

Michael Møller og Niels Christian Nielsen

Finansiering og globalisering i historisk belysning

Det er en udbredt opfattelse, at kapitalmarkederne i hastigt omfang bliver stadig mere internationale. Men har man et lidt længere tidsperspektiv, og ser man på relative størrelser, er tendensen forholdsvis beskeden. Allerede for flere hundrede år siden havde man store internationale handelshuse og betydningsfulde kreditter landene imellem. For 100 år siden opererede de enkelte lande med udlandsgæld eller udlandstilgodehavender, der var fuldt så store som idag, set i forhold til bruttonationalprodukterne. Der har i adskillige år praktisk talt ikke været barrierer for internationalisering på kapitalområdet for Danmarks vedkommende. På et enkelt område - porteføljainvesteringer - har vi endnu ikke udnyttet alle mulighederne.

Indledning

“Det, der kommer, er det der var, det, der sker, er det, der skete; der er slet intet nyt under solen”.

Det Gamle Testamente, Prædikerens Bog, 1. kapitel.

Der er visse myter, der bliver gentaget så ofte, at vi alle begynder at tro på dem, selv om de ikke har større basis i fakta. En af disse myter er myten om “internationalisering”. Den findes på mange områder. Den findes for eksempel på indvandrerområdet, hvor der er en udbredt opfattelse af, at transport- og informationssystemer har øget indvandrerstrømmen drastisk, og at Danmark dermed mister sin nationale homogenitet. Men i den forbindelse er det værd at bemærke, at Danmark fik en indfødsret i 1776, som forbeholdt landets embeder for danskere, idet udlændinge havde sat sig på en ganske stor del af landets større embeder. Og Holmens præst prædikede om det rigtige i at sikre landets egne indbyggere ud fra skriftstedet: “Lad først børnene mættes, thi det er ikke smukt at tage børnenes brød og kaste det for små hunde”.

På samme måde er det en almindelig opfattelse, at kapitalmarkederne er ved at

blive internationaliserede - og endog globaliserede - i et helt ualmindeligt omfang, og at det vil påvirke Danmark ganske kraftigt. Denne opfattelse skyldes vel blandt andet artikler om de meget store (brutto) valutabevægelser, der sker gennem banksystemerne, og økonomiministres stadige bebrejdelser af “internationale spekulanter”, når de må devaluere deres valutaer, sådan som vi sidst har set det i Fjernøsten.

I denne artikel vil vi argumentere for fem synspunkter:

- Dataene er af en sådan art, at man skal være ganske forsigtig med håndfaste konklusioner. Dels er dataene ofte dårlige, dels er der mange og ofte modstridende data.
- Set på langt sigt er der ikke sket nogen kraftig internationalisering.
- Betydningen af den fremtidige internationalisering for Danmark er utrolig beskeden, for så vidt angår realinvesteringernes omfang og for renteniveauet.
- Der vil være en vis gevinst, for så vidt angår risikospredning. En stadig større del af de danske formuer vil være investeret i udenlandske aktier. Men det vil muligvis i hvert fald delvis modvir-

Michael Møller og Niels Christian Nielsen

Finansiering og globalisering i historisk belysning

Det er en udbredt opfattelse, at kapitalmarkederne i hastigt omfang bliver stadig mere internationale. Men har man et lidt længere tidsperspektiv, og ser man på relative størrelser, er tendensen forholdsvis beskeden. Allerede for flere hundrede år siden havde man store internationale handelshuse og betydningsfulde kreditter landene imellem. For 100 år siden opererede de enkelte lande med udlandsgæld eller udlandstilgodehavender, der var fuldt så store som idag, set i forhold til bruttonationalprodukterne. Der har i adskillige år praktisk talt ikke været barrierer for internationalisering på kapitalområdet for Danmarks vedkommende. På et enkelt område - porteføljainvesteringer - har vi endnu ikke udnyttet alle mulighederne.

Indledning

“Det, der kommer, er det der var, det, der sker, er det, der skete; der er slet intet nyt under solen”.

Det Gamle Testamente, Prædikerens Bog, 1. kapitel.

Der er visse myter, der bliver gentaget så ofte, at vi alle begynder at tro på dem, selv om de ikke har større basis i fakta. En af disse myter er myten om “internationalisering”. Den findes på mange områder. Den findes for eksempel på indvandrerområdet, hvor der er en udbredt opfattelse af, at transport- og informationssystemer har øget indvandrerstrømmen drastisk, og at Danmark dermed mister sin nationale homogenitet. Men i den forbindelse er det værd at bemærke, at Danmark fik en indfødsret i 1776, som forbeholdt landets embeder for danskere, idet udlændinge havde sat sig på en ganske stor del af landets større embeder. Og Holmens præst prædikede om det rigtige i at sikre landets egne indbyggere ud fra skriftstedet: “Lad først børnene mættes, thi det er ikke smukt at tage børnenes brød og kaste det for små hunde”.

På samme måde er det en almindelig opfattelse, at kapitalmarkederne er ved at

blive internationaliserede - og endog globaliserede - i et helt ualmindeligt omfang, og at det vil påvirke Danmark ganske kraftigt. Denne opfattelse skyldes vel blandt andet artikler om de meget store (brutto) valutabevægelser, der sker gennem banksystemerne, og økonomiministres stadige bebrejdelser af “internationale spekulanter”, når de må devaluere deres valutaer, sådan som vi sidst har set det i Fjernøsten.

I denne artikel vil vi argumentere for fem synspunkter:

- Dataene er af en sådan art, at man skal være ganske forsigtig med håndfaste konklusioner. Dels er dataene ofte dårlige, dels er der mange og ofte modstridende data.
- Set på langt sigt er der ikke sket nogen kraftig internationalisering.
- Betydningen af den fremtidige internationalisering for Danmark er utrolig beskeden, for så vidt angår realinvesteringernes omfang og for renteniveauet.
- Der vil være en vis gevinst, for så vidt angår risikospredning. En stadig større del af de danske formuer vil være investeret i udenlandske aktier. Men det vil muligvis i hvert fald delvis modvir-

kes af en større tendens til samvariation mellem aktiekurserne i forskellige lande.

- Der er sket og sker en relativ stigning i de direkte udlandsinvesteringer. Men den produktionsmæssige betydning heraf er formodentlig begrænset. Ejerskabet har næppe den helt store betydning på produktiviteten. Internationalisering i viden, uddannelse med videre gør i sig selv, at der næppe er den helt store effektivitetsmæssige effekt af ejerskab over grænserne.

