

Finansiell Know-How

Erling Olsen

Folketinget

SUMMARY: The financial know-how of the authorities is trailing that of the market. This may prove dangerous. The economics profession could do better in selling its financial know-how to legislators. New legislation is needed to prevent distorting cut-throat competition between financial institutions and new scandals in the financial community.

Der danses om guldkalven som sjældent før. Musikken er elektronisk. Der vrikkes og spjættes, jubles og synges. Fra Wall Street til Tokyo, fra London til Frankfurt, fra Zürich til Isle of Man, ja sågar fra Silkeborg til Luxemborg lyder det glade omkvæd: "We know how. We know how".

Det er markedet, som fører an i dansen. Myndighederne følger lidt tøvende efter, og mest træge er de professionelle økonomer. De ved ikke rigtigt, hvor alt dette fører hen.

De kan se, at der foregår og forestår vældige brancheglidninger på penge- og kapital-markederne. Men de har svært ved at se, hvem der kommer ud som vindere og tabere i giganternes magtkamp. Svaret er formentlig, at det gør de institutioner, som har den bedste kundekontakt og den største finansielle know-how.

Økonomerne aner også, at dansen kan ende med en forskrækkelse i lighed med de forskrækkelser, som tidligere danse er endt med. Men de har svært ved at se, hvor og hvornår de kan komme, eller om de eventuelt helt kan undgås. Svaret er formentlig, at man vil kunne nøjes med et mindre antal forskrækkelser, hvis myndighedernes finansielle know-how kan følge trop med markedets, og der er den fornødne politiske vilje til at gennemføre nogle nye spilleregler for markederne.

Dette afhænger igen af de professionelle økonomers finansielle know-how. Er den hovedsagelig registrerende, får myndighederne et intellektuelt efterslæb i forhold til markedet, og så går det galt. Er den omvendt resultat af en fremadrettet, talentfuld og kreativ analyse, er der langt bedre chancer for, at udviklingen drejer ind på et godt spor. Navnlig hvis de professionelle økonomer også kan få andre til at forstå, hvad de har i tankerne. Spørger man om dette, bliver svaret formentlig, at det kan de nu nok.

Finansiell Know-How

Erling Olsen

Folketinget

SUMMARY: The financial know-how of the authorities is trailing that of the market. This may prove dangerous. The economics profession could do better in selling its financial know-how to legislators. New legislation is needed to prevent distorting cut-throat competition between financial institutions and new scandals in the financial community.

Der danses om guldkalven som sjældent før. Musikken er elektronisk. Der vrikkes og spjættes, jubles og synges. Fra Wall Street til Tokyo, fra London til Frankfurt, fra Zürich til Isle of Man, ja sågar fra Silkeborg til Luxemborg lyder det glade omkvæd: "We know how. We know how".

Det er markedet, som fører an i dansen. Myndighederne følger lidt tøvende efter, og mest træge er de professionelle økonomer. De ved ikke rigtigt, hvor alt dette fører hen.

De kan se, at der foregår og forestår vældige brancheglidninger på penge- og kapital-markederne. Men de har svært ved at se, hvem der kommer ud som vindere og tabere i giganternes magtkamp. Svaret er formentlig, at det gør de institutioner, som har den bedste kundekontakt og den største finansielle know-how.

Økonomerne aner også, at dansen kan ende med en forskrækkelse i lighed med de forskrækkelser, som tidligere danse er endt med. Men de har svært ved at se, hvor og hvornår de kan komme, eller om de eventuelt helt kan undgås. Svaret er formentlig, at man vil kunne nøjes med et mindre antal forskrækkelser, hvis myndighedernes finansielle know-how kan følge trop med markedets, og der er den fornødne politiske vilje til at gennemføre nogle nye spilleregler for markederne.

Dette afhænger igen af de professionelle økonomers finansielle know-how. Er den hovedsagelig registrerende, får myndighederne et intellektuelt efterslæb i forhold til markedet, og så går det galt. Er den omvendt resultat af en fremadrettet, talentfuld og kreativ analyse, er der langt bedre chancer for, at udviklingen drejer ind på et godt spor. Navnlig hvis de professionelle økonomer også kan få andre til at forstå, hvad de har i tankerne. Spørger man om dette, bliver svaret formentlig, at det kan de nu nok.

I det følgende skal jeg søge at begrunde disse svar, og jeg skal starte med at se nærmere på de dansende.

