

derpå at obligationer træder i stedet for andre arter af fordringer, hvilket på grund af omsætteligheden normalt vil indebære bedret likviditet. Vækst i realkapitalen, formuerne og bestanden af værdipapirer og vækst i indkomsterne vil imidlertid medføre større efterspørgsel efter betalingsmidler. Medens den private sektor kan producere både realkapital og fordringer, kontrolleres mængden af betalingsmidler af centralbanken. Renten må stige, såfremt udbuddet af betalingsmidler ikke øges svarende til efterspørgslen. – Det ses videre, at den kreditpolitiske effektivitet af rationeringen af obligationsudstedelsen beror på ikke, om obligationsudbuddet reduceres i forhold til investeringen, men om rationeringen resulterer i mindre investering.

Ved uændret aktivitet og relative mængder af de forskellige formueanbringelsesobjekter kan kurser og rente ændres som følge af ændrede præferencer. Udviklingen i den af regressionsanalysen dækkede periode viser to eksempler herpå, idet sammenhængen mellem rente og likviditet ændredes omkring 1957 og igen i 1964.

Den første ændring, som indebar en rentereduktion, beroede på dels ændringer i nationalbankens udlånspolitik, dels – og navnlig – på de øgede muligheder for optagelse af lån i udlandet. Den betydeligt stærkere, modsatrettede ændring i 1964 skyldtes formentlig navnlig indskrænkningen af låntagningen i udlandet, men sandsynligvis i et vist omfang tillige forventninger om øget inflationspres¹. En regressionsanalyse på grundlag af de 120 månedsdata 1955-1964 viser fra midten af 1964 en betydelig og stigende difference mellem observeret rente og den på basis af banklikviditeten beregnede rente. I første del af 1965 er denne tendens tilsyneladende fortsat og forstærket bl.a. som en følge af aftalerne mellem nationalbanken og pengeinstitutterne.

*Jørgen H. Gelling**

INTERNATIONALISERINGEN AF DE VESTEUEOPÆISKE PENGE- OG KAPITALMARKEDER

Der er igennem det sidste tiår sket en revolutionerende udvikling i omfanget af de internationale kapitalbevægelser, kortfristede som langfristede. Til dels har dette været resultatet af en bevidst politik, således som denne er kommet til udtryk gennem offentlig låntagning og långivning og gennem den stadige liberalisering af de private kapitalbevægelser. Men samtidig er udviklingen en følge af, at forskelle i renteniveau og kreditmuligheder i forbindelse med den større valutakursstabilitet har gjort det fordelagtigt også for private at yde og modtage internationale lån.

Selv har vi i Danmark kunnet følge denne udvikling på nært hold. Siden 1957/58 har stat, kommuner og halvofficielle forsyningsvirksomheder netto importeret over to en halv milliard kroner. Samtidig har der været et stærkt opsving i den langfristede private kapitalimport, mest i form af direkte investeringer. Også de kortfristede kapitalbevægelser – varekreditter o.l. – har givet en betydelig nettokapi-

1. For dette moments betydning taler det, at en bestemmelse af regressionen af renten på ikke-banksektorens likviditet (udtrykt ved den med nationalproduktet deflaterede difference mellem pengeinstitutternes indlån og udlån) også udviser en stor positiv difference mellem observeret og beregnet rente i 1964.

* Professor ved Aarhus Universitet, dr. polit.

talimport. Endelig har de private banker i løbet af de sidste 6-7 år forringet deres nettostilling over for udlandet med ca. 1 mia. kr. Vor låntagning i udlandet har herved afgørende påvirket den indenlandske pengeforsyning og kreditgivning.

Uanset hvilket syn man har på hensigtsmæssigheden af den stærke låntagning, er det fra et dansk synspunkt vigtigt, at de internationale penge- og kapitalmarkeder, hvor vi i de senere år er blevet så store kunder, udviser den størst mulige stabilitet. Særlig vigtigt er det, om den betydelige kortfristede låntagning, som især bankerne har engageret sig i, stiller os i en sårbar position. Hvilke forhold er afgørende for, om disse korte lån kan ventes fornyet? Og hvordan er udsigterne for en yderligere udvikling af lånemulighederne på USA's og de vesteuropæiske kapitalmarkeder, hvor så mange danske obligationslån har fundet afsætning gennem de senere år?