Man skal være forsigtig, når man taler om kapitalmarkeder og internationalisering, fordi kapital er mange ting. Der kan være grund til at se specielt på tre aspekter:

- 1 Nettokapitalbevægelser over grænserne som udtryk for forskelle mellem indenlandsk opsparing og indenlandsk realinvestering, med en udligning af renteforskelle til følge.
- 2 Bruttokapitalbevægelser omfattende både aktier, obligationer og fordringer, som en måde at reallokere risici på.
- 3 Direkte udlandsinvesteringer som en måde at overføre produktionsmæssig, marketingsmæssig eller anden ekspertise.

Det vil måske forbløffe nogle, at vi ikke gør noget ud af de kortsigtede valutabevægelser, hvis umådelige omfang altid får ikke-økonomer til at blegne, og som får skylden for alverdens devalueringer og dårligdom. Men den store omsætning på valutamarkederne har sin oplagte parallel på de indenlandske markeder. For eksempel er den årlige danske obligationsomsætning mange gange den cirkulerende mængde af obligationer. Men den realøkonomiske betydning heraf er beskeden. Et køb af 20-årige obligationer og et salg

af 21-årige obligationer er eksempelvis blot en måde at foretage en ret beskeden spekulation i, hvordan renten på et-årige obligationer vil være om 20 år. Man skal være klar over, at pressen er meget upræcis, når den taler om "flugtkapital" med videre. Typisk er der tale om, at de store problemer som følge af "valutaspekulation" opstår, fordi et land søger at opretholde en kurs på sin valuta, som er for høj, givet de realøkonomiske forhold. Og det pågældende lands nationalbank kommer så til at tabe mange penge, som man altid gør, hvis man kunstigt søger at holde en pris oppe ved opkøb. Her adskiller valuta sig ikke fra enhver anden vare. Alternativet er at lade sin valutakurs flyde, således at regeringen ikke søger at bestemme, hvad der er den "rigtige" valutakurs. De fri kapitalbevægelser har gjort det meget vanskeligt for et land at opretholde en valutakurs, som markedet mener er forkert. Men der er ikke nogen grund til at tro, at det er noget problem; det er snarere en løsning.

De ovennævnte tre former for kapitalbevægelser behøver ikke på nogen måde at udvikle sig ens, ligesom de jo selvfølgelig kan udvikle sig meget forskelligt fra land til land. Det er med til at gøre det kompliceret at komme med generelle udsagn om udviklingen. I de følgende afsnit vil vi se på hvert af disse aspekter.

Kapitalbevægelser som udtryk for forskel mellem indenlandsk opsparing og indenlandsk investering

Et underskud på betalingsbalancens løbende poster opfattes forbløffende ofte som et udtryk for manglende konkurrenceevne for det pågældende land. Men en nok så relevant betragtningsmåde er, at underskuddet er udtryk for, at landets opsparing er mindre end investeringerne.

Vi har de to ligninger:

$$Y = C + I + (X - M)$$

$$Y = C + S$$

hvor:

Y = Nationalprodukt

C = Totalt forbrug, både privat og offentligt

I = Offentlige og private realinvesteringer

X = Eksport

M = Import

S = Opsparing

Den første ligning udtrykker, at nationalproduktet er lig med indenlandsk forbrug + indenlandske investeringer + overskud på betalingsbalancen. Den anden ligning udtrykker, at et lands indkomst enten bruges til forbrug eller til opsparing. Af de to ligninger fås umiddelbart at:

$$S = I + (X - M)$$

Dvs. den indenlandske opsparing er lig med de indenlandske investeringer + saldoen på betalingsbalancen. Der er ikke mere grund til, at opsparingen i et land skal svare til realinvesteringerne end der er til, at opsparing skal være lig realinvesteringer for en enkelt familie. Fattige lande vil ofte - men langt fra altid - have mange gode investeringsmuligheder, men et meget lille opsparingsønske i befolkningen, som foretrækker forbrug her og nu frem for senere. Det er dog langt fra alle fattige lande, der kører med underskud på betalingsbalancen. Det skyldes, at lovgivningen ofte er så usikker og infrastrukturen så dårlig, at meget få tør investere i landet. Folk med opsparing vil derfor ofte fortrække at bringe en del af formuen i sikkerhed i udlandet, hvorved

landet får overskud på betalingsbalancen og sparer op i form af nettofordringer på udlandet. Det er ikke kun diktatorer i sådanne lande, der ser fordelene ved at bringe en del af formuen i sikkerhed i Schweiz!

Men betragter vi mere stabile lande, er det særdeles logisk, at befolkningen ikke nærer noget ønske om at udskyde forbrug nu for at få et højere forbrug senere, hvis der er udsigt til hastig vækst, da de på grund af væksten under alle omstændigheder kan regne med højere lønindkomst i fremtiden. I sidste århundrede havde USA store underskud på betalingsbalancen, da landet opbyggede sin industri og sin infrastruktur. Omvendt havde England, som et "modent" industriland, hvor de gode investeringsmuligheder både i landbrug og industri var udtømte, og hvor indkomsten var relativt høj, et opsparingsønske, der lå over investeringsbehovet. I en lukket økonomi ville det selvfølgelig være renten, der tilpassede sig, således at renten faldt så meget, at en kombination af faldende opsparing og stigende investeringer skabte ligevægt mellem opsparing og investeringer. Men takket være det internationale kapitalmarked kunne England opspare i form af opbygning af store tilgodehavender på udlandet. Idag ser vi lande i Østeuropa med store underskud på betalingsbalancen.

Et velfungerende internationalt kapitalmarked gør, at et land kan have underskud på betalingsbalancens løbende poster og derved foretage større investeringer end ellers. Kapitalbevægelser fører til en udligning af renteniveauerne i de forskellige lande, der således tenderer mod at blive ens (bortset fra eventuelle forskelle som følge af forskellige valutaer). Uden et internationalt kapitalmarked ville to lande have forskellig rentefod selv under faste valutakurser, idet renten ville være højst i landet med gode investerings-

Table 1. Forskellen i effektiv rente mellem tyske hypothekbankobligationer og danske kreditforeningsobligationer

År	Renteforskel	År	Renteforskel
1900	0.50 pct.	1906	0.20 pct.
1901	0.27 pct.	1907	0.32 pct.
1902	0.22 pct.	1908	0.32 pct.
1903	0.46 pct.	1909	0.21 pct.
1904	0.36 pct.	1910	0.27 pct.
1905	0.29 pct.	1911	0.22 pct.

