

Konsekvenserne af en monetær union for de finansielle markeder

Finn Østrup

Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

SUMMARY: The article discusses the consequences of a European Monetary Union for the financial markets. The securities markets will become more integrated but there will still be interest rate differentials between otherwise identical securities issued by issuers in two member states due to information barriers and national differences with regard to the business cycle. The tendency towards securitisation will be strengthened. Securities markets will become more concentrated. Changes in the risk structure of the various economies will have consequences for the use of financial instruments. The markets for bank deposits and bank loans will be largely unaffected.

1. Indledning

Ved Det europæiske Råds møde i Maastricht i december 1991 blev det besluttet, at der skal etableres en monetær union senest ved begyndelsen af 1999. Det er målet med artiklen at belyse virkningerne af en monetær union for de finansielle markeder. Virkningerne falder i to hoveddele. For det første er der en række virkninger af, at *valutakurserne fastlåses mellem medlemmerne af den monetære union*. Disse virkninger diskuteres i afsnit 2-6. For det andet må det antages, at *en monetær union fører til større prisstabilitet*. Virkningerne af prisstabilitet omtales i afsnit 7. I afsnit 8 beskrives en række overgangsproblemer i forbindelse med indførelsen af en monetær union.

Selv om Danmark efter folkeafstemningen i juni 1992 må ventes ikke formelt at deltage i en monetær union, er det sandsynligt, at den danske valutapolitik vil blive tilrettelagt således, at den danske krone knyttes til den fælles europæiske valutaenhed gennem en fast bilateral paritet, som den danske regering bliver ansvarlig for. Spørgsmålet om konsekvenserne specifikt for de danske finansielle markeder diskuteres i afsnit 9.

Spørgsmålet om en monetær unions konsekvenser for de finansielle markeder har tidligere været behandlet af Branson (1990) samt af H. E. Hansen (1990). Hos Branson (1990) omtales muligheden for fortsatte renteforskelle i en monetær union på grund af debitorrisiko (jfr. afsnit 2), ligesom den manglende integration af bankmarkederne fremhæves (jfr. afsnit 5). Hos H. E. Hansen (1990) argumenteres det bl.a., at fastlåsnings af valutakurser mellem EF-landene kan føre til større renteudsving. Spørgsmålet om ban-

kernes indtjening i en monetær union har været behandlet i EF-Kommissionen (1990) samt hos Østrup (1991a) og i Finansrådet (1991) og behandles derfor ikke i artiklen.¹

2. Integration af værdipapirmarkeder

2.1. Problemstilling

Det er spørgsmålet, i hvilket omfang fastlåsnings af valutakurser mellem deltagerne i en monetær union fører til en øget integration af nationale værdipapirmarkeder. Et integreret marked kan defineres som et marked, hvor der ikke optræder renteforskelle eller forskelle med hensyn til aktieafkast, fordi finansielle aktiver er udstedt af udstedere i forskellige lande. På et integreret marked vil der således ikke være landespecifikke faktorer, som betinger afkastforskelle.²

Der kan tænkes landebestemte forskelle på afkastet for værdipapirer af følgende grunde:

1) mulighed for valutakursændring: investor kræver et tillæg til den udenlandske rente svarende til den forventede valutakursændring samt en eventuel risikopræmie;

2) international skattesegmentering: investorer placerer i de værdipapirer, hvor der bliver den laveste beskatning afhængig af skattereglerne i investors hjemland samt skattereglerne, der gælder i udstederlandet for værdipapiret;

3) offentlig regulering og/eller politisk bestemt pres for nationale investorers placering i bestemte værdipapirer, herunder skatteregler, som direkte diskriminerer mod udenlandske placeringer;

4) landebestemt debitorrisiko samt landebestemt risiko omkring aktiekursudsving: afkastet på værdipapirer i forskellige lande kan variere, fordi der for obligationer er forskel på risikoen for ikke-tilbagebetaling af gæld (debitorrisiko) på grund af forskelligartede konjunkturudsving i de enkelte lande samt på grund af forskellige juridiske regler med hensyn til konkurs. For aktier vil forskelle mellem landene med hensyn til konjunkturudvikling tilsvarende føre til forskelle på udviklingen i virksomhedsindtjening. Endelig kan udformningen af den økonomiske politik samt den politiske og økonomiske situation i et land føre til forskelle med hensyn til nationale myndigheders evne og vilje til at tilbagebetale offentlig gæld;

1. Nærværende artikel er baseret på Østrup (1992a), hvor der er en mere uddybende diskussion af en monetær unions konsekvenser for de finansielle markeder.

2. Der vil altid være afkastforskelle som følge af karakteristika for udsteder, f.eks. afkastforskelle mellem aktier udstedt af forskellige selskaber afhængig af selskabets fremtidsudsigter, renteforskelle ved lån til debitorer på grund af forskelle med hensyn til soliditet m.v. Det spørgsmål, der undersøges i afsnittet, er, om der efter en monetær union vil være national segmentering, dvs. om der optræder systematiske afkastforskelle, fordi udstedere har hjemsted i forskellige lande. Det forudsættes implicit for at simplificere fremstillingen, at en udsteder har sin afsætning i det pågældende land. Endvidere forudsættes det, at udstedelsen af finansielle aktiver finder sted i det pågældende lands valuta. For en oversigt over international finansiel integration, se Oxelheim (1990).

5) mangelfuld information: der kan være afkastforskelle, fordi der er mangelfuld information om forholdene på et nationalt værdipapirmarked.

Det er umiddelbart klart, at flere af grundene til afkastforskelle omtalt ovenfor falder bort i en monetær union.

Ved etablering af en monetær union bliver der således *ikke præference for at placere i bestemte valutaer på grund af valutakursrisiko*. Herved falder årsagen til afkastforskelle omtalt under 1) ovenfor bort.

Det er ligeledes sandsynligt, at afkastforskelle på grund af *forskellige beskatningsregler* bliver reduceret. Det må således på længere sigt ventes, at beskatningen af kapitalindkomst forsvinder, fordi der i stadig større omfang sker en omgåelse af beskatningen. Det er sandsynligt, at fastlåsnings af valutakurser – på grund af den mindre usikkerhed ved at foretage finansielle transaktioner i andre valutaer – kan bidrage til at fremskynde denne proces.

I en monetær union må der ventes et bortfald af *offentlig regulering*, der tvinger investorer til at placere i bestemte former for værdipapirer. Der må herunder også ventes et bortfald af de skatteregler, som indebærer en direkte diskrimination mod udenlandske placeringer.

