

# DANSK ØKONOMI

– Economic Prospects in Denmark

---

NOVEMBER 1986

Den internationale konjunktursituation.

Konjunktursituationen i Danmark.

Brancheglidning og andre innovationer  
på de finansielle markeder.

English Summary.

---

DET ØKONOMISKE RÅD  
FORMANDSKABET

KØBENHAVN 1986

## FORMANDSKABETS REDEGØRELSER

1. Det realøkonomiske grundlag for de kommende måneders økonomisk politiske afgørelser. 18. december 1962. Foreligger kun stencileret.
2. Hovedtendenser i indkomstudviklingen for de vigtigste samfundsgrupper 1955-62. 25. februar 1963. 2,50 kr.
3. Den økonomiske situation. 16. september 1963. Foreligger kun stencileret.
4. Strukturproblemer i dansk landbrug. Maj 1964. 4 kr. (Udsolgt).
5. Indkomstramme og indkomststatistik. November 1964. 4 kr.
6. Bygge- og boligpolitikken. Juni 1965. 4,50 kr. (Udsolgt).
7. Den økonomiske udvikling i 1965. 4,50 kr.
8. Bidrag til belysning af formueudviklingen i Danmark i de senere år. August 1966. Genoptrykt 1973. 12 kr.
9. Konjunktursituation, indkomstpolitik og indkomststatistik. September og december 1966. 8,50 kr. (Udsolgt).
10. Konjunktursituationen i efteråret 1967. September 1967. 8 kr. (Udsolgt).
11. Den personlige indkomstfordeling og indkomstudjævningen over de offentlige finanser. November 1967. Genoptrykt 1971. 10 kr. (Udsolgt).
12. Dansk økonomi i efteråret 1968. (Herunder en særlig landbrugsredegørelse). September 1968. 9 kr. (Udsolgt).
13. Indkomststatistik 1968. December 1968. 9 kr. (Udsolgt).
14. Konjunkturudsigterne for 1969. April 1969. Foreligger kun stencileret.
15. Danmarks internationale konkurrenceevne. Maj 1969. 9 kr.
16. Dansk økonomi i efteråret 1969. September 1969. 10 kr. (Udsolgt).
17. Boligmarkedet og boligbyggeriet. Maj 1970. 12 kr. (Udsolgt).
18. Dansk økonomi i efteråret 1970. September 1970. 10 kr.
19. Dansk økonomi, foråret 1971. April 1971. 10 kr.
20. Markedsperspektiver og strukturproblemer. Oktober 1971. 15 kr.
21. Dansk økonomi, foråret 1972. Den økonomiske situation. Livsindkomstberegninger. Marts 1972. 12 kr. (Udsolgt).
22. Økonomisk demokrati i samfundsøkonomisk belysning. November 1972. 12 kr.
23. Dansk økonomi, foråret 1973. Den økonomiske situation. Måling af finanspolitikens virkninger. Maj 1973. 12 kr.
24. Dansk økonomi, efteråret 1973. Den økonomiske situation. Korttids- og langtidsvirkninger af ændringer i finanspolitikken. Inflationsproblemet. December 1973. 12 kr. (Udsolgt).
25. Dansk økonomi, februar 1974. Økonomiske problemer efter oliekrisen. Virkninger af foreslåede økonomiske indgreb. 5 kr.
26. Dansk økonomi, september 1974. 10 kr.
27. Dansk økonomi, maj 1975. 12 kr.
28. Dansk økonomi, september 1975. 10 kr. (Udsolgt).
29. Dansk økonomi, april 1976. De ændrede tendenser i international økonomisk politik. Er beskæftigelseskrisen strukturel? 15 kr. (Udsolgt).
30. Dansk økonomi, november 1976. Fortsat international lavkonjunktur? Balanceproblemer for dansk økonomi til 1980. Den økonomiske fordeling. 20 kr.
31. Dansk økonomi, maj 1977. Livsindkomstberegninger. Formueforskydninger under inflation. 20 kr.
32. Dansk økonomi, december 1977. Valutakurspolitik og indkomstpolitik. Arbejdskrafttilskud. Investeringsituationen i landbruget. 25 kr.
33. Dansk økonomi, maj 1978. Konjunktursituationen. Perspektiver for dansk økonomi og økonomisk politik på længere sigt. Krav til en dansk indkomstpolitik. 25 kr.

(Fortsættes på omslagets 3. side)

DET ØKONOMISKE RÅD  
Formandskabet

# DANSK ØKONOMI

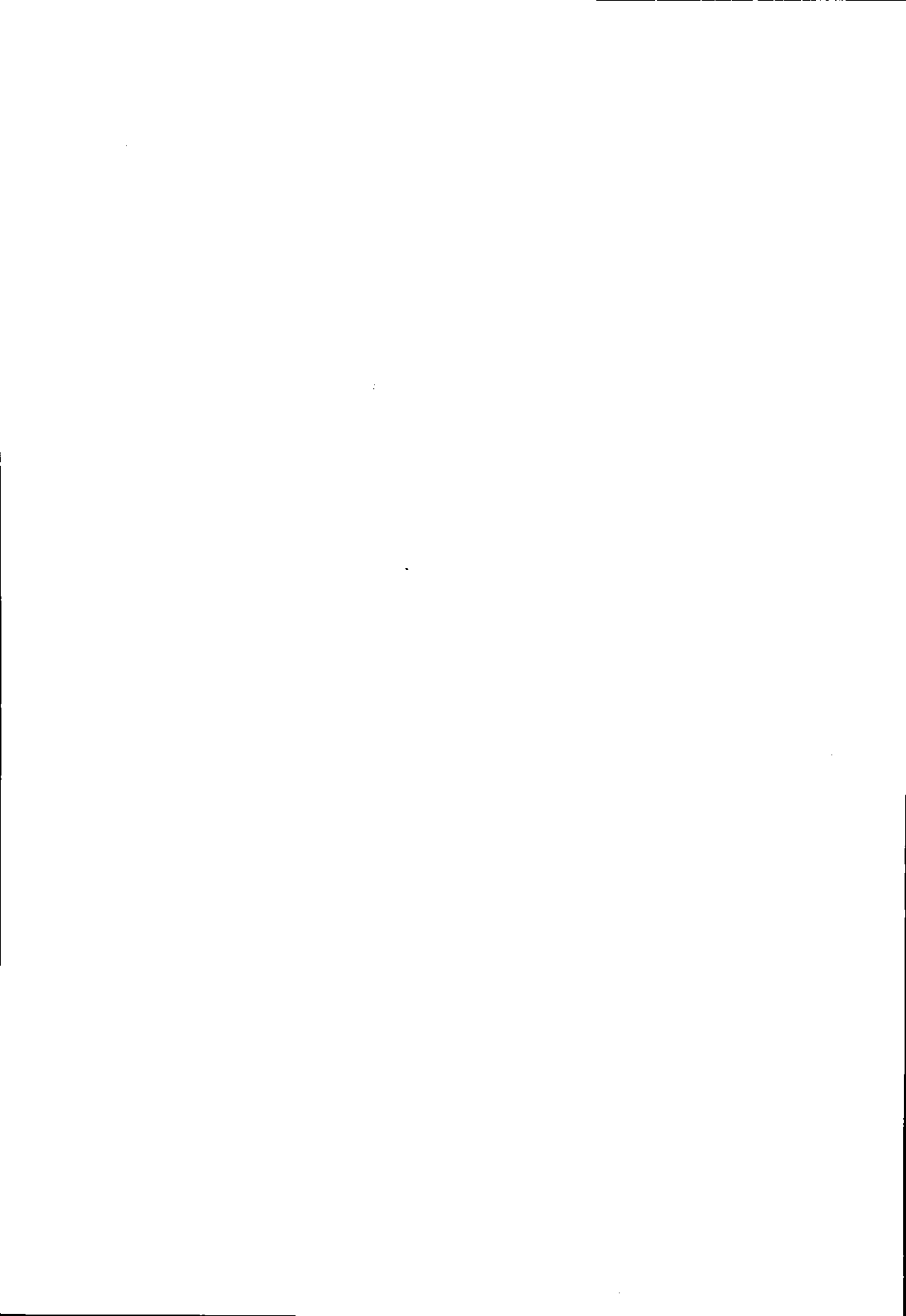
## NOVEMBER 1986

---

Kapitel III i nærværende redegørelse er udarbejdet efter opfordring fra et flertal i folketingets erhvervsudvalg. Formandskabet besluttede at imødekomme opfordringen, idet det samtidig blev præciseret, at redegørelsen, inden afgivelsen til regeringen, på normal måde skulle forelægges Det økonomiske Råd.

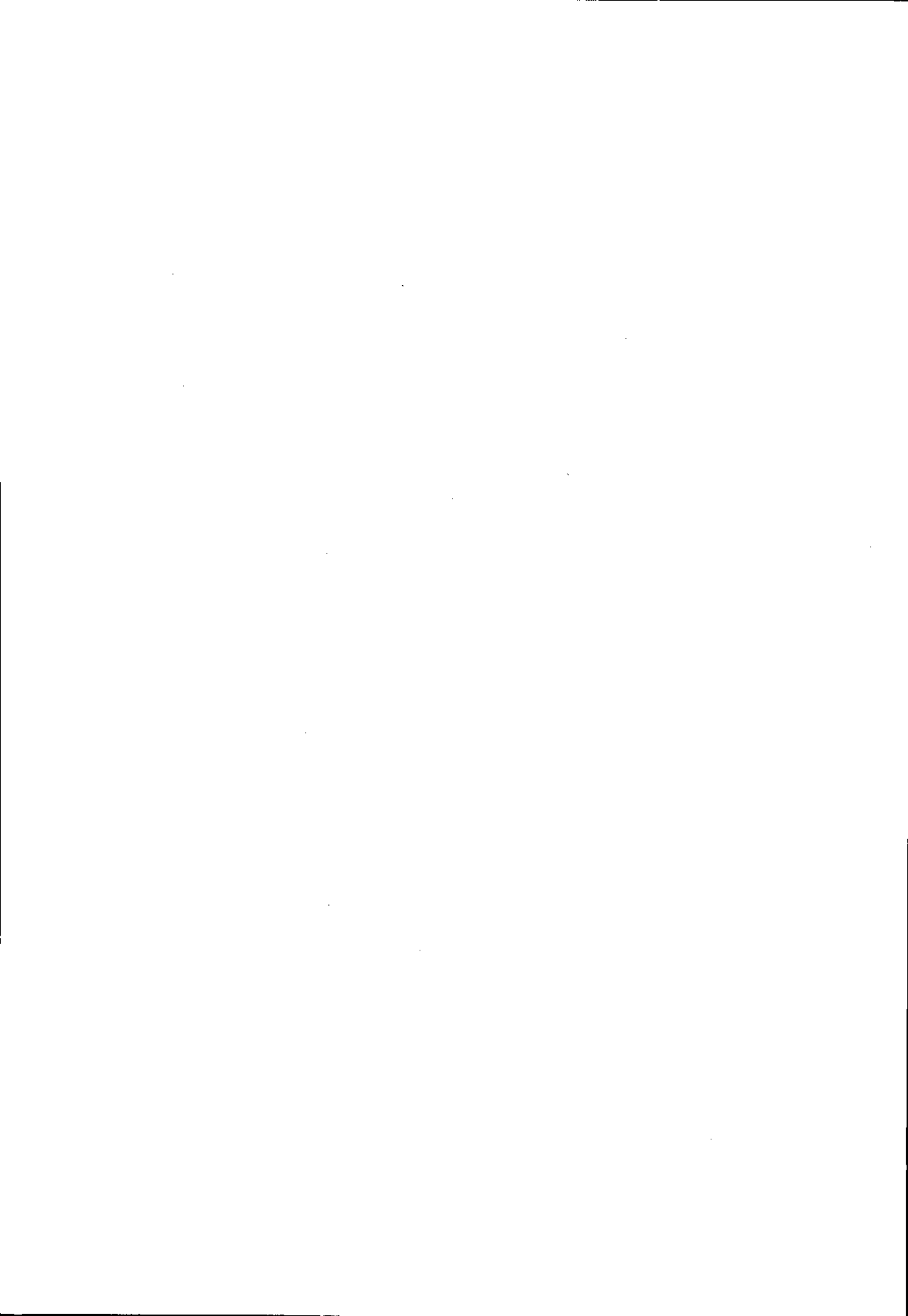
---

København november 1986



# Indhold

	<b>Fremsendelsesskrivelse til regeringen</b>	V
	<b>Henstillingen fra Folketingets erhvervsudvalg</b>	XII
	<b>Resumé</b>	1
<b>Kapitel I:</b>	<b>Den internationale konjunktursituation</b>	9
	Indledning og sammenfatning	9
	Ubalancer i verdensøkonomien	15
	Den internationale økonomiske politik	21
	Uddybning af centrale konjunktelementer i udvalgte lande	24
<b>Kapitel II:</b>	<b>Den indenlandske konjunktur</b>	29
	Hovedtræk af konjunkturforløbet i 1986	29
	Forudsætninger bag udgangsskønnet	34
	Udsigterne for 1987-88	39
	Problemstillinger i den økonomiske politik	47
	Sammenfatning om den økonomiske politik	57
<b>Kapitel III:</b>	<b>Brancheglidning og andre innovationer på de finansielle markeder</b>	65
	Indledning	65
	Den aktuelle danske diskussion om pengepolitikken	
	Spillerummet for en selvstændig dansk pengepolitik	76
	Om årsagerne til finansiell innovation	82
	Samfundsökonomiske virkninger af den finansielle innovationsproces	86
	Implikationerne for den økonomiske politik	89
	Appendiks 1: Grunde til at den finansielle sektor er under særligt tilsyn	99
	Appendiks 2: Euromarkedernes etablering og udvikling Sammenhængen med de nationale reguleringer	103
	Appendiks 3: Internationalt samarbejde om tilsynet med de finansielle institutioner	109
	Anvendt litteratur	113
	<b>English Summary</b>	117



# TIL REGERINGEN

I rådsrådet den 12. november 1986, hvor nærværende redegørelse blev drøftet, deltog foruden rådets medlemmer også repræsentanter for Akademikernes Centralorganisation, Rederiforeningen, Realkreditrådet, Sparekasseforeningen, Assurandør-Societetet, Forsikringsstilsynet, Tilsynet med Banker og Sparekasser m.v., Industriministeriet og Boligministeriet. Mødet behandlede dels konjunktursituationen, dels brancheglidning og andre innovationer på de finansielle markeder. Sidstnævnte emne havde formandskabet taget op til behandling på baggrund af henstillingen fra Folketingets erhvervsudvalg (udvalgsflertallet).