Når bortses fra nogle få artikler i banktidsskrifter og Valutafondens Staff Papers har der ikke foreligget oplysninger herom. Det er derfor en yderst fortjenstfuld opgave, den engelske finansjournalist og valutaekspert Paul Einzig har taget på sig ved at udarbejde to korte og let tilgængelige bøger¹ om et par former for internationale lånetransaktioner, som i den seneste tid har fået stærkt stigende betydning: Euro-dollar lån og udstedelse af obligationer benævnt i dollars. Da anmelderen ikke føler sig kompetent til at vurdere, hvorvidt Einzig har givet en teknisk korrekt beskrivelse af markedernes funktionsmåde og virkninger, vil det efterfølgende i højere grad forme sig som et referat af oversigterne end som en egentlig kritisk gennemgang.

Euro-dollarsystemet.

Euro-dollars er indskud i banker i USA, som redeponeres, d.v.s. lånes ud, uden for Nordamerika, ikke nødvendigvis kun i Europa, men også f.eks. i Japan og Mellemøsten. Størstedelen af transaktionerne foregår i London, men der er også anseelige markeder i Paris, Zürich, Frankfurt, Milano og Beirut. Der foreligger ingen præcis opgørelse af markedets størrelse. Einzig anslår, at der ved begyndelsen af 1963 i alt var udlånt mellem 3 og 5 milliarder dollars indestående på bankkonti i USA. Det senest fremkomne skøn, der refererer sig til slutningen af marts 1965, kunne findes i Den internationale Betalingsbanks (BIS) årsberetning; det anslås der, at markedet havde en størrelse på godt 7 mia. \$². Dette er et nettotal; tages der hensyn til, at en stor del af disse midler er videreudlånt, ofte gennem flere led, er det klart, at markedet i europæisk målestok er af betydelig størrelsesorden. (Sammenlignet med de samlede indlån i forretningsbankerne i USA på ca. 250 mia. \$ er billedet et lidt andet).

Også i enkelte andre valutaer er der i de seneste år opstået markeder uden for de pågældende lande; man anvender i analogi, men lidt meningsforstyrrende, også forstavelsen Euro for disse: Euro-D-Mark, Euro-schweizerfrancs, etc. Mest betydningsfulde er her faciliteterne for at låne indskud i sterling uden for U.K. (især i Paris). BIS-rapporten anslår deres samlede nuværende størrelse til knap 2 mia. \$.

Langt de vigtigste deltagere i markedet er private banker – såvel amerikanske som engelske, kontinentaleuropæiske og japanske. De private banker optræder ikke

1. Paul Einzig: *The Euro-dollar system*, Macmillan & Co., London 1964, 163 sider, 35 sh, og af samme forfatter: *Foreign dollar loans in Europe*, Macmillan & Co., London 1965, 160 sider, 36 sh.

2. Bank for International Settlements: *Thirty-fifth Annual Report*, Basle, 14th June 1965, p. 133.

blot som formidlere, men også som endelige låntagere. Flere centralbanker, især fra østeuropæiske og mindre vesteuropæiske lande – heriblandt vist ikke Danmarks Nationalbank – har i perioder optrådt på markedet, overvejende som kreditorer. Endvidere har forsikringsselskaber med portefølje i USA dækket en del af deres behov for likvide dollartilgodehavender gennem anbringelser i Euro-dollars. Ikke-finansielle virksomheder, især olieselskaber og rederier, optræder skiftevis som internationale låntagere og långivere; ser man på den endelige anvendelse af Euro-dollars, spiller disse virksomheder naturligvis en betydelig rolle.

Som et eksempel på den type af transaktioner, som foregår, kunne man nævne følgende: en engelsk clearing bank overfører rådigheden over en del af sine indskud i New York til en anden engelsk bank og opnår derved Euro-dollarrenten i stedet for den noget lavere indlånsrente i USA. Vi kan tænke os, at låntageren er en merchant bank, der har specialiseret sig i handelen mellem U.K. og Italien; banken anvender dollarindskuddet som betaling til en italiensk bank under afviklingen af importen fra Italien, og den italienske bank overfører rådigheden til en stor italiensk virksomhed. Under hele dette forløb, hvor rådigheden over bankindeståendet i New York par passeret flere led og landegrænser, har ikke én dollar forladt den amerikanske bank.

