DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE SITUATION

Pengepolitik og internationale kapitalbevægelser.

I de sidste år har renten i de fleste lande været stigende, og renteniveauet ligger i dag næsten overalt forholdsvis højt. Når rentestigningen har været så udbredt, var det nærliggende at tro, at der har været tale om en vis »afsmitning« fra det ene land til det andet. Der synes imidlertid kun i ringe grad at have været tale om, at landene har forhøjet renten, fordi den højere rente i udlandet har tvunget dem til det. De fleste lande har haft deres egne specielle indenlandske årsager til rentestigningen. Baggrunden har som regel været ønsket om at bekæmpe et internt inflationspres. I de tilfælde, hvor der har været en direkte forbindelse mellem rentestigning i det pågældende land og i udlandet, har forbindelsen nærmest haft den form, at den stigende rente ude omkring har gjort det muligt for landet at gennemføre en renteforhøjelse, som det i øvrigt ønskede af interne grunde.

Etableringen og udviklingen af virkeligt internationale penge- og kapitalmarkeder i de senere år må naturligvis have medført en tendens til udjævning af forskellene mellem vilkårene på de enkelte landes penge- og kapitalmarkeder. De internationale markeder er dog endnu af moderat størrelse sammenlignet med de nationale markeder, så betydningen for renteudviklingen i de enkelte lande har været beskeden. Desuden har flere lande indført eller udvidet den direkte kontrol med kapitalbevægelserne for at kunne føre en mere uafhængig rentepolitik. Der er derfor ikke sket nogen tilnærmelse mellem de forskellige landes renteniveauer, og forskellen fra land til land er fortsat betydelig.

I en lang årrække efter krigen gik bestræbelserne overalt i retning af at afvikle restriktioner på kapitalbetalingerne. Liberaliseringsbestræbelserne koordineredes inden for OEEC, som senere blev afløst af OECD. Selv om man først koncentrerede sig om at få liberaliseret de løbende betalinger, har man dog i de senere år også stillet forslag om en vis liberalisering af kapitalbetalingerne. Også inden for Fællesmarkedet har man arbejdet for yderligere liberalisering. Baggrunden for disse liberaliseringsbestræbelser har været ønsket om at fremme den internationale arbejdsdeling mest muligt. Liberaliseringen af kapitalbetalinger er blevet betragtet som et nødvendigt supplement til liberaliseringen af handelen m. v.

Man var i begyndelsen af 60'erne nået frem til en betydelig grad af frihed i kapitalbetalingerne i de vigtigste lande. USA havde hele tiden haft fuld frihed for alle kapitalbetalinger til og fra udlandet. Normale kreditter i forbindelse med varehandel o. l. kunne i de fleste lande frit gives – og modtages – inden for vide grænser. Direkte udenlandske investeringer (d. v. s. investeringer i datterselskaber, filialer o. l.) var stort set frie, og bestemmelserne om personlige kapitalbetalinger (f. eks. gaver, arv, o. l.) var også meget liberale. Mange steder, bl. a. i de kontinentaleuropæiske lande, var porteføljeinvesteringer også frigivet, d. v. s. at disse landes indbyggere frit kunne købe udenlandske værdipapirer, ligesom udlændingene kunne købe værdipapirer, som var udstedt i det pågældende land. Derimod har emission af udenlandske lån på de nationale kapitalmarkeder hele tiden været forbudt – eller krævet speciel tilladelse – i de fleste lande. Kun Tyskland har også frigivet sådanne transaktioner. England kombinerede meget liberale regler over for landene i sterling-området med temmelig restriktive bestemmelser over for andre lande. I de nordiske lande har porteføljeinvesteringer m. v. hele tiden været undergivet stramme restriktioner.

Den friere adgang til kapitalbetalinger medførte selvfølgelig en tendens til at låne i udlandet, hvis det var billigere end på hjemmemarkedet, og til at placere kapital i udlandet, hvis det gav et bedre udbytte. Disse rentebetingede kapitalbevægelser kan naturligvis påvirkes ved pengepolitiske forholdsregler. På den anden side er det med frie kapitalbevægelser ofte vanskeligt at anvende pengepolitikken til regulering af den indenlandske aktivitet. En stramning af kreditten vil f. eks. snarere medføre en tilstrømning af kapital fra udlandet end en dæmpning af den indenlandske økonomiske aktivitet.