Selv om formel offentlig regulering falder bort, kan der stilles spørgsmål ved, om investorer i en monetær union vil placere, således at der kun tages hensyn til økonomiske faktorer. For en række af de store investorer er det muligt, at de vil være under *politisk pres* for at anbringe i bestemte – antagelig nationale – værdipapirer. Der vil særlig være mulighed for at udøve et politisk pres, hvis de pågældende investorer er afhængige af offentlige myndigheder. Dette er tilfældet for finansielle institutioner, som fortsat vil være underkastet nationale tilsynsmyndigheder. Dette gælder også de udenlandske finansielle institutioner, der enten er statsejede (bankerne i en række lande) eller som opretholder tæt forbindelse til det offentlige (f.eks. de tyske sparekasser). Endvidere vil dette være tilfældet for de finansielle institutioner, bl.a. pensionskasser/pensionsfonde, der er afhængige af særlige nationale regler med hensyn til beskatning eller med hensyn til obligatoriske indbetalinger. Endelig er pensionsfonde i mange lande knyttet til fagbevægelsen, der kan være under pres – fra politikere eller fra arbejdsgivere – for at placere i nationale virksomheder, ligesom pensionsfonde helt eller delvist kan være styret direkte af arbejdsgivere (f.eks. i UK).

De to sidste faktorer, der kan tænkes at føre til afkastforskelle mellem nationale værdipapirmarkeder, nemlig landebestemte forskelle med hensyn til debitorrisiko og informationsbarrierer, diskuteres nedenfor i afsnit 2.2 og 2.3.

2.2. Forskelle med hensyn til debitorrisiko

Der kan optræde forskelle mellem afkast på nationale markeder på grund af *forskelle med hensyn til konjunkturudviklingen (konjunkturrisiko)*. For obligationer kan en for-

skellig konjunkturudvikling vise sig ved landebestemte forskelle med hensyn til debitorrisiko, dvs. risikoen for virksomheders ikke-tilbagebetaling af gæld. For aktier vil et forskelligt konjunkturforløb vise sig ved landebestemte forskelle med hensyn til den fremtidige udvikling i virksomheders indtjening.

Det er spørgsmålet, om konjunkturbevægelserne bliver mere ensartede som følge af en monetær union, hvilket isoleret set trækker i retning af mindre renteforskelle. Standardresultatet fra økonomisk teori er, at produktions- og prisniveauet i et land under flydende valutakurser er påvirket af skift i pengeudbud og efterspørgsel, mens skift i vareefterspørgslen, herunder finanspolitik, ikke får indflydelse. Under en monetær union får nationale monetære forhold ikke betydning for produktions- og prisniveau, mens dette vil være tilfældet for skift i vareefterspørgslen, herunder finanspolitik.³

Umiddelbart er det ikke på grundlag af dette generelle resultat fra økonomisk teori muligt at bestemme, om konjunkturudsvingene bliver mere ensartede under en monetær union. Flere faktorer trækker imidlertid i retning af, at produktions- og prisudsving for landene i en monetær union bliver mere ensartede.

For det første har landene under en monetær union ikke mulighed for at føre national pengepolitik. Denne mulighed kan under flydende valutakurser føre til en konjunkturudvikling, der afviger fra konjunkturudviklingen i andre lande. Under en monetær union får lande til gengæld mulighed for at påvirke produktionen gennem finanspolitikken, men det er sandsynligt, at der er stærkere bindinger på finanspolitikken end på pengepolitikken (mere langsommelig beslutningsprocedure, mere direkte påvirkning af indkomstfordelingen, et principielt ønske om budgetlige vægt etc.). Hertil kommer, at der i en monetær union lægges op til en vis koordination af finanspolitikken, hvilket ligeledes kan føre til ensartede produktionsudsving.

For det andet fremgår det, at produktionen under en monetær union påvirkes af skift i vareefterspørgslen, mens den under flydende valutakurser bliver påvirket af skift i pengeefterspørgslen. Det er muligt, at skift i vareefterspørgslen i højere grad er ensartede i landene, f.eks. kan skift i vareefterspørgslen skyldes ensartede bølger af »optimisme« eller »pessimisme« i erhvervsvirksomheder. Derimod er det sandsynligt, at skift i pengeefterspørgslen i højere grad optræder uafhængigt mellem landene, idet pengeefterspørgslen er bestemt af det finansielle system, der fortsat overvejende er nationalt baseret. F.eks. kan skift i pengeefterspørgslen i et bestemt land skyldes indførelsen af nye betalingsformer i det pågældende land.

For det tredje er det muligt, at skift i vareefterspørgslen er påvirket af pengepolitikken, f.eks. kan en ekspansiv pengepolitik føre til større »optimisme«, som kan give sig udslag i en lavere opsparing. Hvis dette er tilfældet, vil en fælles pengepolitik i en monetær

3. For en mere udførlig beskrivelse, se Østrup (1991c). Standardresultatet er udledt under forudsætning af, at skift i økonomiens funktionssammenhænge er permanente og ikke-forventede, hvilket antages i artiklen.

union føre til mere ensartede udsving i vareefterspørgslen og derved til større sammenfald af konjunkturbevægelser.

For det fjerde vil mål om en bestemt saldo på betalingsbalancens løbende poster under en monetær union ikke længere have betydning. Da betalingsbalancesaldi i de europæiske lande i betydeligt omfang går ud mod hinanden, bliver der herved under flydende valutakurser en tendens til at føre modgående økonomisk politik.

Endelig for det femte kan det som et generelt resultat udledes, at produktionen i et land under flydende valutakurser bestemmes uafhængigt af produktionen i andre lande, mens produktionen under en monetær union bliver afhængig af produktionen i andre medlemslande af unionen. Fastlåsningsen af valutakurser i en monetær union åbner således for en direkte gensidig påvirkning mellem produktionsniveauer og fører derved til mere ensartede konjunkturudsving.

Risikoen omkring *myndighedernes ikke-tilbagebetaling af gæld* (herunder risiko for indførelse af kuponskat) må ventes at vokse af flere grunde, ligesom der formentlig også bliver større forskelle mellem landene. For det første mister myndighederne et instrument, nemlig valutakursjusteringer, som kan påvirke inflation og/eller ledighed og derved kan hindre en situation, hvor der opstår et politisk krav om ikke-tilbagebetaling af gæld. For det andet mister myndighederne muligheden for gennem inflation at forringe realværdien af udestående gæld, hvilket kunne være et alternativ til myndighedernes ikke-tilbagebetaling af gæld. Endelig for det tredje øges tilskyndelsen til at undlade tilbagebetaling af gæld på grund af EFs begrænsninger på budgetunderskud, idet der ud fra hensynet til at opretholde andre udgifter kan være en tilskyndelse til at mindske de offentlige renteudgifter. Det må imidlertid ventes, at der fortsat vil være lille sandsynlighed for, at myndigheder undlader ikke-tilbagebetaling, bl.a. fordi det på kort sigt politisk formentlig vil være lettere at fortsætte med finansiering af budgetunderskud, eventuelt til en stadig højere rente.

