DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE SITUATION

Set i et større, internationalt perspektiv indtraf april kvartals mest betydningsfulde økonomisk–politiske begivenhed i fjerde uge af juni, hvor der efter mere end et års tovtrækkeri opnåedes enighed mellem Storbritanniens forhandlere og EEC-landenes ministerråd om vilkårene for engelsk optagelse i de europæiske, økonomiske fællesskaber. De tre emner, der stod tilbage at klare under slutforhandlingerne i Luxembourg, vedrørte New Zealands eksport af mejeriprodukter til Storbritannien efter markedsudvidelsen, Storbritanniens bidrag til de økonomiske fællesskabers fællesbudget og den fremtidige fiskeripolitik.

Vedrørende den new zealandske mejerieksport opnåedes der enighed om, at eksportkvoterne for smør og ost i løbet af en 5 års periode fra den engelske markedstilslutning skal nedbringes med ca. en trediedel. Vilkårene for New Zealands eksport efter femårsperiodens udløb er formuleret mere uklart, end Storbritannien og New Zealand må antages at have ønsket det.

Til gengæld opnåede Storbritannien under slutspurten – natten mellem tirsdag og onsdag (22.–23. juni) – visse indrømmelser i spørgsmålet om bidraget til fællesbudgettet. Bidraget skal i starten udgøre 8,64 pct. af budgettets totale udgifter, derefter stige gradvis for ved den 5-årige overgangsperiodes udløb at nå op på 18,92 pct.

Vedrørende fiskeripolitikken har hovedstridspunktet været de fremtidige fiskerigrænser. Her nåede man frem til at erkende, at der er betydelige geografiske og strukturelle forskelligheder for fiskerierhvervet i *alle* 4 ansøgerlande, hvorfor de nugældende EEC-bestemmelser senere måtte revideres ud fra alle medlemslandenes tarv. Sagt på anden måde: Fiskeripolitikkens endelige udformning blev udskudt for at sikre de øvrige ansøgerlande medindflydelse på udformningen.

I det følgende skal gives en kort opsummering af det samlede forhandlingsresultat, som skal være grundlaget for engelsk medlemskab af EEC fra 1. januar 1973.

Industrien. Aftrapningen af industritoldsatserne i forhold til de seks oprindelige medlemslande skal ske over fem år med lige store reduktioner

på 20 pct. med start 1. april 1973 og endelig afskaffelse af tolden 1. juli 1977. Første tilnærmelse til den fælles ydre toldmur skal ske 1. januar 1974. Der gives herved englænderne tid til at få etableret ordninger med de EFTA-lande, som ikke har opnået fuldt medlemskab. Specielle toldarrangementer for tolv industrielle råstoffer samt the skal sætte engelsk industri i stand til at importere disse produkter uden væsentlige omkostningsstigninger (90 pct. af disse råvarer vil således kunne importeres toldfrit).

Landbruget. Tilpasningen til EECs højere priser på landbrugsvarer skal ske over 5 år og ved 6 lige store trin. Den første prisforhøjelse skal finde sted 1. april 1973, og den endelige tilpasning vil ske 31. december 1977, et halvt år efter at den endelige tilpasning inden for industrien har fundet sted. Storbritannien må fra indtrædelsesdagen acceptere præferenceprincippet for EECs landbrugsvarer, dog således at hvis der sker for store forvridninger i Storbritanniens samhandel med dets vigtigste levnedsmiddelleverandører uden for EEC (Argentina, Australien, Canada og USA), vil der kunne gennemføres foranstaltninger til at imødegå en sådan udvikling. Den new zealandske eksport af mejeriprodukter var så vanskelig en nød at knække, at spørgsmålet som før nævnt blev gemt til allersidst. Mere konkret blev løsningen, at smøreksporten til det engelske marked skal nedtrappes over 5 år med lige stor årlig reduktion til 80 pct. af det nuværende niveau på 170.000 t årligt, og at osteeksporten på samme måde skal nedtrappes til i 1977 at udgøre 20 pct. af de nuværende 75.000 t. Målt i »mælkeenheder« betyder denne særstilling for New Zealand, at landet garanteres 71 pct. af sit nuværende marked i Storbritannien. Efter 1977 ophører fortrinsstillingen for osteeksporten, mens smøreksporten skal tages op til fornyet overvejelse under hensyntagen til en lang række forhold, herunder New Zealands »Englands-uafhængighed« på det pågældende tidspunkt.

Commonwealth. De udviklede industrilande Australien og Canada vil ikke få nogen særstilling, hverken i forhold til Storbritannien eller de øvrige EEC-lande. Dog vil de opnå fordel ved eksport af de råvarer, som englænderne (jvf. foran) kan importere på særligt gunstige vilkår. Udviklingslandene Indien, Pakistan, Ceylon og Malaysia vil nyde godt af den præferenceordning, som EEC er blevet enig om skal gælde for udviklingslandenes industrieksport til EEC. Denne præferenceordning er omtalt i sidste nummer af *Økonomi og Politik*, side 98. Samtlige afrikanske Commonwealth-lande, Hong Kong, østaterne i Det caribiske Hav m. fl., vil blive tilbudt associering eller anden tilknytning til EEC. Særlige hensyn vil blive taget til de fattige, sukkerproducerende lande, hvis hovedmarked er Storbritannien. Det er uklart, om dette hensyn implicerer tilladelse til uændret engelsk sukkerimport fra disse lande.