Konsekvensen heraf er, at et land, som har gennemført frie regler for kapitalbetalinger, må være indstillet på at regulere den indenlandske aktivitet først og fremmest ved finanspolitiske og indkomstpolitiske foranstaltninger, medens pengepolitikken må reserveres til at udligne udsving i betalingsbalancen.

Det har imidlertid vist sig, at man i mange lande ikke har villet – eller af politiske grunde ikke har kunnet – ændre finans- og indkomstpolitikken tilstrækkeligt til at opnå den ønskede virkning på den indenlandske aktivitet, navnlig ikke efter at der i flere og flere lande er opstået inflationstendenser. I denne situation har man da alligevel grebet til penge- og kreditpolitikken, fordi det på dette område har været muligt hurtigt at gennemføre kraftige ændringer. For så vidt muligt at forhindre, at den indenlandske virkning af de pengepolitiske forholdsregler blev ødelagt af uønskede kapitalbevægelser, har man da gennemfort forskellige direkte reguleringer af kapitalbevægelserne.

I det følgende gives en oversigt over udviklingen i nogle vigtige lande,

hvor man har måttet supplere pengepolitiske foranstaltninger med indgreb over for kapitalbevægelserne.

USA

I mange år efter krigen var USA næsten det eneste land, som havde helt frie kapitalbetalinger. Da lånevilkårene samtidig var meget fordelagtige, foregik der en betydelig udenlandsk låntagning i USA, samtidig med at amerikanske firmaer foretog store direkte investeringer i udlandet. Det var dog først omkring 1960, at nettokapitaludstrømningen svulmede så meget op, at den blev et problem. (I årene 1960-64 androg nettokapitaludstrømningen ca. 5½ milliard $ om året, eller 2-3 gange så meget som i det foregående femår).

Kapitaludstrømningen synes ikke at have været spekulativt betonet, men har tilsyneladende haft normale forretningsmæssige motiver. Der er vel ikke tvivl om, at genindførelsen af konvertibiliteten i Europa og etableringen af Fællesmarkedet medførte et kraftig forøgelse af de amerikanske virksomheders interesse for investeringer i Europa, men den lave rente og den lette adgang til lån i USA har dog også været af stor betydning for kapitaludstrømningens omfang.

Da konjunktursituationen i USA i begyndelsen af 60'erne var usikker, ønskede myndighederne ikke at stramme kreditforholdene, og navnlig ville man af hensyn til investeringsaktiviteten undgå en forhøjelse af den lange rente.

Myndighederne forsøgte derfor først at forhøje den korte rente uden at ændre den lange rente, i håb om at den højere korte rente ville gøre det mere attraktivt for udlændinge at placere midler i USA. Det lykkedes faktisk ved »open-market operations« at indsnævre forskellen mellem den korte og den lange rente væsentlig. Forskellen mellem renten af 3-måneders skatkammerbeviser og lange statsobligationer var i 1958 over 1½ pct., men er siden gradvist reduceret, og var i 1965 kun ca ¼ pct. Det viste sig imidlertid, at den forhøjelse af den korte rente som kunne gennemføres på denne måde, ikke var tilstrækkelig til at mindske nettokapitaludstrømningen.

I juli 1963 indførtes da den såkaldte renteudligningsskat, som betyder, at udlændinge, som vil optage obligationslån i USA, kommer til at betale en rente på 1 pct. over den amerikanske markedsrente. Skatten omfatter også amerikansk køb af udenlandske obligationer og aktier, og den er senere blevet udvidet til tillige at omfatte udenlandske banklån med en løbetid over 1 år. Skatten gennemførtes i første omgang for en begrænset periode, der udløb med udgangen af 1965, men den er siden blevet forlænget, foreløbig til udgangen af juli 1967. – Også dette indgreb havde forholdsvis

ringe virkning på nettokapitaludstrømningen, jfr. nedenfor om det internationale kapitalmarked.