2.3. Informationsbarrierer

Der kan tænkes at være landebestemte afkastforskelle på grund af *forskelle med hensyn til information om nationale værdipapirmarkeder*. Mangelfuld information skyldes omkostninger ved informationsindsamling og/eller bearbejdning. Mangelfuld information medfører, at der ikke bliver likviditet på værdipapirmarkederne: på grund af den mangelfulde information bliver der kun et begrænset antal købere og sælgere, og herved kan der ikke hurtigt ske køb/salg af et værdipapir, uden at kursen påvirkes.

Den mangelfulde information kan tænkes at optræde på tre niveauer: (1) mangelfuld information om fremtidige faktorer, der påvirker konjunkturrisikoen (manglende kendskab til den fremtidige økonomiske udvikling), (2) mangelfuld information om markedet for et værdipapir (manglende kendskab til karakteristika hos andre udbydere og ef-

terspørgere af et værdipapir), samt (3) mangelfuld information om de tekniske karakteristika ved et værdipapir.

Med hensyn til den mangelfulde information under (1), dvs. faktorer af betydning for konjunkturrisikoen, bliver der som omtalt i afsnit 2.2 fortsat nationale forskelle på grund af landebestemte forskelle i konjunkturforløbet, men det er sandsynligt, at konjunkturudviklingen bliver mere ensartet i en monetær union end under flydende valutakurser.

Med hensyn til mangelfuld information omtalt under (2), er det spørgsmålet, i hvilket omfang der er landebestemte forskelle med hensyn til adfærden hos efterspørgere og udbydere på et værdipapirmarked. Det er muligt, at der af historiske grunde kan være forskel på omfanget af investorer, der handler ud fra irrationelle motiver på et marked. Hvis et marked en gang er blevet destabiliseret på grund af agenter, der handler irrationelt, kan det være vanskeligt at genetablere markedseffektiviteten. For at handle profitabelt på markedet kræves derfor et kendskab til agenternes adfærd på det pågældende marked.

Det er spørgsmålet, i hvilket omfang informationsbarrierer får praktisk betydning i en monetær union. En umiddelbar formodning er, at informationsbarrierer kan spille en væsentlig rolle. I Danmark har der gennem mange år været en ineffektiv prissætning for specielle obligationer, f.eks. variabelt forrentede obligationer og indeksobligationer, tilsyneladende fordi markedet ikke har kendskab til kursdannelsen på obligationerne. Tilsvarende har man set, at udenlandske obligationskøb især har fundet sted inden for obligationsformer, der er kendt i udlandet, f.eks. stående statsobligationer, mens salget af annuitets- og serieobligationer har været mindre.

Hertil kommer, at der gennem mange år systematisk har været renteforskelle mellem EF-landenes valutaer, som har oversteget den senere realiserede valutakursændring. Renteforskellene kan eventuelt forklares med pesoproblematikken, dvs. at markederne kan have haft forventning om store valutakursændringer, der ikke senere er blevet realiseret. Det er imidlertid usandsynligt, om denne forklaring kan begrunde de ofte meget store renteforskelle. Det forekommer mere sandsynligt, at informationsbarrierer har spillet en væsentlig rolle for rentedannelsen, således at den internationale arbitrageaktivitet ikke har fungeret effektivt.

Gros (1989) bemærker, at der har været renteforskelle mellem Holland og Tyskland på trods af, at der har været stor kursstabilitet mellem hollandske gylde og DM. Det kunne tilføjes, at renteforskellen har eksisteret også på trods af, at begge landes finansmarkeder kun i ringe omfang er regulerede.

3. Tendens til securitisation

Det trækker i retning af securitisation, dvs. værdipapirfinansiering, at der må antages at være *stordriftsfordele med hensyn til informationsindsamling og -bearbejdning*. En agent, der ønsker at købe og sælge et bestemt værdipapir, må afholde en vis mængde omkostninger i form af informationsindsamling og -bearbejdning for at vurdere de fak-

torer, der påvirker kursen på papiret, dvs. information vedrørende fremtidig konjunkturudvikling, markedskarakteristiska samt tekniske karakteristiska ved papiret (jfr. afsnit 2.3). Det er realistisk at forestille sig, at der er stordriftsfordele omkring informationsindsamling og -bearbejdning, idet der kan gennemføres flere køb/salg uden at afholde nye informationsomkostninger.

Det er også realistisk at forestille sig, at der er eksterne effekter i informationsprocessen, idet oplysninger indsamlet og bearbejdet vedrørende et papir i større eller mindre omfang kan anvendes ved køb/salg også af andre værdipapirer. Information om bestemte brancher kan således udnyttes ved køb af værdipapirer udstedt af andre virksomheder inden for samme branche. Kendskab til økonomiske forhold i et land kan udnyttes ved køb af andre værdipapirer udstedt af udstedere i det pågældende land. Hvis kursudviklingen på et marked – måske oprindelig af tilfældige årsager – adskiller sig fra kursudviklingen på andre markeder, kan der være information om kursudviklingen på det pågældende marked (markedetspsykologi m.v.), som kan udnyttes ved køb af andre værdipapirer på markedet. Endelig kan en børstetknisk, juridisk og/eller finansiell ekspertise anvendt ved køb af et værdipapir anvendes ved køb af andre værdipapirer.

Efter at efterspørgere som følge af bortfaldet af valutakursrisiko ikke længere har en særlig præference for at placere i værdipapirer denomineret i en bestemt valuta, er det muligt at opbygge dybere værdipapirmarkeder. Dette bevirker, at afkastkravet ved udstedelse af værdipapirer falder på grund af lavere informationsomkostninger i forhold til mængden af udstedte værdipapirer. Herved bliver det relativt mere fordelagtigt at udstede værdipapirer, dvs. der bliver en tendens til securitisation. Endvidere medfører stordriftsfordelene i forbindelse med informationsindsamling og -bearbejdning, at en større del af udbud og handel koncentrerer på enkelte, dybe værdipapirer eller på enkelte markeder bestående af bestemte typer af værdipapirer.⁴ Koncentrationen af værdipapirudstedelse og -handel på enkelte delmarkeder fremmes yderligere af, at der er stordriftsfordele i forbindelse med selve den tekniske infrastruktur, ligesom der vil blive mindre mulighed for at opnå risikospredning ved at placere i værdipapirer fra forskellige lande, da afkastforskellene bliver mindre (se afsnit 2).