Bidraget til EECs fælles budget. Til det tidligere omtalte skal kun tilføjes, at der forventes en afvigelse mellem Storbritanniens bidrag på 18,92 pct. i 1977, og hvad landet skulle have ydet ved fuld tilpasning til systemet. Storbritannien vil derfor få endnu en overgangsperiode på to år til at nå op på fuldt bidrag. Først i 1980 vil englænderne således bidrage på lige fod med de øvrige EEC-lande, og andelen anslås til mellem 22,5 og 25 pct. af de fælles udgifter.

Pundets rolle. Topmødet den 20.–21. maj mellem Frankrigs præsident Georges Pompidou og den engelske premierminister Edward Heath fik fjernet spørgsmålet om afviklingen af sterlingbalancerne fra yderste frontlinie. Frankrig har stillet sig tilfreds med et engelsk løfte om i tiden inden medlemskabet at stabilisere sterlingbalancerne for derefter at aftrappe gradvist. Nogen tidsplan for afviklingen er ikke fastsat.

Øvrige forhold. Storbritannien vil underkaste sig reglerne for det europæiske kul- og stålfællesskab, og Euratom-traktaten vil blive underskrevet – alt uden overgangsperiode.

Generelt har Storbritannien også erklæret sig enig i princippet om frie kapitalbevægelser og fri bevægelse for arbejdskraften inden for EEC. Endelig er der vedrørende de institutionelle forhold opnået enighed om, at Storbritannien vil blive repræsenteret med samme vægt som de tre andre »store« – Vesttyskland, Frankrig og Italien.

Den engelske regering fremlagde d. 7. juli en såkaldt hvidbog om forhandlingsresultatet og dets konsekvenser for Storbritannien. Af denne hvidbog fremgår, at den konservative regering simpelthen ikke ser noget alternativ til engelsk medlemskab, selv om der er omkostninger forbundet hermed. Efter hvidbogen vil omkostningerne på den engelske betalingsbalance blive ca. 1,6 mia. kr. i 1973 og stige til 3,6 mia. i 1977. Endvidere venter hvidbogens forfattere, at fødevarepriserne vil stige med 2½ pct. i løbet af overgangsperioden og leveomkostningerne med en halv procent. Lønningerne vil også stige, men man vover sig ikke ud i et skøn over beløbet.

Sideløbende med de europæiske fællesskabers forhandlinger med de fire nordeuropæiske ansøgerlande i juni og juli blev drøftelserne med Japan om en japansk–europæisk handelsaftale genoptaget efter ni måneders pause. Når de indledende forhandlinger tidligere endte i sammenbrud, skyldtes det først og fremmest europæernes krav om en sikkerhedsklausul, som kunne sætte handelsaftalen ud af kraft, hvis den førte til væsentlige forstyrrelser af markederne.

Også sommerens drøftelser drejede sig om den nævnte sikkerhedsklausul, som jo afspejler frygten for den østlige konkurrence. Japan er ved at placere sig som verdens tredie økonomiske supermagt. Japans perspektivplan

fra 1969, som skitserede den sandsynlige udvikling frem til 1985, viste et ud fra et europæisk synspunkt skræmmende vækstmønster. Og ingen forfalder mere til at tro, at japansk langtidsplanlægning er udtryk for drømmesyner. Dertil er der allerede for mange beviser på kraften i den økonomiske ekspansion i Japan. Japan anvendte kun tre år til at forøge sin stålproduktion fra 60 til 80 mill. tons. Sovjetunionen brugte fem år. Japan satte sin bileksport op fra 100.000 til 500.000 biler om året i løbet af 4 år. Storbritannien brugte 13 år. Samtidig har både Vesteuropa og USA oplevet en kraftig invasion af japanske erhvervsinteresser i form af direkte investeringer fra japanske selskaber og forretningsbanker.

Når EEC i sommermånederne genoptog forhandlingerne med Japan, var det ud fra et ønske om at få lettet de vesteuropæiske produkters adgang til det japanske marked, hvor købekraften er voldsomt stigende. Japanerne har ikke hidtil været tilbøjelige til at give omverdenens produkter samme gunstige vilkår, som udlandet har givet japanske varer. Høje toldmure og en lang række ikke-toldmæssige handelshindringer har beskyttet det japanske marked mod udenlandsk konkurrence.

Selv om EEC ikke er meget for at åbne yderligere op for det japanske erhvervsliv, lokker det købedygtige japanske marked. Tillokkelsen er dog ikke større, end at EEC under forhandlingerne i juni og begyndelsen af juli stædigt fastholdt kravet om den førnævnte sikkerhedsventil – hvis Europa skulle være ved helt at blive løbet over ende handelsmæssigt.

