

KOMMENTARER OG OVERSIGTER

NY LITTERATUR OM INTERNATIONALE KAPITALMARKEDSFORHOLD

Der er i de senere år fremkommet en række oversigter over kapitalmarkederne i de førende industrilande. Den stigende interesse for at kortlægge og vurdere institutionelle forhold på dette område har især været dikteret af den stadigt vigtigere rolle, som internationale kapitalbevægelser er kommet til at spille på de enkelte landes betalingsbalancer. For at forstå de problemer, der ligger i en integration af de enkelte landes kapitalmarkeder, eller på kortere sigt de skridt, der kan tages for i højere grad at få kapitalbevægelserne til at bidrage til større stabilitet i det internationale betalingssystem, er det imidlertid nødvendigt at begynde med en omhyggelig analyse af de institutionelle forhold i de enkelte lande. Dette skridt må siges i det væsentlige at være tilbagelagt efter fremkomsten af to monumentale undersøgelser: OECD's *Capital Markets Study* og EEC-kommissionens *The Development of a European Capital Market*¹. Ikke blot er der i de to rapporter fremlagt en langt mere omfattende samling af statistiske og andre oplysninger, end man hidtil har haft til rådighed; der er også gennem samarbejdet mellem en international organisation og nationale sagkyndige tilvejebragt særdeles gode omstændigheder for sikkerhed i vurderingerne, uden at rapporterne har fået karakter af et forsigtigt politisk kompromis. Dette gælder navnlig for EEC-rapporten, der overhovedet ikke har været gennem nogen politisk »fortyndingsproces«.

Selv om de to undersøgelser til dels overlapper hinanden, bevirker de forskellige udgangspunkter dog, at de som helhed supplerer hinanden udmærket. Forskellen mellem dem er meget summarisk, at EEC-rapporten går en del videre i retning af konkrete forslag til integration mellem de seks kapitalmarkeder; OECD-rapporten holder sig derimod i det væsentlige til kortlægningen af de bestående kapitalmarkedsforhold og til nogle mere principielle betragtninger om kapitalbevægelsernes rolle ved tilpasningen til betalingsbalanceligevægt. I det følgende skal især OECD-rapporten refereres, bl.a. fordi den umiddelbart giver mulighed for en sammenligning af danske forhold med kontinentaleuropæiske og nordamerikanske – ja sågar japanske – kapitalmarkedsforhold. En anden og i denne sammenhæng ikke betydningsløs årsag er, at anmelderen efter ønske fra Danmarks Nationalbank har deltaget i en af de arbejdsgrupper, der har forberedt OECD-rapporten. Afslutningsvis skal der gøres nogle kommentarer til EEC-rapporten vedrørende de punkter, på hvilke den går videre end OECD-undersøgelsen.

1. Committee for Invisible Transactions: *Capital Markets Study: General Report*. Organisation for Economic Cooperation and Development, Paris 1967, 259 pp, 35 sh. Som bilag til rapporten er siden offentliggjort et Statistical Annex og 3 bind med en gennemgang af de enkelte medlemslandes kapitalmarkeder m.v. *The Development of a European Capital Market*, Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission. European Economic Community, Commission, Brussels November 1966, 382 pp. 29 sh.

OECD-rapporten.

Motiveringen for at igangsætte OECD-undersøgelsen i 1965 var ifølge en udtalelse fra ministerrådet »at stimulere bestræbelser for at forbedre medlemslandenes kapitalmarkeder med henblik på at øge udbuddet af kapital og fremme betalingsbalanceligevægt«. Et videre sigte var at belyse de faktorer, der hæmmer en international liberalisering af kapitalbevægelserne; undersøgelsen skulle herved hjælpe organisationen til at stille mere konkrete forslag i forbindelse med gennemførelsen af den målsætning, der ligger i OECD's liberaliseringskode for kapitalbevægelser. De amerikanske repræsentanter, der var de varmeste fortalere for undersøgelsen, havde yderligere den opfattelse, at en smidiggørelse af de vesteuropæiske kapitalmarkeder kunne yde et mærkbart bidrag til at bremse USA's private nettokapitaleksport, der har medvirket så stærkt til at øge dette lands betalingsbalanceproblemer i de senere år. Denne opfattelse – hvis sejrsgang i det amerikanske finansministerium skaffede den tilnavnet »the Fowler-Dillon thesis« – går ud fra, at det er ufuldkommenheder i form af institutionel træghed og/eller unødigt restriktiv lovgivning, der har hindret flere vesteuropæiske lande i at spille den rolle som kapitaleksportører, som deres overskud på vare- og tjenestebalancen – ud fra hensynet til bedre international valutarisk ligevægt – burde have placeret dem i.

De, der måtte have ventet en klar stillingtagen til denne tankegang i kapitalmarkedsundersøgelsen, vil blive skuffet. Under alle omstændigheder måtte det vel forudses, at de internationale virkninger af en smidiggørelse af de enkelte landes kapitalmarkeder er indirekte og relativt svage. Det må heller ikke overses, at der siden initiativet til undersøgelsen blev taget, er sket en vis internationalisering af flere vesteuropæiske kapitalmarkeder, især det tyske, gennem udstedelsen af internationale private obligationer benævnt i dollars eller i flere valutaer.

Rapporten består af fire hovedafsnit: (1) lånebehov, (2) den personlige opsparring, (3) finansielle institutioner og markeder samt (4) relationer mellem nationale kapitalmarkeder. Der skal i det følgende gives en kort omtale af nogle hovedpunkter og kommentarer til disse.