Først er der alle de mennesker, som på trods af en faldende realløn har kunnet skaffe sig et stigende forbrug i kraft af deres kendskab til mulighederne for skatteabitrage samt hele det register af nye produkter, som den finansielle sektor tilbyder sine kunder. For disse mennesker er den finansielle know-how først og fremmest en forståelse for hvor lidt egenkapital og hvor små kapitaludgifter, der efterhånden kræves for at få tilfredsstillet sin efterspørgsel efter varige forbrugsgoder i ordets videste forstand, og hvor små beløb man behøver at råde over for altid at være likvid. Denne finansielle know-how har individerne sjældent skaffet sig ved flittige studier af penge- og kapitalmarkederne. Den er som regel tilført dem i kraft af en aggressiv markedsføring fra såvel sælgerne af de varige forbrugsgoder som de finansielle institutioner.

Dernæst er der alle de virksomheder, som på trods af en meget høj realrente skaffer sig kapital til deres ekspansion på særdeles bekvemme vilkår. De gør det ved at gå over aktiemarkedet, ved at alliere sig med venture capital selskaber, ved at skaffe sig ansvarlig indskudskapital fra ikke mindst institutionelle investorer, ved at lease dele af deres produktionsapparat i stedet for at købe det og ved at trække på en række nye kreditmuligheder, som deres leverandører og/eller en række finansielle institutioner tilbyder dem, både herhjemme og i udlandet. For disse virksomheder er den finansielle know-how først og fremmest en viden om, hvorledes egenkapitalkravet både kan nedbringes og dækkes, så man kryber udenom såvel den høje realrente som en uønsket afhængighed af andre. Og igen gælder det, at virksomhederne kun i begrænset omfang har måttet sætte ressourcer ind på at opnå denne finansielle know-how. Den er blevet påført dem af en skov af konsulenter, som har villet markedsføre allehånde økonomistyrings-systemer og databehandlingsanlæg, samt af deres pengeinstitutters venlige, men ganske aggressive kunderådgivere.

Ved siden af disse konsulenter, som først og fremmest har skullet sælge noget andet end den finansielle know-how, er der også kommet en række uafhængige rådgivere, som alene har skullet sælge finansiell know-how. I og med at der er blevet penge at tjene for folk med en given finansiell know-how, er der også blevet penge at tjene ved at sælge denne know-how. Sådan fungerer markedsmekanismerne nu engang. Da der blev mange penge at tjene herpå, kom hele gruppen af rådgivere med i dansen om guldkalven, og den voksede kraftigt. For disse mennesker er den finansielle know-how en vare, som de sælger. I en vis udstrækning er det også en vare, som de producerer.

Markedernes største producenter og leverandører af finansiell know-how er dog de finansielle institutioner og virksomheder, d.v.s. banker og sparekasser, forsikringselskaber og pensionskasser, realkreditinstitutter og investeringsforeninger samt allehånde vekselere og mæglere. Disse foretagenders egen finansielle know-how er mest af

alt en fornemmelse af, hvilke finansielle serviceydelser, som deres kunder kunne ønske sig, samt en evne til at udvikle og markedsføre nye finansielle servicetilbud. Den er også en evne til at se, hvor man kan trænge ind på andres jagtmarker uden alt for groft at krænke de skrevne og uskrevne regler for arbejdsdelingen på penge- og kapitalmarkederne. Hvad det sidstnævnte angår, bliver parterne dog stadig mindre fintfølede.

Så meget om markederne. Vender vi os herefter til myndighederne og starter med de pengepolitiske, må deres finansielle know-how siges at være en fornemmelse af, hvorledes man bedst kan styre rente- og likviditetsudviklingen på et marked, som undergår stærke forandringer. I efterkrigstidens første år lod de pengepolitiske myndigheder sig i vidt omfang vejlede af de Keynes'ke teorier. Siden tog monetarismen over fulgt af teorierne om de rationelle forventninger. I dag er også monetarismen på retur, og en mere pragmatisk og mere kompleks forståelse af penge- og kapitalmarkedernes sammenhænge er den finansielle know-how, som de fleste pengepolitiske myndigheder — omend lidt utrygt — støtter sig til.

For de myndigheder, der tager sig af den mere generelle økonomiske politik, er den finansielle know-how først og fremmest evnen til at udforme nye, hensigtsmæssige spilleregler for markederne og evnen til at give bl.a. skattelovene en sådan udformning, at de ikke bliver alt for nemme at omgå ved smarte nationale eller internationale transaktioner. Navnlig vil det være afgørende, at de formår at gøre markedets finansielle know-how til noget, der fremmer den realøkonomiske vækst frem for at hæmme den.