Også andre faktorer end stordriftsfordele med hensyn til informationsindsamling og -bearbejdning kan begunstige en udvikling hen mod værdipapirfinansiering.

Det giver således *større usikkerhed for bankerne*, at de ikke længere kan have en national centralbank i ryggen til at dække likviditetsbehov, f.eks. ved at centralbanken tilrettelægger likviditetspolitikken, således at der tages hensyn til bankernes likviditetsbehov. Bankerne kan kompensere for den større usikkerhed ved at reducere de udlån, der er mest risikobetonede. I stedet kan den mere risikobetonede finansiering finde sted over værdipapirmarkederne.

4. Synspunktet er uddybet i Østrup (1992a).

Det må forventes, at *bankernes indtjening falder ved etablering af en monetær union*. Der bliver således relativt højere omkostninger for bankerne ved anfordringsindskud på grund af en lavere nominel rente, og en række transaktioner og derved indtægtsmuligheder falder bort i forbindelse med færre valutavekslinger og mindre behov for valuta-sikring. En faldende indtjening i bankerne medfører, at bankernes marginale kapitalomkostninger øges. Forøgelsen af de marginale kapitalomkostninger kan på et monopolistisk marked tænkes overvæltet på udlånsrenten, hvilket fører til en reduktion af udlån.

Muligvis vil den fælles centralbank søge at etablere et centralt *marked for korte værdipapirer*. Det er af administrative grunde vanskeligt at forestille sig, at hver enkelt bank låner i en fælles centralbank, ligesom en individuel låneadgang også kan skabe politiske problemer, idet der herved kan blive kritik af, at centralbanken begunstiger visse landes banker på bekostning af andre. Det mest realistiske er at forestille sig en fælles pengepolitik – svarende til omlægningen gennemført i Danmark i foråret 1992 – hvor pengeinstitutterne helt mister lånemulighederne i centralbanken, og hvor likviditetsudjævning derfor må ske gennem korte værdipapirer. Et sådant system forudsætter imidlertid, at den fælles centralbank opbygger et marked for korte værdipapirer. Hvis der opbygges et centralt marked for korte papirer udstedt af centralbanken, kan der muligvis blive afsmittende effekter, således at der bliver bedre mulighed for også virksomhedsudstedelse af korte værdipapirer.

Der er samtidig flere faktorer, som i en monetær union hæmmer ekspansionen af værdipapirmarkeder.

Det er muligt, at der i en monetær union bliver en *nedgang i mængden af nyudstedte statspapirer*. Ifølge art. 104C, stk. 1 i Maastricht-traktatudkastet skal en medlemsstat undgå uforholdsmæssigt store offentlige budgetunderskud. Kommissionen kan i henhold til art. 104C indlede en undersøgelse af, om et offentligt budgetunderskud i et land er uforholdsmæssigt stort og skal i denne forbindelse særlig tage hensyn til to kriterier, nemlig om budgetunderskuddet overstiger 3 pct. af bruttonationalproduktet samt om den offentlige gæld overstiger 60 pct. af bruttonationalproduktet. Hvis et budgetunderskud anses for uforholdsmæssigt stort, kan et land i sidste ende som vigtigste sanktionsmidler blive idømt bøder eller miste lånemuligheder i Den europæiske Investeringsbank. Hertil kommer, at et land ikke kan træde ind i en monetær union, hvis der er igangsat en undersøgelse om budgetunderskud. I 1991 blev indikatoren for offentlig gæld overskredet af en række lande. Særlig hvis lande tvinges til at reducere gælden til under 60 pct. af bruttonationalproduktet over en årrække, kan resultatet blive en stor reduktion af udbuddet af offentlige obligationer, f.eks. androg den offentlige gæld i Italien, Holland og Belgien ved udgangen af 1991 henholdsvis 101 pct., 78 pct. og 129 pct. af bruttonationalproduktet. Det er imidlertid uafklaret, i hvilket omfang EF-Kommissionen og EFs ministerråd rent faktisk vil tage skridt til at reducere offentlige underskud/offentlig gæld, og det kan derfor ikke vurderes med sikkerhed, i hvilket omfang obligationsudbuddet rent faktisk

vil blive reduceret. Det er muligt, at der er eksterne effekter, således at en nedgang i udstedelsen af offentlige værdipapirer har afsmittende effekter på de private værdipapirmarkeder.

Da argumenterne går i modgående retning, kan der ikke drages nogen entydig konklusion. Umiddelbart virker det imidlertid sandsynligt, at tendensen til securitisation øges som følge af begrundelserne overfor. Det er endvidere sandsynligt, at der sker en koncentration af værdipapirudstedelsen på enkelte dybe værdipapirer på grund af størrelsesfordele i forbindelse med indhentning og analyse af information.

Hvis der bliver en tendens mod securitisation, kan der samtidig blive grundlag for at opbygge mere effektive markeder med hensyn til specialiserede instrumenter, f.eks. specialiserede former for obligationer. En mulighed er et europæisk marked for junk bonds. Der kan også blive mulighed for udvikling af specialiserede kreditinstitutter, f.eks. baseret på obligationsudstedelse. Der kan tænkes institutter med et særligt kendskab til enkelte brancher eller til særlige kunde grupper.

4. Integration af bankmarkeder

Det kan konstateres, at der er betydelige renteforskelle på bankmarkederne for indlån og udlån. F.eks. har renten på anfordringsindskud i alle lande uafhængig af inflationen ligget tæt på 0. Der har også været store forskelle med hensyn til udlånsrenter.

Renteforskellene kan i et vist omfang forklares ved nogle af de faktorer, der blev nævnt ovenfor under værdipapirmarkederne, bl.a. præference for placering i bestemte valutaer på grund af valutakursrisiko og beskatningsforskelle. Det er imidlertid sandsynligt, at renteforskellene på bankmarkederne i første række kan henføres til tre andre faktorer.

