EURO-DOLLAR-MARKEDET

AF PETER ANDREAS BØGGILD

INDLEDNING

Euro-dollar-markedet har ansvaret for renteudviklingen i Danmark. Euro-dollar-markedet har forsynet spekulanterne med penge under de sidste store spekulationsbølger og har altså medansvar for sterlingkrise, guldkrise, franckrise og markkrise. Euro-dollar-markedet er et produkt af det amerikanske betalingsbalanceunderskud, der vil forsvinde, når USA får mere styr på sine udenlandske betalinger.

Det er den slags påstande, man møder om euro-dollar-markedet. Det lidt mystiske ord dukker op igen og igen i debatten om den økonomiske politik. Det er et fænomen, der er i kraftig udvikling, og som får stadig større betydning for os.

Men hvad er en euro-dollar? Ligner den en almindelig amerikansk dollar?

I det følgende skal disse spørgsmål søges besvaret. Og der skal gives en beskrivelse af euro-dollar-markedets grundlæggende institutionelle forhold, dets virkemåde og funktioner.

INTERNATIONALE BETALINGER

Euro-dollar-markedet er et internationalt marked, hvor man låner og udlåner fremmed mønt. Der sker altså overførsler af fremmed valuta (i det følgende blot omtalt som valuta). I første omgang skal teknikken i udenlandske betalinger derfor resumeres.

En dansk bank har konti i en lang række banker i en lang række lande. Man har mindre beløb stående hos alle de vigtigste banker i Danmarks vigtigere handelspartnere. Man har dollars på sine US-konti, indlånene i Storbritanien lyder på pund sterling, og der står D-mark i Vesttyskland. Det er via disse konti, de udenlandske betalinger ordnes.

Eksempel: En dansk importør skal betale nogle dollars til et leverandørfirma i New York, og han ønsker at klare dette ved at indbetale nogle danske kroner til sin danske bankforbindelse. Med dette formål for øje undersøger han, hvilken New York-bank, det amerikanske firma bruger. Når dette er klarlagt, ordnes sagen med nogle *bogføringsoperationer:* Den danske importør betaler ved, at hans indestående i den danske bank

reduceres med det beløb, han skal betale. Så har importøren i Danmark betalt i kroner, nu skal leverandøren i New York have nogle dollars. Er hans bank Chase Manhattan Bank, ordner man betalingen ved, at leverandørens konto opskrives og at den danske banks dollar-konto hos Chase Manhattan nedskrives tilsvarende. Meddelelsen om op- og nedskrivningerne sendes pr. telex, når der er tale om større beløb, ellers med post.

Ligesom danske banker har konti i de banker, man hyppigst kommer ud for at skulle overføre penge til, har amerikanske banker konti hos de større banker overalt i verden.

På et eller andet tidspunkt sker der så det, at den amerikanske banks kronekonto hos den danske bank er ved at være tom, og måske er den danske banks dollarkonto hos den amerikanske korrespondent også lovligt langt nede. Begge banker vil så gå ud i valutamarkedet – amerikanerne for at købe kroner for dollar og den danske bank for at købe dollar for kroner. For nemheds skyld antages, at det netop bliver disse to banker, der kommer til at handle med hinanden; der vil da ske det, at den danske banks dollarkonto hos den amerikanske korrespondent vil blive opskrevet, og omvendt vil den amerikanske banks kronekonto blive opskrevet hos den danske bank. Man er atter tilbage til udgangssituationen.

Nu er der her tale om en forenkling af virkeligheden: Måske har det været aftalt, at den danske importør skulle betale i kroner, og at den amerikanske importør skulle betale i dollar. I så fald ville det modsatte ske. Den amerikanske bank ville få en masse kroner på sin konto i den danske bank, (som man på et tidspunkt vil sælge for dollars), og den danske bank ville efterhånden få et anseeligt dollarindskud i den amerikanske bank (og disse dollars vil man sælge for kroner).

Essensen er, at de pengeinstitutter, der formidler de udenlandske betalinger må have stående konti i en række udenlandske banker. *Disse konti er nødvendige for at kunne foretage betalinger i udlandet. Der er den hage ved disse indskud, at de normalt ikke forrentes, og derfor sælger man disse valutatilgodehavender, så snart de vokser ud over de rammer, man har sat for sin transaktionsbalance.*

Det er klart, at størrelsen af bankens konti rundt i verden må afhænge af, hvor meget kontoen bliver benyttet. Sker der kun sjældent noget, er den nødvendige arbejdsbalance minimal. På den anden side er der grænser for, hvor påpasselig man kan være for at holde en konto, der benyttes meget, nede[1]).

[1]) Når man ved, at en meget stor del af verdenshandelen afregnes i dollars, har bankerne i verden stor brug for at disponere over balancer hos amerikanske banker. Set fra et amerikansk betalingsbalance-synspunkt er dette naturligvis en fordel, for det betyder, at udlandet gratis har givet USA et stort, rentefrit, permanent lån svarende til disse »arbejds-balancers« samlede størrelse.

MARKEDETS OPRINDELSE

Som sagt må den danske bank disponere over balancer i fremmed mønt hos en lang række andre banker verden over, dens korrespondenter.

Disse balancer vil man søge at holde nede for ikke at lide rentetab. En måde det kan ske på, er ved at sælge valutaen for danske kroner.

Har den danske bank imidlertid rigelig likviditet i danske kroner, vil man se sig om efter en anden måde at komme af med sine valutabalancer på. Det viser sig så, at visse valutaer kan lånes ud.

Det skal senere blive gennemgået, hvorfor der kan være interesse for at låne disse valutabalancer, og hvem det er, der låner dem. I første omgang skal vi nøjes med at slå fast, at der er en efterspørgsel efter dollar-, mark-, sterling-, gylden- og schweizerfrancbalancer. Undertiden kan også franske franc og lire udlånes.