## Konjunktursituationen

Vedrørende den internationale økonomiske udvikling tilkendegav ingen af de tilstedeværende uenighed med den vurdering, der er omtalt i redegørelsens kapitel I. Formanden for Landsorganisationen bemærkede, at denne vurdering understregede behovet for en internationalt koordineret ekspansionspolitik.

Med hensyn til den hjemlige økonomiske udvikling, der er behandlet i redegørelsens kapitel II, var der enighed om, at et økonomisk omsving var forestående. Dansk Arbejdsgiverforenings formand gav dog udtryk for, at investeringerne vil blive højere end ventet i redegørelsen. Industrirådets formand var enig i, at en afmatning i den indenlandske efterspørgsel vil indtræde, men ventede, at efterspørgslen i højere grad end forudsat i redegørelsen vil rette sig mod danske varer. Industrirådet ventede et fald i beskæftigelsen, men ventede ikke så kraftig en stigning i arbejdsløsheden som skønnet i redegørelsen, bl.a. fordi man ventede en reaktion i tilgangen til arbejdsstyrken. Formanden for Arbejderbevægelsens Erhvervsråd fandt, at uden udefra kommende forbedringer ville der fortsat have været et betalingsbalanceproblem i 1988.

Specialarbejderforbundet, hvis formand var forhindret i at være tilstede, gav i en til mødet fremsendt skriftlig kommentar udtryk for, at dansk økonomi er blevet mere importafhængig end vurderet i redegørelsen, hvorfor den forbedring af betalingsbalancen i 1987 og 1988, der fremgår af redegørelsen, må vurderes at være for optimistisk. Håndværksrådets formand ventede en stærkere vækst i eksporten end skønnet i redegørelsen, idet Håndværksrådet havde konstateret, at der atter forventes en stigende eksport blandt mindre fremstillingsvirksomheder, ligesom byggesektoren bestræber sig på at øge eksporten

bl.a. som følge af den ventede afdæmpning i det private boligbyggeri. Fra flere sider blev usikkerheden vedrørende vurderingen berørt. Således anførte nationalbankdirektøren, at 1988-tallene på grund af usikkerheden ikke burde anføres så præcist.

Til kommentarerne om sammenhænge mellem konjunkturudviklingen og importen svarede formandskabet, at den foreliggende vurdering afspejler, at den indenlandske efterspørgsel forskyder sig i retning af mindre importkrævende efterspørgselskomponenter med et hertil hørende konjunkturbestemt fald i importkvoten. Til kommentarerne om usikkerheden i vurderingen replicerede formandskabet, at trods den i rapporten omtalte usikkerhed følte det sig forholdsvis sikker på udviklingstendensen.

Fra flere sider, Dansk Arbejdsgiverforening, Bankforeningen, Arbejderbevægelsens Erhvervsråd, Håndværksrådet og Specialarbejderforbundet, blev der med baggrund i redegørelsens vurdering af den indenlandske økonomiske udvikling de næste to år efterlyst forslag fra formandskabet til, hvorledes en sådan udvikling kunne imødegås. Formanden for Bankforeningen ønskede herunder en diskussion af, hvorledes det kan undgås, at stigende betalingsbalanceunderskud og stigende arbejdsløshed afløser hinanden. Formandskabet bemærkede til dette punkt, at forslag til løsning af dansk økonomis balanceproblemer var blevet analyseret i redegørelsen fra maj 1986, hvori afmatningen i dansk økonomi var forudset, omend omslaget kommer senere end dér antaget. På denne baggrund var der allerede i maj-redegørelsen regnet på en samlet løsningsstrategi. Formandskabet gav i forlængelse heraf udtryk for, at det er vigtigt at komme igang med en sådan langsigtet strategi til løsning af problemerne, idet der efter formandskabets opfattelse ikke findes såvel hurtigvirkende som sikre løsninger på dansk økonomis balanceproblemer, der nu snart har været åbenbare i en meget lang årrække. Endvidere blev der gjort opmærksom på, at det ikke på kort sigt er realistisk at forvente væsentlige løsningsbidrag fra initiativer på det erhvervspolitiske område.

Vigtigheden af omkostningsudviklingen blev betonet af flere af mødedeltagerne. Dansk Arbejdsgiverforenings formand fandt det centralt, at udviklingen i det samlede omkostningsniveau holdes i underkanten af den forventede tilsvarende udvikling hos vore konkurrenter. I denne sammenhæng er både de direkte og de indirekte lønomkostninger af betydning. Med hensyn til sidstnævnte blev der udtrykt frygt for, at arbejdsgivertilskuddet til betaling af visse sociale bidrag ikke vil blive videreført. Håndværksrådets formand fandt overvejelserne om i en situation med udsigt til en betydelig stigning i arbejdsløsheden at afskaffe arbejdsgivertilskuddet paradoksale og udtrykte, at det tværtimod var værd at overveje en yderligere nedsættelse af de



indirekte lønomkostninger. I forbindelse med omkostningsudviklingen gjorde Dansk Arbejdsgiverforenings formand også opmærksom på den sammenhæng, der er mellem på den ene side virksomhedernes indtjeningssevne og på den anden side såvel udbygningen af produktionskapaciteten og dermed beskæftigelsen som fornyelsen i virksomhederne via forskning og udvikling. Formanden for Industrirådet gav udtryk for, at dansk industri med en udvikling i valutakurser og relative lønninger som den, der er forudsat i redegørelsen, vil tabe markedsandele og fandt det derfor afgørende, at lønstigningstakten bringes yderligere ned.

Landsorganisationens formand fandt, at udover at sikre at den prismæssige konkurrenceevne ikke sættes over styr, er det i en langsigtet økonomisk politik også nødvendigt med en forbedring af den ikke-prismæssige konkurrenceevne, hvilket kan opnås gennem en langsigtet strategi med en dynamisk erhvervs-, uddannelses- og arbejdsmarkedspolitik. Både Metals formand og Specialarbejderforbundets formand, sidstnævnte i et skriftligt indlæg, gjorde opmærksom på de ændringer i indkomstfordelingen, der er sket gennem de seneste år, og fandt, at løn-konkurrenceevnen ikke alene kan forbedre situationen for den danske økonomi. Herudover gav Metals formand udtryk for, at virksomhederne de sidste år har haft en god indtjening, som de ansatte bør have andel i. Endvidere fremhævede han, at lønomkostninger i f.eks. jernindustrien kun udgør en tredjedel af de samlede omkostninger.

I sit skriftlige indlæg gav Specialarbejderforbundets formand endvidere udtryk for, at der i den økonomiske politik er en selvmodsigelse mellem på den ene side vægtningen af omkostningsudviklingen og på den anden side den valgte definition af fastkurs-politikken. Samtidig udtalte både formanden for Håndværksrådet og formanden for Metal, at det er vigtigt at fastholde kronekursen. Formanden for Bankforeningen efterlyste i denne forbindelse en belysning af de krav, som den faste kronekurspolitik stiller til de forestående overenskomstforhandlinger.

## **Brancheglidning og andre innovationer på de finansielle markeder**

Der blev generelt givet udtryk for tilfredshed med redegørelsens fremstilling af dette emne. Beskrivelsen og analysen af innovationsproccessen såvel på nationalt som på internationalt plan fandt i hovedtræk tilslutning og blev vurderet som et godt udgangspunkt for det igangværende udvalgsarbejde om problematikken.

Repræsentanten for Arbejderbevægelsens Erhvervsråd bemærkede, at man i oplægget savnede en mere omfattende diskussion af behovet og mulighederne for at kontrollere kapitalbevægelser over landegrænsen. I denne forbindelse fremhævedes dog redegørelsens påpegning af sammenhængen mellem på den ene side restriktioner på kapitalbevægelser og på den anden side valget mellem faste og flydende valutakurser. Spørgsmålet om, hvorvidt udviklingen mellem den danske og den udenlandske rente kan anskues som et udslag af bevidst politik eller af spekulation imod kronen, ønskedes også belyst.

Bankforeningens repræsentant anførte, at det måske kunne have været nyttigt, om de forskelle, der er på vilkårene for f.eks. de danske pengeinstitutter sammenlignet med deres udenlandske konkurrenter, i endnu højere grad havde været søgt understreget. Derudover fremhævede Bankforeningens repræsentant det problematiske i redegørelsens opgørelse af de forskellige kreditkilders, herunder pengeinstitutternes, markedsandele. Denne opgørelse er påvirket af de i 1970'erne benyttede kvantitative begrænsninger på de finansielle institutioners virksomhed, af pengeinstitutternes deltagelse i den udenlandske finansiering af danske virksomheder og, som nævnt i redegørelsen, af budgetomslaget for de offentlige finanser med heraf følgende kraftigt stigende offentligt finansieringsbehov. Det blev fremført, at sammenligningen af udviklingen med den konkurrence på bekvemmelighedsflage, der finder sted inden for skibsfarten ikke har gyldighed hvad angår danske bankers etablering i udlandet. Sådanne aktiviteter er underkastet dansk banktilsyn og dansk beskatning.

Formandskabet understregede, at den anførte sammenligning alene sigtede mod konkurrencen imellem lande og ikke imod den enkelte banks aktiviteter i udlandet.

Nationalbankdirektøren udtrykte tilfredshed med afsnittet om brancheglidning. Dog advarede der imod at lægge for megen vægt på erfaringerne fra de angelsaksiske lande, hvor der tidligere var omfattende begrænsninger på pengeinstitutternes fastsættelse af indlånsrenter. Derfor er innovationsprocessen og brancheglidningen forløbet hurtigere i disse lande end i Danmark.

Formandskabet tilsluttede sig denne betragtning med henvisning til, at der også i redegørelsen er nævnt, at opbruddet på finansmarkederne i Danmark endnu kun har antaget beskedne former.

I indlægget fra Danmarks Sparekasseforening blev der givet udtryk for tilslutning til det synspunkt, at det er vigtigt, at der hersker en høj grad af konkurrence på de finansielle markeder. Bank- og Sparekasseforeningernes repræsentanter understregede vigtigheden af, at

konkurrencen imellem institutionerne, nationalt og på tværs af landegrænser, sker på lige vilkår. Fra Bankforeningens side blev det i denne forbindelse fremhævet, at likviditets- og solvenskravene til danske pengeinstitutter kan medvirke til at skabe ulige konkurrencevilkår i forhold til udenlandske pengeinstitutter. Set fra de danske bankers side er dette en urimelig omvendt diskrimination, som kan skabe risiko for, at danske pengeinstitutter taber markedsandele internationalt. Sparekasseforeningen fremførte, at de høje omkostninger ved etablering i den finansielle sektor begrænser den frie adgang og dermed den frie konkurrence, hvilket giver en åbenbar risiko for uønskede koncentrationstendenser. På lidt længere sigt er der en risiko for, at den intensivering af konkurrencen, som opnås igennem brancheglidning og internationalisering, neutraliseres af sådanne tendenser.

Assurandør-Societetet bemærkede, at selv om børsreformen kunne anskues som et skridt i retning af friere konkurrence, så er de store institutionelle investorer som forsikringsselskaber og realkreditinstitutioner afskåret fra selv at etablere børsmæglerselskaber.