Lånebehov. I første del om lånebehov fremhæves det, at efterspørgslen på kapitalmarkederne i de senere år er vokset og vil fortsætte at vokse i et hurtigere tempo end investeringerne, for slet ikke at tale om nationalproduktet. Dette vil blive tydeligere igennem anden halvdel af 1960'erne, hvor flertallet af medlemslandene regner med en mærkbar stigning i investeringsandelen.

Der foretages en separat gennemgang af lånebehovet i forbindelse med tre grupper af investeringer: offentlige, boligbyggeri og (andre) private. Hvad angår *de offentlige investeringer*, som i disse år udviser en særlig stærk stigning, fremhæver rapporten, at offentlige myndigheder, når de optræder på kapitalmarkedet, i videst mulig udstrækning bør konkurrere på lige fod med andre låntagere. Særlige privilegier, f.eks. i form af tvungne placeringer hos pengeinstitutter af værdipapirer og skattefritagelse for afkastet af sådanne papirer, fører til en undervurdering af de reelle omkostninger ved offentlig ressourceanvendelse. Fremfor alt er rapporten kritisk over for den betragtning, at de private låneønsker først kan tilfredsstilles på kapitalmarkedet som en reststørrelse, når alle offentlige behov er tilgodeset. Hele denne problemstilling har ret begrænset interesse i Danmark, hvor det konjunkturpolitiske behov for en stor offentlig opsparring har medført, at staten ikke har solgt obligationer i en længere årrække samtidig med, at andre offentlige eller halv-offentlige låntagere har spillet en beskeden rolle på det indenlandske kapitalmarked. Til gengæld har disse låntagere været privilegeret ved at låne i udlandet til relativt lav rente.

Hvad angår *boligbyggeriet* konstateres det, at det offentliges rolle i boligfinansieringen har været aftagende i de fleste lande; Danmark repræsenterer dog her et ydertilfælde, og i flere lande, især Frankrig og Sverige, er offentligt eller offentligt støttet byggeri dominerende. Det falder uden for mandatet for undersøgelsen at vurdere boligpolitikken i de enkelte lande, men det fremhæves, (1) at der er betydelige forskelle mellem landene i opfattelsen af hvor store grupper af indkomstmødtager, der kan gøre krav på offentlig støtte til boligforbruget, og (2) at byggeaktiviteten i de fleste lande – Italien, Frankrig, Nederlandene og Østrig nævnes som undtagelser – holder nogenlunde trit med behovet, den nuværende grad af subsidiering taget i betragtning; boligbyggeriet forventes at stige langsommere end de øvrige investeringer i de kommende år. Det nævnes endvidere, at de bedst fungerende private markeder for boligfinansiering findes i U.S.A., U.K. og Danmark, der er karakteriseret ved to klare fortrin: de kan tjene til finansiering ikke blot af nybyggeri, men også af omsætning af fast ejendom, og lånevilkårene er simple og gælder for alle låntagere.

Der er meget iøjnefaldende forskelle mellem finansieringen af *de private erhvervsinvesteringer* i medlemslandene. Nedenfor gengives en af de mest interessante tabeller til belysning heraf. Yderpunkterne med hensyn til selvfinansieringens rolle repræsenteres på den ene side af de angelsaksiske lande, hvor over to trediedele af den samlede kapitaltilførsel hidrører fra virksomhedernes bruttoopsparing, d.v.s. afskrivninger og henlæggelser, på den anden side af Italien og Japan, hvor andelen er under en trediedel. De anførte tal, der er gennemsnit for en periode omkring begyndelsen af 1960'erne, er selvsagt usikre; i flere af de i tabellen nævnte lande produceres der med udgangspunkt i andre statistiske kilder tal, der adskiller sig noget fra de anførte. Men at der er tale om meget forskellige traditioner i finansieringsmønstret, som umiddelbart vanskeliggør internationale sammenligninger, er klart; den omstændighed, at investeringerne i Japan ikke påviseligt er blevet dæmpet af den lave selvfinansieringsgrad, er ikke meget vejledende for de øvrige landes myndigheder. I Forbundsrepublikken Tyskland – og vel også i Sverige, selv om det ikke nævnes i rapporten – har det været en bevidst politik at ændre indkomstfordelingen til ugunst for virksomhederne, og dermed at

Tabel 1. Procentvis sammensætning af ikke-finansielle virksomheders kapitaltilførsel og -anvendelse.

Kapitaltilførsel:	Frankrig 1960-65	Tyskland 1960-65	Italien 1959-63	Japan 1959-65	U.K. 1963-65	U.S.A. 1959-65
Bruttoopsparing	53	63	29	31	72	67
Fremmedkapital	47	37	71	69	28	33
Aktieudstedelser	7	4	16	7	3	2
Obligationsudstedelser . .	4	2	24	2	7	7
Lange og mellemlange lån	20	15	1	59	3	4
Korte lån	13	7	30	1	14	15
Diverse	3	9	1	1	1	5
Ialt	100	100	100	100	100	100
Kapitalanvendelser:						
Faste bruttoinvesteringer .	79	80	59	42	52	62
Lagerinvesteringer	6	7	11	8	14	7
Finansielle placeringer . . .	15	13	30	50	34	31

Kilde: *Capital Markets Study: General Report*, p. 41.