Der er ikke noget overraskende i, at en amerikansk bank låner dollars ud til et amerikansk firma, en amerikansk bygherre eller en amerikansk forbruger. Men det var indtil slutningen af halvtredserne usædvanligt, at en engelsk bank kunne låne dollars ud i London, eller at en dansk bank kunne udlåne dollars i København.

Det kan man altså nu, og et sådant udlån kaldes et euro-dollar-udlån.

På samme måde har man altid kunnet udlåne d-mark i Vesttyskland, nu kan en engelsk bank udlåne dem i London og en schweizisk bank kan udlåne dem i Zürich – og der tale om euro-mark.

Indtil slutningen af halvtredserne var der dollarknaphed i Europa, der var overskud på den amerikanske betalingsbalance, og ser man de ikke-amerikanske banker under et, havde dette banksystem derfor ikke problemer med at anbringe deres dollars.

Så sker der det, at det amerikanske betalingsbalanceoverskud forvandles til et underskud. Der er nu dollars uden for USA, som man skal anbringe på en eller anden måde. Nogle bliver solgt til centralbankerne, men det flytter blot anbringelsesproblemet over på disse. Centralbankerne kan indløse deres dollars med guld i det amerikanske finansministerium, men når dollaren anses for at være stabil, er dette ingen udpræget fordel. Kunne man opnå en eller anden form for forrentning af sine dollars, ville der tværtimod være et incitament til at holde sine reserver i form af dollars.

Mulighederne for forrentning var i slutningen af halvtredserne yderst beskedne i USA, renten var meget lav, og indtil den 15. oktober 1962 gjaldt »regulation Q«'s bestemmelser om maksimalrente for indlån på tid også for de indskud, amerikanske banker modtog fra udlandet incl. udenlandske centralbanker[2]). Efter en begrænsning i »regulation Q« kunne

[2]) Se Federal Reserve Bulletin, october 1962, siderne 1279–80.

det amerikanske banksystem bedre tiltrække udenlandske fonds, men da var euro-dollar-markedet etableret og var af grunde, der senere skal opregnes, fuldt konkurrencedygtigt.

Af disse grunde søgte man efter lånere til dollarbalancerne uden for USA. Man fandt dem, og så snart denne mulighed for at placere korte penge uden for USA på rente viste sig, var der skabt basis for også at modtage indlån lydende på dollars. Der skete det paradoksale, at også amerikansk ejede dollarbalancer blev overført til de europæiske banker, der kunne yde denne rente. Og her har man så oprindelsen til navnet euro-dollars. Det var i sin tid betegnelsen for dollarbalancer, der blev overført fra Amerika til Europa[3]).

Euro-dollar-markedet startede altså nærmest under et slags udbudspres, men så snart det var etableret og blev kendt, viste der sig betydelige udlånsmuligheder; der opstod en efterspørgsel, der var i stand til at tiltrække midler også fra USA.

Nu må man ikke forestille sig, at disse indlån i dollar opstår ved at en stor stak dollar-noter bliver afleveret i banken – man må betragte penge som bankindskud, dollars er en fordring på en amerikansk bank. *Et euro-dollar-indskud opstår derfor ved, at man overdrager en ikke-amerikansk bank dispositionsretten over sit eget indskud i en amerikansk bank.* Der er tale om »bankpenge«.

EURO-VALUTA

En euro-dollar kan herefter defineres som en dollarfordring, der »passerer« en ikke-amerikansk bank. Når en ikke-amerikansk bank får overdraget dispositionsretten til et indskud i en amerikansk bank, er der tale om et euro-dollar-indlån. Overdrager den ikke-amerikanske bank dispositionsretten til fordringen på den amerikanske bank til en anden bank eller en virksomhed, så er der tale om et euro-dollar-udlån.

Når der hele tiden siges ikke-amerikansk bank og ikke bare en europæisk bank (det henleder navnet euro-dollars ellers tanken på), så hænger det sammen med, at f. eks. canadiske, australske og japanske banker også kan modtage dollarindskud, og altså er formidlere i euro-dollar-markedet.

Det er tidligere nævnt, at det ikke kun er dollars, der kan anbringes uden for det land, hvor valutaen »hører hjemme«. Der kan være tale om euro-mark, euro-sterling osv. Skal man være helt korrekt, skulle man derfor tale om euro-valutaerne. Er man ikke altid helt omhyggelig med at skelne disse fra hinanden, og kalder man det hele euro-dollar-markedet hænger det sammen med, at dollar er den helt dominerende valuta i dette marked.

[3]) Se »The Financing of business with Euro-dollars« Morgan Guaranty Trust Company.

Over 80 % af alle euro-valuta-transaktionerne drejer sig om dollars. Der er 9 % mark, lidt mindre igen i schweizerfranc, mens resten er sterling, hollandske gylden, franske franc og italienske lire[4]).

Endvidere kan man tale om én rentesats for euro-valutamarkedet. Renten på euro-dollars og euro-sterling er den samme, når man korrigerer for kurssikringsomkostningerne[5]).

INSTITUTIONELLE FORHOLD

Man kan ikke sige, at euro-dollarmarkedet er placeret ét bestemt sted: långiverne og låntagerne kan spores til mindst 35 lande. Det er et marked, der ikke kender til politiske grænser – statsbankerne i en række jerntæppelande er hyppigt lånere, og de to store kommunistiske banker i Vesteuropa, Moscow Narodny Bank i London og Banque Commerciale du Nord i Paris er vigtige komponenter i markedet.

Ind- og udlån formidles af over 400 banker spredt ud over verden. Nogle af disse er kun lejlighedsvis »inde« i markedet, nemlig når de har specielle låne- eller placeringsønsker. *Den egentlige kerne som formidlere af markedet er et noget mindre antal banker, som altid er parat til at nævne en udlånsrente og en lidt mindre indlånsrente.* Disse banker bringer sig selv i ligevægt ved at regulere prisen – man afviser ikke nogle af låneønskerne, når der er lånepres, men hæver prisen, renten, og skaber ad denne vej ligevægt mellem disponible midler og låneønskerne.