De enkelte transaktioner på Euro-dollar markedet er store. Den almindeligste størrelse er 1 mill. dollars, men der forekommer mange transaktioner på 5 og 10 mill. og tillige et stort antal »små« forretninger på $\frac{1}{2}$ eller endog $\frac{1}{4}$ mill. Transaktioner uden for dette størrelsesinterval kræver nærmere forhandling. Det er således med rette, at man benytter betegnelsen »wholesale banking« om disse forretninger i modsætning til den normale »retail banking«.

Euro-dollar lån ydes uden sikkerhed ved direkte og oftest uformel kontakt mellem banker eller med en broker som mellemmand. Långiverne har ofte et maksimum for den mængde Euro-dollars, som de vil stille til rådighed for en bestemt kunde. Hvorledes disse overgrænser fastsættes, er en velbevaret hemmelighed. Da der kun er ufuldstændig udveksling af information, er kreditrationeringen ikke ret effektiv set fra låntagers side, idet han ofte vil have flere lånemuligheder på markedet. Men undertiden har der kunnet spores tilbageholdenhed over for låntagere af bestemte nationaliteter, når et større antal banker fra det pågældende land var blevet for ihærdige; der har således i perioder været praktiseret kreditrationering over for italienske og japanske låntagere. Den almindeligste låneperiode er 3 måneder, men også kortere lån (1 måned eller dag-til-dag) og lån på 6 og 12 måneder er hyppige. Længere lån, som regel på 3 år, kendes undtagelsesvis, men deres betydning var tiltagende gennem 1963 og 64.

Den betydelige størrelse af de enkelte transaktioner, de lave omkostninger som følge af den lidt omstændelige procedure og den beskedne risiko, som transaktionerne hidtil har indebåret, har ført til, at der på Euro-dollar markedet opereres med en meget snæver profitmargin; $\frac{1}{4}$ eller $\frac{1}{8}$ pct. er den almindelige provision, men endnu lavere satser forekommer.

Dette fører frem til spørgsmålet om Euro-dollar markedets fremtid. Det afgørende skub til dets fremvækst kom i årene 1957-58, hvor en stor renteforskel mellem USA og U.K. opstod som følge af først stramningen af den britiske pengepolitik (kombineret med valutarestriktioner) og siden rentefaldet i USA i sommeren 1958. En yderligere impuls kom med den øgede konvertibilitet ved udgangen af 1958. Selv om der siden periodevis er sket en indsnævring af denne renteforskel, har markedet ekspanderet støt. Långivere og låntagere, som har fået øjnene op for markedets muligheder, er ikke hørt op med at benytte det, selv om

fordelene derved er aftaget. En forudsætning for dets fremvækst har været den betydelige rentemarginal, som bankerne i USA støttet af lovgivningen opretholder. Det er forbudt de amerikanske banker at betale rente af anfordringsindskud, og den såkaldte Regulation Q fastsætter maksimumsatser for de forskellige kategorier af indlån på tid. Regulation Q er dog blevet lempet en del det sidste par år, dels ved at undtage alle indskud tilhørende udenlandske centralbanker og andre offentlige myndigheder, dels gennem en forhøjelse af de tilladte maksimumsatser; men selv om Regulation Q skulle blive udvandet eller ophævet, er det usandsynligt, at de amerikanske banker vil indsnævre deres rentemarginal yderligere for at få større del i forretninger, der må fremstå som marginale sammenholdt med størrelsesforholdene på det amerikanske kreditmarked. Formentlig vil de institutionelle forhold i USA og forskellene i omkostninger mellem den indenlandske detailkreditgivning og Euro-dollar markedets engros-transaktioner også fortsat give vækstbetingelser.