I februar 1965 etableredes derefter et såkaldt »frivilligt« betalingsbalanceprogram, som fastsætter snævre grænser for forøgelsen af bankernes lån til udlandet, og som henstillede til de største virksomheder at forbedre deres individuelle betalingsbalancer med 15-20 pct. i 1965. I december 1965 udvidedes programmet med en henstilling om at begrænse valutaforbruget ved direkte investeringer i udlandet til 135 pct. af de gennemsnitlige investeringer i 1962-64. Da virksomhederne havde planlagt en meget kraftig forøgelse af deres investeringer i udlandet i 1966, betød denne regel, at virksomhederne måtte begrænse de planlagte udenlandske investeringer meget væsentligt, med mindre de kunne skaffe midler ved låntagning i udlandet.

Efter at intensiveringen af krigen i Vietnam i løbet af 1965 havde medført begyndende tegn på et efterspørgselspres, har myndighederne ikke længere været så bange for konsekvenserne af en rentestigning, og de traditionelle pengepolitiske midler er derfor blevet taget i brug. Diskontoen blev forhøjet, og både den korte og den lange rente er steget noget. Da renten i udlandet også er gået op, har virkningen dog næppe været mere end nogenlunde at opretholde den hidtidige renteforskel. Kreditstramningen har således ikke bidraget til at begrænse kapitaludstrømningen, og der har ikke været basis for nogen afvikling af de direkte indgreb i kapitalbevægelserne.

Virkningen af de amerikanske indgreb har været, at USA's kapitalmarked i det sidste par år er blevet isoleret, dels ved at det er blevet gjort dyrere for udlændinge end for indlændinge at optage lån i USA, dels ved at det er blevet gjort tillokkende for amerikanske virksomheder at låne i udlandet, til trods for at renten dér er højere end i USA. De amerikanske forsøg på at begrænse kapitaludstrømningen kan endnu ikke siges at have haft nogen overbevisende succes. Det er ganske vist lykkedes at bremse visse konkrete former for kapitalbetalinger (f. eks. udviklede landes optagelse i obligationslån i USA og amerikanske bankers lån til udlandet), men indtil nu har kapitaludstrømningen hele tiden fundet nye veje. I 1965 medførte de private kapitalbevægelser en nettokapitaludstrømning på ca. $3^1/_2$ milliard $, eller ca. det samme som i 1962 og 1963. 1965-tallet var dog lavere end udstrømningen i 1964, der androg over 6 milliarder $, men nedgangen skyldtes næsten udelukkende, at de amerikanske banker – formentlig især som følge af den stigende indenlandske efterspørgsel efter lån – formindskede deres udlån til udlandet.

ENGLAND

Siden efteråret 1964 har England i perioder været ude for en meget kraftig kapitaludstrømning som følge af svigtende tillid til pundet. Ud-

strømningen er dels sket ved, at udlændinge har trukket deres tilgodehavender i England hjem, dels ved at englænderne har foretaget store kapitalbetalinger til udlandet, især i form af direkte investeringer og forskydninger i »leads and lags«, d. v. s. fremskyndelse af kommercielle betalinger til udlandet og forsinkelse af hjemtagningen af sådanne betalinger.

For at begrænse udlandets tilbagetrækning af sterlingtilgodehavender og om muligt endda bevirke en vis tilbagestrømning har renten været holdt på et højt niveau. Diskontoen forhøjedes i november 1964 til 7 pct., og efter en nedsættelse til 6 pct. i juni 1965 blev den igen sat op til 7 pct. i juli 1966. De øvrige rentesatser har ligget på et tilsvarende højt niveau. I en periode med uro om sterlingkursen vil udenlandske investorer altid kurssikre eventuelle pengeanbringelser i England. Investorernes nettoudbytte af sådanne anbringelser vil derfor være den opnåede rente med fradrag af kursikringsomkostningerne. Hvis valutaterminsmarkedet – over hvilket kurssikringen foretages – var blevet overladt til sig selv, ville omkostningerne utvivlsomt i mange perioder være vokset så stærkt, at en anbringelse i sterling til trods for det høje engelske renteniveau ville give et væsentlig ringere nettoudbytte end f. eks. en anbringelse i dollars. For at undgå dette har de engelske myndigheder i lange perioder interveneret i terminsmarkedet for at bringe kurssikringsomkostningerne så langt ned, at placering i sterling blev fordelagtig.