Man kommer tæt på et fuldkomment konkurrencemarked.

Nu skifter efterspørgsel og udbud næsten fra minut til minut, og det kan derfor være svært at orientere sig i markedet. Mangler en bank udlånsmidler, og må den derfor søge at skaffe sig midler fra en anden bank, kan man ringe rundt til en lang række banker, eller man kan bede om rente på et telex-opkald. Det vil så give en fornemmelse af, hvem der er den billigste.

Men dette er en ret tidskrævende proces, og specielle brokers (mæglere) kan derfor ernære sig ved at skabe gennemsigtighed i markedet. De holder en konstant kontakt med de fleste af markedets banker og henter hele tiden oplysninger om renteudviklingen. Det betyder, at en bank altid kan kalde en broker og der få at vide, hvor meget den bank, der vil give mest i rente, byder, og hvor meget den billigste bank vil udlåne til. Disse brokers handler ikke selv med euro-dollars, man oplyser blot markedets højeste og laveste bud. De tager en provision, når de rent faktisk sætter låner og udlåner i forbindelse med hinanden.

De formidlende banker er spredt ud over hele verden, men der er dog

4) Se »Thirty-Ninth Annual Reports«, Bank for International Settlements, side 143.

5) Se »Spekulation, Terminshandel og Renteniveau« af Peter Bøggild, Økonomi og Politik nr. 1, 1969, side 31–32.

visse koncentrationstendenser, og her placerer brokeren sig. En broker har sit hovedsæde i Lausanne, en anden i Paris, og der er flere i London.

I de sidste par år synes London at udvikle sig til hovedcentret for eurodollarmarkedet. Det er her, en lang række amerikanske banker har åbnet filialer, for at have let adgang til euro-dollars. Også forretningsbanker fra en række andre lande har følt sig tilskyndet til at åbne afdelinger i Londen – det gælder japanske, schweiziske, franske, italienske og endda danske banker.

Disse afdelinger er først og fremmest blevet åbnet på grund af eurodollarmarkedet. Udviklingen har været selvforstærkende, jo flere banker, der åbner afdelinger i London, jo mere koncentreres markedet og desto nødvendigere er det for resten at følge efter.

Renten på euro-dollars svinger fra minut til minut, låntager og långiver befinder sig måske i hver sin ende af verden; derfor må handler kunne afsluttes hurtigt og *uden større formaliteter*. Faktisk afslutter man handler pr. telefon og telex; papir forekommer kun i form af bekræftelser, der udveksles sidenhen. Det betyder, at den enkelte ansatte i bankernes arbitrageafdelinger kan engagere banken temmeligt voldsomt. Men man tror på hinanden, det er jo store velrenommerede foretagender, man har med at gøre. *Fejltagelser* ordnes i reglen ved, at man slår halv skade.

På trods af, at man ikke stiller sikkerhed for sine lån og ikke udveksler dokumenter (i hvert fald ikke bankerne indbyrdes, måske mellem bankerne og deres »kunder«), har der i tidens løb kun været meget små tab i eurodollar-markedet.

Dette er en medvirkende årsag til, at man arbejder med meget ringe *rentemarginaler*.

Årsagen er også at konkurrencen er meget hård, og at markedet i sin karakter er et »*engrosmarked*«. Det er ikke småbeløb, man handler med – normale *lånestørrelser* er $^1/_2$–5 millioner dollars[6]).

Som sagt er der ikke sikkerhedsstillelse, og lånedokumenterne indskrænker sig derfor til et minimum – der er derfor ikke tale om *stempelafgifter* og lignende omkostninger.

Beløbene lånes og udlånes fra 1 døgn til et halvt år. Sådanne *løbetider* er rutine, men man har set lån med løbetider op til 5 år.

Det er fastrentelån – man aftaler renten ved lånets start og ændrer ikke på den i lånets løbetid.

---

[6]) Betragtes markedet fra danske virksomheders synsvinkel, vil det vise sig, at det kun er et fåtal af de større foretagender, der har direkte adgang til markedet. Andre virksomheder kan opnå valutalån via bankerne.

De danske banker har internationalt gode navne og kan låne til bedste renter. Det skal nævnes, fordi der faktisk finder en vis *rentediskrimination* sted. For eksempel må *japanske banker* betale lidt mere end alle andre på trods af, at disse banker er store og sikre foretagender.

Det er ikke noget ukendt fænomen, at statsmagten eller centralbanken lægger betydelige restriktioner på forretningsbankernes virksomhed. I London er der for tiden et regulært loft, et bestemt beløb, som bankernes udlån ikke må overskride. Dette gælder vel at mærke, når der er tale om udlån i sterling og udlån til briter. Så snart der er tale om operationer i dollars og lånere og långivere ikke er britiske valuta-indlændinge, er der ingen af den slags restriktioner. Dette har betydning, fordi så mange af euro-dollar-markedets banker ligger i London.

Men i øvrigt gælder det generelt i de fleste lande, at myndighederne stiller sig meget liberalt, så snart der er tale om transaktioner i fremmed valuta med non-residents. *Det betyder, at euro-dollar-markedet er et yderst frit marked.*

Helt fri for restriktioner er man dog ikke, selv i London. Her er ganske vist ingen formelle regler for, hvordan euro-indlån og euro-udlån skal være afpasset efter hinanden; man arbejder efter det helt specielle engelske system, hvor Bank of England kalder bankens direktion op til et møde, hvis der er noget, man er utilfreds med.