For anfordringsindskud er bankerne i stand til at indtjene en monopolprofit, fordi kunder ikke kræver en rente svarende til markedsrenten med fradrag af værdien af betalingstjenester. Muligheden for monopolprofit skyldes antagelig tre forhold. Dels er kunderne af bekvemmelighedsgrunde utilbøjelige til at flytte placering fra en bank til en anden. Dels er konkurrencen mellem indskudsmodtagende institutioner begrænset til de banker, der er underlagt offentlig regulering, idet kunder vil kun placere i virksomheder, der er i stand til at tilbyde sikkerhed på grund af offentlig regulering. Endelig må en bank for at modtage anfordringsindskud også være i stand til at tilbyde betalingstjenester. Det kan være vanskeligt for en nyindtrængende bank – f.eks. en udenlandsk bank – at blive tilknyttet et eksisterende nationalt system for betalingstjenester.

For udlån kan der – som påpeget af Branson (1990) – tages forskellige renter, fordi en banks information om debitorer bl.a. afhænger af varigheden af kundeforholdet. Endvidere kan en debitor have svært ved at skifte til en anden bank, idet et ønske om et bankskift kan tolkes negativt af en ny bankforbindelse, der kan tro, at bankskiftet skyldes, at den gamle bank har fundet negativ information om kunden. For at kompensere for denne

risiko vil en ny bankforbindelse enten afvise kunden eller kræve en ekstra høj risiko-præmie.

Endelig kan forskelle på bankrenter skyldes, at de nationale interbankmarkeder har været meget lukkede. Renteforskellen mellem landene på de korte markeder har vist større udsving end på de lange markeder, hvilket er bemærkelsesværdigt, da der normalt på kort sigt er større sikkerhed omkring valutakursudviklingen end på langt sigt. Årsagen til afskærmningen af de korte markeder må have været, at de korte markeder tilsyneladende ikke har fungeret så effektivt, at bankerne har kunnet dække store korte likviditetsbehov på disse markeder.

Det er sandsynligt, at der efter etableringen af en monetær union bliver større konkurrence omkring indskud. Det er muligt, at der bliver større tillid til udenlandske banker på grund af et intensiveret samarbejde om finansielt tilsyn i en monetær union, og efter at banker ikke længere bakkes op af en national centralbank. Med hensyn til betalingstjenester lægges der i Maastricht-traktatens art. 105 op til et samarbejde mellem EF-landene, hvilket formentlig vil gøre det sværere at udøve diskrimination mod banker fra andre lande. Hertil kommer, at der kan ventes større konkurrence mellem banker om at tiltrække indskud fra andre EF-lande, da det vil være muligt uden kursusikkerhed at anvende indskud til udlån (eller anden placering) i en anden EF-valuta. Endelig vil den tredje begrundelse for renteforskelle på bankmarkedet, nemlig afskærmede nationale pengemarkeder, falde bort, idet der bliver et fælles pengemarked.

Mens det er sandsynligt med større konkurrence om indskud, er det tvivlsomt, i hvilket omfang konkurrencen omkring udlån øges. Der vil fortsat være forskelle på bankers mulighed for at indhente information om debitorer.

Den større konkurrence om indlån kan trække i retning af et højere indlånsrenteniveau. Empiriske undersøgelser tyder på, at udlånsrenten afhænger af indlånsrenten, og resultatet kan herved blive en *generel forøgelse af niveauet for bankrenter i den monetære union*.

De højere bankrenter kan eventuelt have en afsmittende effekt på værdipapirmarkederne. Resultatet kan herved blive en *generel forhøjelse af realrenten i forbindelse med en monetær union*. En forhøjelse af realrenten svarer til situationen i begyndelsen og midten af 80'erne, hvor dereguleringen af pengeinstitutvirksomhed og større international finansiell integration ligeledes kan have ført til en generel forhøjelse af realrenten i OECD-landene. Den højere realrente i begyndelsen og midten af 80'erne kan dog også skyldes en række andre faktorer, jfr. Dornbusch (1988).

En eventuel effektivisering og udbygning af værdipapirmarkederne og nedgangen i bankernes indtjening af grundene omtalt i afsnit 3 må ventes at føre til større pres på bankerne for at øge indtjeningen på anden måde. Det er realistisk at forestille sig, at dette pres fører til en udvidelse af rentemarginalen for de kunder, der har de dårligste muligheder for at flytte deres konti, dvs. små og mellemstore erhvervskunder samt privatkun-

der. Der må herved ventes en *øget differentiering mellem kunderne i en bank* til ugunst for mindre erhvervskunder samt privatkunder.

5. Betydningen af en ændret risikostruktur for anvendelsen af finansielle instrumenter

Etablering af en monetær union ændrer risikostrukturen i økonomien.

Som omtalt i afsnit 3 betyder en monetær union, at et land ikke længere udsættes for påvirkning fra skift i pengeefterspørgsel og -udbud i de enkelte lande, og da det er sandsynligt, at udsving i pengeefterspørgslen i de enkelte medlemslande af unionen udjævner hinanden, bliver resultatet antagelig mindre risiko på grund af monetære faktorer for alle landene. Til gengæld bliver virksomheder i en monetær union udsat for risiko i forbindelse med skift i vareefterspørgslen. Alt i alt er det således *usikkert, om konjunkturrisikoen i en monetær union bliver større eller mindre*. Konjunkturrisikoen må igen som omtalt antages at give sig udslag i debitorrisiko.

Det er sandsynligt, at der vil blive *større risiko i forbindelse med valutakursudsving over for tredjelande*. Dette skyldes i hovedsagen to faktorer. For det første kan en fælles centralbank, der er bundet til et mål om prisstabilitet, ikke bidrage til at stabilisere kursene mellem de vigtigste internationale valutaer. For det andet må kursudsving i forhold til tredjelande komme til at spille en større rolle for at stabilisere varemarkedet, når vareefterspørgslen ikke længere i de enkelte lande kan stabiliseres gennem valutakursændringer.

Risikoen med hensyn til udsving i den nominelle rente afhænger af tre faktorer.

For det første trækker det i retning af færre udsving i den korte rente, at den korte rente i monetær union ikke længere anvendes til at dæmme op for spekulative kapitalbevægelser, der finder sted i forventning om valutakursjusteringer.

For det andet trækker det i retning af større stabilitet for den lange nominelle rente, hvis der bliver større sikkerhed omkring den fremtidige inflation. Der bliver større sikkerhed, hvis centralbanken ubetinget forfølger et mål om prisstabilitet (jfr. afsnit 7).

Endelig for det tredje er det spørgsmålet, hvordan indførelsen af en monetær union påvirker udsving i realrenten.

Hvis der er global integration af de finansielle markeder, fastsættes realrenten på en sådan måde, at der bliver ligevægt på varemarkederne globalt.