Den høje rente må naturligvis også have tenderet i retning af at begrænse de engelske kapitalbetalinger til udlandet. De engelske virksomheders og privates langfristede investeringer i udlandet har længe været ret store – i 1965 androg de over 300 mill. £. I en situation med akutte betalingsbalancevanskeligheder var det derfor nærliggende at søge at begrænse disse betalinger. Da den høje rente alene ikke var tilstrækkelig til at opnå den ønskede begrænsning, har myndighederne efterhånden strammet valutarestriktionerne. Siden krigen har alle porteføljeinvesteringer i lande uden for sterlingområdet skullet ske mod betaling af en særlig »investeringsvaluta« (»investment exchange«, undertiden blot kaldet »investment dollars«) Denne valuta kunne kun købes af andre, som havde solgt udenlandske værdipapirer, eller hos bankerne, som havde tilladelse til at handle med investeringsvaluta. Virkningen af dette system var, at engelske køb af udenlandske værdipapirer ikke belastede valutastillingen, da de kun kunne foregå i det omfang, der tidligere var solgt udenlandske værdipapirer. Da efterspørgslen efter udenlandske værdipapirer var forholdsvis stor, var der som regel en overpris på investeringsvaluta. I april 1965 fastsatte den engelske regering, at 25 pct. af provenuet ved salg af udenlandske værdipapirer skulle afleveres til myndighederne til normal kurs. Dette vil bl. a. betyde, at de samlede engelske investeringer i værdipapirer efterhånden vil blive reduceret. I juli 1965 fastsattes det endvidere, at direkte investeringer i

lande uden for sterlingområdet skulle finansieres over investeringsvalutaområdet – for så vidt de overhovedet opnåede myndighedernes tilladelse. Følgen heraf var naturligvis, at disse direkte investeringer ikke længere medførte noget valutatab, men skete på bekostning af engelske værdipapirbeholdninger. Da man ved disse ændringer både har formindsket udbuddet og forøget efterspørgslen efter investeringsvaluta, er overkursen på den vokset. I sommeren 1966 har den ligget på omkring 25 pct. Der er således tale om en væsentlig fordyrelse af de direkte investeringer.

I maj 1966 gennemførtes for første gang restriktioner over for kapitalbetalinger til sterlingområdet. Af formelle grunde havde restriktionerne form af et »frivilligt« program efter amerikansk mønster. I henhold til dette program henstiller myndighederne til engelske virksomheder, som påtænker investeringer i de udviklede sterlinglande (Australien, New Zealand, Sydafrika og Irland), at de overvejer, om investeringerne kan udskydes, og at de søger at få udgifter i udlandet finansieret lokalt. Virksomheder, som alligevel ønsker at foretage en investering, der nødvendiggør en valutaoverførsel fra England på mere end 25.000 £, opfordres til at indsende deres planer til Bank of England. Hvis projektet ikke ser ud til at medføre hurtige, væsentlige og vedvarende valutaindtægter for England, vil Bank of England alvorligt henstille, at projektet opgives eller udsættes. Bank of England anlægger i øvrigt samme vurdering af, om der skal gives tilladelse til direkte investeringer uden for sterlingområdet. De institutionelle investorer, bl. a. forsikringsselskaber, er også opfordret til at begrænse deres porteføljeinvesteringer i sterlingområdet mest muligt.

Der gælder således i dag meget stramme restriktioner for de engelske kapitalbetalinger til udlandet.

DE ØVRIGE EUROPÆISKE LANDE

Nogle europæiske lande – især de nordiske lande – har hele tiden fastholdt en forholdsvis stram regulering af kapitalbevægelserne netop med henblik på at bevare muligheden for at føre en selvstændig pengepolitik. I de fleste kontinentaleuropæiske lande har man i højere grad formelt frigivet kapitalbevægelserne, men også i disse lande har man dog i flere år på forskellig vis forsøgt at regulere kapitalbetalingerne med henblik på at påvirke den interne likviditet. I det sidste par år har problemet i de fleste af disse lande været begyndende inflationstendenser. Som et led i bestræbelserne på at begrænse den indenlandske likviditet har man derfor stimuleret kapitalbetalinger til udlandet, samtidig med at man har bestræbt sig på at begrænse kapitaltilstrømningen fra udlandet.