Har en bank kun helt korte indlån, altså penge anbragt for et døgn eller for syv dage, og er en meget stor del af disse midler lånt ud på længere sigt, så kan banken risikere at blive kaldt op til Bank of England for at forklare nærmere om sin udlånspolitik. Banken må ikke gøre sig alt for illikvid. Man sigter imod, at cirka halvdelen af udlånene er placeret kort. Måske kan en bank, der arbejder i euro-dollar-markedet, se temmelig illikvid ud, måske ligefrem faretruende. Men ofte er stillingen reelt ikke så gal endda. Der kan for eksempel være tale om, at indskud formelt er af kort art, men reelt er af længere varighed[7]).

Også på en anden måde er operationerne i euro-dollar-markedet bundet. Det er fordringer på en amerikansk bank, man omsætter. Det betyder, at en bank i London medtager euro-dollar-indlån i form af tilskrivninger på sin konto hos den amerikanske bank, som man for tiden har valgt *at cleare sine betalinger hos.* På samme måde udlåner banken i London ved at tillade træk på sin dollarkonto i den pågældende amerikanske bank. Nu kan udlån og indlån derfor ikke ske helt uafhængigt af hinanden; når den amerikanske bank lukker om aftenen, skal der stå et positivt tal på kontoen – i Europa svarer det til, at der skal være ligevægt på kontoen kl. 12 middag.

---

[7]) Det er for eksempel ikke tilladt norske firmaer (rederier), at anbringe penge på længere sigt i fremmed valuta, men det er tilladt at opretholde korte positioner – resultatet er, at norsk ejede euro-dollars almindeligvis er placeret for et døgn eller 7 dage ad gangen, og at disse korte indskud forlænges mere eller mindre i det uendelige. Disse forhold kender bankerne til, og derfor er de mere illikvide på papiret end i virkeligheden. Se endvidere: »Euro-dollars: Some Further comments« af Oscar Altman, IMF Staff Papers, Vol XII, No 1, March 1965, side 7.

Den amerikanske bank optræder altså som en slags clearingbank; men da man kun sammentæller kontoen denne ene gang om dagen, skal man kun være i ligevægt klokken 12 – man siger, at man skal være »square«. Straks over middag kan man begynde at låne ud uden i første omgang at skaffe sig de tilsvarende indlånsmidler – man kan være »short« hele eftermiddagen, og næste formiddag må man så håbe, der kommer nogle indlån, ellers må man ud i markedet for at låne dem.

LÅNERE OG UDLÅNERE

Men hvem er de egentlige lånere og udlånere på euro-dollar-markedet?

Vi skal først se på låntagerne:

Import og eksport, hele udenrigshandelen, skal finansieres på en eller anden måde; og da denne handel for størstedelens vedkommende afregnes i dollars, er det meget nærliggende at forsøge at låne dollars frem for den nationale valuta på det hjemlige lånemarked. En del af euro-dollar-puljen ligger derfor som *transaktionskasse for udenrigshandelen.*

I nogle lande har man forsøgt at begrænse brugen af euro-dollar-markedet til udenrigshandelen. Det har i hvert fald tidligere været tilfældet for Frankrigs vedkommende, hvor enhver importør eller eksportør har adgang til at prøve at skaffe sig valutalån, mens en hotelkæde eller en supermarkedskæde, der ikke er engageret i udenrigshandel, har været afskåret fra denne lånekilde. *Men i en lang række lande kan ganske almindelige erhvervsforetagender søge at dække deres finansieringsbehov på euro-dollar-markedet.*

Har et dansk industriforetagende skaffet sig et valutalån, og skal dette lån bruges til at finansiere transaktioner, der foregår i danske kroner, må man sælge den udenlandske valuta for danske kroner. Almindeligvis vil virksomheden så samtidig sikre sig mod overraskelser i form af valutakursændringer ved samtidig at købe den udenlandske valuta på terminen. Man er så engageret i en »swap«. Hvad der så videre sker med euro-dollars afhænger af, hvad den danske bank, der har købt dollars, bestemmer sig til. De kan sælges f. eks. til Nationalbanken, de kan lånes tilbage til euro-dollar-markedet osv.

Den tredie anvendelse af euro-dollarmarkedet er forbeholdt bankerne. *Med euro-dollarmarkedets udvikling har man fået et egentligt pengemarked (det huskes, at lånene kan løbe fra ét døgn og opefter). Specielt for de banker, der ikke har adgang til et nationalt pengemarked – og det er faktisk kun USA og Storbritannien, der er veludstyrede i den retning – er det af stor betydning, at der findes et marked, hvor man fra dag til dag kan justere sin position.* Det gælder, *når man mangler kasse*, men det

gælder måske i endnu højere grad, *når der er ledige midler*, der ikke rigtigt kan anbringes i indlandet[8]).

Midlerne på euro-dollarmarkedet kan altså komme fra banker, der er likvide, og som bruger euro-dollarmarkedet som pengemarkedet. De kunne også komme fra selve centralbankerne – der altså placerer deres valutareserver her. Praksis varierer fra land til land. *Danmarks Nationalbank* anbringer midler direkte på euro-dollarmarkedet. Deutsche Bundesbank og den italienske nationalbank vælger en anden placeringsmåde. De køber treasury bills på pengemarkedet i New York, men samtidig *arbejder de indirekte på eurodollarmarkedet*[9]).

Euro-dollar-markedet modtager også tilførsler fra mindre officielt hold. Firmaer engageret i udenrigshandel kan midlertidigt ligge inde med dollarsbeholdninger, der senere skal betales igen som dollars. Man sparer da vekselomkostninger to gange ved at placere midlerne på euro-dollar-markedet fremfor at bruge det nationale kreditsystem.

Internationale foretagender opererer meget på euro-dollarmarkedet, både som låntagere og långivere.

Amerikanske virksomheder forsyner markedet med fonds i stor stil, der er jo heller ingen vekselproblemer og navnlig ingen terminsomkostninger[10]).

KREDITSKABELSEN

I de år euro-dollar-markedet har fungeret, er det vokset ganske stærkt.