Til slut er der de professionelle økonomer, her blot regnet som dem, der forsker og underviser. Deres finansielle know-how er en forståelse af en række adfærdsmønstre og sammenhænge på penge- og kapitalmarkederne. Denne forståelse skal de viderebringe til elever, der går ud både som interne og eksterne rådgivere på markederne og som rådgivere og beslutningstagere på myndighedssiden.

Efter disse antydninger af, hvad finansiell know-how er, kan man spørge, hvad der satte de senere års hastige udvikling af ny finansiell know-how igang. Det var som så ofte før en blanding af noget politisk og noget teknologisk i en ganske kompliceret vekselvirkning. Det kan naturligvis forenkles, og lad os prøve på det med alle de forbehold, der anstændigvis må tages.

Lad os i denne forbindelse begrænse vores opmærksomhed omkring det politiske til det strengt penge- og finanspolitiske. Vejen er her gået over Keynesianismens degeneration til monetarismens stigning og fald. Der kunne siges meget i denne forbindelse, men lad os nøjes med at sige, at det over det meste af den vestlige verden ledte til først en stigning i såvel det nominelle som det reale renteniveau. Dernæst faldt det nominelle renteniveau kraftigt, men da inflationen faldt næsten lige så kraftigt, skete der ikke ret meget med det reale renteniveau.

Stigningen i det reale renteniveau var i første omgang præget af en frygt for, at infla-

tionen på lidt længere sigt skulle tage fart igen. Denne frygt nærmedes ikke mindst af de stadigt voksende underskud på de offentlige budgetter, specielt i U.S.A., og den deraf følgende stigning i statsgælden og den rentebyrde, som herved lagdes på fremtidens skatteydere. Man frygtede, at de for at kunne betale de heraf forårsagede skatter måtte gå til deres arbejdsgivere for at få noget mere i løn, og så gik karussellen igen. Denne frygt er efterhånden trådt noget i baggrunden, og nu ligger hovedforklaringen på den højere realrente vel nok navnlig i, at det offentlige beslaglægger så stor en del af den for beskedne private opsparing i en periode med iøvrigt gode investeringsmuligheder.

Hvorom alting er: Den meget høje realrente har gjort det noget ufordelagtigt for virksomheder, der investerer i produktionskapital, at skaffe sig for mange af de dertil krævede midler som lån i banker og sparekasser eller ved at gå på obligationsmarkederne. De mere traditionelle lån har derimod fortsat været fordelagtige, når det har drejet sig om investeringer i konsumkapital. Dette hænger bl.a. sammen med, at det er realrenten før skat, der indgår i finansieringskalkylerne, når der skal investeres i produktionskapital. Den der skal sætte en produktion i gang for lånte penge, må i hvert fald regne med et afkast, der er stort nok til at betale, hvad det koster at låne pengene, d.v.s. realrenten før skat. Ellers bliver der ingen profit, men alene et tab. Når der skal investeres i konsumkapital er problemstillingen en ganske anden. Nu skal man ikke ud at tjene penge. Nu skal man ud at bruge penge for at være lidt god ved sig selv. Og så er det realrenten efter skat, som tæller. I de senere år har realrenten før skat været meget høj, medens realrenten efter skat nærmest har været nul eller negativ. Det har bl.a. betydet, at en forøgelse af likviditeten i pengeinstitutterne først og fremmest har givet sig udslag i en forøgelse af udlånene til anskaffelse af konsumkapital. Det har også betydet, at pengeinstitutterne på trods af al lyrikken om betjeningen af erhvervslivet har lagt nok så mange kræfter i betjeningen af forbrugerne og i udviklingen af nye produkter af særlig interesse for den brede offentlighed og sælgerne af konsumkapital. De har jo også på det nærmeste været nødt til det i perioder, hvor de pengepolitiske myndigheder ikke kunne eller ville hindre deres likviditet i at stige mærkbart.

Typisk for de senere år har det dog også været, at erhvervslivet ikke ville lade sig spærre inde af en høj realrente. Finansverdenen var da også kreativ nok til at vride sig ud af denne klemme. Det skete ikke alene ved en vældig udbygning af aktiemarkederne. Her fandt investorerne nogenlunde værdifaste anbringelsesmuligheder, og det blev forholdsvis billigt for virksomhederne at hente anlægskapitalen her. Det skete også ved udviklingen af en række nye former, hvorunder virksomhederne kunne hente ansvarlig indskudskapital udefra. Bl.a. dukkede der en række investeringsforeninger og såkaldte venture kapital selskaber op. Midlerne som de anbragte skaffedes i vidt omfang fra mere eller mindre institutionelle investorer, som forvaltede et stigende antal pensionsordninger, der i betydelig grad var resultat af kollektive overenskomster for lønmodtagere.