Siden *Einzig's* bog udkom, er der imidlertid sket en skærpelse af den amerikanske regerings politik over for kapitaludstrømningen. De seneste måneders udvikling har derfor medført en vis afsvækkelse af den optimisme, hvormed *Einzig* og de fleste andre iagttagere har betragtet Euro-dollar markedets fremtid. I midten af februar iværksatte den amerikanske regering og centralbank en række foranstaltninger for at bremse de amerikanske valutatab. Vigtigst blandt indgrebene var en udvidelse af den såkaldte udligningsskat på lån til udlandet til også at omfatte banklån samt en række konkret formulerede henstillinger til bankerne om tilbageholdenhed i udenlandske engagementer. Disse indgreb tog ikke sigte på Euro-dollar markedet, som – jvf. eksemplet ovenfor – ikke normalt medfører nogen valutaudstrømning fra USA. Alligevel har der siden været tegn på, at Euro-dollar markedets vækst for første gang er blevet afbrudt af tilbagegang. Der foreligger ingen præcise oplysninger siden 31. marts 1965, men skøn i den engelske presse har sat faldet i markedet til mellem en halv og en hel milliard dollars. Faldet har navnlig ramt de lange lån. Samtidig er rentesatserne krøbet opad, så de nu ligger nær 5 pct. p. a. for 3 måneders lån, medens de ved årets begyndelse var i underkanten af 4½ pct.; i første halvår 1964, inden rentestigningerne satte ind i UK og i mindre omfang i USA, var satsen knap 4¼ pct.

Det kan umiddelbart undre, at indgrebene har fået så relativt kraftige virkninger. Det synes især at skyldes, at de amerikanske bankers lån til filialer i udlandet omfattes af restriktionerne; filialerne har spillet en vigtig rolle på Euro-dollar markedet. Endvidere har en række amerikanske investorer af grunde, der snarere må være patriotisk end økonomisk motiverede, foretaget en vis omplacering af deres likvide aktiver til fordel for korte papirer i New York. Samtidig har begrænsningen af de direkte lånemuligheder i USA tvunget en række europæiske låntagere over på Euro-dollar markedet, hvorved tendensen til rentestigning er blevet forstærket.

Utvivlsomt vil præsident Johnson's henstillinger forblive i kraft i nogen tid fremover, indtil man har sikret sig en varig forbedring på andre af USA's betalingsbalanceposter. Men de amerikanske banker er trods alt kun én af kilderne til kredit. Der er en vis elasticitet i udbudet fra andre kilder; da tre måneders satsen i midten af marts steg op til næsten 5,3 pct., fremkaldte det et øget udbud, da europæiske långivere omlagde deres likvide beholdninger til Euro-dollars, og renten faldt hurtigt tilbage under 5 pct. Begivenhederne kan derfor endnu ikke siges at have rokket *Einzig's* konklusion fra det afsluttende kapitel: at markedet efterhånden har nået en sådan stabilitet, at næppe noget mindre end en virkelig

international krisesituation, hvor den politiske tillid svigter og valutarestriktioner genindføres, kan få det til at bryde sammen¹.

Lidt skuffende er det, at Einzig ikke forsøger en mere dybtgående analyse af rentedannelsen og dens sammenhænge med de forskellige nationale renteniveauer samt med spot- og forwardkurserne mellem de implicerede valutaer. Rentemarginalen i USA kan jo i bedste fald kun angive det interval, inden for hvilket udsvingene i Euro-dollar satserne normalt må foregå.

En vigtig konklusion søger Einzig at drage. Den traditionelle anskuelse er, at forward-kursen stort set tilpasser sig efter det korte renteniveau i de to implicerede lande – f. eks. Treasury Bill renten i London og New York – således at der ikke gennem længere perioder kan bestå væsentlige forskelle i afkast ved anbringelse de to steder, når hensyn tages til omkostningerne ved at dække sig ind over for kursrisiko. Einzig hævder nu, at Euro-dollar satsen i London har overtaget US Treasury Bill rentens rolle som udtryk for afkastet ved korte anbringelser i dollars. Erfaringerne under sterlingkriserne i efteråret 1964 og i de seneste måneder dokumenterer imidlertid ikke dette. Man må derfor foreløbig nøjes med at konkludere, at selv om en revision af den klassiske renteparitetsteori givetvis er påkrævet, kan den ikke udelukkende bestå i at indsætte et andet, men stadig kun et enkelt, par rentesatser. En mere vidtgående omformulering, der tager hensyn til de 3-4 vigtigste anbringelsesformer på det internationale pengemarked, er blevet nødvendig.

Euro-dollar satsernes indflydelse på renteniveauet i visse låntagerlande, f. eks. Italien, hvor optagelsen af Euro-dollar lån periodevis har udgjort en anseelig del af grundlaget for udvidelsen af den indenlandske kreditgivning har utvivlsomt været mærkbar. Her har udvidelsen og billiggørelsen af de internationale lånemuligheder betydet rigeligere og måske også billigere lån til indenlandske kunder. Noget lignende har tydeligvis gjort sig gældende her i landet; vore største bankers låntagning på Euro-dollar markedet har i de seneste år været et vigtigt middel til at billiggøre lån til de indenlandske kunder og dermed til at afskærme kunderne fra virkningerne af den indenlandske rentestigning og kreditstramning. For denne udvikling har nationalbankens aftale med de private banker nu sat en, i alt fald midlertidig, stopper.