---

[8]) Det var noget de danske banker i høj grad benyttede sig af i 1968. Likviditeten var meget rigelig, og der var ikke så gode anbringelsesmuligheder her i landet, da man var bange for, at obligationerne skulle falde, og derfor anbragtes meget store beløb på euro-dollarmarkedet. I slutningen af 1968 satte Nationalbanken en stopper for dette ved at henstille til bankerne, at de bragte deres nettopositioner i valuta ned. Bankerne skulle sælge deres valuta til Nationalbanken i stedet for at låne den ud. Det er så en helt anden historie, at Nationalbanken selv placerede denne valuta på euro-dollarmarkedet.

[9]) Disse centralbanker har i forskellige perioder tilbudt forretningsbankerne specielt favorable swap-aftaler: Når Bundesbank er blevet oversvømmet af fremmed spekulationskapital, har man søgt at holde disse penge ude af landet ved at sælge dollars på terminen specielt billigt, således at forretningsbankerne selv leder spekulationskapitalen tilbage til udlandet (euro-dollarmarkedet).

Det samme har den italienske centralbank gjort i de senere år, mens der har været overskud på betalingsbalancen. Tidligere, i 1963–64 havde man brug for valutareserver, og man havde brug for at øge den indre likviditet, derfor tilbød man at købe dollars billigt på terminen. Resultatet var optagelse af dollarlån for ca. 750 millioner dollars, hvoraf mindst halvdelen kom fra euro-dollarmarkedet – og det var på et tidspunkt, da eurodollarmarkedet var langt mindre og mindre udviklet i forhold til nu.

[10]) Kun 400 meget store erhvervsforetagender, der deltager i det amerikanske program til forbedring af betalingsbalancen, er afskåret fra den direkte adgang til markedet. Indirekte har også de deltaget: Det var et led i betalingsbalanceprogrammet, at de skulle rejse kapital til deres europæiske datterselskaber ved låntagning i Europa – dette skete ved udstedelse af euro-bonds. Men man var i specielt god tid med disse emmissioner, og provenuet blev derfor for en tid investeret som euro-dollars.

Hvor stærkt er det vanskeligt at opgøre, da det er forbundet med en række vanskeligheder at opgøre markedets størrelse. Disse vanskeligheder omtales i de årlige rapporter fra Bank for International Settlements i Basel, og i disse rapporter finder man også skøn over markedets størrelse – antagelig de bedste skøn vi har.

Vi skal her blot indskrænke os til at konstatere, at markedet *er* vokset, og at denne vækst er sket parallelt med, at USA har haft et underskud på betalingsbalancen. Det synspunkt er derfor nærliggende, at euro-dollarmarkedets vækst er helt fast knyttet til udviklingen på den amerikanske betalingsbalance – således at markedet skulle formindskes den dag, den amerikanske betalingsbalance atter udviser overskud. Er dette nødvendigvis rigtigt? Her må man have fat i euro-dollar-markedets *kreditmultiplikat:*

Har en ikke-amerikansk virksomhed fået en fordring på en amerikansk bank (man har eksporteret til USA, eller man har optaget et lån derovre), og har virksomheden ikke i øjeblikket brug for national valuta, låner den derfor beløbet ud på euro-dollarmarkedet via en bank. Tænker man sig, at en dansk virksomhed låner beløbet og veksler det til danske kroner, så er det måske Nationalbanken, der disponerer over dollarne efter omvekslingen. Nationalbanken går straks ud på euro-dollarmarkedet og låner dem ud. Helt ekstremt kunne man så forestille sig, at det atter er den danske virksomhed, der låner pengene og veksler dem til kroner, således at Nationalbanken atter kan udlåne dollars på euro-dollarmarkedet. Man kunne forestille sig denne proces fortsat næsten i det uendelige og ville da have en meget stor kredit-multiplikator. For nu at sætte sagen endnu mere på spidsen kunne man tænke sig, at det oprindelige udlån slet ikke stammer fra en fordring på en amerikansk bank, men blot var et udlån fra en bank, der arbejder i euro-dollar-markedet, at det var et udlån, der blev givet af arbitrageafdelingen i en bank lidt over tolv i forventning om, at man skulle blive i stand til at skaffe et tilsvarende indlån inden 12 næste dag. *I denne lidt teoretiske situation behøver man ikke noget amerikansk betalingsbalanceunderskud til at skabe euro-dollar-udlån og -indlån.* Kreditskabelsen ville da afhænge af abitrageafdelingernes villighed til først at låne ud for siden at skaffe sig indlån, og den ville afhænge af, hvor hurtigt dollarne bliver vekslet og atter udlånt.

En anden situation opstår, når en virksomhed, der skal betale sin importregning, låner nogle dollars for at være rede til at betale. Fordringen på den amerikanske bank ligger da stille som transaktionskasse, og de lånte euro-dollars er gået tabt for systemet.

På tilsvarende måde går det, hvis en tysk erhvervsvirksomhed låner eurodollars for at finansiere sit hjemlige lånebehov. Man sælger disse dollars

for mark og lander dollarne hos Bundesbank, bliver de placeret på pengemarkedet i New York og er altså gået tabt for euro-dollar-systemet.

Man kan altså ikke udregne en fast kreditmultiplikator for euro-dollar-systemet – den vil afhænge af, hvem de aktuelle låntagere er.

Er der et overskud på den amerikanske betalingsbalance (official settlement basis) dvs. overskud på løbende poster + langfristet kapital + privat kortfristet kapital, skal der ske en stigning i den officielle amerikanske netto-reserveposition. Vil en sådan situation hæmme euro-dollar-markedets vækst?

Svaret er, at det må afhænge af, hvem der har den tilsvarende forringelse af sin betalingsbalance. Er det et land, der blot overfører noget guld til USA, ja så berøres euro-dollar-markedet ikke. Er det et land der sælger nogle US Treasury Bills, så berørcs euro-dollar-markedet stadig ikke. Er det derimod et land, der har sine reserver anbragt på euro-dollar-markedet, der skal aflevere reserver til USA, kan effekten blive stor.