Det korte af det lange er, at den høje realrente tvang erhvervslivet til i højere grad at benytte markederne for ansvarlig kapital frem for de mere traditionelle lånemarkeder. De fik banker og sparekasser m.fl. til at gøre en særlig produktudviklingsindsats, når det gjaldt den almindelige forbrugerkredit, medens de institutionelle investorer og erhvervslivet i det fællesskab, der også hedder benhård konkurrence, udviklede en række nye finansielle produkter og serviceydelser, som erhvervslivet kunne bruge.

Det var dog ikke blot udviklingen i det reale renteniveau, som satte gang i fornyelserne indenfor den finansielle sektor. Udviklingen i det nominelle renteniveau gjorde det ikke mindre, og her må vi igen starte med at se på, hvad der skete i USA. Arbejdsdelingen imellem de finansielle institutioner og virksomheder var her langt op i halvfjerdserne præget af krisen i trediverne. Man havde dengang set, hvorledes en skarp konkurrence i forbindelse med nogle mildest talt uheldige konjunkturer havde fået det ene pengeinstitut efter det andet til at falde. Soliditet og konkurrencebegrænsning havde derfor længe været nøgleordene for pengeinstitutternes virke. Det fandt bl.a. udtryk i et forbud imod at yde rente af indskud på anfordring i banker og sparekasser, overgrænser for hvilke renter der måtte ydes for andre indskud samt en lang række påbud og forbud, som regulerede deres virksomhed iøvrigt.

Da renten på penge- og kapitalmarkederne udenfor bank- og sparekasseområdet for en fem-seks år siden blev meget høj, og der udvikledes en række værdipapirer, som var gode erstatninger for anbringelse af penge i banker eller sparekasser, blev det klart, at en række reguleringer af bank- og sparekassesektoren ikke med rimelighed kunne opretholdes. På denne baggrund og i overensstemmelse med Reagan administrationens almindelige filosofi gennemførtes derfor en omfattende deregulering.

Med dereguleringen fulgte et øget konkurrencepres, der klemte banker og sparekassers rentemarginaler, gebyrer, kommissioner og andre indtægtskilder i tilknytning til det, som traditionelt kaldes deres primære drift. Men sideløbende hermed er der i forbindelse med de seneste års fald i den nominelle rente sket en vældig konsolidering i pengeinstitutterne, fordi kursværdien af deres værdipapirbeholdninger er steget. Denne kombination af en svækket primær drift og et styrket kapitalgrundlag har udløst en stærk aktivitet for at forbedre den primære drift ved strukturændringer i pengeinstitutternes indre organisation og — navnlig — ved at tage en række nye opgaver op.

De nye opgaver har man til dels søgt gennem en ret omfattende finansiell produktudvikling. Men der har også været en udpræget tendens til, at en række institutter frem for at tilpasse deres indre struktur og udvikle nye produkter blot har kastet sig ud i mere risikofyldte engagementer i håb om, at det kunne give dem en bedre indtjening, eller kastet sig over andres traditionelle arbejdsområder, alene for at få et større virkefelt. I det omfang, det har været gjort med talent, har det også været gavnligt. Både for pengeinstituttet selv og for hele den finansielle sektor, fordi det ofte på en sund måde har

skærpet konkurrencen. Men i mange tilfælde har de pågældende pengeinstitutter ikke haft den fornødne ekspertise, når det gjaldt risikovurderingen, og i vidt omfang har de nytilkomne på gammelkendte finansielle arbejdsmarker ikke haft en know-how, der har kunnet hamle op med de etableredes, således at fremstødene er resulteret i tab. Disse tab har i vidt omfang kunnet bæres, fordi de eksperimenterende pengeinstitutter i kraft af det almindelige rentefald har fået store kapitalgevinster, men en række underskud på den primære drift af både gamle og nye aktiviteter vækker en del uro. Den bliver ikke mindre af, at visse pengeinstitutter allerede er kommet i så store vanskeligheder, at de har måttet rekonstrueres.

Kommer vi herefter til teknikken, er det ikke mindst den til trivialitet omtalte udvikling i informationsteknologien, som har sat sine spor. Den førte kort fortalt til, at der efterhånden for meget små omkostninger kunne handles valuta og værdipapirer »around the world, around the clock«. Det gav specielt nogle problemer for det London'ske penge- og kapitalmarked, som i mange år havde haft en meget stærk international position, selv om det var præget af en række fordyrende ejendommeligheder.