På baggrund af Storbritanniens forventede optagelse i EEC har man både indenlandsk og internationalt intensiveret sin granskning af den engelske økonomis stade og fremtidsudsigter. The National Institute of Economic and Social Research har i sit majnummer af National Institute Economic Review givet sit syn på situationen. Kort fortalt ønsker Instituttet en mærkbar lempelse af den økonomiske politik for at undgå, hvad de økonomiske indikatorer for 1. kvartal 1971 peger i retning af, en direkte nedgang i 1971's bruttonationalprodukt målt i faste priser. Kun en gang tidligere har Storbritannien i efterkrigstiden oplevet en nedgang i det reale bruttonationalprodukt fra et år til et andet. Storbritannien har i 1960'erne ikke haft imponerende vækstrater, men indtil i år har der dog været tale om en økonomisk vækst på mellem 1 og 2½ pct. årligt.

I 1. kvartal 1971 anslås den samlede produktion at være faldet med 1½ pct. i forhold til sidste år og med 2½ pct. i forhold til 4. kvartal 1970. Stagnationen har ramt de vigtigste efterspørgselskomponenter: Det private forbrug, investeringerne og eksporten.

Allerede i sit februarnummer af Economic Review opfordrede National Institute til en finans- og pengepolitisk lempelse, og finansminister Anthony Barbers finansbudget, som blev fremlagt i begyndelsen af april, fulgte for så vidt opfordringen. Finansbudgettets finanspolitiske lempelser skete via

ændringer af indkomstbeskatningen, en nedsættelse af selskabsskatten og den selektive beskæftigelsesskat (Selective Employment Tax) samt forhøjelse af pensionerne. National Institute kvitterer for regeringens modtagelse af opfordringen til en kraftig lempelse ved at love produktionsstigning i sidste halvdel af 1971 på $2^1/_2$ pct. til 3 pct. målt på årsbasis. Denne stigning opvejer tilbagegangen i første halvår 1971, således at produktionen på årsbasis kun forventes at falde med $^1/_4$ pct.

Selv om Instituttet er glad for den finanspolitiske lempelse, der vurderes til at være af størrelsesorden 500 mill. pund, er det bekymret over det fortsatte svælg mellem den aktuelle produktion og produktionskapaciteten – et svælg som vil eksistere helt frem til 1972, fordi virkningerne af den ekspansive finanspolitik først da virkelig vil slå igennem.

Instituttet beklager som så ofte før den engelske pris- og lønudvikling. De engelske priser stiger dobbelt så hurtigt som i de lande, engelsk eksport konkurrerer med – også den seneste udvikling i valutakurserne taget i betragtning (omtales senere i denne oversigt). Som følge heraf ventes overskuddet på betalingsbalancens løbende poster i år mere end halveret i forhold til 1970, nemlig fra 631 mill. til omkring 300 mill. pund sterling.

Instituttets majrapport fremhæver, at de sidst afsluttede lønoverenskomster ikke viser tegn på svagere stigningstakt, selv om arbejdsløsheden stadig ligger over 3 pct. De gennemsnitlige timelønninger målt på årsbasis lå i årets første kvartal 15 pct. højere end i 1970. En sådan indkomstfremgang vil efter Instituttets opfattelse medføre forbrugerprisstigninger på omkring 8 pct. i indeværende år, og for 1972 ventes en stigning på 7 pct. Leveomkostningerne er i de sidste 12 måneder steget med 9,8 pct., og heraf har fødevarepriserne tegnet sig for en væsentlig del, idet de er steget med 10,4 pct. på blot 11 måneder.

National Institute's forslag om lempelser i den økonomiske politik blev fulgt af regeringen, som den 19. juli bekendtgjorde reduktion af omsætningsafgiften med i gennemsnit 18 pct., fjernelse af alle restriktioner på afbetalingshandelen og forbedring af afskrivningsreglerne. Instituttets ønske om inflationsbekæmpelse skulle efter regeringens opfattelse kunne sikres gennem det bekendtgjorte 5 pct. loft over prisstigninger for medlemmer af Confederation of British Industry – et loft regeringen udstrakte til også at gælde de nationaliserede industrier.

Instituttets majrapport påvirkede tilsyneladende ikke Storbritanniens forhandlinger med EEC. Når politisk vilje er til stede, betyder de økonomiske realiteter undertiden mindre! Rapporten selv var meget forsigtig med ikke at sammenkæde de alvorlige, økonomiske problemer med Storbritanniens eventuelle indtræden i EEC.

Alligevel får rapporten politisk betydning – indenrigspolitisk. Skabes der – op til den endelige afstemning i Parlamentet til oktober eller novem-

ber om engelsk medlemskab – for meget røre om lønninger, priser og beskæftigelse, kan befolkningen få det indtryk, at det er en forsmag på Fællesmarkedet. Derfor ville premierminister Heath måske hellere have haft Instituttets forslag og meninger »under hånden« end i fuld offentlighed.