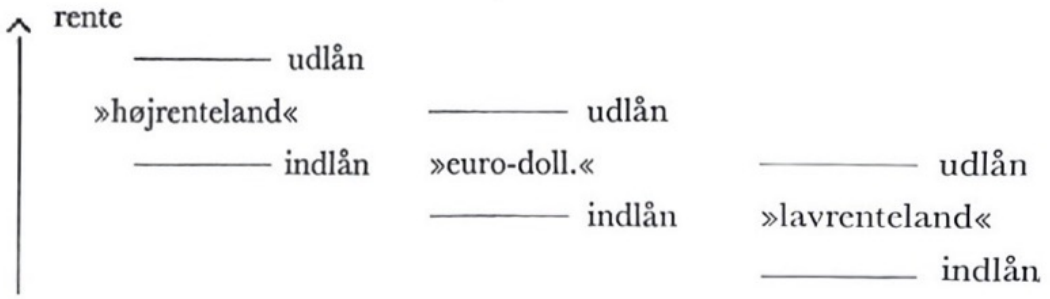
Men selv i denne sidste situation kan euro-dollar-markedet måske undgå virkningerne. Antag, at det er Danmark og andre lande, der anbringer reserver på euro-dollar-markedet, der skal overføre reserver til USA. Da vil udbuddet af euro-dollars altså falde og renten stige. Hvis dette giver anledning til, at andre centralbanker tager deres placeringspolitik op til fornyet overvejelse, at f. eks. Deutsche Bundesbank placerer reserver på euro-dollar-markedet, eller sender sine dollar-reserver ud på euro-dollar-markedet via de tyske forretningsbanker, kan virkningen af det amerikanske betalingsbalanceoverskud (som vi her har defineret det) neutraliseres ved passende aktioner fra ikke-amerikanske centralbankers side. Den slags aktioner har fundet sted.

Konklusionen af dette må blive, at et amerikansk overskud på betalingsbalancen (på official settlement basis) *kan* bevirke kontraktion på euro-dollar-markedet, men at det ikke er en nødvendig følge (i 1969 har der været amerikansk betalingsbalanceoverskud efter denne definition i nogle af årets kvartaler – og efter alt at dømme er euro-dollar-markedet stadig ekspanderet).

Defineres betalingsbalanceoverskuddet som overskud på løbende poster + langfristet kapital (basic balance) bliver det endnu vanskeligere, at drage konklusioner. Man kan nemlig tænke sig, at der er et stort amerikansk udlån til euro-dollar-markedet (og anden udstrømning af kortkapital), at dette mere end opvejer betalingsbalanceoverskuddet.

Denne sidste situation er vel ikke ganske usandsynlig. Der er i Amerika håb om et overskud på betalingsbalancens basic balance inden alt for længe. Vi ved, at euro-dollar-markedet er veletableret, at mange lånere er afhængige af det. Spørgsmålet er om denne efterspørgsel efter dollars

Figur 1



vil lokke amerikansk kapital frem, sådan som det tidligere har været tilfældet, således at USA nok vil få overskud på sin basic balance, men vil få underskud på official settlement basis.

Antagelig vil dette blive tilfældet med mindre USA indfører skrappe valutarestriktioner eller fører stram pengepolitik.

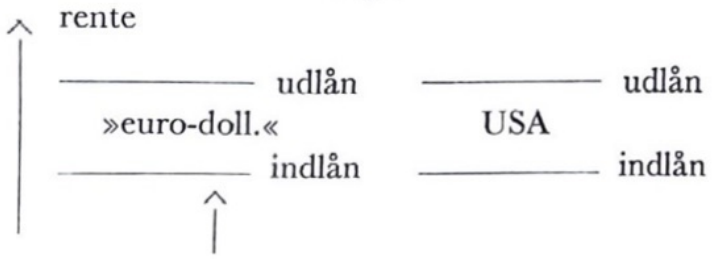
RENTEUDJÆVNING

Der er en tendens til at private låntagere og private långivere på et givet tidspunkt er opdelt geografisk på den måde, at låntagerne først og fremmest kommer fra lande med høj rente, mens långiverne kommer fra lande med relativ lav rente. Euro-dollar-renten konkurrerer således på udlånssiden med udlånsrenten i »højrentelandene« og på indlånssiden med indlånsrenten i »lavrentelandene«

Efterhånden som euro-dollar-markedet er blevet kendt og er vokset, er denne konkurrence blevet så stærk, at der er sat grænser for, hvor meget renteniveauerne kan fjerne sig fra hinanden i de lande, hvor virksomhederne har en nogenlunde udbredt adgang til markedet. Derfor har eurodollarmarkedet knyttet de nationale renteniveauer sammen. Der kan være afvigelser betinget af swap-omkostningerne, men er der større afvigelser derudover, vil det nationale kreditsystem få betydelig konkurrence fra euro-dollar-markedet. Har et land en rente, der korrigeret for swapomkostningerne er højere end euro-dollar-markedets renteniveau, (se fig. 1) vil landets kreditsystem måske ikke få konkurrence, når det gælder virksomhedernes ledige midler, når det gælder indlånene. Men på udlånssiden vil en del af virksomhederne, nemlig de, der har mulighed for det og kender muligheden, søge over på euro-dollar-markedet. Resultatet vil være en tilførsel af kapital til »højrentelandet« og dermed en tendens til et nedadgående pres på renten. Samtidig bemærker man, at der vil optræde en kapitalimport på betalingsbalancen.

Modsat vil et »lavrentelands« kreditsystem ikke blive udsat for konkurrence på udlånssiden, mens der på indlånssiden vil være en tendens til,

Fig. 2



at man søger over på euro-dollarmarkedet. Der vil være et opadgående pres på renteniveauet, og betalingsbalancen vil registrere kapitaleksport.