sænke selvfinansieringsgraden; også i andre lande i Europa, navnlig Italien, men også i nogen grad Frankrig, er udviklingen under højkonjunkturen gået i samme retning. I de to sidstnævnte lande og tillige i U.K., hvor selvfinansieringsgraden bestandig har ligget væsentligt højere end på kontinentet, har man i de seneste år søgt at bremse tendensen til fald i selvfinansieringsgraden af frygt for, at den vil dæmpe investeringslysten, uanset hvor godt kapitalmarkedet måtte fungere. Denne, normalt utilsigtede, virkning af en stigning i fremmedkapitalens andel af finansieringen må afvejes over for de fordele, som en sådan stigning fra et samfundsmæssigt synspunkt antages at indebære. Bortset fra hensynet til indkomstfordelingen fremhæves normalt de allokeringsmæssige fordele ved, at den størst mulige del af samfundets kapitalressourcer underkastes en prøvning på det organiserede kapitalmarked. Jo større denne del, desto vigtigere bliver det naturligvis at sikre, at denne prøvning virkelig giver en afvejning og dermed en forbedring i forhold til selvfinansieringen, jfr. afsnittet om finansielle institutioner og markeder nedenfor.

Udover disse generelle problemer i forbindelse med de private erhvervsinvesteringers finansiering – som altså for øjeblikket søges løst på ret forskellig måde i medlemslandene afhængig af konjunktursituationen og af mere fundamentale forskelle i den politiske holdning til den private investeringsvirksomhed – omtaler rapporten foranstaltninger til afhjælpning af *mindre virksomheders kreditbehov*. Der er her samlet et nyttigt materiale om institutioner, der – f.eks. som Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk her i landet – udfylder lakuner på kapitalmarkedet.

Den personlige opsparing. I rapportens anden del diskuteres den personlige opsparing. Størstedelen af udbuddet på kapitalmarkedet hidrører herfra, og der er i næsten samtlige lande et ønske om at øge den personlige opsparing både på kort sigt som et led i en stabiliseringspolitik og på længere sigt som modsvarende til den stigende investeringsandel. Hertil føjer rapporten den betragtning, at det samtidig er ønskeligt at opmuntre opsparingen til at tage den fra et kapitalmarkedssynspunkt mest hensigtsmæssige form, d.v.s. erhvervelse af finansielle aktiver.

Desværre er omfattende sammenligninger af opsparing på international basis ikke mulig. Sådanne sammenligninger forudsætter oplysninger om opsparingsform, der ikke kan tilvejebringes gennem nationalregnskabet, men kun gennem en omfattende finansiell statistik. Kun fem lande – U.S.A., U.K., Tyskland, Frankrig og Japan – har for øjeblikket sådanne oplysninger; men overalt volder det problemer at adskille den egentlige husholdningsopsparing fra den, der foretages af selvstændige erhvervsdrivende.

Rapporten diskuterer *husholdningsopsparingens følsomhed over for variationer i afkastet af formueobjekterne*. Der er ingen tiltro til, at omfanget af den samlede opsparing skulle være påvirkeligt i større udstrækning gennem sådanne variationer. Derimod er opsparingens sammensætning givetvis følsom. Disse konklusioner danner grundlaget for en vurdering af hensigtsmæssigheden af forskellige typer af *opsparingsfremmende foranstaltninger*. Der foreligger ret omfattende erfaringer, især med skattebegunstigelser; de strækker sig fra skattefritagelse for renteindtægter over skattenedsættelse for typisk forsikringsopsparing til permanent skattefritagelse for visse andre former for langfristet opsparing, eksemplificeret i den hidtidige danske ordning med kapitalbinding for 5 år; denne ordning, der for skatteydere med høje indkomster har muliggjort en effektiv forrentning af opsparede midler på omkring 30 pct., er utvivlsomt den mest generøse begunstigelserordning, man har kunnet finde nogetsteds i OECD-landene. I de fleste tilfælde er begunstigelserne begrænset til et vist maksimumsbeløb. Kun i Forbundsrepublikken

Tyskland føler man sig overbevist om, at sådanne ordninger har haft en væsentlig virkning på den samlede husholdningsopsparing; i de fleste andre lande er man i tvivl om, hvorvidt forøgelsen opvejer det offentlige skatteprovenutab ved ordningerne. Under alle omstændigheder medfører den progressive indkomstbeskatning, at opsparingstilskyndelsen vokser kraftigt med indkomsten, en social ulempe, som kunne undgås ved anvendelse af præmier i stedet for skattebegunstigelser. – Hele spørgsmålet omkring virkningen af opsparingsordninger er desværre endnu langt fra en afklaring; OECD har da også taget skridt til at fortsætte undersøgelsen af ordningerne. Udover de ovenfor nævnte momenter må man også tage i betragtning dels den mulige vanedannende effekt, dels den forskydning af opsparings sammensætning i mere langfristet retning, som ordningerne normalt medfører.