Kilde: Poul Nyboe Andersen (1947). *Lånerenten*, København.

muligheder og lille opsparing. Allerede for 100 år siden var kapitalmarkederne ganske velfungerende. Tabel 1 viser eksempelvis forskellen i effektiv rente mellem danske og tyske realkreditobligationer.

Ved bedømmelsen af disse i sig selv ret beskedne forskelle i renten skal man være opmærksom på, at selv om der dengang var et fastkursystem, kunne man jo aldrig være 100 pct. sikker på, at det ville fortsætte. Desuden var danske og tyske obligationer ikke fuldstændigt sammenlignelige (risikoen for førtidig indfrielse var typisk at være forskellig), og de forskellige obligationsserier var ikke er lige likvide allerede ved århundredeskiftet. Når alle disse forhold tages i betragtning, må renteforskellene siges at tyde på et ganske frit og velfungerende internationalt kapitalmarked. I 1997 lå rentespændet mellem sammenlignelige tyske og danske statsobligationer på omkring 0,6 pct., altså noget over den gennemsnitlige renteforskel ved århundredets begyndelse, hvilket afspejler, at Danmark idag ikke har en fuldstændig fastkurspolitik overfor DM.

Umiddelbart før 1. Verdenskrig befandt ca. 14 pct. af samtlige danske realkreditobligationer sig i udlandet. Til sammenligning er andelen af danske real-

kreditobligationer i udlandet efter flere års stigning nu kommet op på knap 5 pct. (Andelen af samtlige danske obligationer i udlandet er ifølge *Nationalbankens Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1997 ca. 18 pct., idet udlandet fortrinsvis investerer i statsobligationer).

Hvis kapitalmarkederne blev stadig mere internationale/globaliserede, og hvis regeringerne accepterede dette, ville vi se en tendens til, at de enkelte landes betalingsbalanceuligevægte og nettoudlandsgæld eller nettotilgodehavender ville blive relativt større med tiden, idet de blot ville blive betragtet som udtryk for forskel mellem investorenes investeringsønsker og opsparernes opsparingsønsker. Ser vi en sådan tendens? I et historisk perspektiv er svaret klart nej, hvad enten vi ser på Danmark isoleret eller på nationalstater i almindelighed. Pladsen tillader ikke en større analyse, men nogle få eksempler kan belyse forholdet.

Betragter vi Danmark, bør man i det meget lange perspektiv jo huske, at Danmark på et tidspunkt var så forgældet, at hele landet var pantsat til Holstenske grever, jf. Niels Ebbesens berømmede indsats med at dræbe en udenlandsk kreditor! Man skal ikke være blind for, at der i middelalderen, renæssancen og endog senere faktisk var ganske store mulighe-

der for at låne internationalt, fordi landets fyrste kunne stille sikkerhed dels i det offentlige faste ejendomme, dels i skatteindtægterne. Den mulighed anvendes jo ikke idag. De berømte Fugger fra det 16. århundrede finansierede store stater med lån mod sikkerhed i ejendom og skatteudskrivning.

Betragter vi de sidste 150 år, hvor det er muligt at komme med bedre empirisk materiale end ovennævnte mere anekdotiske bevisførelse, så viser nedenstående tabel 2 over Danmarks nettoposition over for udlandet i udvalgte år noget om de sving, der har været. Tallene er sat i forhold til Danmarks bruttonationalprodukt. Tallene stammer fra Svend Aage Hansen (1992; 1997), samt fra Danmarks Statistik.

Det bemærkes, at vi tager udgangspunkt i beholdningstal ("stocktal") og ikke i "flowtal". Ofte er der en tendens til at fokusere på de løbende betalingsbalanceunderskud (eller overskud), dvs. flowtal, men det er ikke så interessant. Man kunne glimrende tænke sig et land

med meget store udsving i betalingsbalancetallene fra år til år, hvor politikken sikrede, at der set over en lidt længere periode var betalingsbalanceligevægt, jf. den "stop-go"-politik, som Danmark førte i 1950'erne. Men sådanne ubalancer det enkelte år, som så udlignes året efter, er jo ikke mere interessante, end hvis et land har overskud i de lige måneder og underskud i de ulige måneder. Det virkelig interessante er, om de akkumulerede ubalancer får lov til at vokse eller ej. Det er det, der giver sig udslag i en stor udlandsgæld eller et stort udlandstilgodehavende.

Kvaliteten af tallene i tabellen er ikke særlig god. Som eksempel kan nævnes, at Danmarks Nationalbank for 1991 foretog en revision, hvorved nettoudlandsgælden steg med 1/5. Der er meget store problemer med denne form for statistik. En korrekt opgørelsen af nettoudlandsgælden ville principielt kræve skøn over markedsværdien af alle udenlandske investeringer i Danmark. Hvad er markedsværdien af udenlandske olieselskabers andel af Dansk Undergrunds Consor-

Tabel 2. Danmarks nettoposition over for udlandet i udvalgte år

År	Nettoudlandstilgodehavende i pct af BNP
1870 :	+ 23 pct.
1912 :	- 40 pct.
1918 :	+ 21 pct.
1920 :	0 pct.
1950:	- 13 pct.
1960:	- 1 pct.
1970:	- 13 pct.
1980:	- 27 pct.
1988:	- 40 pct.
1995:	- 27 pct.

Kilde: *Statistisk Årbog*(1997), Svend Aage Hansen (1977), Svendsen og Hansen (1968).

tium? Som følge af uløseligheden af sådanne problemer anvendes for direkte investeringer bogførte værdier, med mindre der er tale om aktier i børsnoterede selskaber. Samtidig skaber emigration også visse vanskeligheder. Når en dansk milliardær slår sig ned i udlandet, men beholder sine danske obligationer og sin danske virksomhed, bliver disse aktiver lige pludselig til udlandsgæld for Danmark. Da oliemilliardæren Poul Getty døde, faldt værdien af Englands udlandsaktiver med et enormt beløb, fordi Paul Getty blev betragtet som indlænding, mens hans arvinger ikke var det. Sådanne tal over nettoudlandsgælden skal derfor blot betragtes som fingerpeg og ikke meget mere. I øvrigt kompliceres sammenligninger over meget lange perioder også af, at opgørelserne af bruttonationalprodukterne er tvivlsomme, fordi der er en tendens til undervurdering af produktion til eget forbrug i landbrugssamfund.