Disse ejendommeligheder var til dels historisk bestemte, men skyldtes også nogle stærke ønsker om at undgå sammenblanding af interesser ved handelen med værdipapirer m.v. Derfor var omsætningen af værdipapirer lagt i hænderne på en række institutioner og mæglere med hver sine snævert definerede funktioner og med hver sine kommissioner, salærer o.s.v. Tilsammen var disse transaktionsomkostninger så betydelige, at stadigt flere forretninger gik det londonske markeds næser forbi, efterhånden som det blev teknisk muligt og forholdsvis billigt at henlægge en del af den internationale handel med valuta og værdipapirer til markeder, hvor transaktionsomkostningerne var mindre end i London.

For at genskabe Londons position blandt de internationale penge- og kapitalmarkeder og i overensstemmelse med Thatcher regeringens almindelige filosofi gennemførtes derfor en deregulering af den engelske handel med valuta og værdipapirer. City gennemgik en sand revolution, som gengav »the square mile« sin ledende internationale position. Men kommissionerne og salærerne m.v. blev konkurreret ned på et niveau, hvor de enkelte finansielle institutioner og virksomheder ofte måtte konstatere, at de ikke længere kunne tjene, hvad de skulle for at dække omkostningerne ved den primære drift. Så skete der det samme, som da man deregulerede bankvæsenet i USA. Nogle strammede deres indre organisation op. Nogle gik i gang med en voldsom produktudvikling. Nogle gik ud i større risici, end de plejede, og nogle gik ind på andres traditionelle jagtmarker. Resultatet blev en tiltagende brancheglidning og i visse tilfælde nogle ubehagelige finansskandaler, fordi eksperimenterne — for nu at sige det pænt — slog fejl. »After all — they didn't know how«.

Efter disse betragtninger må det være passende at vende tilbage til nogle af spørgs-

målene om, hvor alt dette fører hen. Et af de ivrigst diskuterede har været, om vi står overfor en bølge af nyoprettede finansielle supermarkeder, eller om udviklingen trækker i retning af finansielle delikatesseforretninger. Mere generelt formuleret spørges der ofte om, hvem den foregående brancheglidning på penge- og kapitalmarkederne vil gøre til henholdsvis vindere og tabere.

Som de fleste gode spørgsmål er dette ikke let at besvare. Resultaterne afhænger bl.a. af, om de finansielle institutioners muligheder fortsat vil være bestemt af, om deres virksomhed reguleres efter forskellige love alt efter hvilket navn eller virksomhedsform, de benytter sig af. I så fald vil deres konkurrencedygtighed i et vist omfang være bestemt af forskelle i disse love og i de enkelte foretagenders evne til at drive, hvad man kunne kalde institutionsarbitrage. I disse tider ser vi blandt andet nogle af vore største forsikringskoncerner danne holdingselskaber, som gør det muligt for dem såvel at drive anden kapitalmarkedsvirksomhed end forsikring, f.eks. bankvirksomhed, som at skaffe sig ansvarlig indskudskapital på nye måder. Samme muligheder har f.eks. sparekasser, andelsvirksomheder og realkreditinstitutter ikke. I hvert fald ikke endnu.

Denne institutionsarbitrage kan også hjælpe virksomhederne til at drive, hvad man kunne kalde finansiell tilsynsarbitrage. Heri ligger, at forskellige virksomheder er underlagt forskellige tilsyn under forskellige myndigheder, som i noget omfang stiller forskellige krav til soliditet og likviditet samt forretningernes øvrige førelse. Tilsynsarbitragen består da i at flytte forskellige forretninger rundt imellem en koncerns forskellige virksomheder, alt efter hvor tilsynet for hver enkelt forretnings vedkommende er mest lempeligt.

Hvis institutionsarbitrage og tilsynsarbitrage også kan forenes med en national eller international skattearbitrage, bliver billedet endnu mere broget, og chancen for at brancheglidningen giver anledning til nye konkurrenceforvridninger øges.

Konkurrenceforvridningerne vil også være tydelige i det omfang en finansiell virksomhed eller institution får mulighed for at bruge midler, som den har fået tilført på en måde og i et omfang, der er vanskeligt at ændre, til at udvide sin aktivitet på nye områder ved at underbyde andre, som har fået deres midler tilført på almindelige markeds-mæssige vilkår.

Mere præcist kunne man nævne en pensionskasse, der har fået tilført sine midler i kraft af kollektive overenskomster, hvorved en gruppe af lønmodtagere sammen med deres arbejdsgivere løbende indbetaler ialt 15 pct. af disse lønmodtageres indkomst til en pensionsordning. En sådan overenskomst giver pensionskassen noget i retning af et monopol på tilførsel af den pågældende lønmodtagergruppes pensionsopsparing. Ganske enkelt fordi en pensionsordning i en kollektiv overenskomst ikke er noget som man laver om fra den ene dag til den anden.