I flere og flere lande har man således søgt at begrænse forretningsbankernes indenlandske likviditet ved på forskellig vis at hindre dem i at bruge

udenlandske tilgodehavender – eller udenlandske kreditmuligheder – til at finansiere en kreditudvidelse i indlandet. I Holland er det således fastsat, at bankerne ikke må have nettogæld til udlandet, og i flere andre lande er der efterhånden gennemført lignende begrænsninger. I Tyskland begrænses bankernes interesse i at låne i udlandet ved, at bankerne i henhold til kassereservelovgivningen skal deponere 30 pct. af deres nettogæld til udlandet på en rentefri konto hos centralbanken. I Schweiz indførtes i 1964 en bestemmelse om, at bankerne skal deponere væksten i indskud fra udlandet hos centralbanken, medmindre de genanbringes i udlandet. Der findes i øvrigt en bestemmelse af samme karakter i Danmark, idet bankerne i henhold til aftalen af 24. februar 1965 med Nationalbanken skal deponere ikke blot en del af deres indlånsstigning, men også hele en eventuel stigning i deres nettogæld til udlandet.

Nogle lande anvender også valutakurspolitikken til at påvirke bankernes likviditet. F. eks. har Tyskland og Italien i perioder tilbudt at kurssikre bankernes udenlandske pengeanbringelse på vilkår, som var gunstigere end valutamarkedets. Det er på denne måde muligt at gøre det interessant for bankerne at anbringe penge i udlandet, selv om markedsomkostninger ved kurssikring ville bevirke, at nettoudbyttet var ringere end ved indenlandske placeringer.

Tilstrømning af kortfristet kapital til et land vil som regel have form af investeringer i pengemarkedspapirer (Treasury Bills e. lign.) eller i mangel heraf indskud på opsigelse i pengeinstitutterne. I lande som Italien og Frankrig begrænses tilstrømningen alene derved, at der ikke findes egentlige pengemarkedspapirer. I andre lande som Tyskland og Belgien har udlændinge normalt ikke adgang til at købe sådanne papirer. For yderligere at begrænse tilstrømningen af korte penge har en række lande, bl. a. Tyskland, Schweiz og Italien, i de sidste år tillige forbudt betaling af rente af udenlandske indskud på opsigelse.

Ovenfor er nævnt nogle eksempler på den teknik, som de kontinentaleuropæiske lande har taget i anvendelse for at påvirke kapitalbevægelserne.

Det vil føre for vidt at give en detaljeret oversigt over alle de europæiske landes politik på dette område, men et par eksempler vil antagelig være illustrerende.

I *Schweiz* har man i princippet altid haft meget frie regler for kapitaloverførsler. Den mest betydningsfulde restriktion på kapitalbetalingerne har været myndighedernes ret til at regulere de udenlandske emissioner i Schweiz. Denne adgang er hele tiden blevet udnyttet til at regulere den indenlandske likviditet, således at myndighederen, når man fandt, at likviditeten var for rigelig, gav tilladelse til mange udenlandske emissioner, medens man i perioder med stram likviditet indskrænkede de udenlandske emissioner eller helt lukkede for dem.

Schweiz har længe haft ry for politisk og økonomisk stabilitet. Dette har bl. a. betydet, at internationale politiske kriser – og senere afspændinger – har medført store kapitalbevægelser til og fra Schweiz. I begyndelsen af 60'erne foregik der en betydelig tilstrømning af kapital til trods for det meget lave schweiziske renteniveau. Den fortsatte tilstrømning var en medvirkende årsag til en overdreven kreditudvidelse i Schweiz, og i løbet af 1963 var resultatet blevet, at der opstod et efterspørgselspres med efter schweiziske forhold store prisstigninger o. s. v. Af indenlandske grunde fandt man det derfor rimeligt at gennemføre en vis kreditstramning. Det var derfor vigtigt at begrænse tilstrømningen af udenlandsk kapital, der jo ville medføre en likviditetsforøgelse i Schweiz. Som et led i et omfattende stabiliseringsprogram gennemførtes derfor i april 1964 en række forholdsregler, der skulle dæmme op for kapitalindstrømningen. Der blev således indført forbud mod, at udlændinge købte schweiziske værdipapirer, og bankerne fik pligt til at deponere forøgede udenlandske indskud på en ikkeforrentet konto i nationalbanken, medmindre midlerne blev genanbragt i udlandet. Det ville egentlig have været logisk at tillade mange udenlandske emissioner i Schweiz, for at de kunne bidrage til at opsuge noget af den for store likviditet. Da der imidlertid var en meget stærk vækst i de indenlandske emissioner, valgte man at begrænse de udenlandske for at undgå overbelastning af kapitalmarkedet med deraf følgende kraftig rentestigning.