I sidste nummer af *Økonomi og Politiks* oversigt over »Den internationale økonomiske situation« omtaltes udviklingen på de internationale penge- og valutamarkeder i årets 4 første måneder. Den betydelige tilstrømning af korte penge fra USA til Vesteuropa, specielt Vesttyskland, og den europæiske interesse i konvertering af dollars og andre valutaer til D-marktilgodehavender blev udførligt omtalt.

Maj 1971 blev kun nogle få dage gammel, før den udvikling, der var i gang i årets første måneder, løb helt løbsk. I løbet af 40 minutter en onsdag formiddag – det var den 5. maj – måtte den vesttyske Bundesbank købe over 1 mia. $, men så var det også slut. Valutahandelen blev suspenderet i Vesttyskland, og en række andre vesteuropæiske lande gjorde det samme. Fuld normal valutahandel etableredes først igen mandag den 10. maj med en revalueret schweizer-franc på 7,07 pct. og en revalueret østrigsk schilling på 5,05 pct. Den gamle paritet på D-marken og den hollandske gylden overfor $ opgav man at fastholde, men uden at fastsætte en ny paritet. Valutaerne fik lov at flyde.

I slutningen af maj holdt »Forex«, klubben af internationale valutahandlere, kongres i København, og her var valutauroen naturligvis hovedemne. Det syntes, som om flertallet af de deltagende valutaspecialister var af den opfattelse, at en formel revaluering af D-marken på 4–5 pct. ville blive resultatet. Giuliano Pelli, »Forex«s formand, udtrykte offentligt, at han slet ikke kunne se, hvorledes D-marken skulle kunne vende tilbage til den gamle paritet inden for de næste måneder.

I øvrigt var der på kongressen enighed om, at den herskende valutauro kunne være undgået, hvis de vesteuropæiske centralbanker generelt havde mindre travlt med at skrabe overskud sammen og i stedet for passede deres virkelige opgaver: At sikre de nationale og internationale pengesystemers funktion. Denne kritik rettede sig imod de store kontinentaleuropæiske centralbankers iver efter at låne de indstrømmende $ ud til spekulanterne på Euro-dollarmarkedet i stedet for at placere deres $-reserver i New York. Centralbankerne tjente naturligvis gode renter, men de bidrog til at forøge valutakrisen efter kongresdeltagernes opfattelse.

De amerikanske bankers aktivitet på de europæiske penge- og kapitalmarkeder har i de sidste år interesseret den vesteuropæiske, herunder den danske, finanspresse ganske meget. Specielt i Danmark har pressens kendskab til det amerikanske bankvæsens virksomhed og struktur ikke kunnet måle sig med interessen. Dette er begrundelsen for de efterfølgende siders ret udførlige omtale af dette emne.

Rent antalsmæssigt var der i 1970 13.670 selvstændige banker i USA, hvilket står i skarp kontrast til de fleste andre landes forholdsvis koncentrerede bankstruktur. I Danmark er der 78 banker, hvoraf de tre største sidder på 55–60 pct. af bankforretningerne målt ved andelen af den totale bankbalance. I Norge er antallet halvt så stort, i Sverige er der 16 banker, og i Finland er der blot 6 banker, hvor de to største ovenfor i købet sidder på op imod 90 pct. af bankforretningerne – igen målt ved andelen af den totale bankbalance. Umiddelbart ville man måske antage samme struktur i USA som i Storbritannien, men heller ikke denne antagelse holder. I Storbritannien opererer kun 10 egentlige banker (clearing banks), hvoraf de fire største endog har en andel på ca. 60 pct. af samtlige sterling-indskud fra britiske borgere.

Det store antal banker i USA beror på, at mange enkeltstater ikke tillader filialoprettelse. Kun 19 stater tillader dette. 16 stater accepterer filialdannelse i begrænset omfang, mens 15 stater simpelthen forbyder dette. Landsdækkende banker eksisterer slet ikke. På denne baggrund er det ikke overraskende, at mere end 10.000 af de amerikanske banker, svarende til 73 pct. af det totale antal, er »unit banks«, d. v. s. banker uden filialer.

»Branch banking« – bankdrift med filialer – er alligevel mere betydningsfuldt end ovenstående tal umiddelbart tyder på – og betydningen er stigende. 2484 banker havde ultimo 1961 11.077 filialer og 55 pct. af alle banksteder. I 1969 bedrev 3665 banker »branch banking«, og antallet af filialer var vokset til 18.777 svarende til 70 pct. af alle banksteder.