Tabel 2 giver dog et vist indtryk af, at man allerede før 1. Verdenskrig havde ganske store nettotilgodehavender landene imellem. Da Danmarks netto-udlandsgæld toppede i 1988 målt i pct. af BNP, var den på nøjagtigt samme niveau, som den var umiddelbart før 1. Verdenskrig. I begge tilfælde havde man haft næsten 50 års fred, således at der ikke forelå forhold, der kunne begrunde en specielt stor nettoudlandsgæld.

Vi har i dag ganske fri kapitalbevægelser internationalt set. Men der er i mange lande en vis modvilje mod at lade nettoudlandsgælden stige for meget, således at en stigning i udlandsgælden fører til økonomiske indgreb. Dvs. det er politik snarere end økonomi, der bestemmer størrelsen af nettotilgodehavenderne mellem nationerne. Det viser sig i parentes bemærket ved, at serier over opsparringen i det enkelte land og serier over

investeringerne i det enkelte land har en tendens til at samvariere ganske kraftigt, selv om disse to variable teoretisk set burde været ret uafhængige under et frit kapitalmarked. Meget taler for, at Danmark i de kommende år vil søge at føre en politik, der først går ud på en afvikling af nettoudlandsgælden og siden på en vis opbygning af et nettotilgodehavender over for udlandet. Man tillægger udlandsgælden en selvstændig vægt i stedet for at nøjes med at se på landets totale opsparring, uafhængigt af, om den foregår indenlands eller udenlands.

Oven for har vi set på nettopositionen over for udlandet (nettoudlandsgæld eller nettotilgodehavender) i forhold til landets bruttonationalprodukt. Det vil være nok så hensigtsmæssigt at se det i forhold til landets samlede kapitalapparat. Problemet er blot, at vi ikke har blot nogenlunde skøn over udviklingen i dette. Et groft skøn er, at kapitalapparatet (inklusive jord og "usynlige" aktiver som patenter, goodwill med videre) er ca. tre gange bruttonationalproduktet. Dvs. at Danmark i 1988, da gælden kulminerede relativt set, takket være internationale kapitalbevægelser kunne finansiere ca. 13 pct. af sit realkapitalapparat med penge fra udlandet.

Oven for har vi set på Danmarks netto-udlandsgæld i historisk belysning. Pladsforhold gør det umuligt at se på mange lande, men det bør fremhæves, at der heller ikke i øvrigt synes at være en tendens til øget internationaliseringen i andre lande, når vi tager de historiske briller på. Historisk set har nationer som England og Holland haft væsentligt større udlandstilgodehavender i procent af BNP for 100-200 år siden, end de store kreditornationer har idag. Angus Maddison (1991) angiver, at Holland i 1790 havde udlandsaktiver svarende til omkring 200

pct. af BNP, og at England umiddelbart før 1. Verdenskrig havde udlandstilgodehavender på omkring 150 pct. af BNP. For Englands vedkommende var indkomsten fra udenlandske investeringer så stor, at den svarede til omkring ni pct. af BNP. Det er langt mere end for eksempel Japan og Vesttyskland har haft i nyere tid, hvor de har været de store kreditorationer. Men selvfølgelig må man ikke overfortolke tallene. De afspejler jo også, at Englands position op til 1. Verdenskrig var umådelig stærk, fordi England i så lang en periode havde været førende.

Bruttoposter og nettoposter

I forrige afsnit så vi på nettopositionen over for udlandet. Den er relevant ud fra én betragtning, nemlig når vi ser på det internationale kapitalmarked og dets mulighed for at flytte opsparing hen, hvor afkastet er størst. Det er dog kun ét aspekt af internationaliseringen på kapitalområdet.

For det første kan et land med en negativ nettoposition over for udlandet udmærket have en betydelig positiv bruttoposition over for udlandet.

For det andet kan kapitalbalancen over for udlandet tage flere forskellige former.

Betragt et land uden udlandstilgodehavender, men med en given negativ nettoposition, dvs. man "skylder" udlandet et givet beløb. Dette beløb kan være i flere forskellige former, nemlig i form af

- lån fra udlandet til det pågældende land
- udlandet har erhvervet aktier som porteføljeinvesteringer i det pågældende lands virksomheder
- udlandet har foretaget direkte investeringer i det pågældende lands erhvervsliv, typisk ved at erhverve sig en bestemmende post - evt. 100 pct. - i et aktieselskab.

Danmark har i efterkrigstiden haft ganske stærke kapitalrestriktioner for så vidt angår udlandet, men der har samtidig været en langsigtet tendens til liberalisering. Fra slutningen af 1970'erne og fremefter tog liberaliseringen yderligere fart. Indtil 1978 måtte danske selskaber, pensionskasser og privatpersoner som hovedregel ikke foretage udenlandske porteføljeinvesteringer, dvs. for eksempel købe udenlandske aktier og obligationer. Det gjorde, at forskellen mellem bruttogæld og nettogæld var forholdsvis lav og først og fremmest afspejlede forskellen mellem direkte danske investeringer i udlandet og udenlandske ditto her, valutareserver samt

Tabel 3. Danmarks bruttoposition og nettoposition over for udlandet, i pct. af BNP

År	Aktiver	Passiver	Nettopassiver
1991	76 pct.	116 pct.	40 pct.
1992	79 pct.	115 pct.	36 pct.
1993	90 pct.	123 pct.	33 pct.
1995	74 pct.	101 pct.	27 pct.
1996	82 pct.	108 pct.	26 pct.

Kilder: Danmarks Nationalbank. Beretning og Regnskab 1996. Statistisk Årbog 1997.

varekreditter. Eksempelvis var Danmarks nettogæld til udlandet i 1981 ca. 30 pct. af BNP, mens bruttogælden kun udgjorde 57 pct., eller knap det dobbelte. Liberaliseringen førte gennem 1980'erne til en hastig stigning i bruttogælden i forhold til BNP, men synes allerede at have udtømt sin virkning i det nævnte årti. Tabel 3 viser udviklingen i Danmarks bruttoaktiver og bruttopassiver (bruttogæld) over for udlandet fra 1991 og fremefter.

For alle praktiske formål må man sige, at der ikke er nogen stigende trend i udviklingen i hverken bruttoaktiver eller bruttopassiver de senere år. Dvs. der er ikke nogen tendens i retning af øget internationalisering på dette område.