Sparekasseforeningens repræsentant delte formandskabets opfattelse af, at den øgede konkurrence på de finansielle markeder skaber et behov for at indrette skattesystemet, så forvridninger af beslutningsgrundlaget for finansielle dispositioner og mulighederne for skatte-tænkning mindses så meget som muligt. Sparekasseforeningen beklagede, at man ved den netop gennemførte afgift på forbrugslån bryder med dette princip, som har været et hovedsigte bag gennemførelsen af skattereformen, endnu før denne er trådt i kraft. Sparekasseforeningen fremhævede nogle af de principielle fordele ved den direkte forbrugsskat. Både Sparekasseforeningen og Arbejderbevægelsens Erhvervsråd efterlyste et udredningsarbejde til belysning af fordelene og ulemperne ved et sådan skattesystem.

Formanden for Realkreditrådet bemærkede, at det var vigtigt at skelne imellem de finansielle innovationer, som opstår som følge af ændrede forbrugerbehov, og innovationer, som er en afledt virkning af reguleringen af de finansielle markeder. I sidstnævnte tilfælde er det tvivlsomt, om innovationerne kan betragtes som fordelagtige ud fra et samfundsmæssigt synspunkt. På linie med de øvrige brancherepræsentanter fremhævede han dualismen imellem konkurrencehensynet, og hensynet til de finansielle institutioners stabilitet og til markedets gennemsigtighed.

Assurandør-Societetets repræsentant fremførte, at der er store forskelle imellem pengeinstitutternes og forsikringsselskabernes aktiviteter; og at det derfor ikke er rigtigt at parallelisere imellem disse institutio-

ner. Det anførtes, at forsikringselskaberne typisk ikke har store fordringer på hinanden, og konsekvenserne af et eventuelt sammenbrud i ét forsikringselskab normalt vil kunne begrænses til dette selskabs kunder. Man fremhævede, at selv om dette kan være nok så alvorligt for de pågældende forsikringskunder, så vil der hverken være tale om nogen dominoeffekt som inden for pengeinstitutområdet eller om, at sammenbruddet kan få konsekvenser for betalingssystemet. På denne baggrund forekom det Assurandør-Societetet overraskende og ulogisk, at tilsynslovgivningen på en række områder er strammere for livsforsikringselskaber end for pengeinstitutter. Assurandør-Societetet understregede, at effektiv konkurrence er en fordel, og at en sådan konkurrence allerede eksisterer fuldt og helt på det danske forsikringsmarked. Man var af den opfattelse, at den danske tilsynslovgivning er langt strammere end i en række andre lande, og at dette i forbindelse med den forventede realisering af et fælles indre marked i EF risikerer at kvæste danske erhvervsvirksomheders konkurrenceevne.

Direktøren for Forsikringstilsynet påpegede, at lovgivningen og indretningen af tilsynet ikke kun kunne betragtes som udformet ud fra ønsket om at undgå de negative samfundsmæssige konsekvenser ved risikokæder. Tilsynet må også betragtes ud fra ønsket om at beskytte de enkelte forsikringstagere. Det blev fremført, at de nationale danske regler kan anskues som relativt stramme i sammenligning med udlandets, men at dette også har forskånet Danmark for sammenbrud, som ellers er set for eksempelvis bilforsikringer i Irland.

Forsikringstilsynet gjorde desuden opmærksom på, at de tre omtalte erhverv i den finansielle sektor i kernen udbyder forskellige ydelser, og at det derfor ikke ville være hensigtsmæssigt at slå de respektive tilsyn sammen; men den bedst mulige koordination af tilsynsvirksomheden burde tilstræbes. Forsikringstilsynet anførte endeligt, at samarbejdet med Nationalbanken naturligt må variere fra branche til branche. Også direktøren for Tilsynet med Banker og Sparekasser berørte forskellene imellem de forskellige institutioner og afviste, at der kunne være behov for forsikringsfaglig kompetence i banktilsynet. Redegørelsens bemærkninger om Nationalbankens eventuelle inddragelse i tilsynsfunktionen blev betegnet som interessant. Desuden blev det påpeget, at sikringsordninger for indskydere findes i de fleste EF-lande.

Det blev fra flere sider fremhævet, at reguleringen og tilsynet ikke udelukkende kunne indrettes efter enten egenkapital- eller regelvejen, men at det var vigtigt at gøre sig klart, hvad der var hovedudgangspunktet. Reguleringen måtte indrettes som et blandingsforhold af de to metoder. Repræsentanten for Realkreditrådet tilføjede, at tilsyns-

funktionen må tage udgangspunkt i egenkapitalregulering eventuelt suppleret med yderligere regler. Det blev af Bankforeningen fremført, at de i international sammenligning relativt strenge bestemmelser i den danske banklovgivning ud fra mange hensyn kan være klart ønskelige. Derudover tilsluttede Bankforeningen sig redegørelsens betragtninger om betydningen af at fastholde ledelsesansvaret i finansinstitutionerne, således at det bliver ledelse og ejere, der kommer til at bære eventuelle negative konsekvenser af de trufne beslutninger. Sparekasseforeningens repræsentant fremhævede betydningen af, at systemets stabilitet sikres, og dermed at sikkerheden for indskydernes, forsikringstagernes og obligationsejernes midler ikke bringes i fare.

Repræsentanterne fra Bankforeningen og fra Sparekasseforeningen tilsluttede sig redegørelsens vurdering af de pengepolitiske konsekvenser af brancheglidningen og innovationerne på de finansielle markeder. Især blev redegørelsens sammenfattende vurdering fremhævet, hvor det påpeges, at kreditrationering er et ufleksibelt og usikkert instrument, der vil øge omkostningerne og mindske effektiviteten i den finansielle sektor. Der blev udtrykt enighed i redegørelsens vurdering af, at de erfaringer, der er gjort med kreditrationering, ikke opfordrer til gentagelse. Endelig bemærkede Bankforeningen, at redegørelsens gennemgang af de pengepolitiske muligheder i et åbent samfund med en markedskonform pengepolitik, forekom at være både nuanceret og realistisk.

Formandskabet bemærkede afslutningsvis, at redegørelsens beskrivelse af brancheglidning og andre innovationer på de finansielle markeder for så vidt angår især tilsynsreglernes udformning og tilsynets organisation alene måtte betragtes som et første trin i de udredninger og overvejelser, der nu forestår, og hvor nærmere branchekendskab er påkrævet. Inddragelse af Danmarks Nationalbank i tilsynsfunktionerne og de organisationsmæssige konsekvenser heraf var således f.eks. ikke underkastet en egentlig analyse i redegørelsen.

København, den 18. november 1986.

Peder J. Pedersen

Christen Sørensen

Claus Vastrup

Beretning afgivet af erhvervsudvalget den 30. maj 1986

## Beretning

over

### Forslag til folketingsbeslutning om modernisering af lovgivningen om penge- og kapitalformidlende institutioner og virksomheder

[af Tove Lindbo Larsen (S) m.fl.]

Regeringen har efter 1. behandling af beslutningsforslaget nedsat et udvalg vedrørende brancheglidning på det finansielle marked.

Kommissoriet dækker overvejende de punkter, beslutningsforslaget opregnede som områder, der ønskedes ændret.

Udvalgets formandskab og sekretariat varetages af industriministeriet og udvalgsmedlemmerne repræsenterer relevante myndigheder.

Udvalget tager ministerens beslutning om nedsættelse af udvalget og igangsætning af arbejdet til efterretning.

Et flertal (socialdemokratiets, socialistisk

folkepartis og det radikale venstres medlemmer af udvalget) finder det imidlertid formålstjenligt gennem regeringen at bede det af regeringen uafhængige organ det økonomiske råd om en belysning af de pengepolitiske aspekter i forbindelse med brancheglidningen. Flertallet mener, at denne redegørelse samt resultatet af udvalgsarbejdet skal danne baggrund for industriministerens redegørelse om forholdene på det finansielle marked til folketinget i det kommende folketingsår.

Flertallet er bekendt med, at venstresocialisterne, der ikke har medlemmer i udvalget, kan tilslutte sig flertallets synspunkter.

P. u. v.

*Erling Jensen*

formand

# RESUMÉ

## Den internationale konjunktursituation: Kapitel I

Udsigterne for den internationale konjunkturudvikling giver ifølge redegørelsen stadig ikke grundlag for nogen større optimisme. Ganske vist kendetegnes den vesttyske økonomi for tiden af et mere ekspansivt forløb end i de senere år, og der er desuden dét nye i udviklingen i Tyskland, at det nu er den indenlandske efterspørgsel, der er drivkraften i opgangen. Men opgangen er dog i høj grad betinget af ydre forhold, nemlig af den af olie- og råvareprisudviklingen skabte kraftige bytteforholds- og realindkomstforbedring, som med nogen forsinkelse nu slår igennem i det private forbrug. Disse udefra kommende konjunkturstigningsårsager er imidlertid af éngangskaraktér, og der er foreløbig ikke mange tegn på en selv bærende opgangsproces i den interne økonomi i Tyskland.

I stærk modsætning til tidligere er den tyske eksport nu omtrent stagnerende. Uden en stimulans til den indenlandske efterspørgsel i Vesttyskland via den økonomiske politik forekommer det derfor i øjeblikket sandsynligt, at også den vesttyske konjunkturopgang vil tage af i styrke i løbet af 1987.

Både i U.S.A. og Japan er vinden nu meget klart gået ud af sejlene på den tidligere opgang. For U.S.A.'s vedkommende er dette både en følge af det dræn, som de meget store betalingsbalanceunderskud skaber i den indre økonomi i U.S.A., og af omlægningen af finanspolitikken fra en tidligere stærkt efterspørgsels- og konjunkturstimulerende til en nu konjunkturdæmpende politik. For Japan (ligesom for de ny-industrialiserede lande og i nogen grad for Vesteuropa) er nedgangen i væksten for en stor del en følge af opbremsningen af konjunkturerne i U.S.A., kombineret med mindsket konkurrencedygtighed for Japan og Vesteuropa over for U.S.A. som følge af valutakursudviklingen.

Især for Vesteuropa og Japan gælder, at udviklingen var specielt skuffende i første halvår 1986 som udslag af, at olieprisfaldet umiddelbart fik de olieeksporterende lande til at nedsætte deres efterspørgsel mere, end det stimulerede forbruget og den øvrige efterspørgselsudvikling i industrilandene. Set over ét à to års sigt regner redegørelsen dog med, at olieprisfaldet konjunkturmæssigt vil få en positiv nettovirkning på industrilandenets økonomi, idet disse under ét er olieimporterende. Disse virkninger er imidlertid næppe i sig selv af en tilstrækkelig styrke til, at de kan erstatte de konjunkturimpulser, der tidligere

udgik til andre lande fra konjunkturopgangen i U.S.A. og fra den høje dollarkurs. Desuden vil virkningerne af olieprisfaldet som nævnt ebbe ud i løbet af 1987.

Som udsigterne i øjeblikket tegner sig for den internationale økonomiske politik, er der derfor en betydelig risiko for, at væksten i verdensøkonomien, herunder også Vesteuropas økonomiske vækst, mod slutningen af 1987 kommer til at gå tilbage på grund af en utilstrækkelig international efterspørgsel. Hvor den løbende økonomiske vækst i gennemsnit for OECD i øjeblikket ligger på godt 3 pct. på årsbasis og formentlig vil holde sig dér i første halvår 1987, er der en ret stor sandsynlighed for, at væksten senere i 1987 vil aftage til 1½-2 pct. Ved en så svag vækst er det sandsynligt, at arbejdsløsheden internationalt set vil forblive på sit nuværende høje niveau.

En isoleret vurdering af grundtendensen i finanspolitikken i de forskellige lande kunne føre til den konklusion, at der er risiko for en egentlig international konjunkturedgang i løbet af 1987 respektive 1988. Men formentlig vil dette blive forhindret gennem bl.a. det rentefald, der er sket både som reaktion på konjunkturudviklingen og som en følge af de pengepolitiske lempelser, der er gennemført i adskillige lande. Det er formentlig sandsynligt, at der internationalt vil ske yderligere rentefald i 1987; men det er ikke sandsynligt, at dette i sig selv vil kunne vende konjunkturerne.

Endelig peges der i kapitel I på, at der i de kommende år ikke er udsigt til nogen væsentlig nedbringelse af de meget store finansielle ubalancer industrilandene imellem. Heraf følger igen, at der antagelig må regnes med et fortsat fald i dollarkursen (med deraf følgende spændinger også inden for EMS). De ligeledes fortsat store problemer omkring u-landenes gældskrise truer med at "køre i ring". En effektiv løsning må indebære, at de gældstruede lande bliver i stand til at klare deres rente- og afdragsforpligtelser gennem øgede eksportindtægter. Dette hæmmes af den svage vækst i industrilandene samtidig med, at den lavvækstpolitik, som u-landene for tiden presses ind i på grund af gælden, hæmmer industrilandenes eksport og dermed deres vækst.