Denne sidstnævnte forskydning lægger man i flere lande vægt på at hidføre også ved andre midler end skattebegunstigelser. Navnlig i Frankrig og Grækenland er det en målsætning af lede opsparingen bort fra de helt likvide anbringelsesformer: sedler og anfordringsindskud. Der er meget markante forskelle mellem traditionerne i de enkelte lande på dette punkt; medens 47 pct. af den samlede forøgelse i de franske husholdningers beholdninger af finansielle aktiver tog form af sedler og anfordringsindskud, var den tilsvarende andel i f.eks. Norge og U.S.A. 9-10 pct. Forsøgene på at give opsparingen en mere varig og stabil karakter tager mange forskellige former, især fremme af forsikrings- og pensionsopsparingen, der har en særlig stabil karakter. Flere lande, især Sverige og Norge, lægger hovedvægten på offentlige ordninger, medens de kontinentaleuropæiske lande overlader initiativet til private finansielle institutioner eller til arbejdsgiverne. I U.S.A., U.K. og Nederlandene har private forsikrings- og pensionsordninger nået en særlig høj grad af udbygning. – I modsætning til den positive holdning til disse langfristede opsparingsformer finder rapporten det ikke påkrævet af opmuntre sparere til at anskaffe værdipapirer, jfr. nedenfor.

Rapporten diskuterer endelig, om der ad andre veje kan ske en fremme af den personlige opsparing. Det fremhæves herunder, at der er behov for at fremme konkurrencen mellem de finansielle institutioner, såvel hvad angår rente som andre momenter, der kan tiltrække sparere (f.eks. åbningstider og andre former for service). Især i de lande, hvor offentlige institutioner modtager en stor del af offentlighedens indskud, synes konkurrencen at være højst ufuldkommen på begge områder, men andetsteds tolererer myndighederne aftaler mellem private finansielle institutioner, således som tilfældet er med aftalen om indlånsrenten i Danmark.

Finansielle institutioner og markeder. Rapportens tredje del er på sin vis undersøgelsens interessanteste, især fordi der her er samlet et overskueligt og nogenlunde sammenligneligt materiale om kapitalmarkedernes dimensioner, sammensætning og funktionsmåde. De statistiske oplysninger er fyldigere og formentlig en del mere pålidelige end vedrørende de ikke-finansielle låntageres og långiveres transaktioner. De institutionelle forhold, der træder frem, vil også være af værdi til formål, der ligger uden for undersøgelsens mandat, især for en vurdering af pengepolitikens muligheder i de enkelte lande.

Hovedtyperne af finansielle institutioner går igen fra land til land; arbejdsdelingen og den relative betydning varierer meget, men der findes overalt private banker, sparekasser (undertiden stærkt specialiserede i udlånsvirksomheden), forsikringsselskaber og pensionskasser samt markeder for obligationer og for aktier. Da hovedinteressen samler sig om at belyse, hvorledes den ikke-finansielle private sektor – husholdninger og virksomheder – har kunnet udligne opsparing og inve-

stering, er de fleste tabeller lavet på den måde, at man dels har set bort fra indbyrdes mellemværender mellem finansielle institutioner, dels har indføjet to yderligere sådanne »institutioner«, nemlig staten og udlandet.¹ Specielt for værdipapirmarkederne suppleres dette dog med en beskrivelse af de samlede udstedelser.

Måler man kapitalmarkedets størrelse på den nævnte måde og sætter den i relation til nationalproduktet eller de samlede investeringer og den samlede opsparing, er der en vis ensartethed mellem landene. Som andel af nationalproduktet for årene 1960-64 udgør strømmene gennem det organiserede kapitalmarked typisk godt 10 pct., som andel af investeringerne/opsparingen knap halvdelen. De danske tal ligger sammen med U.S.A., U.K. og Norge i underkanten, Japan langt over. Endnu tydeligere træder forskellene dog frem, når man ser på de forskellige finansieringsformers andel af den samlede långivning eller låntagning. Her spiller markedet for værdipapirer en stærkt varierende rolle: størst i Danmark, hvor over halvdelen af det finansielle systems samlede nettolångivning i årene siden 1960 er sket gennem obligationsmarkedet. Også hvis man undersøger udlånssiden på kapitalmarkedet, indtager Danmark en særstilling; næsten 40 pct. af tilvæksten i de finansielle aktiver hos ikke-finansielle virksomheder og husholdningerne er obligationskøb. Det andet yderpunkt er U.K., hvor den private ikke-finansielle sektor i de senere år netto har solgt værdipapirer. Denne forskel modsvares til dels af forsikringsselskabers og pensionskassers større betydning i U.K.; den kan altså resumeres derhen, at mens danske husholdninger og virksomheder i stor udstrækning køber værdipapirer direkte i markedet, foregår disse køb i U.K. (og U.S.A.) indirekte gennem forsikringsselskaber m.v. Der sker i den finansielle jargon en »intermediation«.

Rapporten diskuterer fordele og ulemper ved disse to arrangementer og ytrer sig til fordel for en høj grad af »intermediation«. Fordelene herved anses at være dels en højere grad af stabilitet på værdipapirmarkederne – de institutionelle køberes placeringsbehov vokser jævnt, og de er derfor mere påregnelige end ikke-finansielle aftagere – dels lavere omkostninger på et »engros«-marked sammenlignet med »detail«-markedet med de mange individuelle købere. Denne argumentation forekommer dog ikke ganske overbevisende. Det er ikke en tilstrækkelig betingelse for stabilitet, at efterspørgselen på værdipapirmarkedet udvikler sig jævnt; intet sikrer en synkronisering af udbuddet hermed. Det kan desuden være en fordel at have i alt fald en mindre gruppe købere på markedet til at reagere på ændringer i renten, for derved begrænses udsvingene i denne i uligevegtssperioder; forsikringsselskabernes køb udviser jo ingen nævneværdig rentefølsomhed, da de er bestemt af den jævne tilgang af præmieindtægter. Hvad angår forskellen i omkostninger på de to typer af markeder, må man gøre sig klart, hvad man sammenligner. Fra låntagernes synspunkt er »engros«-markedet billigere, fordi omkostningerne ved avertering og salg er lavere jo færre køberne er, men til gengæld må så de institutionelle købere finde frem til de sparere, der i sidste instans finansierer købet, en funktion, der i »detail«-markedet varetages direkte. Man må derfor også tage omkostningerne ved denne anden funktion med i sammenligningen, og hvorledes denne herefter vil falde ud, er uklart.