Paul Einzig fremhæver indledningsvis de vanskeligheder, det har voldt ham som udenforstående at trænge ind i Euro-dollar markedets funktionsmåde og konsekvenser. Det er imidlertid lykkedes ham uden at fortabe sig i banktekniske

1. En særlig risiko, som Einzig i denne forbindelse gør meget – tilsyneladende vel rigeligt – ud af, er de østeuropæiske landes potentielt forstyrrende transaktioner. Sovjetunionen og flere østeuropæiske lande er svært aktive på Euro-dollar markedet. I begyndelsen optrådte de som kreditorer, men siden er de blevet nettodebitorer; ifølge BIS's rapport havde bankerne i otte valutarisk set afgørende vesteuropæiske lande (de fem større CEE-lande, UK, Schweiz og Sverige) ultimo 1964 et nettotilgodehavende i Euro-dollars i Østeuropa på 200 mill. \$. En politisk motiveret betalingsstandsning kunne godt skabe nogen uro, men næppe egentlig panik på markedet. Iøvrigt antyder Moscow Narodny Bank i London, der har været yderst aktiv på markedet i flere år, i sin Quarterly Review, Winter 1964, at man inden for den internationale clearingsbank, som 8 socialistiske lande oprettede i slutningen af 1963, overvejer at skabe nye faciliteter for nærmere kontakt med pengemarkederne i andre lande (øget konvertibilitet for rublen, flere korrespondentbanker i Vesteuropa etc.). Måske ser man inden længe et marked i Euro-rublen!

detaljer at give en grundig beskrivelse af markedets funktionsmåde og en nyttig skitse af nogle vigtige konsekvenser af dets hidtidige vækst. Den væsentligste indvending mod fremstillingen er, at den kun indeholder få talmæssige oplysninger om markedet og om de faktorer, der over indflydelse på dets udvikling.

Udstedelse af dollarobligationer i Vesteuropa.

Det er ikke kun de kortfristede internationale lånetransaktioner, der i de senere år, især gennem Euro-dollar markedet, er kommet ind i en voldsom udvikling. Også markedet for mere langfristede lån er vokset stærkt. Den seneste og mest udbredte lånetype er udstedelsen på de vesteuropæiske kapitalmarkeder af obligationer benævnt i dollars.

Det karakteristiske ved den ny lånetype er, at obligationerne udstedes i en valuta – den amerikanske dollar – der hverken er debitors eller kreditors. Som et typisk eksempel kan nævnes den danske stats og danske telefonselskabers optagelse af dollarlån i London, hvor køberne såvidt vides har været af en lang række nationaliteter og i alt fald kun sjældent amerikanske valutaindlændinge.

Årsagerne til den ny lånetypes fremgang er for det første den renteudlignings-skat, hvormed den amerikanske regering fra sommeren 1963 har bremset udenlandsk låntagning i USA, og for det andet en energisk indsats fra britisk side for at styrke London's rolle som internationalt finanscentrum.

New York havde i tiden op til 1963 udviklet sig til at blive klart det foretrukne marked for kreditsøgende regeringer, nationaliserede industrier og internationale koncerner fra Canada, Vesteuropa og Japan. Det relativt lave renteniveau og sikkerheden for papirernes fremtidige omsættelighed mere end opvejede ulemperne i form af de relativt høje omkostninger og den ret langsommelige procedure med at få godkendt udstedelsen og papirernes optagelse til notering. Den danske stat, en række kommuner og forsyningsvirksomheder var blandt de mest ihærdige låntagere. Selv om kun en del – formentlig under halvdelen – af obligationerne blev solgt til amerikanske valutaindlændinge og dermed belastede USA's valutastilling, forekom det de amerikanske myndigheder urimeligt, at europæiske lande med valutaoverskud importerede kapital fra USA med dets betalingsbalanceunderskud. I juli 1963 overvandt amerikanerne deres modvilje mod indgreb over for de internationale kapitalbevægelser og forelagde et lovforslag om en skat på amerikaneres køb af obligationer udstedt af godt en snes industrialiserede lande – heriblandt de vesteuropæiske. Skatten medførte stort set en forhøjelse af omkostningerne ved lånoptagelse på 1 pct. p.a., og skønt den først blev vedtaget af kongressen i sommeren 1964, medførte den fra fremsættelsen et næsten totalt stop for vesteuropæiske lån; derimod har Canada og Japan fortsat kunnet låne i New York.