## **Konjunkturudviklingen i Danmark: Kapitel II**

De beskrevne vilkår for den ydre økonomi, kombineret med virkningerne af de successive stramninger af finanspolitikken, konkurrenceevneudviklingen samt autonome tendenser til ophørende forbrugs- og investeringsstigning, må ifølge den foretagne analyse ventes at føre til en betragtelig vending i den danske konjunkturudvikling i 1987.



Hvor den økonomiske vækst i Danmark ellers gennem flere år har ligget væsentligt over det europæiske gennemsnit, må der i 1987 ventes at ske en stærkere konjunkturaftdæmpning i Danmark end i de fleste andre lande, hvorved den økonomiske vækst vil gå mere eller mindre i stå.

Den svagere aktivitetsudvikling vil på den ene side bidrage til at reducere betalingsbalanceunderskuddet, der er beregnet til omkring 15 mia. kr. i 1987 mod 33-34 mia. kr. i indeværende år, men den vil på den anden side øge ledigheden til et niveau på omkring 245.000 fuldtidsledige i 1987 (210.000 i indeværende år). Under redegørelsens forudsætninger, som naturligvis er særligt usikre for 1988, vil denne tendens fortsætte ind i 1988, hvor ledigheden kan nå op omkring 290.000 samtidig med et betalingsbalanceunderskud i nærheden af 5 mia. kr.

Den forudsatte konjunkturedgang i 1987/1988 er kun i mindre omfang en konsekvens af oktoberindgrebene. De relativt afdæmpede internationale konjunkturer (og udsigten til yderligere afdæmpning af disse) og de økonomisk-politiske indgreb i december 1985 og marts 1986 er af langt større betydning. Af væsentlig betydning er det også, at de foregående års stærke stigning såvel i forbrugskvoten som i erhvervenes investeringskvote næppe kan forventes at fortsætte.

Det vurderes derfor i redegørelsen, at beregningerne og de forudsætninger, de bygger på, næppe har slagside i pessimistisk retning, således som det har vist sig, at tidligere redegørelser har haft det, hvad angår aktivitetsniveauet og beskæftigelsen. Den uundgåelige usikkerhed omkring prognoserne for 1987/1988 går til begge sider, og der er lige så stor sandsynlighed for, at udgangsskønnet overvurderer det fremtidige aktivitetsniveau m.v., som for, at det er undervurderet.

Redegørelsens analyse omkring lønudviklingen og valutakursudviklingen m.v. viser, at til trods for at afdæmpningen af lønstigningstakten har været noget stærkere i Danmark end i udlandet, er der ikke sket nogen forbedring af lønkonkurrenceevnen i de senere år. Forbedringerne er for de senere år under ét blevet neutraliseret af valutakursforskydningerne, der har medført en stigning i kronekursen. For 1987 regner redegørelsen med, at der vil ske en forværring af konkurrenceevnen både af indefra kommende årsager (stærkere relativ stigning i lønomkostningerne i Danmark) og som følge af EMS-valutaernes udvikling i forhold til verdensvalutaerne.

For så vidt angår lønstigningstakten i Danmark, bygger de nævnte konkurrenceevneberegninger på en rent teknisk forudsætning om uændret lønstigningstakt i 1987 og 1988, bortset fra de korrektioner,

der følger af arbejdstidsforkortelsen. Arbejdsgivertilskuddene til nedbringelse af lønomkostningerne er forudsat videreført. I beregningerne ligger ingen foruddiskontering af udfaldet af de kommende overenskomstforhandlinger.

Afslutningsvist peges der i kapitel II på, hvorledes dansk økonomi og økonomisk politik i de kommende år sandsynligvis vil blive præget af store problemer, således at det vil blive vanskeligt at videreføre den hidtidige udvikling med stærk vækst i den private sektor derunder en stærk udbygning af erhvervenes produktionsapparat. I denne forbindelse fremhæves det, at de nye erhvervspolitiske initiativer først og fremmest må vurderes i et langtidsperspektiv. De kan ikke på kort sigt træde i stedet for forbedringer af lønkonkurrenceevnen, og initiativerne kan i dette tidsperspektiv ikke ventes af få nogen større betydning for løsningen af dansk økonomis balanceproblemer.

### **Brancheglidning og andre innovationer på de finansielle markeder: Kapitel III**

Med redegørelsens kapitel III har man søgt at imødekomme en henstilling fra Folketingets erhvervsudvalg (udvalgets flertal) om udarbejdelse af en analyse af de pengepolitiske aspekter af brancheglidningen på de finansielle markeder. I kapitlet behandles dog også en række andre aspekter af den finansielle udvikling, idet der i høj grad er tale om et samspil mellem en række forskellige udviklingstræk.

Redegørelsen tager udgangspunkt i bl.a. følgende karakteristiske træk i udviklingen på de finansielle markeder:

- øget internationalisering
- nedbrydning af traditionelle brancheskel
- udvikling af mange nye finansielle produkter
- øget konkurrence, såvel internationalt som nationalt, imellem finansielle institutioner.

Blandt årsagerne til denne udvikling peges der bl.a. på de senere års stærke udsving i renter og valutakurser og det høje renteniveau, der har øget interessen for at kunne sammensætte risici og kredit på en mere fleksibel måde end tidligere. Endvidere peges der på, at regelsætsbestemmelserne i mange lande giver tilskyndelse til udvikling af nye produkter og markeder (for herved at omgå reguleringerne). Endelig spiller den moderne teknologi også en rolle.

Selv om brancheglidningen og også de fleste af de øvrige nydannelser indtil nu kun har fået en ret beskeden udbredelse i Danmark, anser

redegørelsen det for sandsynligt, at ikke mindst internationaliseringen og udbredelsen af nye finansielle produkter vil tiltage i de kommende år, bl.a. understøttet af bestræbelserne for fuldførelsen af det indre marked i EF.

Det er et hovedsynspunkt i redegørelsen, at selv om brancheglidningen og de øvrige fornyelser ikke under alle forhold trækker i retning af større konkurrence i den finansielle sektor, vil dette kunne sikres gennem det offentliges tilsyn med sektoren. En skærpet konkurrence anses for en samfundsmæssig fordel, fordi det øger udbuddet af ydelser og giver lavere priser, - f.eks. målt ved en mindre rentemarginal i pengeinstitutterne. En væsentlig forudsætning for de gunstige virkninger er dog, at konkurrencen ikke sætter betalingsystemets stabilitet på spil.

Betydningen for pengepolitikken anses for at være forholdsvis begrænset. Øget international kapitalmobilitet mindsker naturligvis den pengepolitiske selvstændighed, men ikke i en sådan grad, at Danmark afskæres fra at vælge et renteniveau, der i visse situationer vil kunne afvige væsentligt fra udlandets.

Samtidig mindsker brancheglidningen muligheden for at anvende kreditrationering og tilsvarende former for selektiv kreditstyring. Herom siges imidlertid i redegørelsen, at erfaringerne fra 1970'erne indebærer, at de dengang anvendte udlånsbegrænsninger, rentebegrænsninger m.v. kun havde begrænsede og usikre virkninger og primært i form af en højere rente. Samtidig indebar den mindskede konkurrence, at effektiviteten i den finansielle sektor blev reduceret og avancerne forøget.

Et andet hovedsynspunkt i redegørelsen er således, at pengepolitik i form af rentestyling er at foretrække. Den aktuelle udvikling i retning af skærpet konkurrence øger samtidig rentestylingens effektivitet. Derimod vil en sådan konkurrencepræget udvikling gøre kassebindingsregler og tilsvarende instrumenter mindre hensigtsmæssige.

Det er et vigtigt led i det markedsøkonomiske system, at der eksisterer en reel risiko for, at de enkelte markedsdeltagere kan gå konkurs. Den finansielle sektor er ikke generelt undtaget herfra; men betydningen af at bevare tilliden til det finansielle system er en væsentlig begrundelse for, at der netop på dette marked findes særlige soliditetskrav og hertil hørende tilsyn.

Internationaliseringen indebærer formentlig større sandsynlighed for risikokoncentrationer og sammenbrud i den finansielle sektor. Sådanne sammenbrud vil samtidig let kunne forplante sig over landegræn-

serne og i værste fald kunne indebære en negativ effekt på den internationale konjunktur. Såvel soliditetskrav og skatteregler som tilsynsvirksomheden varierer stærkt fra land til land, og udviklingen kan allerede nu på visse punkter minde om skibsfartens konkurrence på bekvemmelighedsflag. I redegørelsen understreges derfor behovet for øget internationalt samarbejde mellem de nationale tilsynsmyndigheder og behovet for internationale mindstenormer for soliditetskrav og tilsynene hermed.

Den danske lovgivning anses for at høre til blandt de strengeste i verden. Risikoen for finansielle sammenbrud i Danmark er bl.a. derfor formentlig meget lille sammenlignet med andre lande. Set med danske øjne er de væsentligste problemer i forbindelse med internationaliseringen og de øvrige nyudviklinger derfor dels risikoen for, at finansielle kriser i andre lande forplanter sig hertil, dels risikoen for, at den danske finanssektor vil tabe markedsandele til udenlandske institutioner.

Nedbrydningen af de traditionelle brancheskel og fremkomsten af nye produkter, der ikke alle er "branchespecifikke", samt internationaliseringen har ført til overvejelser om grundlaget for tilsynet med den finansielle sektor og om den nærmere organisering af tilsynet. I redegørelsen sondres mellem to grundprincipper for den offentlige regulering på dette område, betegnet som henholdsvis "regelvejen" og "egenkapitalvejen". Efter det første princip reguleres de finansielle institutioners virksomhed gennem detaljerede likviditets- og placeringsregler. Egenkapitalvejen tilstræber derimod at sikre de finansielle institutioners soliditet primært gennem en betydelig egenkapital.

Vægtfordelingen mellem de to principper, der naturligvis kan kombineres, har betydning for organiseringen af tilsynet. Det anføres i redegørelsen, at regelvejen gør et institutionsopdelt tilsyn mere nærliggende end et funktionsopdelt tilsyn, der på sin side er mere nærliggende, såfremt egenkapitalvejen vælges. Det nævnes, at udviklingen i andre lande synes at gå i retning af et funktionsbestemt tilsyn, og at det i udlandet er almindeligt, at centralbankerne deltager i tilsynsvirksomheden.

Endelig peger redegørelsen på de øgede muligheder for international skattetænkning, der følger af internationaliseringen. Ganske vist er der i Danmark fornylig gennemført en udligningsskat, der skal begrænse mulighederne for skattetænkning via akkumulerende investeringsforeninger o.lign. i udlandet. Men det vurderes i redegørelsen, at det i stigende grad vil vise sig vanskeligt og ressourcetrækkende at hindre international skattetænkning ad denne vej. Der kan derfor blive behov for, at skattesystemet i højere grad end nu tilpasses en si-

tuation med meget frie kapitalbevægelser. Den mest nærliggende mulighed vurderes her at være en videreførelse af de tendenser mod en direkte forbrugsskat, der ligger i virksomhedsskatteordningen i skattereformen. Direkte forbrugsskat vil kunne mindske interessen for international skattetænkning væsentligt.

Som et mere specifikt skattemæssigt problem nævnes i redegørelsen, at realrenteafgiften i sin nuværende udformning eventuelt kan tænkes at komme under pres som følge af den finansielle udvikling, der kan forventes i fremtiden.



# KAPITEL I

## DEN INTERNATIONALE KONJUNKTURSITUATION<sup>1</sup>

### I.1 Indledning og sammenfatning

**Skuffende  
konjunkturud-  
vikling i den  
forløbne del  
af 1986**

**Olieprisfaldet  
synes at have  
haft negative  
initialeffekter,  
mens de  
positive effekter  
først nu viser  
sig**

Den internationale konjunkturudvikling har i den forløbne del af 1986 været klart skuffende specielt på baggrund af de forholdsvis optimistiske forventninger, der almindeligvis næredes i foråret i lyset af det udbredte nominelle rentefald og især det voldsomme olieprisdyk, men også skuffende i forhold til den i forvejen noget mere pessimistiske vurdering i Dansk Økonomi, maj 1986. Medens der blev regnet med en samlet økonomisk vækst i OECD-området på 3 pct. fra 1985 til 1986, synes det nu tvivlsomt, om vækstraten vil overstige 2¼ pct.

Årsagen skal primært søges i det forhold, at virkningerne af olieprisfaldet fordeler sig lidt anderledes over tid end tidligere forudsat. Mens olieprisfaldets negative effekter i form af lavere eksport til de olieeksporterende lande samt lavere energiinvesteringer i OECD-området har vist sig at indtræde ret hurtigt, er de positive effekter i form af øget efterspørgsel i nogle af de større olieimporterende lande først for alvor begyndt at vise sig i andet halvår af 1986 som en træg reaktion på det allerede i foråret realiserede fald i olieprisen og den resulterende realindkomststigning.

