vækstrate i produktionen gennem substitution mellem arbejde og kapital forudsætte en meget betydelig forøgelse af kapitalapparatet, også selv om man tager hensyn til stigende teknik, bedre organisation etc. Diskonteres fremtidens problemer ned til nutiden, indebærer målsætningen om en høj økonomisk vækst derfor en fortsat kraftig udbygning af kapitalapparatet.

Da en sådan udbygning overstiger den indenlandske opsparring og følgelig skaber underskud på betalingsbalancen, kommer spørgsmålet om kapitalimport, d.v.s. finansiering ved hjælp af udenlandsk opsparring, ind i billedet som muligt alternativ til en afbrydelse af væksttempoet.

Ser man bort fra eventuelle andre komplicerende omstændigheder som f.eks. tiltagende lånevanskeligheder, ønsket om ikke at blive for sårbar overfor ændringer i de handelspolitiske vilkår eller i den internationale kreditsituation etc., kan der som motivering for i de nærmest kommende år at udnytte muligheder for kapitalimport henvises til, at væksten i de mest produktive aldersgrupper, 20-64 år, i år og i det næste par år vil stige til 29-34.000 årligt for derefter gradvis omkring 1970 at falde tilbage til et niveau på ca. 15.000 årligt, svarende til tilgangen omkring 1960.

Selv om der i disse grupper vil være en betydelig procentdel, der søger videreuddannelse, vil der i denne periode dog blive tale om en pukkel på arbejdsmarkedet indenfor de mest produktive aldre, som repræsenterer en eengangsmulighed for udvidelse af produktionen og produktionsapparatet.

Et andet spørgsmål er det af nationalbanken fremhævede konjunkturpolitiske moment, om der i en situation med monetær overefterspørgsel efter arbejdskraft, der tenderer mod at fremkalde lønglidning indenfor de mod udenlandsk konkurrence beskyttede produktionsområder, d.v.s. især sektoren for bygge- og anlægsvirksomhed, visse tjenesteydelser m.v., kan skabes et ekstra pres på løn- og prisstrukturen gennem kapitalimport. Dette kan vel tænkes, for såvidt kapitalimporten er en forudsætning for, at den pågældende investering overhovedet iværksættes, som det f.eks. kan være tilfældet ved kapitalimport gennem direkte investering, eller gennem lån til indenlandske virksomheder, som på grund af dårligere eller manglende finansieringsmuligheder ellers ikke kunne foretage investeringen. Dette er vel imidlertid et problem om den øvrige økonomiske politiks effektivitet med

hensyn til at styre efterspørgslen og derfor af mere generel rækkevidde end spørgsmålet om kapitalimporten.

At pengepolitikens effektivitet ganske vist kan reduceres gennem liberalisering af nogle former for kapitalbevægelser, er vel uomtvisteligt – det ligger i selve liberaliseringens karakter – men modforanstaltninger, der i realiteten reducerer liberaliseringens betydning, kan da træffes.

#### *Industriens økonomiske vækst.*

Det er velkendt og formodentlig sammenhængende med vore strukturelle problemer med hensyn til eksportens sammensætning, at et stigende aktivitets- og investeringsniveau med en samtidig kraftig forøgelse af importen ikke på kortere sigt giver basis for en eksportforøgelse, der kan afbalancere denne. Betalingsbalanceproblemet løses derfor ved kapitalimport, og på lidt længere sigt hyppigt ved nedskæring af den samlede efterspørgsel efter inden- og udenlandsk produktion. En økonomisk politik, der sigter på høj økonomisk vækst, indebærer utvivlsomt på lidt længere sigt ved faste vekselkursen en vis grad af kapitalimport, men forudsætningen må naturligvis være, at de herved skabte øgede produktionsmuligheder kan præstere den ekstra eksportindsats, som på længere sigt kræves.

Med de givne vanskeligheder for landbrugseksportens afsætningsvilkår forudsætter dette en udvidelse af industrieksportens andel i den samlede eksport. Vækstproblemet er således i høj grad et spørgsmål om industriens økonomiske vækst og eksportevne.

I løbet af de sidste 10 år er industriproduktionen i løbende priser steget med godt 100 %, og i de sidste 5 år har stigningen alene været 60 %, hvoraf ca. 10 % repræsenterer prisstigninger. Med uændrede prisforhold og den hidtidige stigningstakt i forbruget af investerings- og forbrugsgoder, i diverse valutaindtægter fra servicefag m.v., er det åbenbart, at den meget høje stigningstakt i industriproduktionen for de senere år skal opretholdes og helst øges, hvis valutarisk balance skal opnås.

Med de relativt gode betingelser på arbejdsmarkedet, som vil gøre sig gældende nogle år endnu, er der da også muligheder for en øget vækstrate, forudsat at de finansielle betingelser foreligger for at udnytte disse.

På grundlag af nogle illustrative beregninger, foretaget af handelsministeriet, kan man få et groft skøn som udgangspunkt for bedømmelsen af kapitalbehovet.