Nu er rentemarginalerne på euro-dollarmarkedet relativt små, og der kan derfor ske det, at et nationalt banksystem bliver udsat for dobbelt konkurrence. Som det ses på figur 2 kan forskelle i rentemarginalen betyde, at euro-dollar-markedet kan tilbyde både den bedste indlånsrente og den bedste udlånsrente.

Er dette tilfældet, vil der både ske kapitaludstrømning og kapitalimport. Dette er netop, hvad USA i perioder har oplevet – man har i USA en betydelig rentemarginal (der er jo kassekrav og loft over indlånsrenten), og derfor har amerikanske banker mistet en del forretninger til euro-dollarmarkedet. De amerikanske bankers reaktion har været at gå ind i euro-dollar-markedet ved at åbne filialer i London.

KONSEKVENSER FOR DEN ØKONOMISKE POLITIK

Denne sammenknytning af de forskellige renteniveauer indebærer konsekvenser for den økonomiske politik.

For det første bliver mulighederne for et fastsætte en national rente betydeligt formindskede, så længe man ikke vil gribe til at lægge restriktioner på kapitalbevægelserne. Og selv dette behøver ikke at få den store virkning, fordi kapitalbevægelser i form af forskydninger i afregningstidspunktet for udenrigshandelen kun meget vanskeligt lader sig kontrollere. Efterhånden som udenrigshandelens omfang er steget, har netop disse kapitalbevægelser fået stigende betydning.

Enkelte lande (især Italien og Vesttyskland) har med nogen succes søgt at frigøre sig fra påvirkningerne fra euro-dollar-markedets renteniveau ved at regulere kurssikringsomkostninger (swap-omkostningerne). Det er dog forholdsvis begrænset, hvor stort spillerum denne fremgangsmåde giver.

Den første konsekvens er altså en indskrænkning i friheden til at fastsætte et nationalt renteniveau. Den anden konsekvens er nye muligheder for myndighederne for at skabe ligevægt på betalingsbalancen. Afvigelser

fra euro-dollar-renten giver anledning til kapitalbevægelser. Man kan sige, at situationen nu ligner forholdene under guldfoden, hvor renteinstrumentet kunne sikre betalingsbalanceligevægt ved virkningerne på kapitalstrømmene.

Efter erfaringerne i begyndelsen af 1969, hvor danske forsøg på at føre lavrentepolitik, samtidig med at euro-dollar-renten var stigende, forårsagede et alvorligt dræn på de danske valutareserver, må have overbevist de danske myndigheder om realiteterne i disse sammenhænge.

KONSEKVENSERNE FOR DEN INTERNATIONALE LIKVIDITET

Det blev ovenfor hævdet, at euro-dollar-markedet har gjort det lettere at klare betalingsbalancetilpasningen. Et par lande har haft erfaringer, der tyder på det modsatte. Det gælder for eksempel Frankrig og Tyskland. Man har i forbindelse med spekulationen mod francen hævdet, at eksistensen af euro-dollar-markedet gjorde det mere tiltrækkende at spekulere, fordi de penge, man vekslede fra fransk mønt til f. eks. dollar, kunne anbringes så godt.

Spekulationen i en opskrivning af D-marken er i vidt omfang blevet finansieret på euro-dollar-markedet, men her kan man hævde, at de vesttyske myndigheder selv havde et betydeligt ansvar for spekulationens omfang. Den store spekulationsbølge i de tre første uger af november 1968 blev i virkeligheden for en stor dels vedkommende finansieret af Bundesbank selv. Bundesbank sørgede nemlig i de første 14 dage af november for, at euro-dollarmarkedets renteniveau og likviditet forblev uændret på trods af flugten over i mark.

Dette gik for sig på følgende måde:

En række banker og virksomheder købte mark for dollar, de havde lånt på euro-dollarmarkedet, og markene blev indsat i vesttyske banker. Den normale reaktion fra markedet skulle være en betydelig rentestigning og dollarknaphed, således at yderligere spekulation blev vanskeligere og dyrere. Men Bundesbank blev bekymret over rentestigningen på euro-dollarmarkedet, og tilbød derfor de vesttyske banker billige mark på terminen (man tilbød at købe mark for dollar til senere levering til en kurs, der efter alle standarder var god), således at disse banker ville veksle mark til dollars og låne disse dollars ud på euro-dollarmarkedet. Bundesbank handlede givetvis for at vise hensyn over for andre lande, hvis reserver kunne komme til at lide under en meget kraftig stigning på euro-dollarmarkedet; men resultatet var blot at opmuntre til yderligere stigning i spekulationen. Havde man derimod kanaliseret sine overskydende dollars tilbage direkte til de centralbanker, der tabte reserver på grund af spekulationen, ville man ikke på euro-dollarmarkedet have opmuntret til spekulation i samme grad[11]).

[11]) Se International Capital Flows, Economic Outlook 5, OECD, side 35.

Euro-dollar-markedet har altså påvirket behovet for valutareserver på flere måder: For det første er de internationale kapitalbevægelser blevet gjort meget renteføl somme, og hermed har man fået et nyt instrument i betalingsbalancetilpasningsmekanismen. *Reservebehovet er dermed blevet mindsket.* For det andet er mulighederne for spekulationen i valutakursændringer blevet større, og i det omfang, der rent faktisk er mistillid til de herskende kursforhold, *er behovet for reserver til at møde denne spekulation blevet større.*

Udover at påvirke behovet for valutareserver har euro-dollar-markedets vækst også påvirket selve forsyningen med valutareserver. Lidt simplificeret kan man sige, at hovedkilderne til reservedannelsen er guldproduktionen og det amerikanske betalingsbalanceunderskud (og den modsvarende opsamling af dollaraktiver i centralbankerne). Da den private efterspørgsel efterhånden aftager hovedparten af guldproduktionen, er der tilbage kun væksten i dollar-aktiverne. En overgang var også denne kilde til reservevækst i farezonen, da man begyndte at betragte dollars som et andenrangs reserveaktiv, som man var uvillig til at modtage flere af. Likviditetsudviklingen truede altså med at gå noget i hårdknude. Euro-dollar-markedets vækst har antagelig medvirket til at afbøde denne udvikling ved at gøre dollar-tilgodehavender til et mere attraktivt aktiv, som centralbankerne har været mere villige til at ligge inde med.