Særegent for USA og medvirkende til at gøre den amerikanske bankstruktur mere koncentreret, end de 13.670 selvstændige banker umiddelbart tyder på, er eksistensen af »bank holding companies«. En del af disse holding companies registreres af ledelsen af det amerikanske centralbanksystem (Federal Reserve Board). Registrering kræves af et bank holding company, der besidder en afgørende aktiepost i to eller flere banker. I 1969 var 629 banker tilknyttet 80 registrerede holding companies, og disse bankers andel af de totale indlån var 13 pct. For one-bank holding companies kræves ingen registrering, og frem til omkring 1965 udgik der absolut heller ingen monopoltrussel fra den kant. De til 550 one-bank holding companies tilknyttede banker havde kun en andel på 4½ pct. af de totale indlån i 1965. Siden er mange af de største banker blevet reorganiseret, således at de »bagvedstående« holding companies er blevet af one-bank typen. Resultatet af dette har været en udvikling fra 550 til 890 one-bank holding companies fra 1965 til 1969 og en vækst i andel af indlånsmassen fra de førnævnte 4½ pct. til mere end 40 pct.

Størrelsesmæssigt ligner den amerikanske bankstruktur de fleste andre markedsdirigerede økonomiers: Få meget store banker og mange ganske små. 6 af verdens 10 største bankorganisationer er amerikanske, og den

største bank i landet har en indlånsmasse, der er mere end 3000 gange så stor som medianbankens godt 6 mill. $.

Tilladelse til at drive bankvirksomhed i USA kan gives på såvel føderalt som statsligt niveau. Over en trediedel af bankerne bygger på »federal charters«, hvilket automatisk gør dem til medlemmer af landets centralbanksystem The Federal Reserve System. Topledelsen af »the Fed« ligger hos de 7 personer, der udgør »Board of Governors«. Hovedkontoret ligger i Washington, DC, men derudover er der 12 District Federal Reserve Banks, nemlig i Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas og San Francisco. Banker med »federal charters« betegnes som »national banks«, og de udgør mere end fire femtedele af de banker, som er medlemmer af »the Fed«.

De banker, hvis autorisation til at drive bankvirksomhed er givet af statslige myndigheder, behøver ikke være medlemmer af »the Fed«, og de fleste har valgt ikke at tilslutte sig. Kun godt 1200 eller ca. 14 pct. af alle »state banks« har rent faktisk valgt medlemskab. Dette betyder, at hovedparten af amerikanske banker ikke er medlemmer af »the Fed«. Disse non-members er almindeligvis små, hvilket for eksempel fremgår af, at de gennemsnitlige indlån er på 16 mill. $ imod 95 mill. $ for den gennemsnitlige bank tilknyttet »the Fed«. Bankerne uden for centralbanksystemet har mindre end en femtedel af samtlige indlån.

Hvorfor vælger nogle banker føderal og andre statslig autorisation? Hvorfor vælger nogle banker tilslutning til »the Fed« og andre ikke? En spørgeskemaundersøgelse af 430 banker i Illinois i 1967 (L. S. Mayne, *The Cost of Federal Reserve System Membership,* Department of Economics and Research, The American Bankers Association, 1967), afslørede følgende hovedsynspunkter på spørgsmålene: 1) »National banks« følte, at prestigen ved et føderalt charter forøgede deres konkurrencemæssige position i en sådan grad, at det opvejede de bånd på handlefriheden og de omkostninger, som et medlemskab af »the Fed« medførte. 2) »State chartered banks« anså de strammere udlånsbånd, kontrollen »oppefra« samt kravet om opretholdelse af reserver hos deres »District Banks« som afgørende ulemper ved at tilhøre »the national banking system« og dermed »the Fed«. 3) »National banks« opregnede kreditfaciliteter hos »the Fed« som en fordel ved deres status, mens nonmembers mente, at tilknytningen til korrespondent-banker stort set gav samme fordel.

Som før nævnt er »non-member banks« forholdsvis betydningsløse, når betydningen måles ved andel af de totale indlån. Det faktum, at de ikke påvirkes af »the Feds« mest anvendte pengepolitiske instrument, ændringer i kassereservekravene, har alligevel ofte kompliceret pengepolitikken. End-

videre påvirker open market operations erfaringsmæssigt non-members mindre og med et betydeligt »timelag« på grund af afstanden fra pengemarkedernes centre.

I modsætning til 1950-erne, hvor banker i USA ligesom i Danmark først og fremmest interesserede sig for en fornuftig fordeling af aktiverne i henseende til afkast, likviditet og risikobehæftelse, var bankernes hovedinteresse i 1960-erne at fremskaffe midler til dækning af deres kunders stærkt stigende kreditbehov (»liability management«). Denne interesse foranledigede banker i New York til i 1961 at starte udstedelsen af »indskudsbeviser« – certificates of deposit (»CD's«).

Et indskudsbevis kan simpelthen opfattes som en banks kvittering for modtagelsen af indlån for en periode af 30 dage eller mere. I almindelighed var og er disse beviser negotiable, således at den oprindelige indskyder kan overdrage indskudsbeviset til trediemand før udløb. Dette forøger naturligvis interessen for »CD's«.

Det viste sig snart i 1961 og tiden derefter, at indskudsbeviserne var stærkt renteføl somme, hvorfor bankerne i perioder med stærk efterspørgsel efter banklån satte renten på »CD's« i vejret. I øvrigt fremgår betydningen af »CD's« af nedenstående tabel.