Tabel 4 viser for 1994 opdelingen af bruttogælden og bruttoaktiverne på aktivtype. 1994 er det seneste år, for hvilket Nationalbanken har foretaget en mere tilbunds gående opgørelse. Opgørelsen understreger det tidligere nævnte point med, at udtrykket "internationalisering" skal omgås med en vis forsigtighed. Det er for eksempel interessant at se, at på trods af, at Danmark er en nettodebitor, så har vi for flere penge udenlandske aktier, end udlandet har danske aktier, ligesom vi har foretaget flere direkte investeringer i udlandet, end udlandet har foretaget direkte investeringer i Danmark.

Bruttokapitalbevægelserne giver mulighed for en bedre risikoallokering internationalt set. Det gælder dels for så vidt angår valutarisiko, dels for så vidt angår risiko på øvrige aktiver. Indtil sidste halvdel af 1980'erne købte eksempelvis danske pensionskasser praktisk talt udelukkende danske aktier. Følgen heraf var selvfølgelig, at danske pensionsopsparere blev forholdsvis følsomme over for, hvorledes det gik danske aktier. Men siden da har pensionskasserne i stigende grad udnyttet muligheden for at investere i udenlandske aktier. Herved undgår pensionskassemedlemmerne at "lægge alle æg i én kurv". Det giver ikke noget højere forventet afkast, men derimod en vis nedgang i risiko.

En sådan risikospredning stiller opsparere bedre. Man skal dog ikke overvurdere betydningen heraf, i hvert fald ikke for danskere. For det første udgør aktieinvesteringer kun en del af pensionskassernes formue, der igen typisk kun udgør en del af pensionisternes formue. For det andet er der jo en vis samvariation mellem det danske og det udenlandske marked. Dvs. nedgangen i risiko som følge af diversificering er ikke enorm. Danske porteføljeaktieinvesteringer i udlandet (dvs. eksklusive direkte udlandsinvesteringer) udgør kun et par procent

Tabel 4. Danmarks brutto-og nettoposition over for udlandet ultimo 1994, mia. kr.

	Aktiv	Passiv	Nettoposition
Obligationer	90	402	- 312
Aktier	55	41	14
Direkte investeringer	154	144	10
Indlån/lån i banker	226	279	- 53
Andre mellemværender	173	91	82
Ialt	698	957	-259

Kilde: Danmarks Nationalbank. Kvartalsoversigt August 1996: 31.

af den danske nationalformue. Der er dog næppe tvivl om, at de danske pensionskasser langt fra har udtømt mulighederne for diversificering. Det danske aktiemarked udgør jo ikke én procent af det globale aktiemarked. For de fleste pensionskasser ligger forholdet mellem udenlandske og danske aktier omkring 50-50, og mange har fortrinsvis danske aktier. Eksempelvis havde ATP - Danmarks største pensionsinvestor - ultimo 1996 ca. fire gange så meget investeret i danske aktier som i udenlandske aktier. Vi må forudse, at i takt med stadig mere effektive kapitalmarkeder og stadig faldende transaktionsomkostninger vil en stigende del af de danske aktier ejes af udenlandske pensionskasser, og danske pensionskasser vil have en stigende del af deres formue investeret i udenlandske aktier. Set i et internationalt perspektiv vil mulighederne for international risikoallokering nok først og fremmest være attraktiv for investorer i de politisk og økonomisk mere ustabile lande, heriblandt først og fremmest de tidligere kommunistiske lande. Det er forståeligt, at vestlige investorer kan finde det attraktivt at købe aktier i virksomheder i Kazakstan, landets store naturrigdomme taget i betragtning. Omvendt er det lige så klart, at risikoen er betydelig; ingen kan vide, hvordan lovene og hele den politiske situation ser ud om fem år, og investeringerne kan reelt godt blive konfiskeret. Dvs. det er også forståeligt, hvis kazakstanere, som har skaffet sig ejerskab til en formue på den ene eller den anden måde, foretrækker at investere en del af den i mere stabile markedsøkonomier, hvor det forventede afkast er mindre, men risikoen også tilsvarende mindre. Man kan så i øvrigt diskutere, om denne mulighed for risikospredning altid er en fordel. Muligheden for at investere store summer udenlands, således

at man ikke er afhængig af den indenlandske udvikling, har måske fået en del regeringschefer i udviklingslande til at satse på en mere kortsigtet gevinstmaksimering, end tilfældet ville være, såfremt de kun kunne investere indenlands.

For så vidt angår valutarisiko, kan der være grund til at tro, at de internationale kapitalbevægelser vil komme til at spille en relativt mindre rolle, simpelthen fordi valutarisikoen nedbringes gennem, at landene fører en fastkurspolitik. Skabelsen af ØMU'en vil mindske behov for at afdække valutarisici gennem internationale kapitalbevægelser. Der er idag udenlandske investorer, der køber danske obligationer, fordi renten er højere end på eksempelvis tyske obligationer. Hvis Danmark en dag bliver medlem af ØMU'en, vil denne type internationale kapitalbevægelser falde i betydning.

Direkte udlandsinvesteringer

Der har altid knyttet sig særlig interesse til de såkaldte direkte udlandsinvesteringer. Det må i den forbindelse fremhæves, at indstillingen til dem er svinget ganske meget. I 1970'erne blev direkte udlandsinvesteringer i Danmark opfattet som noget farligt, der fratog Danmark sin selvbestemmelse, således at vi i stigende grad blev styret ude fra, ligesom der var en udtalt frygt for, at dansk "know-how" ville blive overført fra danske virksomheder til udenlandske koncerners hjemland, at danske forskningsafdelinger ville blive lukket osv. Siden er denne frygt gået ned, og i dag er der en ganske udbredt opfattelse af, at Danmark tværtimod har gavn af direkte investeringer fra udlandet, fordi det fører udenlandsk ekspertise til Danmark. I 1997 skete den største direkte udlandsinvestering i Danmark nogen sinde, da et amerikansk selskab købte

en bestemmende post i TeleDanmark for over 20 milliarder kr. Debatten herom gik udelukkende på, om mindretalsaktionærerne havde fået en anstændig behandling eller ej, men ikke på, om det var til skade eller gavn for Danmark som sådan.