Den schweiziske højkonjunktur er fortsat siden, bl. a. med den følge, at det indenlandske renteniveau er steget så kraftigt, at nationalbanken i juli 1966 måtte forhøje diskontoen med en hel procent for at tilpasse den til markedsrenten. For at begrænse stigningen i obligationsrenten har man begrænset de udenlandske obligationsemissioner yderligere. Disse emissioner, der så sent som i 1961 androg 860 mill. sfrs., faldt til 280 mill. sfrs. i 1964 og til kun 260 mill. sfrs. i 1965. Da konjunktursituationen samtidig var blevet lidt mindre overophedet, og da risikoen for en voldsom tilstrømning af udenlandsk kapital syntes at være forsvundet, gennemførtes i april og juni 1966 lempelser i kapitalrestriktionerne. Bl. a. fik udlændinge igen adgang til at købe schweiziske obligationer (men ikke aktier). Myndighederne fremhævede dog, at de i betragtning af usikkerheden med hensyn til de internationale kapitalbevægelser forbeholdt sig ret til at genindføre restriktionerne i det hidtidige omfang.

I *Italien* har man i mange år anvendt regulering af de private bankers udenlandske mellemværender til at påvirke den indenlandske likviditet. I 1962 ændredes den italienske betalingsbalance fra overskud til underskud. Da myndighederne ikke ønskede at bremse den økonomiske udvikling, fik bankerne i november 1962 lov til at optage korte lån i udlandet til at opveje det likviditetstab, som betalingsbalanceunderskuddet medførte. Tidligere havde bankerne ikke måttet have nettogæld til udlandet. Betalingsbalance-

underskuddet blev langt større end ventet, men det viste sig, at de private banker var i stand til at forøge deres kortfristede udenlandske gæld i samme omfang. På et år forøgede de deres udenlandske gæld med over 1.200 mill. $. Dette enorme beløb blev lånt i dollars hos banker i andre lande på det såkaldte Euro-dollarmarked. I løbet af efteråret 1963 blev det imidlertid klart, at betalingsbalancesituationen var ved at blive endnu dårligere, og at det derfor var nødvendigt at gennemføre en kreditstramning. I september 1963 fik bankerne derfor besked om, at de ikke måtte forøge deres udenlandske gæld yderligere.

Allerede i 1964 ændredes den italienske betalingsbalance igen, og der har siden været overskud. Den interne likviditetssituation lettedes igen, dels på grund af betalingsbalanceoverskuddet, dels som følge af myndighedernes direkte foranstaltninger. Da den indenlandske aktivitet var stilnet af under kreditstramningen, var efterspørgslen efter kredit i øvrigt moderat. Myndighederne har i denne situation hindret, at det store valutaoverskud medførte en for voldsom udvidelse af den indenlandske likviditet ved gradvis igen at stramme reglerne for bankernes adgang til at låne i udlandet. Ved udgangen af 1965 var bankernes nettogæld til udlandet nedbragt til under 200 mill. $, d. v. s. omtrent samme niveau som i slutningen af 1962.

Fra begyndelsen af 30'erne og til den anden verdenskrigs slutning gennemførtes i de fleste lande mere og mere vidtgående restriktioner på betalingerne til og fra udlandet og herunder ikke mindst på kapitalbetalingerne. Fra krigens slutning og til begyndelsen af 60'erne skete der en hurtig afvikling af disse restriktioner, og selv om de løbende betalinger i almindelighed var de første, der blev liberaliseret, skete der dog også en væsentlig frigørelse af kapitalbetalingerne, og alt tydede på, at denne udvikling ville fortsætte. Siden da er udviklingen imidlertid gået i retning af flere restriktioner.