Hertil kan man føje, at kassens pensionstilsagn til sine medlemmer af forsigtigheds-

hensyn ligger bevidst i underkanten af det, som man burde kunne forvente. Det sørger forsikringstilsynet for. Pensionskassens medlemmer vil derfor ikke knurre ret meget, hvis de rent faktisk får mindre, end de burde kunne få, når blot de får det samme eller lidt mere end deres pensionstilsagn gav dem grund til at forvente.

Heri ligger, at en pensionskasse eller et forsikringsselskab nok vil have en vis mulighed for at give pensionisterne lidt mindre, end de burde have haft, fordi resultatet af en overskudsgivende pensionskasevirksomhed ikke er kommet pensionisterne til gode, men brugt til at dække dele af omkostningerne ved at underbyde andre kapitalmarkedsvirksomheder på områder, hvortil pensionskassen ønskede at udvide sit imperium.

Vil man undgå alle disse konkurrenceforvridninger, er det ikke alene vigtigt at begrænse de finansielle institutioner og virksomheders muligheder for at drive national og international skattearbitrage. Dette er et problem for sig, som vi ikke her skal gå nærmere ind på. Det er også — og navnlig — vigtigt at begrænse deres muligheder for at drive institutions- og tilsynsarbitrage.

Det er ikke mindst på denne baggrund, at Socialdemokratiet har foreslået at der gennemføres en fælles lovgivning omfattende alle institutioner og virksomheder, som beskæftiger sig med penge- og kapitalformidling, hvad enten de er oprettet som banker, sparekasser, realkreditinstitutter, forsikringsselskaber, pensionskasser, investeringsforeninger, vekselererforretninger eller lignende. Denne paraplylov skal sætte en række fælles krav til formerne for regnskab og revision, bestyrelsesvalg og bestyrelseskompetence, medarbejderrepræsentation og samfundsrepræsentation i bestyrelserne, god forretningsførelse o.s.v., som alle de finansielle virksomheder og institutioner skal opfylde. Den skal tillige lægge alle disse finansielle institutioner og virksomheder under samme tilsynsmyndighed. Men så hører standardiseringen også op. For så skal lovgivningen fastsætte kravene til virksomhedernes soliditet, likviditet og placering af de betroede midler etc. alene efter hvilke penge- og kapitalformidlingsopgaver, som den pågældende virksomhed eller institution har påtaget sig, og ikke efter, hvad den hedder.

Ved at knytte spillereglerne til funktionerne, helt adskilt fra virksomhedsformerne, og ved at lægge alle under samme tilsyn, skulle man have en vis chance for at hindre institutions- eller tilsynsarbitrage samt brug af midler fra områder med monopolpræg til konkurrenceforvridning på andre områder. Spørgsmålet kan herefter begrænses til, hvem der under sådanne omstændigheder kunne tænkes at blive henholdsvis vindere og tabere i kampen om markedsandele på penge- og kapitalmarkederne.

Her bliver nøgleordene formentlig internationalisering, produktudvikling og kundekontakt. Når internationaliseringen spiller en rolle, er det fordi de nationale penge- og kapitalmarkeder efterhånden er knyttet så stærkt sammen, at en nydannelse på et af markederne meget hurtigt kan slå igennem på andre markeder. De institutioner, som

opererer internationalt og derfor har en internationalt vågen medarbejdergruppe, vil derfor alt andet lige have et forspring frem for andre. At evnen til at udvikle og markedsføre nye produkter er væsentlig kan ikke overraske. Det gælder for langt de fleste områder — inklusive det politiske! Når kundekontakten er så vigtig, skyldes det ikke mindst, at fornemmelsen af kundernes endnu ikke udtalte behov er temmelig afgørende for, hvor det bedst kan betale sig at sætte produktudviklingsindsatsen ind.

Heller ikke dette er noget specielt for den finansielle sektor. Ser vi på dagens internationale diskussion om konkurrenceevnebegrebet, og hæver vi os en smule over det traditionelle vismandsniveau, hvor man snakker om lønniveau og måske også om produktivitet i den gammeldags forstand, d.v.s. om evnen og viljen til at smøge ærmerne op, er der to ting som stikker i øjnene. Det ene er, at når talen falder på produktivitet, er det ikke »working harder, but working smarter«, som virkelig tæller, d.v.s. evnen til at forny sig, til at fremstille nye produkter og produktkvaliteter og gøre det på en ny og bedre måde.