Hvad er en direkte udlandsinvestering? Man skal være klar over, at en direkte investering ikke nødvendigvis er udtryk for, at der sker en forøgelse af det fysiske kapitalapparat i form af nybyggeri, nye maskiner osv. Erhvervelse af en eksisterende virksomhed er også en direkte udlandsinvestering. En direkte investering er ejerandele i virksomheder, der erhverves med henblik på varig økonomisk forbindelse mellem investor og virksomheden, hvor investor kan øve en væsentlig, men ikke nødvendigvis bestemmende, indflydelse på ledelsen af selskabet. Normalt anvendes en afgrænsning, hvor erhvervelse af mindst ti pct. af egenkapitalen eller stemmerettighederne i virksomheden betragtes som direkte investering, men denne grænse er selvfølgelig noget arbitrær. Derudover omfatter direkte investeringer også alle finansielle mellemværender, herunder lån og leverandørkreditter, mellem de forbundne selskaber. Begrundelsen er klar; man kan for eksempel forestille sig et udenlandsk selskab, der opretter et dansk datterselskab, hvori det kun indskyder en lille aktiekapital, men hvor datterselskabet finansieres gennem lån fra moderselskabet. Her vil størrelsen af den indskudte egenkapital give et helt misvisende indtryk af den direkte investerings størrelse.

Men der er, uanset hvordan man forsøger at foretage opgørelsen, ganske betydelige problemer med at bedømme direkte udlandsinvesteringer. Et eksempel fra et OPEC-land kan belyse forholdet. Et amerikansk selskab havde for mange år siden erhvervet sig oliekoncessioner

gennem et datterselskab. Da datterselskabet ikke var børsnoteret må opgørelsen af investeringens størrelse tage udgangspunkt i anskaffelsespriser. Det pågældende datterselskab solgte olie til moderselskabet med normal leverandørkredit på tre måneder. Resultatet var, at statistikken kom til at vise, at det amerikanske selskab havde foretaget en negativ direkte udlandsinvestering, fordi den bogførte egenkapital i selskabet var lille, og fordi datterselskabet reelt lånte penge til moderselskabet gennem salg på kredit. Dvs. der er ikke nødvendigvis megen sammenhæng mellem de opgjorte værdier for udlandsinvesteringer og investeringens "vægt" i den nationale økonomi.

For Danmarks vedkommende findes der også en del "pass-through-investeringer". De består i, at et udenlandsk selskab har placeret et holdingselskab i Danmark, som så ejer aktier i en lang række selskaber i andre lande. Der er måske tre ansatte i det pågældende holdingselskab, og der sker ikke nogen produktion i Danmark eller andet, der berører Danmark. Intet ville ændre sig, hvis det pågældende selskab ikke lå i Danmark. Men det pågældende holdingselskab vil optræde både som en indgående direkte investering i Danmark (nemlig holdingselskabet) og som en udgående direkte investering fra Danmark (nemlig holdingselskabets udlandsaktiver). SAS's danske aktiver er i øvrigt også en direkte udlandsinvestering i Danmark, idet selskabet betragtes som værende svensk, da svenskerne har større ejerandel end danskere og nordmænd. Den væsentligste direkte udlandsinvestering i Danmark i dag udover TeleDanmark er sandsynligvis udenlandske olieselskabers investeringer i DUC. Men da DUC ikke er børsnoteret, vil opgørelsen heraf tage udgangspunkt i investeringer i anlæg, på hvilke der er afskrevet,

uden hensyntagen til værdien af selve olieudvindingsrettigheden.

Også i forbindelse med direkte investeringer er det som nævnt tidligere relevant at skelne mellem stock-tal og flow-tal. Stock-tal er værdien af samtlige direkte udlandsinvesteringer på et givet tidspunkt, flow-tal er værdien af de direkte udlandsinvesteringer, der foretages i løbet af et givet år. Det er nødvendigt at være opmærksom på denne forskel. Det gælder så meget desto mere, som specielt journalister - men såmænd også ofte økonomer - viser tabeller uden at gøre opmærksom på, om der er tale om stock-tal eller flow-tal. Betydningen af de direkte investeringer er først og fremmest knyttet til mængden af dem, dvs. stock-tallene. For virkningen må jo være knyttet til hele det kapitalapparat, som udlændinge påvirker og ikke kun til den årlige tilvækst. Men artikler om direkte udlandsinvesteringer har en tendens til at fokusere på de årlige investeringstal, altså flow-tallene. Det er for eksempel tilfældet for *Erhvervsredegørelse 1997* fra Erhvervsministeriet, som indeholder adskillige afsnit om globalisering i almindelighed og direkte udlandsinvesteringer i særdeleshed. I nævnte publikation vises eksempelvis, at de årlige direkte udlandsinvesteringer fra OECD-lande er vokset fra at udgøre ca. 0,4 pct. af BNP i 1981 til at udgøre omkring 1,4 pct. af BNP i 1996. Denne vækst ser ganske imponerende ud. Problemet er blot, at disse tal ikke kan sige noget som helst om, hvorvidt stocken af direkte udlandsinvesteringer spiller en relativt større rolle i 1996, end den gjorde i 1981. Dvs. opgørelsen er ret irrelevant. Et særligt problem med opgørelsen af flow af direkte investeringer er, at der er betydelige problemer med at opgøre reinvesterede profitter, der ikke krydser grænsen. Dvs. hvis amerikanerne

ejner et datterselskab i Danmark, som tjener penge, som de ikke udlodder til moderselskabet i form af udbytte, så sker der herved en løbende direkte investering. Men den vil ikke blive "fanget" af ret mange landes opgørelser, simpelthen fordi informationen ikke kommer frem til de relevante myndigheder.

Der er dog næppe tvivl om, at omfanget af direkte udlandsinvesteringer, opgjort som stock-tal, både ind og ud af Danmark har været ganske pænt stigende i de senere år, således at vi her ser en klar tendens til internationalisering. Denne udvikling genfindes også i udlandet. Tendensen i retning af øgede udlandsinvesteringer vil uden tvivl fortsætte de kommende år. Der er i hvert fald to årsager til denne udvikling. Den ene er, at der både nationalt og internationalt sker en privatisering af specielt "public utilities" og "nationalt vigtige erhverv", som for eksempel telefonselskaber, luftfartsselskaber, jernbaner osv. Den anden er, at de tidligere kommunistiske lande står med nogle enorme problemer med at få omstillet deres erhvervsliv til et kapitalistisk system. Deres behov er ikke så meget kapital - som de kunne låne - som ekspertise. Så derfor vil der i disse lande ske et enormt salg til udlandet af deres selskaber, vel at mærke i form af at udlandet foretager direkte investeringer. Og her vil Danmark også optræde som investor.