Denne situation påvirkes ikke ved etableringen af en monetær union, og situationen med hensyn til udsving i realrenten vil herved være uændret.

Hvis der ikke er global integration af de finansielle markeder, fastsættes realrenten efter gennemførelsen af en monetær union, således at den sammen med valutakursen tilvejebringer ligevægt på det samlede varemarked i unionen. Da valutakursen ikke kan svinge mellem EF-valutaerne, bliver der herved lagt en større byrde på realrenten for at skabe ligevægt på varemarkedet, og resultatet bliver større realrenteudsving.

Det kan argumenteres, at gennemførelsen af en europæisk monetær union vil føre til en større integration af de internationale finansielle markeder, således at der i højere grad bliver sammenhæng mellem de europæiske rentesatser og rentesatserne bl.a. i USA.

Situationen i dag er antagelig kendetegnet ved, at amerikanske investorer overvejende investerer i amerikanske værdipapirer. Da de europæiske finansmarkeder er små og mindre likvide, vil de amerikanske investorer have en tilskyndelse til ikke at placere på disse markeder. Resultatet kan herved være en ineffektiv informationsproces med hensyn til de faktorer, der har betydning specielt for afkastet på europæiske værdipapirer, da der bliver et mindre antal investorer på disse markeder. Gennemførelsen af en europæisk monetær union bevirker som omtalt i afsnit 3 en mere effektiv informationssamling og -bearbejdning på de europæiske finansmarkeder. Dette må ventes at føre til større amerikansk interesse for placering på de europæiske markeder. Herved kan der blive en mere effektiv arbitrage mellem de amerikanske og de europæiske markeder.

Som en yderligere grund til, at der kan blive større integration mellem det europæiske finansielle marked og de finansielle markeder i tredjelande efter en europæisk monetær union, kan det nævnes, at der i dag opnås en risikospredning ved at sprede på europæiske valutaer. Da konjunkturforløbet i de europæiske lande bliver mere ensartet efter etablering af en monetær union (jfr. afsnit 2.2), vil muligheden for at reducere risikoen gennem spredning på europæiske valutaer blive mindre. Dette kan medføre, at der bliver et yderligere incitament for europæiske investorer til at placere i USA, hvilket igen medfører større incitament til at indhente information om dette marked og derved mindre informationsbarrierer mellem markederne.

Den ændrede risikostruktur i økonomien får *konsekvenser for anvendelsen af finansielle instrumenter*. Behovet for finansielle instrumenter til at afdække risiko vil således gå ned eller falde bort på nogle områder. Valutakursrisikoen falder bort mellem deltagerne i den monetære union, mens den bliver øget for valutakursen over for tredjelande. For så vidt angår risiko med hensyn til den nominelle rente, trækker prisstabilitet i retning af færre renteudsving, mens der kan fremføres modgående argumenter med hensyn til, om der bliver flere udsving i realrenten. Alt i alt falder behovet for instrumenter, der mindsker valutakursrisiko samt formentlig også renterisiko, f. eks. optioner, futures, caps, collars og renteswaps. Det fremgik af diskussionen ovenfor, at der ikke kan drages konklusioner, hvorvidt risikoen knyttet til konjunkturudsving, herunder debitorrisiko, vil blive større eller mindre.

6. Tendens til finansielle centre

Muligheden for decentral handel har fjernet den fysiske nødvendighed af, at markedsdeltagere mødes og handler på et centralt sted. Formentlig er der fortsat tre grunde til, at

handel med værdipapirer – og eventuelt også andre finansielle transaktioner – foregår centralt på bestemte lokaliteter.

For det første kan en central markedsplads *opretholdes gennem regulering*. Der kan gives et begrænset antal børsrådgiverfirmaer adgang til at handle med værdipapirer under tilsyn fra myndigheder, hvorved de får et »blåt stempel«. Det må antages, at officiel regulering vil komme til at spille en stadig mindre rolle for opretholdelsen af nationalt baserede børser. Dette skyldes, at børser i EF-lande på et tidspunkt må ventes åbnet for deltagere fra andre EF-lande, ligesom investorer i større omfang får tillid til reguleringen af andre landes børser. Det bliver herved lettere at flytte handelen til en anden børs. Denne udvikling har været i gang længe og må ventes at fortsætte, men har ikke direkte sammenhæng med en monetær union.

For det andet kan en central markedsplads begrundes med *stordriftsfordele i forbindelse med infrastruktur* både af teknisk karakter (EDB-anlæg m.v.) samt i form af speciel ekspertise på f.eks. finansielle, regnskabsmæssige og/eller juridiske områder. Der er næppe tvivl om, at disse stordriftsfordele har fået større betydning i de senere år. Der kræves store EDB-investeringer for at deltage i børsandel. Det er endvidere sandsynligt, at adgangen til specialviden nu har større betydning end tidligere, ligesom det – trods bedre transportmuligheder – fortsat er lettere, hvis denne ekspertise findes på samme geografiske lokalitet.

Endelig for det tredje taler det til fordel for en central markedsplads, hvis der er *mulighed for bedre information om forhold af betydning for kursdannelsen* på værdipapirer. Dette trækker i retning af, at finansielle aktører placerer sig, hvor også de økonomisk-politiske beslutningstagere og låntagerne findes, idet der her er bedre mulighed for at opnå information. Informationen skal forstås i bred betydning som mulighed for at »føle« stemningen, opnå baggrundsviden om tendenserne etc. Det er usandsynligt, at en sådan information kan erhverves udelukkende gennem medierne.

De to første forklaringer på centralisering af finansielle transaktioner har ikke direkte sammenhæng med en monetær union. Derimod kan den sidste faktor fremhæves som en begrundelse for, at en monetær union må ventes at trække i retning af en yderligere europæisk centralisering af børsandelen. Der kan tænkes en tendens til, at agenterne placerer sig der, hvor der opnås mest information om pengepolitikken, dvs. formentlig det sted eller et sted i nærheden af, hvor en fælles centralbank findes. I hvert fald falder en af de hidtidige begrundelser for nationale finansielle centre bort.

7. Konsekvenser af prisstabilitet

Ifølge Maastricht-traktaten skal der med den fælles pengepolitik forfølges et mål om prisstabilitet. Idet det antages, at det lykkes at nå dette mål, vil der blive sikkerhed omkring den fremtidige inflation. Dette vil have en række konsekvenser for de finansielle markeder.