BETYDNINGEN FOR USA

Udviklingen af euro-dollar-markedet har haft forskellige virkninger for de ikke-amerikanske lande. Men hvad er virkningerne for USA, landet hvis mønt bliver anvendt på dette pengemarked?

Det er i det foregående nævnt, at euro-dollar-markedets gode forrentningsmuligheder har gjort en række centralbanker mere tilbøjelige til at holde dollars i deres reserver. Altså har USA kunnet betragte nedbringningen af betalingsbalanceunderskuddet som et lidt mindre presserende problem[12]).

Herudover har euro-dollar-markedet også på anden måde medvirket til at finansiere det amerikanske betalingsbalanceunderskud. Der har været en amerikansk nettolånoptagelse på euro-dollar-markedet i det seneste år, efterhånden som det amerikanske renteniveau er steget. Også amerikanerne har altså benyttet denne form for finansiering af betalingsbalanceunderskud, som står åben for alle landene.

Det er derimod enestående for USA, at man via euro-dollar-markedet

[12]) Som det vil fremgå af afsnittet om »kreditskabelsen«, er et fortsat amerikansk betalingsbalanceunderskud måske ligefrem uundgåeligt og ønskværdigt.

får et rentefrit, permanent lån fra udlandet. Det hænger sammen med, at et vist beløb i dollars anvendes som transaktionskasse for euro-dollar-markedet. Det er et lån, der vokser efterhånden, som euro-dollar-markedet vokser.

Renten på euro-dollar-markedet har knyttet landenes renteniveauer sammen. Nogle lande kan afvige fra det fælles niveau ved hjælp af operationer på terminsmarkedet eller ved valutarestriktioner. Sådanne midler kan de amerikanske myndigheder vanskeligt tage i anvendelse, det er jo landets egen mønt, det drejer sig om. Derfor er der en speciel nær sammenhæng mellem det amerikanske renteniveau og euro-dollar-renten. På grund af den amerikanske økonomis størrelse går den kraftigste påvirkning fra USA til euro-dollar-markedet, virkningen den modsatte vej er mindre.

Dette forhold giver naturligvis de amerikanske myndigheder et vist ansvar over for den omliggende verden:

Det er karakteristisk for euro-dollar-markedet, at det er meget tilpasningsdygtigt, der er store omskiftelser mellem långivere og låntagere. Euro-dollar-markedet har hurtigt kunnet omstille sig uden de store ændringer i renten.

Indtil midten af 1968 har USA netto forsynet markedet med midler, men herefter har situationen været en anden. Med kreditstramningen i USA har amerikanske banker lånt endog meget store beløb på euro-dollar-markedet (det er rent praktisk sket bl. a. ved oprettelse af filialer i London). I modsætning til andre omskiftninger på euro-dollar-markedet har dette givet sig voldsomme udslag på renten.

Sammen med andre forhold (efterspørgslen efter midler til brug for spekulation i en tysk revaluering) har de amerikanske træk på euro-dollar-markedet bragt renten op på rekordhøjder. Man nåede i sommeren 1969 op omkring de 13 % p. a. for penge anbragt på 3 måneder.

Den høje rente gav anledning til en del kritik af amerikanerne fra europæisk side – franskmændene tilskrev en del af spekulationen mod franc'en, at euro-dollar-markedet trak penge til sig, og også de skandinaviske lande har haft besvær med at holde pengene hjemme.

Som svar på denne kritik har Federal Reserve System bestemt, at de amerikanske banker fra midten af oktober 1969 skal holde tvungne reserver svarende til 10 % af de eurodollars, der er repatrieret efter en vis tidligere dato[13]). Det er vanskeligt at bedømme virkningerne af dette skridt: Det er nu blevet dyrere for amerikanerne at låne eurodollars, derfor vil de måske låne mindre. På den anden side betyder reservekravet, at de må finde nogle ekstra penge frem, og måske er det eneste sted, disse kan skaffes fra, euro-dollar-markedet.

Dette er naturligvis kun en engangsregulering af de kræfter, der virker på euro-dollar-markedet. En mere kontinuerlig regulering foretages af Bank for international Settlements (BIS) i Basel[14]). Den har i flere tilfælde anvendt sine kreditaftaler (swap facilities) med Federal Reserve System til at presse renten lidt ned.

---

[13]) Se »Eurodollars go home« The Economist, august 30, 1969, side 40–41.

[14]) B.I.S. er et aktieselskab, der ejes af en række centralbanker. Banken optræder ofte som agent for disse banker.

LITTERATUR

1. »What Does it really mean? – Euro-dollars«, Oscar L. Altman, Finance and Development Vol. IV, No. 1, IMF.
2. »Euro-dollars: Some Further Comments«, Oscar L. Altman, Staff Papers, Vol. XII, No. 1, IMF, marts 1965.
3. »Euro-dollars go home« Economist, 30. august 1969.
4. »U.S. Banks storm the City«, Ian Davidson, Financial Times, 21. april 1969.
5. Developments in international capital flows«, Economic Outlook 5, OECD, juli 1969.
6. »Financing of Business with Euro-dollars«, Morgan Guaranty Trust Company – International Banking Division.
7. »Annual Report«, Bank for International Settlements, Basel. (De senere år).
8. »Pyramiding and Euro-dollars«, International Monetary Relations, Leland B. Yeager.
9. »The euro-dollar-market: An Interpretation«, Alexander K. Swoboda, Essays in international Finance, No. 64. Feb. 1968. Princeton University.