Selv om olieprisfaldets initialeffekt på konjunkturerne således har vist sig at være negativ, må det stadig antages, at olieprisfaldet i sig selv totalt set vil øge væksten i OECD-landene, der importerer ca. halvdelen af deres eget olieforbrug, med i alt knap en procentenhed fordelt over 1-2 år.

Der er derfor udsigt til en noget højere løbende vækstrate på godt 3 pct. på årsbasis i OECD-området som helhed gennem sidste del af 1986 og første del af 1987. Sideløbende med, at olieprisfaldets positive effekter ebber ud, må vækstraten imidlertid forventes at aftage igen igennem sidste del af 1987, og det kan næppe forventes, at den økonomiske vækst fra kalenderåret 1986 til kalenderåret 1987 under ét vil udgøre mere end 2½ pct.

1) Kapitlet er færdigredigeret 15/10-1986.

**I fravær af mere ekspansiv økonomisk politik må en egentlig konjunkturafmatning i 1988 frygtes**

En central faktor bag denne forholdsvis pessimistisk bedømmelse af den internationale konjunkturudvikling er manglen på udsigt til, at de betydende industrilande, især Japan og Tyskland, i større omfang vil benytte de gunstige udefra kommende forhold til at omlægge den økonomiske politik i en ekspansiv retning. Olieprisfaldet og de faldende råvarepriser i almindelighed har medført et markant fald i inflationsraten samt en betydelig betalingsbalanceforbedring i de olieimporterende lande; men i næsten alle OECD-lande har inflationsbekæmpelse og bekæmpelsen af underskuddene på statsbudgetterne fortsat meget høj prioritet samtidig med, at der spores en udbredt mistillid hos beslutningstagerne til den aktivitetsskabende effekt af de finanspolitiske instrumenter. Modsat har pengepolitikken generelt været ret ekspansiv og medvirket til et fortsat betydeligt nominelt internationalt rentefald; men den stimulerende virkning heraf synes begrænset, bl.a. fordi rentefaldet sideløbende har været fulgt af et fald i de faktiske og dermed givetvis også i de forventede inflationsrater, hvorfor realrenterne har udvist betydelig større stabilitet.

I fravær af yderligere stimulanser, når de gunstige virkninger af olieprisfaldet dør ud i løbet af 1987, er der således fare for, at den internationale konjunkturudvikling står over for en alvorlig afmatning mod udgangen af 1987 og ind i 1988.

Der er således ikke udsigt til en reduktion af arbejdsløsheden, som fortsat andrager 11 pct. gennemsnitligt i Vesteuropa.

**Inflationen fortsat aftagende**

Som nævnt er inflationsraterne i de fleste OECD-lande aftaget markant, og adskillige lande har endda oplevet direkte fald i forbrugerpriserne i den forløbne del af 1986. Tyskland og Japan vil både i år og til næste år have stort set stabile forbrugerpriser, og selv i U.S.A. vil inflationstakten i år næppe overstige 2 pct. på trods af dollarfaldet. Denne udvikling er selvsagt i høj grad betinget af olieprisfaldet og de meget svage råvaremarkeder i øvrigt. For inflationsudsigterne på længere sigt må det noteres, at lønstigningstakten som gennemsnit har svært ved at komme under 4-5 pct., og at produktivitetsstigningen i de fleste lande er overraskende svag.

**Oliepriserne må forventes at stabilisere sig på det nuværende niveau, men usikkerheden er markant**

Olieprisen har siden det voldsomme dyk i begyndelsen af året stadig udvist relativt store udsving, jfr. figur I.1. På grund af fortsat stigende produktion og sæsonbetinget særlig lav efterspørgsel var olieprisen på spotmarkedet nede under 9 \$ pr. tønde i en periode i juli (under en trediedel af prisen for et år siden), men i august enedes OPEC-landene (bortset fra Irak) om at genindføre de produktionskvoter, der var gældende for et år siden, foreløbig for en periode af 2 måneder. Ifølge aftalen skulle OPEC's samlede produktion begrænses til 16,8 mill. tønder om dagen mod næsten 21 mill. tønder om dagen i august.



Figur 1.1 Udviklingen i råoliepris, kroner pr. tønde, siden januar 1984



Anm.: Olie af Brent-kvalitet på spotmarkedet.

Kilde: Oplysninger fra A.P. Møller.

I kølvandet herpå har nogle af olieproducenterne udenfor OPEC (Mexico, Egypten, Malaysia og Oman) tilkendegivet en samlet produktionsbegrænsning på op mod 0,5 mill. tønder om dagen. Norge har tilkendegivet, at man i aftaleperioden vil begrænse sin eksport med 10 pct. og i stedet lægge denne produktion på lager. Aftalen foranledigede straks en stigning i olieprisen på spotmarkedet til ca. 14-15 \$ pr. tønde, men siden har der igen været et vist prisfald.

Da aftalen i første omgang kun gælder til og med udgangen af oktober, og det i øvrigt er usikkert, om den bliver overholdt, er udsigterne for oliepriserne ekstremt usikre. OPEC har efter et samlet indtægtsfald på 30 pct. i årets første halvår et betydeligt incitament til at fortsætte kvoteordningen, også fordi olieforbruget i OECD-området højest kan anslås at vokse knap 3 pct. i år (ifølge det Internationale Energi Agentur). Beregningsteknisk er der i denne rapport forudsat en oliepris på 15 \$ pr. tønde gældende for den resterende del af 1986 og herefter en konstant oliepris målt i kroner i 1987 og 1988. Det er dog sandsynligt, at dette er et overkantsskøn.

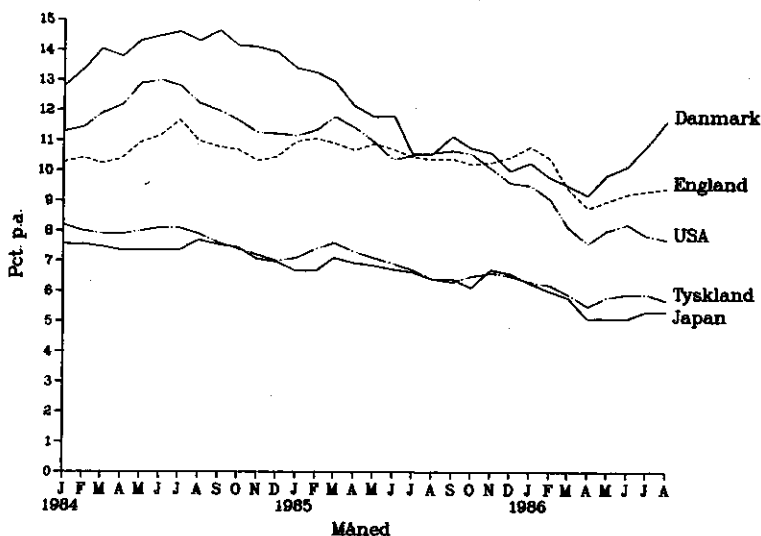
**De øvrige råvarepriser må fortsat forventes at være svage**

De øvrige råvarepriser, målt i dollars, udviste stigninger fra efteråret 1985 til foråret 1986 på godt 15 pct. (målt ved The Economist's råvareindeks) og indhentede herved en del af dollarkursfaldet, dog ikke nok til at undgå et fortsat betydeligt realprisfald. Siden maj er det meste af stigningen i dollarnoteringerne redresseret. Grundet den fortsat betydelige overkapacitet i produktionen af en lang række råvarer må råvaremarkederne generelt forventes at være meget svage fremover.

**Rentefaldet er fortsat**

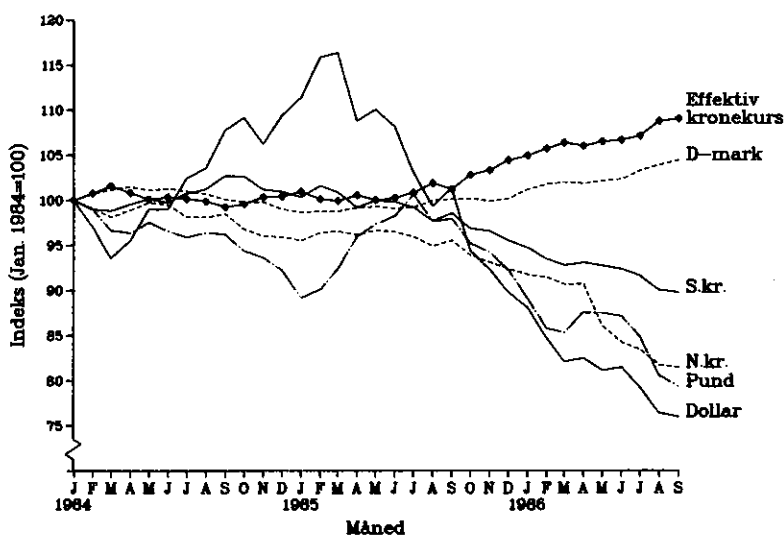
Hen over sommeren er dollaren fortsat med at falde over for yen og EMS-valutaerne, understøttet af nedsættelser af den amerikanske diskonto i flere omgange til nu 5,5 pct. Yen noteredes i september til den højeste kurs over for dollar siden 2. verdenskrig, mens dollar over for den danske krone var tilbage på niveauet fra begyndelsen af 1982. Fra amerikansk side er Tyskland og Japan blevet opfordret til at følge rentenedsættelsen, hvilket foreløbig ikke er sket. For Japans vedkommende er renten imidlertid i forvejen meget lav, således at mulighederne for yderligere rentenedsættelse er begrænsede. Den japanske diskonto er på 3½ pct.; det samme gælder den nominelle diskonto i Tyskland, men den "effektive diskonto" (Lombard-renten) er uændret på 5½ pct. siden august 1985. Udviklingen i den lange obligationsrente i udvalgte lande fremgår af figur I.2.

*Figur I.2 Udviklingen i den lange obligationsrente i udvalgte lande siden januar 1984*



Kilde: StatistiksERVICE, Konjunkturtendenser i udvalgte lande, 1986:19.

Figur I.3 Udviklingen i udvalgte valutakurser siden januar 1984



Anm.: Kursen på en valuta er defineret som kroner pr. enhed af pågældende valuta. Den effektive kronkurs er defineret som den sammenvejede kurs på kroner (og vil således stige, når kurserne på de øvrige valutaer sammenvejet falder).

Kilde: *Statistikservice, Konjunkturtendenser i udvalgte lande, 1986:19*, samt egne beregninger.

**Fortsat  
dollarfald har  
øget  
spændingerne  
inden for  
EMS'en**

Dollarkursfaldet har som venteligt ført til øgede spændinger indenfor EMS. Samtidig med dollarkursfaldet er der sket et fald i det engelske pund, hvilket var en væsentlig begrundelse for EMS-justeringen i august, hvor det irske pund devalueredes med 8 pct. Et yderligere pres mod det engelske pund har siden givet anledning til en forhøjelse af det engelske renteniveau. Den danske krone har i de seneste måneder ofte ligget i bunden af EMS-båndet.

De øvrige nordiske valutaer er hver for sig bundet til en kurv af udenlandske valutaer og derfor i begrænset omfang faldet over for danske kroner sideløbende med dollar og pund, jfr. figur I.3. Ydermere devalueredes den norske krone i april med nominelt 12 pct. over for kurven. Den effektive devaluering var dog i første omgang omkring 8

Tabel I.1 Realvækst og prisudvikling i visse OECD-lande, 1985-1987

Land	Eksportvægte (Andel af Danmarks industrieksport)		Realvækst (Stigning i bruttonatio- nalprodukt, fæste priser)			Prisudvikling (Stigning i forbruger- priser)		
	1985	1986	1985	1986	1987	1985	1986	1987
	Pct.		Procentvis stigning i forhold til foregående år					
U.S.A.	12,9	2,20	2,25	2,50	3,20	2,00	3,50	3,50
Canada	1,4	4,50	3,00	2,75	4,00	3,50	3,50	2,50
Japan	2,0	4,60	2,00	2,50	2,20	0,50	0,50	0,00
England	12,9	3,20	2,25	1,50	5,40	4,00	4,50	4,50
Frankrig	5,7	1,20	2,00	2,00	5,50	2,75	2,00	2,00
Tyskland	19,8	2,40	2,50	3,00	2,00	0,00	0,00	0,25
Italien	2,9	2,25	2,25	2,25	9,40	5,50	5,50	3,50
Holland	5,1	2,00	1,25	0,75	2,30	-0,25	0,50	0,50
Belgien	2,3	1,00	1,25	1,50	5,00	1,50	1,50	0,75
Østrig	1,4	2,90	2,50	2,00	3,50	1,50	1,50	2,00
Schweiz	2,8	3,80	2,50	2,00	3,40	1,00	1,00	0,50
Finland	3,6	2,80	1,50	1,50	5,90	3,00	3,00	3,25
Norge	11,4	4,40	4,00	2,25	6,10	7,00	7,00	8,00
Sverige	15,8	2,30	1,50	2,00	7,20	4,70	4,70	4,50
Hele OECD <sup>a</sup>		2,80	2,25	2,50	4,80	3,25	3,25	3,50
Vesteuropa		2,40	2,25	2,00	7,30	5,00	5,00	4,75
Danmarks aftagerlande <sup>b</sup>		2,70	2,25	2,25	4,50	3,00	3,00	3,25
Danmark		3,90	2,70	-0,50	5,00	3,70	3,70	3,20

a) Gennemsnitlig ændring for hele OECD-området.

b) Sammenvejret med landenes andel af Danmarks industrieksport.