Den større sikkerhed omkring den fremtidige inflation medfører, at der bliver *færre udsving i den nominelle rente*. Det bliver herved mere attraktivt at placere i obligationer i forhold til bankindsud, og resultatet bliver en forskydning af placeringer bort fra bankindsud over mod obligationer.

Den større sikkerhed omkring den lange rente bevirker, at *yield-kurven bliver mere flad*, idet der kræves en mindre risikopræmie for at placere langt. Det bliver relativt mere attraktivt at låne og placere langsigtet. Herved vil udstedelsen af lange rentebærende værdipapirer (obligationer) vinde frem på bekostning af korte placeringer samt variabelt forrentede værdipapirer. De mindre udsving i den lange og korte rente gør det samtidig *mindre fordelagtigt for låntager at spekulere i ændringer i rentespændet* ved at skifte mellem korte og lange lån.

Prisstabiliteten medfører, at det i forhold til den nuværende situation med en positiv inflation bliver *relativt mere fordelagtigt at placere i anfordringsindsud*, hvor den nominelle rente uanset højden af inflationen normalt ligger tæt på 0.

Sikkerheden omkring inflationen bevirker, at det bliver *mindre attraktivt at placere i inflationssikrede værdipapirer, dvs. aktier og indeksobligationer*. Det trækker også i retning af mindre placering i aktiver med høj risiko, bl.a. aktier, at der i en monetær union bliver mindre mulighed for at reducere risikoen ved at sprede placeringerne på flere EF-lande. I modgående retning trækker det dog, at der samtidig ved prisstabilitet bliver mindre udsving i de relative priser, hvilket mindsker usikkerheden ved at placere i enkelte aktier. Hertil kommer, at den mindre usikkerhed, der bliver som følge af prisstabiliteten, forøger den samlede velfærd, hvilket gennem en indkomsteffekt kan udvide efterspørgslen efter risikobetonede aktiver, bl.a. aktier (Østrup 1992).

Målet om prisstabilitet bevirker endelig, at der ikke kan føres en pengepolitik rettet mod stabilitet af valutakursen over for tredjelande (jfr. afsnit 5) eller – hvis der ikke er international finansiel integration – mod en stabilisering af realrenten. Resultatet bliver *større udsving i valutakursen over for tredjelande og/eller i realrenten*.

8. Problemer i overgangsperioderne for og efter en monetær union

I *perioden frem til iværksættelsen af en monetær union* bliver der en række faktorer, som kan skabe usikkerhed på de finansielle markeder. Den generelle rentestigning op til den franske folkeafstemning i september 1992 samt den kraftige rentestigning på ECU-obligationer frem til efteråret 1992 er måske en forløber på en fremtidig ustabilitet.

Et problem er *usikkerhed omkring, hvilke lande der kommer til at deltage i en monetær union*. Der kan blive tale om renteudsving i de enkelte lande på grund af skiftende forventninger til, om landene vil deltage i den monetære union. Som omtalt er der ikke i Maastrichttraktaten – modsat den populære opfattelse – nogen absolutte krav til de lande, der kan og skal deltage i unionen, og usikkerheden vil herved i første række blive politisk. En hidtil ubemærket faktor er, at den demografiske udvikling i de kommende år

vil trække i retning af lavere budgetunderskud, hvilket isoleret set skulle gøre det lettere at opfylde eventuelle krav om maksimal offentlig gæld.

En anden usikkerhedsfaktor er, at der i de kommende år eventuelt kan blive spekulationer om, at *lande ønsker at foretage engangs-devalueringer* for at forbedre konkurrencestillingen inden indtræden i en monetær union. Et land kan forud for en indtræden i en monetær union opnå en forbedring af konkurrencestillingen gennem en devaluering, samtidig med at den negative effekt i form af en højere rente undgås. Valutakrisen i september 1992 kan på længere sigt bidrage til en stabilisering af valutamarkederne, fordi en række landes urealistiske konkurrencestillinger er blevet justeret.

Et tredje problem er, at der bliver *usikkerhed omkring ECU i en monetær union*. Det vil volde problemer at indføre ECU, som den er defineret i dag som en kurv af valutaer. Hvis den monetære union påbegyndes med kun nogle enkelte EF-lande, vil det være umuligt at have en valutaenhed, der er knyttet til nogle på det tidspunkt ikke-eksisterende valutaer, nemlig valutaerne i de lande, der er indgået i den monetære union. Det vil være nødvendigt med en omdefinition af ECU.

Hertil kommer, at eksistensgrundlaget for ECU som en valutakurv falder væk i det omfang, der bliver større valutastabilitet frem til en monetær union. Eksistensberettigelsen for ECU skulle være, at valutakursudsving udjævnes. Når der ikke længere er valutaudsving, falder dette grundlag bort. En udvidelse af EF med en række medlemslande vil øge usikkerheden omkring ECU, efterhånden som disse landes valutaer også skal indgå i ECU.

Herudover bliver der en række *usikkerhedsfaktorer i perioden, der ligger umiddelbart efter iværksættelsen af en monetær union*.

Således er der *usikkerhed omkring de mål, som centralbanken rent faktisk vil følge*. Det er usikkert, i hvor høj grad en fælles centralbank vil satse på inflationsbekæmpelse. Det er muligt, der bliver betydelige skift i den nominelle rente på grund af skiftende forventninger. Der kan eventuelt blive en periode med høj realrente (svarende til situationen i begyndelsen af 80'erne), indtil centralbanken har bevist sin vilje til lav inflation.

Der er også usikkerhed om de *pengepolitiske mellemmål*, som en fælles centralbank vil anvende. En nærliggende mulighed er mål for pengemængdens vækst. En usikkerhedsfaktor er imidlertid, at selve overgangen til en monetær union kan bevirke skift i pengeefterspørgselsfunktionen (se Østrup 1991b), og forsøg på rigoristisk pengemængdestyring kan derfor føre til store renteudsving svarende til situationen i begyndelsen af 80'erne.

Endelig er det muligt, at bortfaldet af valutakursrisiko i en monetær union skaber usikkerhed i forbindelse med *omplaceringer af finansielle aktiver/passiver i forhold til den bestående situation*.