Denne situation satte for alvor skub i en udvikling, som britiske finansskredse allerede havde forberedt. Merchant banks og veksellerere gik med stor smidighed og med lavere omkostninger end deres kolleger i New York ind i organisationen af internationale lånoptagelser i dollars og undtagelsesvist i andre hårde valutaer eller internationale regningsenheder. De var også i stand til at arrangere længere lån – normalt 20 år mod de sædvanlige 15 i New York.

I modsætning til i New York, kan udenlandske lånoptagelser i London ikke påregne nogen støtte fra det indenlandske kapitalmarked. De britiske valutarestriktioner forhindrer nemlig i praksis britiske valutaindlændinge i at erhverve dollarobligationer eller andre udenlandske værdipapirer, medmindre der er tale om et samtidigt salg af tilsvarende papirer. Målsætningen er at forhindre briterne i

at forringe valutastillingen gennem en nettoforøgelse af private beholdninger af udenlandske obligationer; samtidig forhindrer andre regler valutaudlændinge i at nedbringe deres beholdninger af britiske værdipapirer. Man kan godt slippe ud og ind af markedet, men prisen er høj; briter kan købe dollars eller andre valutaer øremærkede til anskaffelse af værdipapirer – den såkaldte investment dollar – til en særlig overkurs. Denne kurs svinger frit i modsætning til den almindelige kurs og forwardnoteringen; normalt ligger den 10-15 pct. over pari. Valutaudlændinge må sælge sterling-provenuet af deres værdipapirsalg til en tilsvarende underkurs. Disse restriktioner afholder effektivt briterne fra at købe de nye obligationer og svækker dermed den indflydelse, som forholdene på det britiske kapitalmarked kan få på vilkårene for optagelsen af dollarlån¹.

Stort set er således den britiske rolle ved dollarlånene begrænset til den rent formidlende. De britiske finansskredse er knapt nok et finansielt gennemgangsled, der udlåner midler, de har modtaget; de stiller et teknisk apparat til rådighed, der muliggør kontakt mellem udenlandske långivere og låntagere. London er, som det hedder i den finansielle jargon, »entrepôt« for udenlandsk kapital.

Denne begrænsede funktion nødvendiggør ikke, at den britiske betalingsbalance er i overskud. London har støt udvidet sin aktivitet igennem det sidste par år til trods for stadige britiske valutatab og tilbagevendende tillidskriser for sterling. Man kan heller ikke sige, at markedets eksistens har lagt særlige bånd på britisk pengepolitik i denne periode; både den korte og den lange rente har svinget stærkt, uden at dette tydeligt har påvirket kursudviklingen på dollarobligationerne. Medens ulemperne ved at fungere som »entrepôt« således er begrænsede, gælder det også fordelene for U.K.; en beskeden forøgelse af valuta-indtægterne i form af større provisionsindtægter i City opnås i alt fald.

Et nok så interessant spørgsmål er det, hvilket samspil der består mellem på den ene side markedet for dollarobligationer, og på den anden side kapitalmarkederne i USA, i debitorlandene og i de lande, hvis borgere og finansielle institutioner køber de nye papirer, samt Euro-dollar markedet.

Hvad USA angår, kan man roligt konkludere, at det indenlandske marked er for stort til nævneværdigt at blive påvirket af det nye marked. En indflydelse i modsat retning vil være svag, medens renteudligningsskatten består, men man må på længere sigt regne med, at det – traditionelt lave – renteniveau i USA sætter en undergrænse under afkastet af den nye type papirer. Et mere direkte samspil består naturligvis med den effektive rente af udenlandske dollarobligationer udstedt i New York inden udligningsskatten eller af debitorer, der ikke omfattes af denne.