Årsagen til denne udvikling er meget træffende blevet beskrevet i den sidste årsberetning fra Den internationale Betalingsbank i Basel[1]), hvori det hedder, at myndighederne i en situation, hvor finanspolitikken ikke kan ændres, og indkomstpolitikken ikke virker, sjældent har andre muligheder end at anvende kreditpolitikken til indenlandske formål og at beskytte betalingsbalancen ved restriktioner på kapitalbevægelserne. Indtil nu kan det vel også siges, at de indførte restriktioner ikke har været så alvorlige, at de har medført væsentlige problemer for andre lande. Så længe der kun er tale om midlertidige indgreb under vanskelige økonomiske forhold, er sådanne restriktioner derfor muligvis ikke så alvorlige. Der er dog erfarings-

[1]) Bank for International Settlements: Thirty-sixth Annual Report, Basle, 13th June 1966.

mæssigt en reel fare for at restriktionerne bliver bevaret meget længere end man oprindelig havde tænkt sig, fordi det altid skaber vanskeligheder at afvikle beskyttelsesforanstaltninger.

DET INTERNATIONALE KAPITALMARKED

I mange år efter krigen blev udenlandske obligationslån først og fremmest emitteret i USA. Der var ingen amerikanske valutarestriktioner, som stillede sig hindrende i vejen for sådanne emissioner, og vilkårene på det amerikanske kapitalmarked var bedre end i næsten alle andre lande. Samtidig var kapitalmarkederne i de europæiske lande for det meste lukkede for udenlandske lån. Kun Schweiz har regelmæssigt givet tilladelse til emission af udenlandske lån, selv om der også nu og da blev givet sådanne tilladelser i andre lande.

Denne situation har imidlertid ændret sig meget i de sidste år. Siden 1963 har USA som bekendt søgt at begrænse de udenlandske emissioner ved indførelse af en renteudligningsskat, som forhøjer renten for de fleste udenlandske låntagere med 1 pct. Skatten har været meget effektiv, for så vidt som den har bevirket, at der ikke siden er emitteret lån af betydning for låntagere fra lande, som rammes af skatten. Beløbsmæssigt er de udenlandske emissioner imidlertid ikke faldet væsentligt. Dette skyldes især, at visse lande blev undtaget fra skatten. Af størst betydning har det været, at Canada forsat har kunnet låne uden at betale skat, men også de fleste underudviklede lande samt inden for visse grænser Japan og Australien er blevet fritaget. Uden skatten ville der dog nok være sket en forøgelse af de udenlandske emissioner i USA.

Lukningen af det amerikanske marked for mange af de traditionelle låntagere medførte en kraftig udvikling af et europæisk kapitalmarked. Emissioner i de enkelte lande var ganske vist stadig underkastet strenge reguleringer i de fleste lande, men der blev opbygget et fælleseuropæisk marked. Dette marked har ekspanderet så hurtigt, at der i 1965 blev emitteret obligationslån for ca. 1.300 mill. $ i Europa – eller mere end de udenlandske emissioner i USA.

I dag fungerer dette marked således, at bankkonsortier med deltagere fra mange lande udbyder obligationerne internationalt. I konsortierne deltager ofte både engelske og amerikanske banker, til trods for at obligationerne praktisk taget ikke sælges hverken i England eller USA. (I England kan de kun købes mod betaling af investeringsvaluta, der betinger en anselig overkurs, og i USA skal der betales renteudligningsskat ved køb.)

Det er almindeligt at kalde dette marked for »Det europæiske kapitalmarked«, men det er i virkeligheden en for snæver betegnelse. Både når man tager hensyn til de banker, som deltager i emissionen, og til låntagernes og obligationskøbernes nationalitet, må »Det internationale kapitalmarked« siges at være en mere dækkende betegnelse.

Obligationslånene løber i reglen over 10-20 år. Obligationerne udstedes oftest lydende i US-dollars, men D-mark-obligationer er også meget almindelige. Der forekommer også lån i andre valutaer eller i såkaldte »europæiske regningsenheder« (disse lån er reelt lån med en guldklausul, der dog ikke bliver effektiv ved en generel ændring af guldprisen).

Låntagerne har ikke mindst været større byer og industrivirksomheder m. v. fra de skandinaviske lande og Japan. I 1965 og 1. halvdel af 1966 er der dog sket en væsentlig ændring i låntagernes sammensætning.