Stiller man den samlede udstedelse af værdipapirer (obligationer og aktier) i relation til nationalproduktet eller til de faste investeringer, ligger Danmark højt i internationale sammenligninger; som det fremgår af tabel 2, har blandt OECD-landene kun Japan og Schweiz et så relativt stort værdipapirmarked. Det er et

1. For nettolåntagningen hos det finansielle system efter denne definition får man eksempelvis en tabel svarende til tabel XXII i Økonomisk Årsoversigt, marts 1967.

Tabel 2. Værdipapirudstedelse i gennemsnit for årene 1960-65.

	Mill. US\$	I pct. af	
		B.N.P.	faste inve- steringer
Belgien	810	5,9	29,1
Danmark	490	6,2	29,8
Frankrig	1.940	2,5	12,5
Italien	2.770	6,1	27,9
Japan	4.380	7,0	21,0
Nederlandene	370	2,5	10,5
Norge	140	2,5	8,3
Schweiz	830	7,5	27,3
Sverige	730	4,7	20,5
Tyskland	3.240	3,5	13,8
U.K.	1.850	2,2	13,0
U.S.A.	15.330	2,6	15,5
Østrig	200	2,6	10,3

Kilde: *Capital Markets Study: General Report*, p. 167.

enestående træk ved det danske marked, at det så totalt er domineret af realkreditobligationer. I alle andre lande udgør obligationer udstedt af staten eller eventuelt andre offentlige myndigheder samt af private industrivirksomheder størstedelen. – Også aktiemarkedene er i de fleste andre lande af en mere betydelig relativ størrelsesorden.

Rapporten har nogle positive bemærkninger om *den svenske pensionsfond*, som har betydet en kraftig udvidelse af kapitalmarkedet, især fordi dens fremvækst ikke er blevet modsvaret af et fald i den personlige opsparing. En grundig diskussion af offentlig contra privat alderdomssikring og af spørgsmålet og valget mellem et fordelings- og et præmiereservesystem savnes dog stærkt på dette sted. Der bringes en nyttig oversigt over de enkelte landes politik med hensyn til kontrol af obligationsudstedelsen. Det er i praksis meget vanskeligt at afgøre, om indgrebene kun har det begrænsede sigte at dæmpe kortsigtede fluktuationer i renteniveauet, eller om de tjener mere langsigtede mål; det sidste er dog klart tilfældet i Norge, Japan og Spanien. I næsten alle lande er der kontrol med obligationsudstedelsen fra lokale myndigheder og halvoffentlige virksomheder. U.S.A., Schweiz og Forbundsrepublikken Tyskland har den mindst omfattende kontrol, der stort set kun tager sigte på udenlandske låntagere. Også i disse lande er udviklingen i de senere år gået i retning af udvidet kontrol. – Det ligger i selve kapitalmarkedsundersøgelsens sigte, at rapporten plæderer for den mindst mulige indgriben i værdipapirudstedelsen.

Det er kun undtagelsesvis, at rapporten er i stand til at påpege *institutionelle svagheder* på de europæiske kapitalmarkeder, som ikke direkte er en følge af en restriktiv holdning hos det pågældende lands myndigheder. Sådanne undtagelser er eksempelvis den manglende udvikling af aktiemarkedene i Italien, Østrig og Frankrig og af et marked for realkreditobligationer i Frankrig. Men som helhed er disse markeder på ingen måde så små eller så stive, at det i sig selv udgør nogen afgørende hindring for en øget liberalisering. Det må blot konstateres, at flere medlemslandes myndigheder ser en så betydelig risiko i en liberalisering, enten for mangel på pengepolitisk kontrol på kort sigt eller for sammenbrud af bestræbelserne for at kanalisere kreditgivningen, at det bliver mere end vanskeligt for

OECD eller andre internationale organisationer at overbevise disse lande om, at fordelene ved en liberalisering overstiger de nævnte ulemper.

Relationer mellem nationale kapitalmarkeder. Eftersom beføjelserne til at vurdere medlemslandenes politik over for betalingsbalanceuligevægt ligger hos andre organer i OECD, d.v.s. komiteen for økonomisk politik og dennes arbejdsgruppe 3, jfr. sidstnævntes undersøgelse af tilpasningsprocessen,¹ er det naturligt for rapporten at nøjes med at trække enkelte strukturelle kendsgerninger op. Der bringes hovedtal for de private kapitalbevægelser siden 1958 og de enkelte landes holdning til liberaliseringsbestræbelserne resumeres. Eventuelt bortset fra Japan og Spanien har de skandinaviske lande indtaget den mindst samarbejdsvillige holdning til de liberaliseringsbestræbelser, der indeholdes i OECD-koden for kapitalbevægelser. Formålet med denne holdning angives i rapporten (p. 255) at være

»on the one hand to keep complete control over their financial markets and on the other to maintain autonomy in the monetary field.«

Del ville nok have været mere retfærdigt over for de danske myndigheder, om denne karakteristik var blevet reserveret til Norge og Sverige, hvor man lægger betydelig vægt på at have indseende med kanaliseringen af kreditgivningen. De danske betænkkeligheder er derimod snarere baseret på en frygt for, at udenlandske anbringelser i danske obligationer vil blive meget ustabile, og synes iøvrigt at være aftagende, jfr. redegørelsen for de aktuelle synspunkter i den foreløbige betænkning *Danmark og De europæiske Fællesskaber*, kapitel 9.