Det ny markeds betydning for dollaren er således marginal – hvis man da ikke tillægger det stor prestigemæssig værdi for dollaren, at den finder nye anvendelser uden for USA. Men det er klart, at den nye lånetype potentielt har indflydelse på renteniveau og kreditforhold i *debitorlandene*. Umiddelbart vil virkningen være en tendens til rentefald som følge af aflastningen af det indenlandske kapitalmarked; en egentlig tilpasning mellem låneomkostninger og afkast for tilsvarende lån i indland og udland forhindres af valutarestriktionerne, og man kan ikke med nogen sikkerhed vurdere f. eks., hvor meget den danske obligations-

1. En begrænset vekselvirkning mellem rentesatserne kommer dog ind derved, at nogle finansielle institutioner, der ikke omfattes af de britiske valutarestriktioner, navnlig amerikanske bankfilialer, kan betragte anbringelse i dollarobligationer som alternativ til placeringen i sterling-aktiver som f. eks. Treasury Bills eller lån på pengemarkedet.

rente ville have været højere i det sidste par år, hvis den nye lånemulighed ikke var dukket op, og elværker, telefonselskaber og kommuner i højere grad var blevet henvist til det hjemlige lånemarked.

I *kreditorlandene*, d.v.s. i de lande, hvis borgere og institutioner anskaffer dollarobligationerne, må de nye papirers fremkomst forventes at udløse en svag tendens til rentestigning. Det skulle således især gælde i Schweiz, der er hjemsted for megen letbevægelig kapital, som kan fristes af et lidt højere afkast end det stedlige. Dollaren nyder dog ikke i Schweiz samme tillid som landets egen valuta, således at der normalt vil være omkostninger ved at dække sig ind over for kursrisikoen. Også i Nederlandene, hvor renteniveauet ligger under afkastet af dollarobligationerne, har man fundet god afsætning. Papirerne har derimod ikke været særligt tillokkende for tyske investorer, da den stedlige lange rente har været klart højere, samtidig med at der har været stadige rygter om revaluering af D-marken.

Alt i alt fremgår det af Einzig's analyse, at dollarobligationernes fremkomst medfører tendenser til en harmonisering af renteniveauet i de vesteuropæiske lande, dog modificeret af forventningerne om ændringer i valutakurserne. Virkningerne har hidtil kun kunnet blive begrænsede i de normale långiverlande, da udstedelsen af de nye papirer endnu ikke har fået et omfang eller en placering, der giver basis herfor. Den effektive rente, som køberne af dollarsobligationerne opnår, har vist en svagt opadgående tendens og ligger for øjeblikket på godt 6 pct. for de sikreste papirer, d.v.s. med skandinaviske offentlige myndigheder som debitorer; det er midt i renteniveauerne for de vigtigste vesteuropæiske lande.

Der har været gjort forsøg med forskellige andre former for lån, der på samme måde som dollarobligationerne skulle skabe et egentligt internationalt obligationsmarked. Enkelte lån er blevet udstedt i *schweizerfrancs*. Denne praksis er dog aldrig slået an, dels fordi revalueringsrisikoen gjorde debitorerne mere betænkelige end ved dollaren, dels fordi de schweiziske myndigheder gjorde voldsomme indsigelser – iøvrigt i forbindelse med Københavns Kommunes optagelse i 1963 af et lån i London benævnt i SF – mod en internationalisering af deres valuta og den deraf følgende indsnævring af deres pengepolitiske bevægelsesfrihed. Fremkomsten af et betydeligt antal papirer benævnt i SF, der direkte ville fremstå som et alternativ til placeringer i Schweiz, kunne unægtelig have bragt forstyrrelser og rentestigninger på markedet der. Derimod har lån i *D-mark*, især i 1964, været hyppige. Hovedårsagen er en 25 pct.s kuponskat, som de tyske myndigheder indførte for at bremse kapitalimporten. Kuponskatten, der kun hviler på afkastet af indenlandske værdipapirer, har skabt et godt marked for ikke-tyske låntagere. Det er især finske og japanske offentlige lån, som er blevet udbudt; også en dansk låntager – Københavns Kommune – har været på markedet.