I løbet af 1965 – og navnlig i årets sidste måneder – begyndte store amerikanske industrivirksomheder at emittere lån på det europæiske kapitalmarked. Disse virksomheder kunne ganske vist låne billigere på det amerikanske kapitalmarked, men det »frivillige« betalingsbalanceprogram, som indledtes i foråret 1965, tvang reelt mange virksomheder til at låne i udlandet, hvis de ikke ønskede at nedskære deres planlagte udenlandske investeringer. Allerede i 1965 beløb disse emissioner sig til ca. 350 mill. $ eller mere end 1/4 af samtlige emissioner. Udviklingen er fortsat i de første 4 måneder af 1966, hvor de amerikanske emissioner har beløbet sig til ca. 275 mill. $ eller mere end 40 pct. af samtlige emissioner.

Der er undertiden udtrykt tvivl om, hvorvidt de mange amerikanske emissioner i Europa i virkeligheden har nogen større virkning på USAs betalingsbalance. Det hævdes nemlig, at midlerne til køb af de nye amerikanske obligationer i stort omfang fremskaffes, ved at udlændinge sælger beholdninger af ældre amerikanske obligationer i USA. Denne tilbagestrømning af obligationer skulle opveje valutagevinsten ved salg af nye obligationer, således at der til en vis grad ikke sker andet end, at nogle udlændinge ombytter en slags amerikanske obligationer med en anden – højere forrentet – slags.

Til trods for den hurtige forøgelse af emissionerne på det internationale kapitalmarked er det bemærkelsesværdigt, at efterspørgslen efter obligationerne i lang tid voksede lige så hurtigt, således at lånevilkårene ikke strammedes væsentlig. Først den voldsomme vækst i emissionerne i den sidste del af 1965, som navnlig de amerikanske låntagere bevirkede, førte til en mærkbar stramning af vilkårene. Renten af de enkelte lån er ret varierende – afhængig af låntagerens kreditværdighed og af de øvrige lånevilkår. Den typiske effektive rente er siden begyndelsen af 1965 steget med ca. 1 pct. og andrager nu 6 1/2–7 pct.

Der har ikke blot været tale om en rentestigning, men forholdene på markedet har i perioder i foråret 1966 været så stramme, at allerede bebudede lån måtte aflyses eller udsættes, fordi det havde vist sig umuligt at placere obligationerne.

Man har intet sikkert kendskab til, hvem der køber disse obligationer. Derimod ved man, at bl. a. amerikanere, englændere og skandinaver som følge af indenlandske valutabestemmelser ikke kan spille nogen rolle som

købere. I de fleste andre vesteuropæiske lande er der derimod fri adgang til at købe disse obligationer, og det må antages, at institutioner og private investorer i disse lande aftager en betydelig andel. Det antages også, at der sælges obligationer for store beløb gennem schweiziske banker til investorer i bl. a. Mellemøsten og Latinamerika. *H. D.*

22. 7. 1966.

TABEL 1

Diskontosatser i en række lande

	Sats pr. 15. juli 1966	Ændring i 1963	1964	1965	1/1–15/7 1966	Sats ved beg. af 1963
Danmark	6½	−1	+1			6½
Norge	3½					3½
Sverige	4		+1	+½	+½	6
England	4½	−½	+3	−1	+1	7
Tyskland	3			+1	+1	5
Frankrig	3½	+½		−½		3½
Holland	4	−½	+1		+½	5
Belgien	3½	+¾	+½		+½	5¼
Italien	3½					3½
Svejts	2		+½		+1	3½
Østrig	5	−½				4½
USA	3	+½	+½	+½		4½
Canada	4		+¼	+½	+½	5¼
Japan	6,57	−0,73	+0,73	−1,095		5,475

TABEL 2

Obligationslån optaget på det internationale kapitalmarked

	1963	1964	1965	1. kvartal 1966
	millioner US-dollars			
Optaget i Europa				
Låntager				
Nordiske lande	83	334	237	42
Fællesmarkedslande	127	89	228	157
Andre europæiske lande	42	70	104	20
Europæiske lande i alt	252	493	569	219
Japan	59	198	35	–
USA	–	–	341	196
Andre lande	56	98	148	40
Europæiske organisationer	72	150	127	44
Andre internationale organisationer	–	23	76	24
I alt	439	962	1.296	523
Optaget i USA	1.250	1.063	1.206	450
Optaget i Canada	–	–	23	19