Rapporten diskuterer kort vekselvirkningen mellem forslagene om en smidiggørelse af nationale markeder og den internationale liberalisering; forslagene vil øge muligheden for og mindske risikoen ved en liberalisering, samtidig med at denne vil være et virksomt middel til smidiggørelsen. Man viger dog tilbage fra en vurdering af, om en sådan proces vil føre til en ændring af retningen i eller omfanget af de private kapitalbevægelser på en sådan måde, at målsætningen om bedre betalingsbalanceuligevægt fremmes. Rapporten erkender, at selv en vidt-dreven liberalisering er et langsomt og usikkert virkende middel hertil, sammenholdt med de virkninger på betalingsbalancen, som enkelte medlemslande har opnået gennem en skærpelse af deres lovgivning vedrørende internationale kapitalbevægelser. De klareste eksempler fra de senere år er her renteudligningsskatten i U.S.A. og den tyske kuponskat på værdipapirer i udenlandsk besiddelse. De to lande, der indtog den mest liberale holdning, tog dermed et, omend moderat, skridt tilbage; i januar 1968 tog USA fortsatte skridt i denne retning.

Der er imidlertid stadig meget at leve op til for de øvrige medlemslande. Det mest naturlige skridt i liberaliseringsbestræbelserne er en *frigivelse af omsætningen af cirkulerende værdipapirer*. Dette vil imidlertid i sig selv langt fra være tilstrækkeligt, idet en række faktorer som kursrisiko, manglende information og varierende beskatningsregler vil forblive en bremse på køb og salg af værdipapirer. En type af strukturel ændring, som væsentligt vil kunne støtte liberaliseringen, er ændringer i lovgivningens regler for finansielle institutioners værdipapirbeholdninger; anbringelse i udenlandske papirer bør her i betydelig udstrækning kunne tillades.

Et næste skridt kunne herefter være *frigivelse af udlændinges adgang til at udstede værdipapirer*. Internationale obligationsudstedelser har fået stigende udbredelse i de senere år, især efter gennemførelsen af renteudligningsskatten i U.S.A.

1. *The Balance of Payments Adjustment Process*, Report by Working Party No. 3 of the Economic Policy Committee, OECD, August 1966.

Men kun det tyske marked står endnu rigtigt åbent. Rapporten rejser i øvrigt det interessante spørgsmål, om de lande, der opretholder restriktioner over for udenlandske obligationsemitter, ikke undervurderer mobiliteten hos långiverne, når de samtidig ret frit tillader privat kapitaleksport; Schweiz og Belgien kunne måske nævnes som eksempler på lande, der opretholder et sådant system. Der foreligger ikke præcise oplysninger om køberne af de senere års dollarobligationer, men mange har deres valutariske hjemsted i lande, som er helt eller delvis lukkede for udenlandske låntagere.

Alt i alt efterlader vel dette afsnit med dets mangel på konkrete rekommandationer en vis skuffelse hos læseren. Det meget begrænsede mandat for undersøgelsen må dog her erindres. Det er vanskeligt at anbefale liberaliseringen med kraft, når man kun har fået mandat til at vurdere nogle af de argumenter, som må være udslagsgivende for beslutninger på området, nemlig de, der vedrører smidiggørelsen af kapitalmarkederne. Rapporten har måttet tage de vigtigere økonomisk-politiske mål i de enkelte medlemslande som givne, også i tilfælde hvor opnåelsen af disse mål hævdes at nødvendiggøre en intervention på kapitalmarkederne, der går på tværs af den liberale grundindstilling i rapporten. Dette giver rapporten et noget verdensfjernt præg, og man må nok nære en betydelig skepsis over for den mulighed, at medlemslandenes myndigheder lader sig overbevise af rapportens liberale grundsynspunkter om, at en politik med færre direkte indgreb på kapitalmarkedet ville være en fordel. Fra det svenske medlem af Committee for Invisible Transactions, der har forestået den endelige redaktion af rapporten, blev det da også indvendt (p. 16, fodnoten):

»that lasting advantages from a more complete liberalization of international capital movements cannot be expected until real economic integration and harmonization of economic policies have proceeded further and that actions by Member countries in these fields should be taken in the first place.«

EEC-rapporten.

Integrationen og harmoniseringen af den økonomiske politik er som bekendt endnu ikke på et fremskredent stade inden for OECD-området som helhed. Det er på denne baggrund særlig interessant, hvad EEC-rapporten har at sige om udviklingen af et fælles kapitalmarked inden for rammerne af den integration, der allerede er sket i de seks landes økonomiske fællesskab.