I USA fører centralbankmyndighederne i henhold til en bemyndigelse i bankloven af 1933 kontrol med renten af indlån, der ikke kan hæves på anfordring. »Regulation Q« sigter imod at hindre bankerne i at gå ud i en ødelæggende konkurrence om indlånsmidlerne i perioder med stor låneefterspørgsel. En sådan konkurrence frygtede lovgiverne kunne forlede bankerne til stærkt risikobehæftet långivning i forsøg på gennem høj udlånsrente at kompensere for dyre indlån.

Udviklingen for de enkelte bestanddele af det amerikanske pengemarked i 1960–70 i mill $

Ultimo	"CD's"	Treasury bills	Commercial paper	Bankers' acceptances
1960	796	39.446	4.497	2.027
1961	2.782	43.444	4.686	2.683
1962	5.442	48.250	6.000	2.650
1963	9.593	51.539	6.747	2.890
1964	12.585	56.476	8.361	3.385
1965	16.078	60.177	9.058	3.392
1966	15.659	64.684	13.279	3.603
1967	20.330	69.870	17.084	4.317
1968	23.474	75.012	20.497	4.428
1969	10.919	80.571	31.709	5.451
1970	26.075	87.900	31.765	7.058

Udviklingen i amerikanske bankers nettogæld til udenlandske filialer i 1966–71, mill. $
Nettostillingen ved slutningen af kvartalet

År	I	II	III	IV
1966	1.879	1.951	3.472	4.036
1967	3.412	3.166	4.059	4.241
1968	4.920	5.202	7.104	6.948
1969	9.621	13.269	14.349	12.805
1970	11.942	12.220	9.663	7.676
1971	4.558	4.502		

Frem til midten af 1966 skabte Q-lofterne ingen problemer for »CD's«, idet »the Fed« hævede indlånslofterne, når de andre pengemarkedsinstrumenters rentesatser bevægede sig op over de rådende maksima. I sommeren 1966 traf ledelsen af »the Fed« imidlertid en række foranstaltninger til begrænsning af medlemsbankernes kreditekspansion, og heri indgik en tilpasning nedad af Q-satserne. Dette skete i en situation, hvor pengemarkedets rentesatser i øvrigt var stigende. Resultatet blev et drastisk fald i CD-porteføljen. I 1967–68 normaliseredes de pengepolitiske forhold atter, og CD-markedet udviklede sig videre, jfr. tabellen foran.

Det amerikanske bankvæsen glemte dog ikke helt »erfaringen fra 1966« og rettede i stigende grad opmærksomheden mod andre måder at tiltrække midler til udlån på. De to mest succesrige måder i anden halvdel af 60-erne havde intet med indlån at gøre. Det var nemlig låntagning i Euro-dollars og udstedelse af commercial paper.

Selv om de amerikanske bankers aktiviteter på Euro-dollar-markedet var begrænsede i 1960-ernes første år, samlede de dog så megen viden, at den hjemlige kreditstramning i 1966 i hvert fald for en mindre dels vedkommende kunne kompenseres ved låntagning i udenlandske filialer, som nedenstående tabel nærmere illustrerer det.

Låntagningen i Euro-dollars var vel i 1966 ikke særlig betydningsfuld, men der skete dog i årets løb mere end en fordobling som følge af den kontraktive pengepolitik i USA. I 1967–68 lempedes pengepolitikken som før nævnt, men uden at brugen af Euro-dollars af den grund ophørte. Eurodollars gav nemlig bankerne en række særlige fordele, hvoraf blot skal nævnes, at kassereservekrav og »Regulation Q« ikke gjaldt for disse midler.

I slutningen af 1968 gentog begivenhederne fra 1966 sig selv – pengemarkedsrentesatserne bevægede sig op over Q-lofterne, og CD-porteføljen svandt ind. Men nu var Eurodollars et velkendt alternativ, og i første halvdel af 1969 forøgede de amerikanske banker deres låntagning med 6,3 mia. $, jfr. foranstående tabel. Nu kom der imidlertid reaktioner

både fra udlandet og fra »the Fed«. De udenlandske centralbanker så deres valutabeholdninger falde som følge af de amerikanske bankers stærke efterspørgsel efter Euro-dollars, som blev lokket med højere rentesatser end de gængse. Og kræfter indenfor »the Fed« begyndte at argumentere stærkt for indgreb »til neutralisering af Euro-dollar-markedets ødelæggende virkning for bestræbelserne på at gennemføre en stram pengepolitik«.

13. august vandt disse kræfter, og »Regulation M« ændredes, således at låntagning af Euro-dollar ud over den gennemsnitlige låntagning i maj 1969 blev pålagt et 10 pct. kassereservekrav. Endvidere blev det bestemt, at hvis en banks Euro-dollar-låntagning faldt under maj måneds niveau, skulle dette lavere beløb danne overgrænse for den tilladte låntagning. Denne regel skabte, som det senere skal omtales, alvorlige overvejelser for amerikanske banker i slutningen af 1970. »The Fed«s foranstaltninger fik Euro-dollar-låntagningen til at toppe i tredie kvartal 1969, hvorefter der indtrådte et langsomt fald.