Det andet er, at vækstmulighederne hverken ligger i en ny industrialisering eller i en yderligere opblæsning af de traditionelle serviceerhverv, inklusive den offentlige sektor. Den kendte industrialisering forstået som en mekaniseret masseproduktion af varer i lange serier er noget de nye industrilande kan tage sig af på udmærket og billig vis, bl.a. i kraft af deres lavere lønninger. De udviklede økonomiers vækstmuligheder menes derimod at ligge i en kombination af det skræddersyede og det massefabrikerede. Man mener, at en virksomheds konkurrenceevne i stadigt højere grad bestemmes af dens evne til at afdække kundernes endnu ikke udtalte behov og til at udvikle nye produkter, som kan dække sådanne behov, bl.a. fordi de kan tilpasses til meget specielle kundeønsker og dog fremstilles billigt ved at udnytte moderne styringsteknik til industrialiseret at fremstille noget individualiseret. Her bliver så igen evnen til at kunne gøre det meget hurtigt og smidigt, evnen til at overholde korte, aftalte leveringsfrister, evnen til hurtigt og smertefrit at kunne reagere på reklamationer samt evnen til at kunne følge ordrene op med løbende service, temmelig afgørende.

Overføres dette på den finansielle sektor, og tages der hensyn til, at udbuddet af nye finansielle produkter er ved at blive så overvældende, at efterspørgerne selv dårligt kan overskue markedet — kunderne vil i høj grad mangle den fornødne finansielle know-how — bliver evnen til at rådgive kunderne på deres egne betingelser og ud fra deres egne forudsætninger meget væsentlig. Det må nødvendigvis give et forspring for de virksomheder og institutioner, som i forvejen har en nær kundekontakt, og det må få andre til at lægge vægt på at øge deres. Men da det drejer sig om tillidsforhold, er det ikke noget, som gøres fra den ene dag til den anden, og det stiller store krav til kvaliteten, herunder uddannelsen, af medarbejderstabene i de finansielle institutioner og virksomheder.

Betragtninger af denne art er baggrunden for, at der ovenfor kunne siges, at vinderne i magtkampene på penge- og kapitalmarkederne nok bliver dem, der har den bedste kundekontakt og den største finansielle know-how.

Vender vi os herefter til spørgsmålene om, hvor store brag der vil komme undervejs, er det nærliggende først at se, hvad den øgede finansielle know-how blandt individer og virksomheder kan komme til at betyde for den realøkonomiske vækst. På den ene side betyder den øgede finansielle know-how i virksomhederne, at de ikke blot finansielt, men også reelt kan klare sig med et lidt mindre kapitalapparat. Herhjemme har bl.a. Thorkil Kristensen i mange år sagt, at det tekniske fremskridt i det noget længere løb, bl.a. under indflydelse af den høje realrente, ikke længere blot ville blive arbejdskraftbesparende, men også og nok så meget kapitalbesparende. Det er denne spådom, som nu delvis er ved at gå i opfyldelse.

Heroverfor står på den anden side, at individernes tiltagende finansielle know-how reducerer opsparingskvoterne. De har som tidligere nævnt opdaget, at de kan klare sig med langt mindre egenkapital og langt mindre likviditet end tidligere og dog få tilfredsstillet de samme behov for varige goder. Der er en nærliggende fare for, at denne virkning af den øgede finansielle know-how er stærkere end den realkapitalbesparende. Der bliver således brug for, at myndighederne anvender deres finansielle know-how til at gennemføre foranstaltninger, der kan øge opsparingskvoten. To muligheder er nærliggende.

Den ene er at øge den opsparing, der sker inden pengene kommer i lønningsposerne eller i tegnebøgerne. Undskyld udtrykkene, for lønningsposerne forsvinder til fordel for elektroniske kontooverførsler, samme vej går det med anvisning af renter og udbytter, og tegnebøgerne kommer til at indeholde flere credit-cards end pengesedler. Derfor var det vist også forkert, at jeg indledningsvis talte om dansen om guldkalven. Den er måske gylden, som American Express' dyreste V.I.P. kort, men ret beset er den nutildags af plastic.

Ideen kunne være at øge pensionsopsparingen, f.eks. ved at knytte en pensionsordning til flere og flere kollektive overenskomster eller ved at kombinere en overskudsdeling med en pensionsopsparing. Ideen kunne også være at pløje større dele af virksomhedernes overskud tilbage som øget egenkapital, f.eks. ved at sætte grænser for hvor store dele af overskuddene, der måtte udbetales i udbytter til aktionærerne.