Med udgangspunkt i oplysninger om brandforsikringsværdien af industriens realkapital i 1951 og en sædvanlig kædeberegning af de årlige investeringer samt en noget vilkårlig antagelse om den fysiske levetid for bygninger og maskiner, opstilles skøn for udviklingen i realkapitalens værdi til genanskaffelsespris. Skønnet over forbindelsen mellem arbejdsproduktivitetens stigning og væksten i realkapitalens værdi i faste priser inde-

bærer, at en stigning i de årlige nettoinvesteringer på op til 90 % af værdien i 1963 vil være nødvendig i tiden op til 1970 for at opretholde de senere års stigningstakt i produktionen, forudsat at industriens tilgang af arbejdskraft vokser ca. halvt så meget som i perioden 1955-62.

Selvom de beregninger, der er foretaget i forbindelse hermed over industriaktieselskabernes regnskaber, naturligvis også er behæftet med meget stor usikkerhed, kan de sikkert tjene som vejledning for netop finansieringsproblemerne karakter og størrelsesorden i forbindelse med industriens vækst.

#### *Industriens finansiering.*

Det antages almindeligt, at industrien i så høj grad er selvfinansierende, at spørgsmålet om kreditpolitik og kreditmuligheder kun er af marginal betydning for industriinvesteringerne. De regnskabsmæssige beregninger for de senere års ekspansion giver imidlertid et korrektiv til denne antagelse. Anslås den samlede bruttokapitaltilførsel til industrien i 10-året 1953-62 til omkring 14 mld. kr., hvoraf de 10 alene i perioden 1958-62, repræsenterer ca. 45 % heraf stigning i fremmedkapital, medens knap halvdelen repræsenterer nettoopsparing i virksomhederne.

Tilførslen af ny egenkapital gennem udvidelse af aktiekapitalen har derimod spillet en forbavsende lille rolle og har i hele perioden kun bidraget til den beregnede årlige kapitaltilførsel med omkring 7 %. Derimod er der i denne periode sket en stærk vækst i virksomhedernes optagelse af langfristede lån og banklån. Bankgælden er således næsten firedoblet i løbet af perioden.

De senere års udvikling indikerer således, at industriinvesteringerne er afhængige af den samlede kapitaltilførsel, såvel i form af egen opsparing som låntagning.

Ser man først på virksomhedernes egne opsparingsmuligheder, er det vel meget tænkeligt, at vilkårene for selvfinansiering bliver ringere end hidtil. Man kan her først og fremmest pege på den skærpede konkurrence, der gør sig gældende både på det indenlandske og de udenlandske markeder, og som hænger sammen med den liberalisering af samhandelen, der allerede er gennemført, og som vil blive ført til bunds i de næste år. Industriens behov for at henvende sig til lånemarkedet vil derfor blive større end hidtil. Samtidig kan det blive vanskeligere for adskillige virksomheder, f.eks. nye virksomheder og mindre virksomheder, at skabe sig et tilstrækkeligt lånegrundlag i form af egenkapital.

På det egentlige kapitalmarked er industrien dårligt stillet på grund af den risiko, der knytter sig til industribyggeriet og andre industrielle investeringer af specialkarakter. Dette medfører lave belåningsmuligheder for de anlæg, der tjener som pantsikkerhed.

Industriens muligheder på kapitalmarkedet er i almindelighed begrænset til kreditforeningslån samt i nogle tilfælde lån fra sparekasser og forsikringsselskaber, foruden lån fra finansieringsinstituttet for industri og håndværk.

For den kortfristede kredit er det bankerne, der er den vigtigste kapitalgiver. Da bankerne dækker den del af virksomhedernes lånebehov, for hvilken der ikke kan stilles realsikkerhed, hviler bedømmelsen af virksomhedens kreditværdighed netop på spørgsmålet om størrelsen af virksomhedens egenkapital og dens evne til at dække risikoen ved de pågældende engagementer. Dette gælder særligt i de mange tilfælde, hvor en bankkredit løber videre og i realiteten indgår som en fast bestanddel af virksomhedens kapitalstruktur.

Hovedindtrykket af disse oplysninger om industriens finansieringsstruktur bliver således, at behovet for fremmedkapital i forbindelse med nyinvesteringer i almindelighed vil være større end ofte antaget, samtidig med, at sikkerhedsgrundlaget, virksomhedernes opsparing, kan forventes at blive reduceeret under de skærpede konkurrenceforhold.

Bankernes finansieringsmuligheder i relation til dette øgede kapitalbehov afhænger imidlertid tillige af den finans- og likviditetspolitik, som myndighederne fører.

Med den nyligt indgåede aftale mellem Nationalbanken og bankerne om kassereserver på 20 % af indlånstigningen vil problemet om likviditeten og bankernes kredit- og finansieringsmuligheder i højere grad end før blive lagt over i Nationalbanken.