Allerede under kreditstramningen i 1966 var bankerne blevet opmærksomme på de muligheder, der lå i salg af commercial paper. Men først midt i 1969, hvor der var skabt hindringer både for udstedelsen af »CD's« og for låntagning af Euro-dollars, gik bankerne virkeligt ind på dette tredie pengemarked med salg af commercial paper gennem tilknyttede foretagender – først og fremmest holding companies. Commercial paper er usikrede, korte fordringer udstedt af virksomheder med absolut høj kreditværdighed. Før 1969 var markedet primært benyttet af finansieringsselskaber og ikke-bankmæssige foretagender, og ved indgangen til 1969 var den cirkulerende mængde commercial paper på over 20 mia. $.

Som ovenfor nævnt benyttede bankerne tilknyttede virksomheder ved udstedelsen af commercial paper. Denne fremgangsmåde sikrede, at provenuet ikke blev betragtet som indlån, underkastet kassereservekrav og »Regulation Q«. De tilknyttede virksomheder anvendte deres provenu til overtagelse af visse af »deres« bankers udlån. Disse udlån blev således de egentlige aktiver bag commercial paper. »The Fed« startede indsamling af statistik om bankernes anvendelse af det her nævnte marked i juni 1969, og nedenstående tabel belyser ganske godt, hvorledes bankforbundne virksomheders udstedelse af commercial paper korresponderer med de af bankerne til disse virksomheder solgte lån.

Ligesom det havde været tilfældet for Euro-dollars, fik bankernes anvendelse af markedet for commercial paper visse kræfter inden for »the Fed« til at røre på sig. Disse kræfter mente, at fremgangsmåden underminerede den stramme pengepolitik og i et større perspektiv »the Fed«s kontrol over banksystemet i almindelighed. I august 1970 bekendtgjorde »the board«, at bankforbundne virksomheders commercial paper fra næ-

Bankforbundne virksomheders udstedelse af commercial paper og overtagelse af lån i mill. $

		Commercial paper	Overtagne lån
1969			
	Juni	1.245	2.102
	Sept.	2.595	3.652
	Dec.	4.294	3.896
1970			
	Marts	6.518	6.679
	Juni	7.603	7.838
	Juli	7.820	8.018
	Aug.	7.203	7.789
	Sept.	4.520	5.123
	Dec.	2.349	2.735

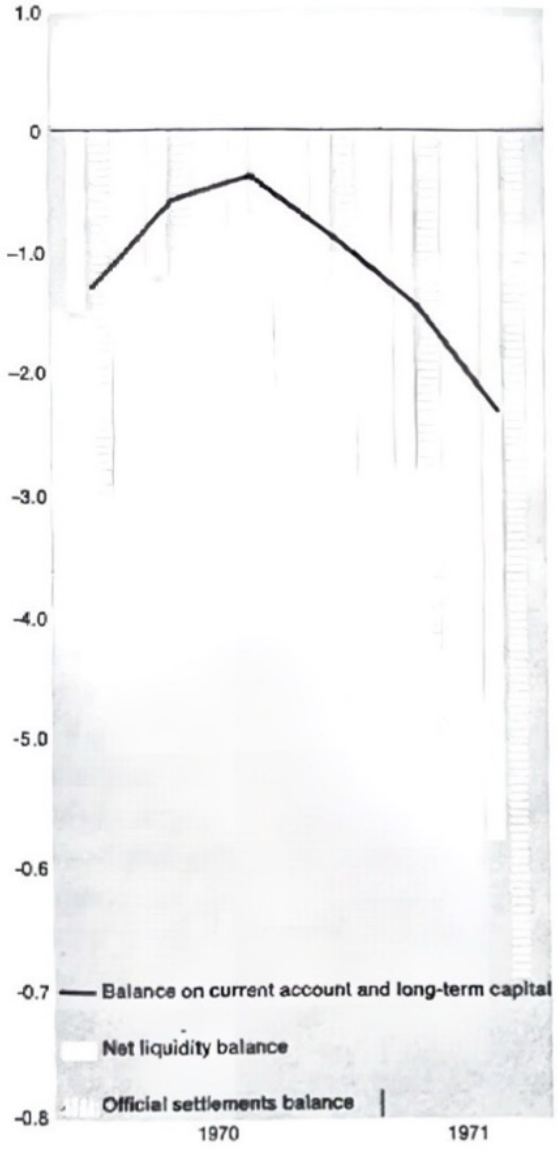
ste måned skulle ind under kassereservebestemmelserne, men at disse til gengæld mildnedes noget for almindelige indlån.

Disse »smarte« foranstaltninger, der fulgte efter en suspension på ubestemt tid allerede i juni af »Regulation Q«-rentelofterne, fik meget store virkninger for de her omtalte pengemarkeder (Euro-dollar, commercial paper og »CD's«). CD-porteføljerne i de store banker, som opererer livligst på pengemarkederne, blev kraftigt bragt i vejret, mens Euro-dollar-låntagning og udstedelse af commercial paper indskrænkedes voldsomt. De 3 tidligere tabeller illustrerer udviklingen nærmere.