Den anden nærliggende mulighed for at øge opsparingen i samfundet kunne være at stille noget større egenkapitalkrav til virksomhederne og institutionerne indenfor den finansielle sektor. Sådanne krav om øget egenkapital ville iøvrigt være berettigede for at imødegå den øgede risiko for finansskandaler i lighed med dem, som vi herhjemme så i Kronebanksagen.

I udlandet, hvor man har set finansskandaler, som får vores lille Kronebank til at lig-

ne en søndagsskole, rejses kravet om større egenkapital i virksomheder og institutioner indenfor den finansielle sektor med øget styrke. Det drøftes også, om dereguleringen er gået for vidt. Men selv om der er visse røster for at genskabe noget af den gamle arbejdsdeling ved at genindføre en del af tidligere tiders restriktioner, synes der dog ikke rigtigt at være nogen vej tilbage. I stedet tales der om styrkelse af revisionen i og tilsynet med de finansielle virksomheder og institutioner. Endvidere drøftes betimeligheden af medarbejder- og samfundsrepræsentation i disse virksomheder og institutioners bestyrelser.

Argumenterne herfor er udover de sædvanlige politiske, at både medarbejderrepræsentanter og samfundsrepræsentanter i bestyrelserne kunne dæmpe direktionsmedlemmernes lyst til at gå alt for aktivt ind i dansene om guldkalven. Samfundsrepræsentanterne, fordi de kunne udtrykke nogle andre interesser end den snævre, kortsigtede institutionsindtjening, og medarbejderrepræsentanterne, fordi de kunne udtrykke interessen for på noget længere sigt at bevare medarbejdernes arbejdspladser. Det afgørende er imidlertid om de, og de øvrige bestyrelsesmedlemmer, har tilstrækkelige muligheder for at overskue, hvad der overhovedet foregår i den virksomhed eller institution, som de sidder i bestyrelsen for.

På denne baggrund foregår der, specielt i England, en diskussion om, hvorledes man mest hensigtsmæssigt kan styrke revisionen. Diskussionen ligner til forveksling den debat, som vi herhjemme har ført efter Kronebank-sagen, og konklusionerne svarer meget godt til vores hjemlige Gomard-rapports. Der kunne siges meget herom. Men det korte af det lange er en stærkere adskillelse af revisors rådgivende og vurderende funktioner, strengere krav til regnskaberne og revisionspåtegningernes form, indhold og aktualitet samt en klar placering af revisor som bestyrelsesmedlemmernes efterretningstjeneste. Uden skæg og blå briller naturligvis, men således at revisionen hele tiden har pligt til at påkalde bestyrelsens interesse for det, som er væsentligt. Dette er naturligvis lettere sagt end gjort, men både i udlandet og herhjemme arbejdes der med at udforme disse tanker i noget, som både er hensigtsmæssigt og ubureaukratisk.

Som nævnt drøftes der også en styrkelse af tilsynet med de finansielle institutioner og virksomheder. Denne diskussion foregår ikke mindst i U.S.A., hvor bank- og sparekassesammenbruddene har vakt en del bekymring. Det er værd at bemærke, at denne diskussion ikke har meget at gøre med en drøftelse af, hvilke på- og forbud det kunne være rimeligt at give de finansielle institutioner og virksomheder. Man ønsker ikke at snære dem inde i strammende bånd. Til gengæld ønsker man lys over deres gerninger forstået som aktuelle og præcise oplysninger til både bestyrelser og offentlighed om, hvor virksomhederne og institutionerne står rent finansielt og hvilke risici, de er ude i.

Det specielle ved den amerikanske diskussion er ønsket om, at de finansielle institutioners aktiver i regnskaber og andre oplysninger til offentligheden skal opdeles i risi-

kogrupper, samt et ønske om at lovgivningens krav til soliditet, likviditet og fundering gøres afhængig af, hvilke risici den finansielle virksomhed eller institution er ude i. Igen gælder det, at dette er lettere sagt end gjort, samt at diskussionen i høj grad drejer sig om, hvorledes disse ønsker på en hensigtsmæssig måde kan imødekommes i praksis.

Hvad alt dette fører til, er naturligvis svært at forudsige. Jeg har dog på fornemmelsen, at myndighedernes og de professionelle økonomers finansielle know-how og gennemslagskraft er stor nok til, at det helt store brag kan undgås. Men vi får nok nogle mindre knald undervejs. Og så har jeg endda slet ikke omtalt den internationale gældskrise, som er en del problemkreds for sig. Men Nationaløkonomisk Forening skal jo også have andre fyraftensmøder. Eller mellemstationer imellem betalt udearbejde og ubetalt hjemmearbejde i det, som nogle kalder for fritidssamfundet.