Mens analysen i EEC-rapporten i store træk følger indholdet af OECD-rapporten, er de fremlagte forslag til strukturændringer mere detaljerede og navnlig mere eksplicit orienterede i retning af en fremme af integration. Samtidig holder de tolv eksperter, der under forsæde af den italienske professor og bankdirektør Claudio Segre har forfattet rapporten, sig ikke tilbage fra at komme med mere generelle forslag til den økonomiske politiks tilrettelæggelse; f.eks. anbefales indførelse af variable afskrivningsregler som et vigtigt bidrag til en smidiggørelse af finanspolitikken. Rapporten får unægtelig derved et noget mere slagkraftigt præg, men selv om EEC-kommissionen skulle gøre dens synspunkter til sine, hvad der vel ikke er usandsynligt, vil de fremlagte forslag utvivlsomt møde meget store vanskeligheder. At forslagene er mere konkrete, gør dem ikke nødvendigvis mere realistiske.

En nøgtern holdning til integrationsproblemerne dikteres af de hidtidige EEC-erfaringer på dette område. Det er i virkeligheden forbløffende, så kort man er kommet med dannelsen af et europæisk kapitalmarked ti år efter fællesskabets oprettelse. Der er gennemført to direktiver om liberalisering af kapitalbevægelser,

og et tredje er under diskussion. Medlemslandenes forpligtelser går især ud over OECD-koden ved at kræve en frigivelse af køb af værdipapirer inden for EEC-landene. Denne potentielt vigtige liberalisering har dog ikke ført til så meget, fordi en række institutionelle, herunder fiskale, forhold hæmmer omsætningen af værdipapirer. Der er her tale om en analogi til opdagelsen af »non-tariff barriers« i den internationale handel efter nedbringelsen af told og kvantitative restriktioner. At der må være store vanskeligheder ved en integration af de seks kapitalmarkeder, er ikke overraskende, for der findes lige så store indbyrdes forskelle her som i OECD-området som helhed. Ser man på de enkelte vigtige strukturelle karakteristika såsom finansieringsmonstret i ikke-finansielle virksomheder eller anbringelsesformerne for den personlige opsparing, dækker EEC-landene praktisk taget hele det brede spektrum, som omtales i OECD-rapporten.

Tabel 3. Internationale obligationslån 1961-65. (Bruttoudstedelse i mill. US\$).

	1961	1962	1963	1964	1965	1961-65 ialt
I långivers valuta:						
Belgien	—	—	—	—	12.00	12.00
Frankrig	—	—	—	30.38	25.32	55.70
Italien	24.00	24.00	24.00	—	24.00	96.00
Luxembourg	—	6.00	—	—	0.60	6.60
Nederlandene	159.39	52.49	—	15.20	29.00	256.08
Tyskland	24.90	5.00	40.00	35.00	—	104.90
EEC ialt	208.29	87.49	64.00	80.58	90.92	531.28
U.K.	—	5.60	130.09	123.62	36.82	296.13
Schweiz	242.82	149.77	131.71	93.30	86.67	704.27
U.S.A.	148.60	402.50	242.83	290.50	395.00	1.479.43
Ialt	599.71	651.36	568.63	588.00	609.41	3.011.11
»Euroobligationer«:						
Units of account	5.00	5.00	53.00	10.00	—	73.00
Flermøntede (£/DM, \$/DM)	—	20.00	—	14.00	64.40	98.40
Deutsche Mark	—	—	—	200.05	415.00	615.05
Schweizer Francs	—	—	13.72	—	—	13.72
Dollars	—	—	65.50	426.70	478.12	970.32
Ialt	5.00	25.00	132.22	650.75	957.52	1.770.49
Samlet brutto låneoptagelse	604.71	676.36	700.85	1.238.75	1.566.93	4.781.60

Kilde: *The Development of a European Capital Market*, p. 360. (Der bringes en række detaljerede noter om tabellens tal).

I tabel 3 gengives nogle oplysninger om omfanget af bruttolåntagningen i form af obligationsudstedelser i femåret 1961-65. Tallene omfatter alle offentligt udbudte lån undtagen Commonwealth-landenes lån i London og canadiske lån i New York. Det er her iøjnefaldende, hvor beskeden en rolle EEC-landenes egne kapitalmarkeder har spillet sammenlignet med de tre andre hovedmarkeder i de industrialiserede lande: U.K., Schweiz og U.S.A. Det er således iøjnefaldende, at de udenlandske obligationsemissioner i Schweiz alene var betydeligt større end i EEC-

landene under ét. I de senere år er endvidere de såkaldte »eurobonds« kommet til at spille en stor rolle; det er lån benævnt i en valuta forskellig fra valutaen i det land, hvor lånet udbydes, og ofte tillige forskellig fra låntagers. Efter fremlæggelsen af renteudligningsskatten i U.S.A. i 1963 blev disse lån meget efterspurgt, bl.a. af offentlige myndigheder i de skandinaviske lande og i det sidste par år også af amerikanske virksomheder. Selv om en betydelig del af disse lån arrangeres i Tyskland, er det diskutabelt, om man kan betragte dem som et udtryk for, at et fælles kapitalmarked er opstået inden for EEC. Det er således en velbegrundet formodning, at en meget væsentlig del af disse euroobligationer afsættes til købere, der er bosiddende uden for EEC; låntagerne har tillige helt overvejende været »udlændinge«. Under alle omstændigheder synes virkningerne på medlemslandenes kapitalmarkeder at være begrænset til Tyskland og måske Luxembourg. At der ikke hidtil har vist sig tendenser til en harmonisering af kapitalmarkedsforholdene er også klart ved en betragtning af renteudviklingen i de enkelte lande; den effektive obligationsrente på det mest udviklede marked, det tyske, ligger således stadig mellem 1 og 2 procentenheder højere end i de øvrige EEC-lande.