Kilde: *Economic Outlook*, Nr. 39. OECD, Paris, maj 1986, samt egne skøn.

pct., idet den norske krone efter nedskrivningen placerede sig øverst i sit udsvingsområde.

### **Udsigt til aftagende vækst på Danmarks eksportmarkeder**

I tabel I.1 er konjunkturudsigterne for de vigtigste lande kort summeret i kvantitativ form. Det fremgår også heraf, at der sammenlagt må regnes med aftagende vækst på Danmarks eksportmarkeder.

Konklusionen af det efterfølgende er, at medmindre de store industrilande udenfor U.S.A., især Japan og Tyskland, der begge har betydelige betalingsbalanceoverskud og stort set ingen inflation, omlægger deres økonomiske politik i en klart ekspansiv retning, må det forventes, at den internationale økonomi går ind i en periode med stagnerende økonomisk vækst, når olieprisfaldets gunstige effekter for industrilandene ebber ud henimod 1988.

Hvis der ikke sker en sådan omlægning af den økonomiske politik, er der lange udsigter til at få nedbragt verdensøkonomiens ubalancer til et mere harmonisk niveau. Der vil i så fald i en periode være en alvorlig risiko for lavere vækst.

### **Ingen hjælp udefra**

Der synes ikke umiddelbart at være tegn på, at en sådan ændring i den økonomiske kurs for alvor er på vej. For mindre lande med betalingsbalanceproblemer og arbejdsløshed som f.eks. Danmark indebærer det, at man ikke kan forvente, at udlandet leverer noget væsentligt bidrag til løsning af de hjemlige balanceproblemer.

## **I.2 Ubalancer i verdensøkonomien**

### **Betalingsbalanceuligevægtene i de tre store industrilande.**

### **Stadig større betalingsbalanceunderskud i U.S.A. modsvares af stigende overskud i Japan og Tyskland**

Saldoen på betalingsbalancens løbende poster i U.S.A. har udviklet sig fra et lille overskud i 1981 til et forventet underskud på 135 mia. \$ (3,2 pct. af BNP) i 1986. Grundet dette underskud er U.S.A. blevet en nettoskyldnation for første gang siden 1914. Modstykket er stærkt stigende betalingsbalanceoverskud i bl.a. Japan med et forventet overskud på omkring 85 mia. \$ i 1986 og i Tyskland med et overskud på omkring 35 mia. \$, jfr. tabel I.2.

Tabel I.2 Udvalgte nøgletal for de tre store industrilande

	U.S.A.		Japan		Tyskland	
	1985	1986	1985	1986	1985	1986
Realvækst i BNP, pct.	2,20	2,25	4,60	2,00	2,40	2,50
Realvækst i indenlandsk efterspørgsel, pct.	2,80	3,00	3,50	3,25	1,30	3,75
Arbejdsløshed, pct.	7,1	7,0	2,6	2,8	8,3	8,0
Inflation, pct.	3,20	2,00	2,20	0,50	2,00	0,00
Overskud på statsbudget, pct. af BNP	-5,2	-5,5	-4,4	-4,4	-1,2	-1,2
Løbende betalingsbalance						
- mia. \$	-118	-135	49	85	13	35
- pct. af BNP	-3,0	-3,2	3,7	4,1	2,1	3,8

Kilder: *Economic Outlook*. Nr. 39. OECD. Paris, maj 1986; *World Economic Outlook*. IMF. Washington, oktober 1986, samt egne skøn.

**Årsagerne er primært manglende koordination af landenes økonomiske politik samt uafbalanceret økonomisk politik i U.S.A.**

Den voldsomme forringelse af den amerikanske betalingsbalance på 5 år kan henføres til en lang række årsager. For det første steg den reale effektive dollarkurs med omkring 45 pct. fra 1980 til foråret 1985 bl.a. fremkaldt af et meget højt amerikansk renteniveau. For det andet indledte U.S.A. i finansåret 1981/82 en betydelig finanspolitisk ekspansion, der efterhånden skabte en stærk stigning i den amerikanske efterspørgsel og import, mens omvendt den amerikanske eksport til de øvrige OECD-lande hæmmedes både af dollarkursstigningen, efterspørgselsstigningen i U.S.A. og af den stramning af finanspolitikken, som samtidig fandt sted i andre lande. Ud over at medvirke til det stigende betalingsbalanceunderskud medførte kombinationen af ekspansiv finanspolitik og stram pengepolitik (højt renteniveau) i U.S.A. et stort underskud på forbundsregeringens budget, som anslås at løbe op i 230 mia. \$ (5,5 pct. af BNP) i finansåret 1. oktober 1985 til 30. september 1986. Udviklingen i budgetunderskuddet er blevet væsentligt accelereret af faldet i den amerikanske vækstrate i 1985-86. Den overvurderede dollar og det stigende betalingsbalanceunderskud har været stærkt medvirkende til denne udvikling.

For det tredje har den fortsatte internationale gældskrise, jfr. nedenfor, ramt U.S.A.'s eksport især til Latinamerika, der således er halveret fra 30,6 mia. \$ i 1981 til forventet ca. 15 mia. \$ i 1986.

Endelig er det værd at nævne, at U.S.A.'s forringede nettofordringsposition har mindsket nettorenteindtægterne på betalingsbalancen med ca. 20 mia. \$ siden 1981. Denne post vil yderligere forringes mærkbart i takt med, at U.S.A. hastigt opbygger en betydelig udlandsgæld i de kommende år.

**Dollarkursfaldet har endnu ikke reduceret ubalancerne**

I de seneste år er den amerikanske pengepolitik gradvist blevet omlagt i en stadig mere ekspansiv retning, og renteforskellen til f.eks. Japan og Tyskland er blevet klart indsnævret. Den indsnævrede renteforskel, det foreløbig fortsat stigende amerikanske betalingsbalanceunderskud samt de 5 store industrilandes beslutning i september 1985 om en mere aktiv valutakurspolitik har fremkaldt et fald i den effektive reale dollarkurs på ca. 25 pct. fra foråret 1985 til august 1986, hvor den kun lå ca. 8 pct. over 1980 niveauet<sup>2</sup>. Dette dækker dog over meget forskellige forskydninger i valutakursrelationerne for de enkelte lande. Over for yen og EMS-valutaerne (D-mark) er den faktiske dollarkurs faldet med ca. 40 pct. siden foråret 1985, og dollaren har ikke i efterkrigsperioden stået lavere over for yen. Derimod er dollarkursen i forhold til februar 1985 stort set uændret (i enkelte tilfælde højere) over for en række valutaer i det øvrige dollarkursområde, dvs. valutaerne fra Canada, en række sydøstasiatiske industrilande samt en række latinamerikanske lande (sidstnævnte justeret for inflationsforskelle). Tilsammen vejer disse lande tungt i U.S.A.'s udenrigshandel, ligesom U.S.A.'s eksport konkurrerer med eksporten herfra til tredjelande, hvorfor man afhængigt af beregningsmetoden kan komme til, at U.S.A. endnu ikke har fået forbedret sin internationale konkurrenceevne ret meget.

For betalingsbalancen er det endvidere afgørende, at den hjemlige efterspørgsel i U.S.A. fra 1985 er ophørt med at vokse stærkere end den hjemlige efterspørgsel i de øvrige OECD-lande, og at olieprisfaldet umiddelbart forbedrer den amerikanske betalingsbalance væsentligt.

**Uden yderligere tiltag er der ikke udsigt til en tilstrækkelig og afbalanceret reduktion af ubalancerne**

På trods af denne udvikling er såvel det amerikanske handelsunderskud som betalingsbalanceunderskuddet fortsat med at vokse i den forløbne del af 1986. En vigtig forklaring ligger uden tvivl i, at en devaluering typisk umiddelbart fører til stigende importpriser målt i national valuta (og faldende eksportpriser målt i udenlandsk valuta), således at prisbevægelserne isoleret set indebærer en betalingsbalanceforringelse, mens der ikke umiddelbart sker noget med im- og eksportmængderne. Efterhånden, som de ændrede priser fører til mindre importmængder og større eksportmængder, bedres betalingsba-

2) Ifølge Morgan Guaranty Trust's sammenvæjede indeks, hvor vægtene afspejler størrelsen af U.S.A.'s samhandel med de 15 vigtigste øvrige industrilande. Andre har offentliggjort beregninger, der i den samme periode viser et fald i den effektive dollarkurs på mellem 32 pct. (U.S.A.'s centralbank) og 2 pct. (Manufacturers Hanover).

lancen, men dette er en proces, der tager tid. De fleste prognoser baseret på uændrede dollarkurser, en oliepris omkring 15 \$ og en nogenlunde ensartet udvikling i efterspørgslen i U.S.A. og i det øvrige OECD-område under ét forudsiger på baggrund af de beskrevne sammenhænge, at U.S.A.'s betalingsbalanceunderskud vil kulminere i 1986-1987 for herefter gradvist at aftage; men der er *ikke* udsigt til, at det årlige underskud *automatisk* vil falde til under 100 mia. \$. Det skyldes, at dollaren som nævnt på trods af en markant nedskrivning over for vigtige valutaer målt på effektiv real basis stadig er højt vurderet, at u-landenes gældskrise fortsat vil udgøre et væsentligt problem i en lang årrække, at landbrugseksporten rammes hårdt af den stigende overproduktion af landbrugsvarer i verden, samt at nettorenteudgifterne på U.S.A.'s udlandsgæld er stærkt stigende.

**I længden en uholdbar situation**

Ved en forlængelse af de nuværende tendenser vil U.S.A. i 1990 have akkumuleret en udlandsgæld i størrelsesordenen netto 600-700 mia. \$, og gælden vil efter alt at dømme vokse med over 100 mia. \$ om året i 1990'erne. Det synes uholdbart, at denne udvikling kan fortsætte; men det er temmelig vanskeligt at forudsige, hvad der vil ske for at modvirke den.

**Isoleret dollarfald som alternativ**

En mulighed er, at U.S.A. devaluerer sig ud af underskuddet. Forskellige beregninger<sup>3</sup> antyder, at den effektive (handelsvejede) dollarkurs i fravær af andre foranstaltninger skal falde yderligere næsten 30 pct. for, at U.S.A.'s betalingsbalanceunderskud i 1990 skal falde til et sted i omegnen af 50 mia. \$ (som af nogen anses for et mere realistisk niveau for underskuddet). Det indebærer formentlig, at dollaren over for EMS-valutaerne og yen skal falde betydeligt mere. En så voldsom dollarnedskrivning vil ifølge beregningerne i sig selv dæmpe væksten i det øvrige OECD-område med i alt over én procentenhed kumuleret frem til 1990. Hertil kommer, at den vil forøge den amerikanske inflation og derfor gennem en sandsynlig stramning af den økonomiske politik også kan bringe den amerikanske vækst i fare på længere sigt.

**Isoleret stramning i U.S.A. som alternativ**

Alternativt kan U.S.A. bekæmpe betalingsbalanceunderskuddet direkte ved gennem en stram økonomisk politik at dæmpe importefterspørgslen. Men beregningerne antyder, at der skal en egentlig depression til i U.S.A. for primært gennem efterspørgseldæmpning at nedbringe det amerikanske betalingsbalanceunderskud væsentligt. En sådan udvikling vil selvsagt have alvorlige konsekvenser for hele verdensøkonomien.

3) Se f.eks. Morgan Guaranty Trust: *World Financial Markets*. New York, marts 1986.



### **De protektionistiske strømninger**

En tredje mulighed er, at den amerikanske administration giver efter for de meget stærke protektionistiske kræfter og indfører importbegrænsende foranstaltninger. Det vil ligeledes få negative konsekvenser for hele det internationale økonomiske samkvem og den internationale økonomiske vækst.

### **Isoleret ekspansion uden for U.S.A. kan kun give begrænset reduktion af uligevægtene**

En ekspansion uden for U.S.A. er - inden for de rammer der er realistiske - heller ikke tilstrækkelig til at løse problemerne alene. De øvrige OECD-lande skal hæve deres vækstrate med adskillige procentenheder om året, hvis dette *isoleret* skal reducere det amerikanske betalingsbalanceunderskud føleligt, fordi underskuddet er stort i forhold til eksporten fra U.S.A. til det øvrige OECD-område.