Forskydningen mellem pengemarkederne som her beskrevet har ikke ændret sig væsentligt i 1971's første halvdel. Ikke blot har »the Fed«s foranstaltninger ændret bankernes præferencer for de forskellige markeder. Det som følge af den økonomiske afmatning almindelige fald i rentesatserne og den mindre lånefterspørgsel har bidraget til udviklingen. Den politisk inspirerede mere ekspansive pengepolitik fra »the Fed«s side i det sidste års tid har yderligere mindsket bankernes interesse i fremskaffelse af midler på Euro-dollar og commercial paper markederne.

De amerikanske bankers delvise tilbagetræden fra Euro-dollar-markederne skabte en række alvorlige problemer. For bankerne selv var det et problem, efterhånden som de nærmede sig deres låntagning fra maj 1969 (det kassereservefri Euro-dollar-beløb), om de skulle nedbringe deres låntagning yderligere. Som før omtalt ville en totallåntagning under maj 1969-niveauet automatisk reducere den fremtidige, maksimale låntagning i Euro-dollar til det lavere niveau. På grund af de rentemarginale omkostninger valgte de fleste amerikanske banker – efter nogen tøven – dog at gå under maj-niveauet.

Denne på driftsøkonomiske overvejelser trufne beslutning fik som



Den amerikanske betalingsbalanceudvikling i mia. $, kvartalstal, sæsonreguleret, excl. SDR's.

bekendt betydelige virkninger for USA's betalingsbalance, for dollarens internationale position og faktisk for hele det internationale, monetære system. De amerikanske bankers tilbagebetaling af Euro-dollar konverteredes til fremmed valuta af deponenterne af rentearbitrageårsager – i hvert fald frem til april-maj 1971 – fordi de amerikanske rentesatser lå under de tilsvarende europæiske. D. v. s., at de vesteuropæiske centralbankers valutareserver fik forøget deres dollarandel i betragtelig grad.

Amerikanske betalingsbalanceopstillinger afviger meget fra den i Vesteuropa almindeligvis anvendte opdeling i løbende poster og kapitalposter. Målt på »official reserve« basis skabte den omtalte udvikling et deficit på 9,8 mia. $ i 1970 mod et overskud på 2,7 mia. i 1969. Figuren ovenfor illustrerer udviklingsforløbet i 1970 og første halvår 1971 kvartal for kvartal.

USA's betalingsbalance i mia. $

	Årligt gennemsnit 1960–65	1968	1969	1970
Trade balance	5.3	0.6	0.7	2.1
Military transactions, net	−2.4	−3.1	−3.3	−3.4
Travel and transportation, net	−1.1	−1.6	−1.8	−2.0
Investment income, net	4.1	6.2	6.0	6.2
Other services, net	0.2	0.3	0.5	0.6
1. Balance on goods and services	6.1	2,5	2.0	3.6
Remittances, pensions, etc.	−0.8	−1.2	−1.3	−1.4
2. Balance on goods, services and remittances	5.3	1.3	0.7	2.2
U.S. Government grants	−1.8	−1.7	−1.6	−1.7
3. Balance on current account	3.5	−0.4	−0.9	0.4
U.S. Govt. long-term capital, net	−1.1	−2.2	−1.9	−2.0
Private long-term capital, net	−3.2	1.2	−0.1	−1.5
4. Balance on current account and long-term capital	−0.9	−1.3	−2.9	−3.0
Nonliquid short-term private capital, net	−1.0	0.2	−0.6	−0.5
Allocations of SDRs	–	–	–	0.9
Errors and omissions	−0.9	−0.5	−2.6	−1.1
5. Net liquidity balance	−2.8	−1.6	−6.1	−3.9
Liquid private capital, net	0.7	3.3	8.8	−6.0
6. Official settlements balance	−2.0	1.6	2.7	−9.8

Af og til ser man den påstand fremført, at USA's betalingsbalance i de sidste år har været underkastet en stadig forværring. Alt efter hvilket betalingsbalanceligevægtsbegreb, der anvendes, kan dette postulat være sandt eller forkert. Ovenstående oversigt – hentet fra *World Financial Markets,* udgivet af Morgan Guaranty Trust Company of New York i juli 1971 – belyser dette nærmere. For at undgå betalingsbalance-terminologiske problemer er posteringerne ikke oversat.

Som det ses af tabellen, er det på »official settlements« basis, at forværringen fra 1969 til 1970 er tydeligst. Det er også målt på denne måde, at forværringen i første halvår 1971 viser sig klarest. Begivenhederne i dette halvår er imidlertid allerede kommenteret tidligere i denne artikel samt i sidste nummers internationale økonomiske oversigt, således at yderligere omtale næppe er nødvendig.

1. .8. 1971.
H. Thustrup Hansen