Når der ikke er kommet nogen mærkbar harmonisering af kapitalmarkedsforholdene, skyldes dette naturligvis til dels, at der i første halvdel af 1960'erne ikke har været fuldstændig tillid til opretholdelsen af de indbyrdes valutakurser. D-marken og den hollandske gylden blev revalueret i 1961, og der har fra tid til anden været uro omkring såvel disse valutaer som den italienske lira. Rapporten ser en indsnævring i udsvingene omkring de indbyrdes parikurser som meget ønskelig med en total elimination af muligheden for kursændringer mellem medlemslandenes valutaer som et lidt mere langsigtet mål. Dette forslag, der går på tværs af de mange forslag om større fleksibilitet i valutakurserne, der i de senere år er fremkommet fra en række akademiske økonomer, diskuteres dog så kortfattet, at det ikke får den fornødne vægt (pp. 287-88). Men rapporten fremkommer med en række andre, mere underbyggede forslag. Nogle vedrører en liberalisering af placeringsreglerne for forsikringsselskaber, pensionskasser og andre institutioner, der forvalter langfristet opsparing. De bør have adgang til at erhverve obligationer og aktier udstedt i et andet EEC-land helt på linie med landets egne værdipapirer, hvis de udenlandske papirer er optaget til notering på en indenlandsk børs. En sådan notering er iøvrigt hidtil kun sket i forbausende få tilfælde, jfr. bl.a. tabellen p. 374. Rapporten giver på ikke mindre end 15 sider et forslag til oplysningsskema i forbindelse med optagelse til notering på børsen. Forslaget er inspireret af de ret vidtgående oplysningskrav, der stilles af U.S.A.'s Securities and Exchange Commission. Andre forslag i rapporten går ind for refinansiering af nationale kreditinstitutter gennem internationale obligationsudstedelser, da en standardisering af lånevilkårene i de enkelte lande næppe kan føres vidt nok til at gøre dem omsættelige internationale. (Her var måske noget at lære af det danske realkreditsystem?). En tredje kategori af forslag går ud på at gøre beskatningen af afkastet og omsætningen af værdipapirer neutral mellem papirer udstedt i køberens eget og i andre EEC-lande.

Rapporten er i sin helhed præget af et stærkt ønske om at nedbryde den fragmentation af de enkelte medlemslandes kapitalmarkeder, som den sikkert med rette ser som den væsentligste bremse for udviklingen af et fælles kapitalmarked for EEC-landene. Man kan dog måske spørge, om de forslag, der fremsættes, virkelig vil føre til dannelsen af et sådant marked i den betydning, som man i de angelsaksiske lande med deres højt udviklede finansielle sektor lægger i dette begreb. Det bliver i alt fald et marked helt domineret af store institutionelle købere

på udbudssiden; transaktionerne vil for det meste få form af direkte placeringer af store blokke af nyudstedte obligationer og aktier hos de store købere. Derimod bliver det næppe som London og New York et marked med en livlig omsætning af ældre værdipapirer mellem en lang række finansielle og ikke-finansielle købere. Rapporten lægger vægt på, at forslagene næppe vil føre til fremkomsten af et dominerende finanscentrum. Dette kan måske være ønskeligt i sig selv, men det er næppe hensigtsmæssigt, hvis man tilstræber en virkelig integration, at modarbejde fremkomsten af ét stort marked i angelsaksisk forstand. Kun derigennem kan man vel regne med, at det fælles kapitalmarked kan løse de stadigt større opgaver, som rapportens forfattere vil pålægge det.

Niels Thygesen*

TREDJE VERDENSKONGRES FOR ØKONOMER

International Economic Association, af hvilken Nationaløkonomisk Forening er medlem, afholder sin tredje kongres i Montreal i dagene 2. til 7. september 1968.

Kongressens emne er *The future of International Economic Relations* og programmet er fastlagt således:

2. september: 1. International Trade and the Developing Countries (H. Myint). 2. Organization Session for afternoon Round Tables (Presidential Address by Paul A. Samuelson).

3. september: 1. The Theory of International Trade (H. Johnson). 2. Round table discussions on International Trade and the Developing Countries, and on the Theory of International Trade.

4. september: 1. The Problems of East-West Trade (A. Nove and I. Vajda). 2. Afternoon free.

5. september: 1. International Trade in a non-Laissez-Faire World (G. Ohlin). 2. The Problems of the Common Market (A. Marchal). 3. Round table discussions on the Problems of East-West Trade, and on International Trade in a non-Laissez-Faire World.

6. september: 1. International Liquidity and Basic-Mechanism Reform (Tibor Scitovsky). 2. Round table discussions on International Liquidity and Basic-Mechanism Reform.

7. september: 1. Summary Reports by five Chairmen of afternoon Round Tables. 2. Close of Congress.

Alle medlemmer af Nationaløkonomisk Forening har adgang til kongressen. Yderligere oplysninger samt program kan rekvireres hos Nationaløkonomisk Forenings sekretær. Det tilrådes at foretage anmeldelse i god tid.

* Lektor ved Københavns Universitet.