### **En koordinati-on af den økonomiske politik i de store lande kan derimod reducere ubalancerne tilstrækkeligt uden alvorlige bivirkninger**

En radikal reduktion af betalingsbalanceuligevægtene uden alvorlige bivirkninger for den internationale økonomi kræver derfor en koordinati-on af den økonomiske politik i de toneangivende industrilande. Beregninger indicerer, at en forøgelse af vækstraten i Japan og Vesteuropa på op mod en ekstra procentenhed p.a. parret med en yderligere nedskrivning af den effektive dollarkurs på knap 15 pct. vil kunne reducere det amerikanske betalingsbalanceunderskud til omkring 60 mia. \$ i 1990 uden en uacceptabel stigning i den amerikanske inflati-on, og uden at den internationale økonomiske vækst bringes i fare.

Indtil videre har de store overskudslande Japan og Tyskland lempet pengepolitikken, mens finanspolitikken fortsat er stram. Resultatet har været en meget moderat global økonomisk vækst. Det er svært at forestille sig, at de internationale balanceproblemer kan finde en afbalanceret løsning, uden at overskudslandene for alvor indvilger i en mærkbar finanspolitisk ekspansion. I stedet er der en vis risiko for, at løsningen kan tvinge sig igennem via en international depression.

## **Den fortsatte gældskrise for visse u-lande**

### **Ingen udsigt til snartlig afvikling af den internationale gældskrise**

En række u-lande har på trods af det internationale rentefald og dollarfaldet fortsat svære problemer med at forrente og afdrage den meget betydelige udlandsgæld, de opbyggede frem til begyndelsen af 1980'erne. Problemets omfang kan anskueliggøres ved det forhold, at eksempelvis de største og mest forgældede latinamerikanske lande har en udlandsgæld, der udgør mere end 3-400 pct. af de årlige eksportindtægter, og at alene renterne på udlandsgælden udgør 30-40 pct. af eksportindtægterne.

**Alvorlige  
konsekvenser  
for u-landenes  
økonomiske  
udvikling**

De fleste u-lande har i første omgang reduceret takten i gældssætningen ved at nedskære importen drastisk gennem reduktion af den indenlandske efterspørgsel med store omkostninger i form af forringet levestandard i disse i forvejen fattige lande til følge. Således er den reale bruttonationalindkomst pr. indbygger i den forløbne del af 1980'erne faldet med 15 pct. for Latinamerika som helhed (i enkelte lande med betydeligt mere). Selv om flere af de gældstyngede u-lande har opnået væsentlige forbedringer af deres handelsbalance, er det pga. rentebetalingerne endnu ikke lykkedes for nogen af de mest udsatte lande at oparbejde et stabilt betalingsbalanceoverskud på et niveau, der er tilstrækkeligt til for alvor at nedbringe gælden inden for en overskuelig årrække.

Som helhed har de gældstyngede u-lande igen stigende betalingsbalanceunderskud, idet olieprisfaldets negative effekter for de olieeksporterende gældstyngede lande som Mexico, Venezuela, Nigeria og Indonesien synes at overstige de positive effekter for de olieimporterende gældstyngede u-lande. Dertil kommer som nok så væsentligt set for u-landene under et, at eksporten til de industrialiserede lande har været hæmmet af den moderate økonomiske vækst i industrilandene.

Det et år gamle amerikanske initiativ vedrørende tilførsel af ny kapital til de gældstruede lande fra de private banker samt internationale institutioner som IMF og Verdensbanken (Baker-planen) er indtil videre kun udmøntet i et konkret tilfælde, nemlig ved den nylige aftale med Mexico om en betydelig ny kapitaltilførsel, lempeligere afdragsvilkår og nedsættelse af bankernes rentemarginal, kombineret med omfattende strukturtilpasninger i Mexicos økonomi. Det er fortsat generelt tvivlsomt, om de private banker er villige til at yde den kreditgivning, der er forudsat i Baker-planen, og om det overhovedet er tilstrækkeligt, idet der kun er tale om en kreditudvidelse på 2½ pct. af gælden p.a.

Gældskrisens omfang fremkalder jævnlige spekulationer om, at et eller flere af de store gældstyngede lande vil standse betalingerne på en del af eller hele udlandsgælden, hvilket i sin yderste konsekvens kan indebære, at flere af verdens største (især amerikanske) banker kan risikere at komme i alvorlige vanskeligheder med heraf følgende uro i det internationale finansielle system.

**Gældskrisen  
rammer også  
i-landene.  
Problemerne  
ved at køre i  
ring**

Scenariet kan vel ikke fuldstændig udelukkes, men for nærværende er det mest sandsynligt, at udviklingen ikke vil løbe løbsk, men fortsætte med kriser og langsom vækst i de latinamerikanske lande. Ved at lægge en markant dæmper på den økonomiske udvikling i de gældstyngede u-lande (hvad der som nævnt afføder nogle meget alvorlige sociale problemer her), indebærer gældskrisen også en lavere eksport hertil og dermed også en lavere vækst i de industrialiserede lande. Omvendt er det en nødvendig betingelse for en aftalemæssig afvikling af gælden, at den økonomiske vækst i de industrialiserede lande er væsentlig større, end der er udsigt til i de kommende år, således at u-landene kan få den eksportfremgang, der er den eneste måde, hvorpå de i sidste ende kan indløse forpligtelserne over for de industrialiserede lande. Problemerne truer således med at køre i ring.

### **I.3 Den internationale økonomiske politik**

**Den  
økonomiske  
politik i U.S.A.  
"Reaganomics"**

I finansåret 1981/82 introducerede præsident Reagan sin økonomiske politik, der ofte er blevet betegnet som "udbudsside-økonomi". Filosofien var, at de betydelige skattelettelser, der blev givet husholdninger og virksomheder (herunder især meget fordelagtige afskrivningsregler) samt nedskæring af sociale ydelser og lempelser af en række bureaukratiske restriktioner på erhvervslivet, ville stimulere det private initiativ og således skabe økonomisk ekspansion fra udbudssiden. De stærkt forøgede militæruddgifter og skattelettelserne oversteg beløbsmæssigt langt besparelserne, men der argumenteredes for, at den udbudsskabte ekspansion ville antage et omfang, så skatteprovenuet trods de lavere skattesatser alligevel ville vokse så stærkt, at budgetunderskuddet efterhånden ville falde.

I tilbageblik må det konstateres, at det slog fejl, jfr. det stærkt voksende budgetunderskud. Selvom den førte politik givetvis har haft ekspansive udbudsøkonomiske effekter, må den realiserede "Reaganomics" set fra et konjunkturpolitisk synspunkt i al væsentlighed karakteriseres som en stærkt ekspansiv traditionel (keynesiansk) finanspolitik, der skabte et kraftigt økonomisk opsving i U.S.A. i 1983-84 og i øvrigt var en vigtig stimulant for hele verdensøkonomien. Det kan tilføjes, at den finanspolitiske ekspansion næsten ikke skabte nogen stigning i inflationsraten i U.S.A. bl.a. som følge af ledig kapacitet, den kontraktive pengepolitik, dollarkursens udvikling samt olie- og råvareprisfaldet. Den skabte efterspørgselsstigning rettede sig imidlertid set fra U.S.A.'s synspunkt i uønsket høj grad mod andre lande i stedet for indadtil i U.S.A.

**Uafbalanceret kombination af penge- og finanspolitik, men tilpasningen er indledt. Finanspolitikken strammes**

Den uafbalancerede kombination af centralbankens fortsat stramme, men dog efterhånden lempeligere pengepolitik og regeringens ekspansive finanspolitik medvirkede som nævnt i afsnit I.2 sammen med en række andre forhold til den markante stigning i dollarkursen, betalingsbalanceunderskuddet og budgetunderskuddet. For at bekæmpe det store budgetunderskud undergår finanspolitikken nu en stramning. Allerede gennem finansåret 1985/86 er væksten i de offentlige udgifter, inklusive militærudgifterne, blevet bremsset stærkt op. Dele af Gramm-Rudman-Hollings loven er ganske vist blevet kendt forfatningsstridige, således at den af loven foreskrevne procedure for gradvis eliminering af budgetunderskuddet frem til 1991 ikke nødvendigvis kommer til udførelse, men lovens måltal har formentlig alligevel en vis foreskrivende vægt i den politiske debat. Budgetforslaget for finansåret 1986/87 (der starter 1. oktober) vil nok realistisk vurderet ende med et underskud på omkring 180-190 mia. \$ mod de af GRH-loven foreskrevne 144 mia. \$. I lyset af de neddæmpede forventninger til den økonomiske vækst samt den store politiske uenighed om, hvorledes budgetforbedringerne bør foretages, forekommer det heller ikke sandsynligt, at måltallet for underskuddet i 1987/88 (108 mia. \$) vil blive opfyldt. Alligevel er både den igangværende udvikling og den forventede udvikling for de kommende år udtryk for en betydelig finanspolitisk stramning.

**Pengepolitikken er lempet**

Mens den amerikanske finanspolitik således undergår en stramning, er pengepolitikken til gengæld blevet stadig mere ekspansiv. Allerede i august 1982 opgav centralbanken at opfylde sine strikte måltal for væksten i pengeforsyningen til fordel for mere pragmatiske med den begrundelse, at pengemængdens omløbshastighed udviste en ikke ubetydelig ustabilitet (hvilket er tæt på at afskrive rekommendationerne om en stabil, behersket vækst i pengeforsyningen som handletråd for pengepolitikken). I realiteten var det vel det rekordhøje renteniveau, den daværende dybe amerikanske og internationale recession, det markante fald i den amerikanske inflation og det forhold, at Mexico i kølvandet på disse begivenheder var tvunget til at standse betalingerne på udlandsgælden, som var de væsentligste årsager til omlægningen af pengepolitikken. Siden har centralbanken i stadig stigende grad revideret sine retningslinier for væksten i pengemængden ud fra udviklingen i rente, vækst, inflation og dollarkurs. Siden den amerikanske vækstrate begyndte at aftage i 2. halvår 1984 har centralbanken gentagne gange overskredet sine retningslinier for væksten i pengemængden (M1), og den lange obligationsrente er faldet fra 13 pct. i juni 1984 til 7,7 pct. i august 1986. Diskontoen er fra februar til august i år blevet nedsat i 4 omgange fra 7,5 pct. til 5,5 pct. i den udtrykkelige hensigt at stimulere den økonomiske vækst. Udviklingen i de sidste par år er således orienteret i retning af en mere pragma-

tisk pengepolitik, samtidig med, at rentenedsættelserne til en vis grad har skullet bidrage til at fremskynde dollarkursfaldet.

**Japan og  
Tyskland: Også  
lempet  
pengepolitik**

I Japan og Tyskland har der som nævnt også været villighed til at lempe pengepolitikken for at stimulere efterspørgslen som et led i den koordination af den økonomiske politik, der indledtes efter de fem store industrilandes møde i New York i september 1985. Som nævnt i indledningen er mulighederne for et fortsat japansk rentefald begrænsede, mens der stadig må antages at være "plads" til et yderligere fald i den tyske rente fra dens noget højere niveau. Gennem den forløbne del af året har måltallet for væksten i den tyske centralbankpengeomængde dog stadig været overskredet, og hen over sommeren har renteniveauet igen udvist et begrænset fald.

**- Men fortsat  
stram  
finanspolitik**

Af hensyn til den fortsatte bekæmpelse af inflationen og de offentlige budgetunderskud har både Japan og Tyskland været meget tilbageholdende med at lempe finanspolitikken, omend Japan nu under indtryk af faren for recession synes at gøre tilløb til en sådan politik oven på de hidtil ret betydelige stramminger. Den japanske regering har alene inden for det sidste halve år fremlagt 3 forskellige initiativer til fremme af den offentlige efterspørgsel, som dog kun har haft begrænset omfang. Senest har regeringen i september annonceret offentlige udgiftforøgelser på i alt ca. 1 pct. af BNP, men pakkens præcise indhold, herunder ikke mindst dens finansiering er endnu ret uklar, og erfaringen tilsiger skepsis over for dens ekspansive indhold.

I Tyskland afvises finanspolitisk ekspansion (ud over den mindre skattelettelse, der er blevet gennemført i 1986 og den yderligere, der er bebudet i 1988) med, at den igangværende relativt stærke stigning i den indenlandske efterspørgsel er udtryk for en økonomisk omstilling i Tyskland, som vil bidrage væsentligt til væksten i andre lande. Der henvises samtidig til, at den vækst, der har været i pengeforsyningen, vil medføre en stærk ekspansion i 1987, og at yderligere ekspansion er i modstrid med hensynet til inflationsbekæmpelsen. Derudover spiller det en betydelig rolle i myndighedernes vurdering, at arbejdsløsheden på 8 pct. ifølge denne vurdering ikke repræsenterer et efterspørgselsdeficit, men er et udtryk for et udbudsproblem, jfr. at kapacitetsudnyttelsen mht. kapitalapparatet er høj.

Også i det øvrige OECD-område er rentefaldet generelt slået igennem med visse undtagelser, mens finanspolitikken ihvertfald ikke kan siges at være ekspansiv.