Uanset dette vil forudsætningen for en ekspansion af industriens investeringsaktivitet og for opretholdelsen af den økonomiske vækstrate – hvis det meget summariske skøn for størrelsesordenen heraf er nogenlunde realistisk – være en nærmere overvejelse af kapitalproblemerne i forbindelse hermed.

#### *Liberaliseringen af kapitalformerne.*

Spørgsmålet om en yderligere liberalisering af de former for kapitalbevægelser, for hvilke der er taget reservation overfor OECD-bestemmelserne, er for såvidt konstant på dagsordenen, som berettigelsen af de tagne reservationer skal underkastes regelmæssige eksaminationer i OECD, formodentlig med henstillinger og forslag om hel eller gradvis tilbagetrækning af reservationerne.

De væsentligste reservationer tilsigter at bevare mulighederne for at føre en selvstændig penge- og valutapolitik.

Dette gælder således handelen med værdipapirer, specielt obligationer, hvis kursudvikling er indikator for renteniveauet og -strukturen her i landet. En frigivelse af salget til udlandet af obligationer er dog ikke ensbetydende med en nivellering af renteniveauet med udlandets, fordi kursrisikoen vil veje tungt til for evt. køberes rentabilitetsovervejelser. Af samme grund ville der

næppe heller blive tale om betydelige kapitalbevægelser, idet kursniveauet hurtigt ville tilpasse sig det punkt, hvor der ikke var nogen fordel for udenlandske investorer forbundet med købet. En fastlåsning af renteniveauet i forhold til rentebevægelserne i udlandet måtte dog forventes. Med det gældende høje renteniveau og de indgåede aftaler med realkreditinstitutionerne er spørgsmålet om lempelse af restriktionerne næppe foreløbigt aktuelt.

Kontrollen med adgangen til at foretage emissioner i udlandet, resp. her i landet, kan heller ikke ventes lempet. Man kan dog rejse det spørgsmål, om den indtil sidste år gældende fortrinsstilling for kommuner og offentlige organer til at opnå bevilling til optagelse af udenlandske lån i alle tilfælde har givet den bedste allokering af kapitalressourcerne. Det er tænkeligt på sådanne områder, hvor der ikke findes noget markedsmæssigt grundlag for bedømmelse af rentabiliteten eller kapitalomkostningerne, at netop de relativt billigere finansieringsmuligheder i udlandet giver anledning til investeringer med meget høj kapitalkoefficient, som ellers ikke ville blive foretaget i samme omfang.

Den førnævnte aftale mellem nationalbanken og bankerne omfatter en binding med 100 % af forøgelsen i bankernes udenlandske nettolån. Dette kan medføre vanskeligere vilkår for virksomhederne med hensyn til at udnytte den bestående frie adgang til at optage kommercielle lån i udlandet, eller i alle tilfælde medføre øgede omkostninger til garantistillelse. Formålet hermed er at effektivisere pengepolitikens konjunkturpolitiske midler, og på denne baggrund kan ophævelse af restriktionerne for optagelse af egentlige finanslån i udlandet uden om eller gennem bankerne næppe forventes at være aktuel foreløbig. Derimod kan det vel overvejes, om en lempeligere bevillingspraksis overfor private virksomheder med hensyn til optagelse af obligations- eller kontraktlån kan imødekomme behov på områder, der må bedømmes som vigtige at dække ud fra målsætningen for høj økonomisk vækst, f.eks. flaskehalsinvesteringer o.lign., eller hvor de relative finansieringsomkostninger er af betydning for konkurrenceevnen over for udlandet.

Reduktion af nettokapitalimporten gennem en mere restriktiv administration af bestemmelserne for kapitalbevægelser med udlandet betyder formodentlig ved given tendens til en voksende investeringskvote i forhold til den indenlandske opsparing, at den nødvendige tilpasningspolitik medfører en mere afdæmpet stigningstakt i nationalproduktet end forudsat i en målsætning om høj økonomisk vækst. Selv om man måtte affinde sig hermed, kompliceres problemet imidlertid, så vidt en høj økonomisk vækst er forbundet med de strukturelle forskydninger i erhvervslivet, som det efter det anførte er af betydning at fremme med henblik på at opnå en bedre økonomisk balance over for udlandet på længere sigt.

Hvis man da med en mulig investeringskvote søger at opnå den største

økonomiske vækstrate, må dette formodentlig forudsætte, at der sker en bedre tilpasning mellem tendensen til, at det offentliges investeringspolitik, boligpolitikken m.v. beslaglægger en stigende del af investeringskvoten, og de vilkår og institutionelle betingelser, som f.eks. afskrivningsregler, finansieringsmuligheder m.v., der er af betydning for de erhvervsmæssige investeringer.

Spørgsmålet om kapitalimporten og formerne for denne, i det omfang de indenlandske finansieringsmuligheder og en effektiv udnyttelse af ressourcerne påvirkes heraf, bør da næppe løses isoleret, men overvejes i sammenhæng med hele problematikken omkring den økonomiske vækstpolitik.