Men da Danmark ikke har så mange offentlige virksomheder at privatisere, og da Danmark har et erhvervsliv med forholdsvis mange små og mellemstore virksomheder, der nok vil være forholdsvis tilbageholdende i forbindelse med privatisering af Østeuropas mange megastore virksomheder, vil tendensen til internationalisering næppe få nogen afgørende betydning for Danmark. Vi vil se en fortsat rolig udvikling.

I dag er situationen den, at de danske direkte investeringer i udlandet er af nogenlunde samme størrelsesorden som udlandets direkte investeringer i Danmark. Danmarks Nationalbank har for 1994, som er det sidste år, hvor man har foretaget et forsøg på egentlig statusopgørelse, opgjort de direkte udlandsinvesteringer i Danmark til 144 milliarder kr., mens Danmarks direkte udlandsinvesteringer i udlandet er opgjort til 154 milliarder kr. Men alene TeleDanmark-investeringen vil dog være nok til at ændre fortegnet.

Vi har indtil nu ikke skelnet mellem "international" og "global". Men ser vi på udlandsinvesteringerne, tyder de mere på internationalisering end globalisering. Af de danske udlandsinvesteringer tegner investeringer i EU-lande + Norge og Schweiz sig for knap 75 pct. af samtlige investeringer, og de samme lande tegner sig for mere end 85 pct. af samtlige udlandsinvesteringer i Danmark.

Internationalisering af bankvæsen

Vi oplever i disse år en vis tendens til øget internationalisering i banksektoren, men igen er der i høj grad tale om internationalisering snarere end globalisering. Danske banker stikker forsigtigt fingeren i jorden andre steder i Skandinavien, og de øvrige skandinaviske lande betragter i stigende omfang Skandinavien og ikke kun deres hjemland som deres forretningsområde. Men internationaliseringen er dog begrænset, og man skal ikke være blind for, at bankvæsen stadig i høj grad er et hjemmemarkedserhverv, og at der også finder modgående bevægelser sted. Det er ikke så mange år siden, at danske banker - og realkreditinstitutter - trak sig hjem fra udlandet som følge af betydelige tab. I øvrigt skal man være forsigtigt

med at fokusere på beløb. Man kan for eksempel glimrende tænke sig en situation med betydelige udlån over grænserne, hvor danske banker har en relativ stor mængde af deres udlån til første klasses internationale firmaer. Men det siger ikke meget om internationaliseringen, fordi der er tale om praktisk talt risikofri lån med lille rentemarginal og begrænset kreditvurdering. Det interessante er, om der kommer internationalisering af mindre lån og af mere risikobehæftede lån, der kræver en større kreditbedømmelse. Her går internationaliseringen væsentligt langsommere.

Man skal endelig huske, at international lånevirkksomheder ikke netop er nyt. For få år siden kom Barings Bank i vanskeligheder som følge af spekulation i deres afdeling i Singapore. Det blev af mange betragtet som en typisk eksempel på den stigende internationalisering. Men den historisk interesserede vil vide, at Barings Bank også var tæt på fallittens rand for 100 år siden - blot var det dengang udviklingen i Argentina, der var ved at ruinere banken.

Sammenfatning og konklusion

Verden har i hundredevis af år været ganske international på det finansielle område, med kapitalbevægelser over grænserne, både i form af lån, porteføljeinvesteringer og direkte investeringer. Man skal passe på med ikke at forveksle ændringer i absolutte størrelser med ændringer i relative størrelser. Ved starten af 1. Verdenskrig havde vi ganske velfungerende internationale kapitalmarkeder. Set i det meget lange perspektiv fik vi fra 1920'erne og fremefter en kolossal nedgang i de internationale kapitalbevægelser som følge af handelsrestriktioner og økonomisk politik, der tilsigtede beta-

lingsbalanceligevægt, manglende konvertibilitet af valutaer samt restriktioner på internationale kapitalbevægelser. Først i 1980'erne kan markedet siges at være blevet fuldstændig liberaliseret. Der er selvfølgelig enkelte lande uden fuldstændig liberalisering. For eksempel har mange af de tidligere kommunistiske lande forbud mod, at udlændige ejer jord, hvilket selvfølgelig lægger en vis begrænsning på investeringerne over grænsen. Men som hovedregel må man sige, at markedet idag er ekstremt liberaliseret, for så vidt angår grænseoverskridende ejerskab til aktiver og adgang til optagelse af lån.

Vi har i denne artikel set på tre forskellige områder i forbindelse med internationalisering/globalisering, nemlig nettoudlandsgæld, bruttobalance over for udlandet samt direkte udlandsinvesteringer.

Nettoudlandsgæld: For så vidt angår nettoudlandsgæld er der ikke nogen tendens til øget internationalisering. Der er teoretisk set gode argumenter for, at vi internationalt set opnår en bedre situation, såfremt lande med gode investeringsprojekter og en befolkning med begrænset opsparingslyst opererer med betalingsbalanceunderskud og således finansierer en del af deres investeringer med udenlandsk kapital. Men der synes ikke at være nogen væsentlig tendens i retning af øget accept heraf, undtagen måske i de østeuropæiske lande under omstilling. Overskud på betalingsbalancen og afvikling af udlandsgælden er helt klart et selvstændigt politisk mål i Danmark, selv om der ikke er nogen som helst god begrundelse for en sådan målsætning. Der kan dog være grund til at bemærke, at man i Maastrichttraktaten omhyggeligt har indskrænket sig til at stille krav til den maksimale statsgæld og det maksimale statsunderskud,

men ikke har pålagt nationerne nogen som helst bånd med hensyn til betalingsbalance og udlandsgæld. For Danmarks vedkommende tyder meget på, at vi i de kommende år vil gå fra at være en debitoration til at være en kreditoration.

Bruttobalancer: For så vidt angår bruttobalancer over for udlandet har der i Danmark været en ret kraftig tendens til internationalisering fra slutningen af 1970'erne og til slutningen af 1980'erne. Men denne bølge synes i høj grad at være udtømt. Bruttobalancerne har været ret konstante set i forhold til BNP i 1990'erne, og et vist fald de kommende år er langt fra utænkeligt, specielt hvis Danmark kommer ind i ØMU'en og behovet for at flytte valutarisiko forsvinder for en del valutaers vedkommende. Der er specielt grund til at tro, at vi fortsat vil se internationalisering på aktieområdet for så vidt angår porteføljeinvesteringer. Danmark har langt fra udnyttet de risikospredningsmuligheder, der er ved investering i udenlandske aktier. Udlandet vil i stigende grad købe danske aktier, og danske investorer - først og fremmest pensionskasser og livsforsikringsselskaber - vil købe stadig flere udenlandske aktier.