Ret almindelige har også de såkaldte »*unit-of-account*« *lån været. Denne regningsenhed er den samme, som den man anvendte i Den europæiske betalingsunion (EPU) frem til 1958, idet man udover dollaren anvender 16 vesteuropæiske referencevalutaer. Fordelen for parterne er, at usikkerheden om den fremtidige valutakurs reduceres til et minimum, idet man forpligter sig til at afregne efter den kurs, som er ændret mindst i forhold til basis. Der har været eksperimenteret med formuleringen af disse bestemmelser; de synes at medføre så mange komplikationer, at »unit-of-account« *lånene næppe har nogen større fremtid for sig. Om det samme gælder den seneste nydannelse, de såkaldte »parallele lån« – eller Abs-lån, navngivet efter den tyske bankdirektør, der har fået ideen til dem – er for tidligt at sige, da kun et enkelt lån hidtil er fremkommet. Det italienske nationale elektrici-**

tetsselskab har i juni udbudt et stort obligationslån i seks trancher, een til hvert CEE-land i det pågældende lands egen valuta og iøvrigt på næsten ens vilkår, hvilket i praksis vil sige på de vilkår, der gælder på det italienske kapitalmarked, som for øjeblikket er det dyreste i Fællesskabet. Det er netop indvendingen mod de parallelle lån, at låneomkostningerne normalt vil ligge på niveauet i det dyreste marked. I dette tilfælde, hvor låntager ellers ville være henvist til dette marked, virker dette selvfølgelig ikke afskrækkende på debitor.

Foreløbig har disse komplicerede låneformer karakter af eksperimenter. Einzig mener, at dollarobligationerne også fremover vil vise sig bedre egnede til at fremme internationaliseringen af de vesteuropæiske kapitalmarkeder. Og hans konklusion – omend den fremsættes mindre kategorisk end for Euro-dollar markedets vedkommende – er, at dollarobligationerne vil få stigende betydning i de kommende år, selv om de faktorer, der oprindeligt satte gang i det, afsvækkes. Han erindrer dog her om, at markedet ikke, som det tilsvarende korte, har en omkostningsmæssig begrundelse i forskellen mellem engros-lån og detail-lån, og at forskellen mellem udstedelsesomkostninger i New York og London sikkert vil blive indsnævret gennem konkurrence fra amerikanerne. Selv om renteudligningsskatten endnu dæmper konkurrencen, er det tydeligt, at de store veksellerere og andre udstedere i New York forbereder et come-back; de er også i stigende omfang med i de konsortier, som udsteder dollarobligationer i Europa.

Man må være Einzig taknemmelig for at han allerede nu har kunnet fremlægge en oversigt over det vesteuropæiske marked for dollarobligationer. Om et par år kan der skrives en mere udtømmende fremstilling, hvor man kan erstatte en blot opregning af de faktorer, der spiller ind, med en kvantitativ beskrivelse af nogle typiske erfaringer. Men der er et stærkt behov nu for den foreløbige orientering, som Einzig har kunnet give. Både praktisk arbejdende finansfolk, der mestrer den internationale långivningsteknik, men ikke er vant til at se den i bredere sammenhæng, og udenforstående økonomer, der interesserer sig for de internationale kapitalbevægelseres teori, men står meget usikre overfor den institutionelle baggrund, hvorpå teorien skal ses, vil have glæde af bogen.

Niels Thygesen*

NY UDGAVE AF DANSK LÆREBOG I SKATTEPOLITIK

Nøjagtig 10 år efter fremkomsten af 1. udgave¹ foreligger nu 2. udgave af Kjeld Philip: »Skattepolitik«².

Denne bog er i indhold og form mere alment orienterende anlagt end de fleste universitetslærebøger. En lærebog i skatteteori og skattepolitik, *udelukkende* med sigte på universitetsundervisningen, ville unægtelig også virke utilgængelig på andre en økonomer og skatteteoretikere. Som præciseret i forordet er Kjeld Philip's bog imidlertid netop skrevet *også* med sigte på en bredere kreds. Bogens disponering er af samme årsag baseret på en almen akcepteret skatteinddeling. Det kan nok vanskeligt være anderledes. En traditionel skatteinddeling er nødvendig over for personer, der ikke er skolet i økonomisk tænkning, selv om en inddeling efter økonomisk-analytisk mere relevante kriterier udfra snævre universitetssyns-

* Lektor ved Københavns Universitet, cand. polit.

1. Anmeldt af Erik Ib Schmidt i *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1955, pp. 267-72.

2. Kjeld Philip, *Skattepolitik*, 2. udg. Gyldendal 1965, 534 sider, 91,25 kr. incl. oms.