De empiriske undersøgelser tyder på, at ICAPM-modellen ikke holder (se f.eks. Thomas og Wickens 1989 samt Engel og Rodrigues 1989). I praksis har hensynet til va-

lutarisiko formentlig for privatinvestorer haft den konsekvens, at man i hovedsagen har holdt sig til hjemlandets valuta. Erhvervsvirksomheder – der i stort omfang domineres af ansatte direktører – har formentlig i stort omfang fulgt en strategi, hvor der er gjort forsøg på at minimere valutaeksponeringen, dvs. udsvingene i virksomhedens nutidsværdi på grund af valutakursændringer. Hensynet til af præsentationsmæssige grunde at holde et regnskabsmæssigt overskud har dog formentlig sat grænser for, hvor langt denne strategi har været forfulgt. Selv om en virksomhed f.eks. forventer en stor fremtidig indtjening i dollar, er det tvivlsomt, om virksomheden vil optage en stor dollargæld, da regnskabsresultatet herved påvirkes stærkt af udsvingene i dollarkursen.

Hvis disse betragtninger er korrekte, kan en monetær union tænkes at føre til flere udlandsplaceringer for privatinvestorer. Det er således muligt, at der blandt livsforsikrings-selskaber og pensionskasser i fremtiden kan ventes en større placering i andre EF-valutaer. Det er også muligt, at privatpersoner ved placering af deres individuelle opsparing vil vise større interesse for placering i andre EF-valutaer, hvilket eventuelt kan føre til vækst i investeringsforeningerne på dette område.

For erhvervsvirksomheder kan der ventes en omfattende omlægning af en række valutapositioner. Der vil blive en reduktion i mængden af positioner i fremmed valuta, idet behovet for placeringer og lån, der tjener valutasikringsformål, vil falde bort for så vidt angår EF-valutaer. Hensynet til virksomheders valutasikring virker nu i retning af, at der netto foretages placeringer i de valutaer, hvor der er et overskud på vare- og tjenestebalancen (importører placerer i disse valutaer for at sikre fremtidige betalinger), mens der netto foretages færre placeringer i valutaer for lande, der har et underskud på vare- og tjenestebalancen. En konsekvens af en monetær union må derfor ventes at blive en omlægning af porteføljer væk fra finansielle aktiver i traditionelle overskudslande, bl.a. DM-aktiver, til aktiver i lande, der overvejende har underskud på vare- og tjenestebalancen.

9. Nogle konklusioner for danske finansielle markeder

Det er sandsynligt, at Danmark selv efter folkeafstemningen i juni 1992 vil følge en valutapolitik, hvor myndighederne ensidigt opretholder en fast valutakurs over for den fælles europæiske valuta. Det er sandsynligt, at fastkurspolitikken siden september 1982 har været fordelagtig i hvert fald på grund af rent politisk bestemte faktorer, og det er usandsynligt, at disse forhold skulle have ændret sig.⁵ Det er imidlertid sandsynligt, at troværdigheden af en sådan ensidig dansk valutapolitik er mindre, end hvis Danmark selv var unionsmedlem. Resultatet bliver en risikopræmie.

Som det vil være fremgået af artiklen, må det ventes, at en monetær union får en række forskellige konsekvenser for de finansielle markeder. Der kan herved ikke gives noget

5. Synspunktet er uddybet i Østrup (1992b).

klart svar om konsekvenserne for de danske finansielle markeder. To hovedproblemstillinger trænger sig formentlig på.

For det første er det spørgsmålet, om det danske obligationsmarked hører til de markeder, som indplaceres i kategorien af værdipapirmarkeder, der vil vokse yderligere i en monetær union. Mens der for nogle år siden var tillid til obligationsmarkedets effektivitet, har de seneste år vist stigende problemer omkring tynde serier, dominerende enkeltaktører samt usikkerhed omkring kursudviklingen på obligationer bl.a. i forbindelse med konvertering. Det er derfor nødvendigt med en effektivisering af markedet. Dette blev først fremført i Økonomiministeriets rapport om den danske finansielle sektors internationale konkurrencestilling (Økonomiministeriet 1989), men siden er der kun sket lidt. Behovet øges af, at der i andre lande, bl.a. Frankrig, har været iværksat omfattende reformer af obligationsmarkedet.

For det andet er det spørgsmålet, om der skal satses på en udbygning af ECU-markeder, som det bl.a. er sket med statens beslutning om udstedelse af ECU-obligationer. Som beskrevet i artiklen må der i fremtiden forudses en række vanskeligheder for ECU-markederne. Ved at udstede ECU-obligationer medvirker staten til at undergrave effektiviteten af markedet for danske kroneobligationer.

Litteratur

- Branson, W. H. 1990. *Financiel market integration and macroeconomic policy in 1992*. Arbejdsrapport fremlagt på konference om »Financial regulation and monetary arrangements after 1992«, Marstrand, maj 1990.
- Dornbusch, R. 1988. The European Monetary System, the Dollar and the Yen. I F. Giavazzi, S. Micossi og M. Miller (red.): *The European Monetary System*. Cambridge.
- EF-Kommissionen (Kommissionen for De europæiske Fællesskaber). 1990. One market, one money – An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union. *European Economy*, 44.
- Engel, C. og Rodrigues, A. P. 1989. Tests of International CAPM with Time-Varying Covariances. *Journal of Applied Econometrics* 4: 119-138.
- Finansrådet. 1991. *Notat vedrørende konsekvenserne for danske pengeinstitutter af den økonomiske og monetære union*. Kbh.
- Grilli, V. 1989. Financial Market. *Economic Policy* (October): 388-411.
- Gros, D. 1989. Seignorage in the EMS. The Implications of the EMS and Financial Market Integration. *IMF Working Paper*, no. 89-7.
- Hansen, H. E. 1990. ØMU og den finansielle sektor. Opretrykt i Økonomiministeriet, *Konferencen om økonomisk og monetær union*. Kbh.
- Oxelheim, L. 1990. *International Financial Integration*. Berlin.
- Thomas, S. H. og Wickens, M. R. 1989. *International CAPM: Why has it failed?* Centre for Economic Policy Research, discussion paper no. 354.
- Økonomiministeriet. 1989. *Den danske finansielle sektors internationale konkurrencestilling*. Kbh.
- Østrup, F. 1991a. EFs monetære union. *Fremtidsorientering* 1: 2-6.
- Østrup, F. 1991b. *Europæisk monetær integration: Pengepolitikken under en monetær union*. Handelshøjskolen i København, Institut for Finansiering, working paper nr. 10.
- Østrup, F. 1991c. *Europæisk monetær integra-*

tion: stabiliseringspolitik i en åben økonomi. Handelshøjskolen i København, Institut for Finansiering, working paper nr. 8.
Østrup, F. 1992a. *Konsekvenserne af en monetær union for de finansielle markeder.* Han-

delshøjskolen i København, Institut for Finansiering, working paper nr. 5.
Østrup, F. 1992b. *The Development of the European Monetary System.* Kbh.