Direkte udlandsinvesteringer: For så vidt angår direkte udlandsinvesteringer, er der sket en vis vækst i deres relative betydning i de senere år, og denne udvikling må forventes at fortsætte de nærmeste år.

Men der er ikke tale om nogen dramatisk udvikling, og betydningen for Danmark er følgelig forholdsvis beskeden. Ideer, managementmetoder og afsætningskanaler kan overføres gennem andre metoder end direkte investeringer.

Afslutningsvis kan der være grund til at fremhæve, at "globaliseringsmyten" med dens vægt på, at globaliseringen i fremtiden vil føre store ændringer med

sig, hænger tæt sammen med "dynamikmyten": at vi i øjeblikket lever i en specielt dynamisk tid. Men for Danmarks vedkommende - og for det meste af Vestens vedkommende - er der faktisk tale om, at man med nok så stor ret kunne argumentere for, at vi lever i en ret uodynamisk tid. For sagen er, at væksten idag er ret beskeden; vi betragter i dag tre pct. vækst i BNP som udtryk for særdeles kraftig vækst, jf. tilfredsheden med de sidste års vækstrater, hvor vi i 1960'erne havde en gennemsnitlig vækst på over 4,5 pct. om året. Og det samme forhold gør sig gældende på en lang række områder. Vi har en opfattelse af, at der sker utallige medicinske fremskridt, men de summer dog ikke op til de kvantespring, som tidligere tiders udryddelse af kopper, tuberkulose med videre udgjorde - med det resultat, at gennemsnitslevetider har været forbløffende konstante de sidste mange år.

Litteratur

- Andersen, Poul Nyboe (1947). *Laanerenten*. København.
- Bairoch, Paul (1996). "Globalization Myths and Realities: One Century of External Trade and Foreign Investment", i Robert Boyer og Daniel Drache (eds.), *States against Markets. The Limits of Globalization*, London: Routledge.
- Danmarks Nationalbank. *Kvartalsoversigt - Maj 1994*.
- Danmarks Nationalbank. *Kvartalsoversigt - August 1994*.
- Danmarks Nationalbank. *Kvartalsoversigt - August 1996*.
- Danmarks Nationalbank. *Kvartalsoversigt - 3. kvartal 1997*.
- Danmarks Nationalbank. *Nationalbankens Årsberetning*, div. årgange.
- Danmarks Statistik (1997). *Statistisk Årbog*. Danmarks Statistik.
- Erhvervsministeriet (1997). *Erhvervsredogørelse 1997*.
- Hansen, Svend Aage (1972). *Økonomisk vækst i Danmark. Bind I: 1720-1914*, København: Akademisk Forlag.
- Hansen, Svend Aage (1977). *Økonomisk Vækst i Danmark Bind II: 1914-1975*, København: Akademisk Forlag.
- Maddison, Angus (1991). *Dynamic Forces in Capitalist Development*, Oxford: Oxford University Press.
- Møller, Michael og Niels Christian Nielsen (1997). *Dansk realkredit gennem 200 år*, Viborg: BRFKredit.
- Mikkelsen, Richard (1993). *Dansk Pengehistorie 1960-1990*, Odense: Danmarks Nationalbank.
- Svendsen, Knud Erik og Svend Aage Hansen (1968). *Dansk Pengehistorie 1700-1914*, Odense: Danmarks Nationalbank.
- Olsen, Erling og Erik Hoffmeyer (1968). *Dansk Pengehistorie 1914-1960*, Odense: Danmarks Nationalbank.

sig, hænger tæt sammen med "dynamikmyten": at vi i øjeblikket lever i en specielt dynamisk tid. Men for Danmarks vedkommende - og for det meste af Vestens vedkommende - er der faktisk tale om, at man med nok så stor ret kunne argumentere for, at vi lever i en ret uodynamisk tid. For sagen er, at væksten idag er ret beskeden; vi betragter i dag tre pct. vækst i BNP som udtryk for særdeles kraftig vækst, jf. tilfredsheden med de sidste års vækstrater, hvor vi i 1960'erne havde en gennemsnitlig vækst på over 4,5 pct. om året. Og det samme forhold gør sig gældende på en lang række områder. Vi har en opfattelse af, at der sker utallige medicinske fremskridt, men de summer dog ikke op til de kvantespring, som tidligere tiders udryddelse af kopper, tuberkulose med videre udgjorde - med det resultat, at gennemsnitslevetider har været forbløffende konstante de sidste mange år.

Litteratur

- Andersen, Poul Nyboe (1947). *Laanerenten*. København.
- Bairoch, Paul (1996). "Globalization Myths and Realities: One Century of External Trade and Foreign Investment", i Robert Boyer og Daniel Drache (eds.), *States against Markets. The Limits of Globalization*, London: Routledge.
- Danmarks Nationalbank. *Kvartalsoversigt - Maj 1994*.
- Danmarks Nationalbank. *Kvartalsoversigt - August 1994*.
- Danmarks Nationalbank. *Kvartalsoversigt - August 1996*.
- Danmarks Nationalbank. *Kvartalsoversigt - 3. kvartal 1997*.
- Danmarks Nationalbank. *Nationalbankens Årsberetning*, div. årgange.
- Danmarks Statistik (1997). *Statistisk Årbog*. Danmarks Statistik.
- Erhvervsministeriet (1997). *Erhvervsredogørelse 1997*.
- Hansen, Svend Aage (1972). *Økonomisk vækst i Danmark. Bind I: 1720-1914*, København: Akademisk Forlag.
- Hansen, Svend Aage (1977). *Økonomisk Vækst i Danmark Bind II: 1914-1975*, København: Akademisk Forlag.
- Maddison, Angus (1991). *Dynamic Forces in Capitalist Development*, Oxford: Oxford University Press.
- Møller, Michael og Niels Christian Nielsen (1997). *Dansk realkredit gennem 200 år*, Viborg: BRFKredit.
- Mikkelsen, Richard (1993). *Dansk Pengehistorie 1960-1990*, Odense: Danmarks Nationalbank.
- Svendsen, Knud Erik og Svend Aage Hansen (1968). *Dansk Pengehistorie 1700-1914*, Odense: Danmarks Nationalbank.
- Olsen, Erling og Erik Hoffmeyer (1968). *Dansk Pengehistorie 1914-1960*, Odense: Danmarks Nationalbank.