## **Igen voksende koordinationsproblemer mellem de store lande**

Fra amerikansk side har der som nævnt gentagne gange været presset på for at få de øvrige OECD-lande, især Japan og Tyskland, til at stimulere den hjemlige efterspørgsel og dermed yde et større bidrag til løsning af de internationale vækst- og balanceproblemer. Særlig har der på det seneste været presset på for at få Tyskland til at sænke renten yderligere. Kredse i den amerikanske regering har ladet skinne igennem, at alternativet til en tysk og dermed en yderligere amerikansk rentesænkning er et yderligere fald i dollarkursen. Omvendt har den tyske centralbank på det seneste flere gange ført an i interventioner på valutamarkederne for at støtte dollarkursen (med deltagelse af flere andre centralbanker, men ikke den amerikanske), idet man føler, at dollaren er faldet tilstrækkeligt. Det er vurderingen i Japan og Tyskland, at det amerikanske betalingsbalanceunderskud primært kan henføres til den amerikanske økonomiske politik og derfor først og fremmest skal løses i U.S.A. gennem en reduktion i budgetunderskuddet, mens overskudslandene ikke har et større medansvar herfor, selvom et lands overskud er den naturlige modpol til et andet lands underskud. Der synes således at være tale om begyndende brud på den koordination af den internationale økonomiske politik, der ellers blev indledt i september 1985.

## **I.4 Uddybning af centrale konjunkturerlementer i udvalgte lande**

### **U.S.A.**

I U.S.A. er der netop vedtaget en skattereform (alene omfattende skat til forbundsstaten) til ikrafttræden med visse overgangsordninger i 1987. Reformen rummer visse ligheder med den danske skattereform.

**Skattereformen: Udvidet beskatningsgrundlag men lavere skattesatser. Lettelser for husholdningerne modsvarer af højere virksomhedsbeskatning**

For husholdningerne reduceres fradragsmulighederne markant. Der bevares fradrag for renter på prioritetsgælden i maksimalt to boliger (rentefradragsretten afskaffes således for al øvrig privat ikke-erhvervs-mæssig gæld) og endvidere for skatter betalt til kommune og delstat. De fleste øvrige fradrag afskaffes eller begrænses. Kapitalgevinster skal ikke længere beskattes lavere end anden indkomst. Til gengæld forenkles progressionen fra 14 til 2 trin, og den højeste marginalskat reduceres fra 50 pct. til effektivt 33 pct. Lav- og mellemindkomstgrupperne opnår de forholdsmæssigt, men ikke absolut største skattekudninger.

Også virksomhederne udsættes for vigtige indskrænkninger i fradrag- og afskrivningsmulighederne. Visse særligt fordelagtige skattemæssige investeringsincitamenter ("investment tax credits")

fjernes helt. Til gengæld nedsættes den højeste marginale selskabs-skatteprocent fra 46 pct. til 34 pct.

Skattereformen vil således stimulere det private forbrug, men modsat virke dæmpende på investeringslysten. Provenumæssigt ophæver husholdningernes skattelettelser og virksomhedernes skatteforhøjelser hinanden på længere sigt, og det er den almindelige vurdering, at reformen i det lange løb vil virke finanspolitisk neutralt. Som følge af overgangsreglerne forventes reformen dog på helt kort sigt at få en vis konjunkturdæmpende effekt.

**Væksten  
aftaget, men  
kan forventes  
at accelerere  
moderat i 1987**

Den amerikanske vækst er aftaget gennem første halvår af 1986. Som nævnt i afsnit I.3 er den finanspolitiske stramning påbegyndt, mens pengepolitikken er lempet. Stigningen i erhvervsinvesteringerne er gået markant ned (for olieinvesteringernes vedkommende er der tale om et kraftigt egentligt fald), en udvikling skattereformen fremmer. Boligbyggeriet udviste solide stigningstakter gennem foråret, men væksten synes at være gået i stå henover sommeren. Det private forbrug vil fortsat være en bærende faktor i konjunktoren, omend skatte-reformens overgangsordninger som nævnt indebærer en vis begrænsning af den forbrugsstimulerende effekt i 1987.

På kalenderårsbasis forventes væksten i den hjemlige efterspørgsel i 1986 at blive på omkring 3 pct., men pga. drænet fra det stigende betalingsbalanceunderskud kan BNP-væksten ikke forventes at overstige 2¼ pct. Gennem 1987 må den mængdemæssige nettoeksport forventes at udvise en stigning, hvilket bidrager til at holde BNP-væksten oppe omkring 2½ pct.

## **Japan**

**De ændrede  
udenrigs-  
økonomiske  
betingelser  
kræver  
betydelig  
omstilling**

Den japanske eksport er blevet hårdt ramt af yen'ens rekordhøje styrke over for dollar. Mens det stærkt stigende handelsoverskud især over for U.S.A. i 1984 og i begyndelsen af 1985 ydede et vigtigt bidrag til den økonomiske vækst, har den japanske eksport mængdemæssigt været faldende siden andet halvår af 1985, og importmængderne er begyndt at udvise en stigende vækst. Den japanske økonomi har tydeligvis problemer med at omstille sig til, at den indenlandske efterspørgsel nu må føre an i den økonomiske vækst.

I første halvår udviste BNP kun en vækst på 1¼ pct. på årsbasis (BNP faldt endda i første kvartal for første gang i 11 år med 0,5 pct.).

Sammenlagt kan forventes en økonomisk vækst på omkring 2 pct. i år, stigende til 2½ pct. næste år under antagelse af yderligere finanspolitiske lempelser, hvilket imidlertid er langt under regeringens mål-sætning om en 4 pct.'s vækstrate.

**Moderat  
ekspansion et  
godt stykke ind  
i 1987**

## Tyskland

Også Tyskland oplevede negativ økonomisk vækst i begyndelsen af 1986 bl.a. under indtryk af en stærkt afdæmpet mængdemæssig eksportudvikling og stigende import, men siden forsommeren har forbruget udvist en klar stigning, selvom olieprisfaldet endnu ikke var slået fuldt igennem i forbrugerleddet. Der synes således at være sket et fald i opsparingskvoten. Den markante bytteforholdsforbedring har bidraget til en inflationsrate på nul, og den disponible realløn udviser en stigning på ca. 5 pct. fra 1985 til 1986. Da denne kraftige forbedring klart er af engangskaraktter, må der forventes en aftagende vækst i det private forbrug gennem 1987. Også de private investeringer har udvist klare opgangstendenser på det seneste, men også her må sættes spørgsmålstegn ved, om opgangstendenserne vil holde sig usvækket gennem 1987.

Selvom den løbende økonomiske vækstrate nu ligger omkring  $3\frac{1}{4}$  pct. med udsigt til at holde sig her et godt stykke ind i 1987, vil vækstraten fra kalenderår 1985 til kalenderår 1986 næppe overstige  $2\frac{1}{2}$  pct. Fra 1986 til 1987 må forventes en vækstrate på ca. 3 pct.

**Svag vækst,  
betalings-  
balance-  
problemer, høj  
arbejdsløshed  
og stigende  
inflation**

## England

Som nævnt i Dansk Økonomi, maj 1986, må nettoeffekten af olieprisfaldet trods den betydende engelske olieproduktion på længere sigt vurderes som positiv for England omend i klart mindre grad end for de fleste øvrige vesteuropæiske lande. England er imidlertid en af de få af vore aftagere i Vesteuropa, som ikke har udvist opadrettede tendenser i konjunkturudviklingen over sommeren. Den økonomiske vækst var i 2. kvartal 1986 aftaget til et niveau på 2 pct. på årsbasis. Reallønnen for den fuldt beskæftigede er længe steget mærkbart modsat udviklingen i det øvrige Vesteuropa, og det private forbrug har været en drivende kraft i det efter engelske forhold ret stærke og langvarige opsving. Dette er fortsat tilfældet, mens investeringsvæksten nu er aftaget mærkbart. Stigningen i timelønsomkostningerne andrager  $8\frac{1}{2}$  pct. om året mod f.eks. 4 pct. i Tyskland, men effekten på den internationale konkurrenceevne mere end opvejes af det betydelige fald i pundets værdi. Nedgangen i pundkursen indebærer sammen med den fortsat høje nominelle lønstigningstakt, at der må regnes med stigende inflation, når olieprisfaldet har udtømt sine virkninger. Trods Englands faldende olieindtægter er finanspolitikken svagt lempet. Efter en periode med lempelser i forhold til en tidligere meget stram politik, er pengepolitikken i den seneste tid blevet strammet af hensyn til opretholdelsen af pundkursen. Væksten vil i 1986 og 1987 næppe overstige et par procent på årsbasis, og betalingsbalancen be-



gynder at udvise underskud efter adskillige år med overskud. Arbejdsløsheden udgør 11¾ pct. og udviser stigende tendens.

## Sverige

### Moderat stigende vækst

Den økonomiske vækst i Sverige vil fra 1985 til 1986 blive holdt nede af det forholdsvis lave aktivitetsniveau, man gik ind i året med som følge af en faldende vækstrate gennem 1985. Væksten har dog i år været svagt tiltagende til omkring et par procent på årsbasis. Dette er ligeledes den vækst, der må regnes med fra 1986 til 1987 (hvorimod indeværende års vækst kun ventes at blive på 1,5 pct. i forhold til 1985).

Det private forbrug forventes fortsat at stige 2¾ pct. i faste priser fra 1985 til 1986. Efter en meget betydelig vækst i både 1984 og 1985 er industriinvesteringerne stagneret, men forventes at stige igen i 1987. Som følge af den lave stigningstakt i den indenlandske efterspørgsel må importens stigningstakt målt i faste priser forventes at blive mere end halveret i år, mens eksportens stigningstakt forventes øget bl.a. også som følge af en betydelig vækst i eksporten til det øvrige Norden i første halvår. Betalingsbalanceunderskuddet på 10½ mia. S.kr. i 1985 forventes at blive vendt til et lige så stort overskud i år.

Et vigtigt problem har i flere år været en stærkere stigningstakt i lønninger og priser end i konkurrentlandene. Stigningen i industriens lønomkostninger andrager gennemsnitligt ca. 7 pct. fra 1985 til 1986, men i kraft af valutakursudviklingen vil der alligevel ske en forbedring af den lønmæssige konkurrenceevne. Fra 1986 til 1987 må der regnes med lønstigninger i størrelsesorden 6 pct.

## Norge

### Tilpasningen til de lavere oliepriser er indledt, men yderligere indgreb synes påkrævet

Under indtryk af de stærkt dalende olieindtægter, et voldsomt indenlandsk efterspørgselspres og en forringet konkurrenceevne gennemførtes i maj en devaluering af den norske krone på 12 pct. og finanspolitiske stramninger i april og juni på i alt 4 mia. N.kr. samt en stramning af pengepolitikken. Den kraftige vækst i indlandsefterspørgslen, herunder en real forbrugsstigning i 1985 på omkring 8 pct., var i betydelig udstrækning udtryk for disponering over en velstand, som olieprisfaldet har slået stærke skår i. Som følge af udviklingen på betalingsbalancen og i inflationspresset er det nok tvivlsomt, om Norge vil kunne nøjes med de hidtidige indgreb.

**Væksten er  
dalende fra et  
højt niveau**

Den kraftige økonomiske vækst på 4,4 pct. i 1985 er tilsyneladende faldet mærkbart i den forløbne del af 1986, selv hvis der bortses fra forårets arbejdskonflikt. Vækstraten i det private forbrug er nu klart aftagende, men selvom forbruget i andet halvår skulle stagnere, vil vækstraten fra 1985 til 1986 alligevel udgøre 4½ pct. Investeringerne i Fastlands-Norge udviser en klart faldende, men stadig høj vækstrate. Investeringerne i energisektoren vil sætte rekord i 1986 for derefter at falde drastisk i 1987, dels p.gr.a. olieprisfaldet, dels fordi flere store projekter er færdige. Som følge af den afdæmpede totale efterspørgsel er importvæksten aftaget, men importen vinder stadig markedsandele. Derimod viser eksporten eksklusive energi nu stigende vækst efter nærmest at være stagneret i løbet af 1985.

**Betydelige  
konkurrence-  
evne- og  
betalings-  
balance-  
problemer**

Prisimpulserne fra de lavere importpriser målt i udenlandsk valuta har som følge af valutakursudviklingen ikke ført til reduktion af de norske prisstigninger, der ligger på ca. 7 pct. Kapacitetsproblemer på arbejdsmarkedet og forårets arbejdskonflikt bidrager til en øget lønstigningstakt i industrien på over 8 pct. i 1986 og formentlig endnu mere i 1987. Lønkomensationen for arbejdstidsforkortelsen til 37½ time pr. 1. januar 1987 samt devalueringen bidrager hertil. Betalingsbalanceoverskuddet på 26 mia. N.kr. i 1985 vendes til et endnu større underskud i 1986 med stigende tendens ind i 1987.

## KAPITEL II

# DEN INDENLANDSKE KONJUNKTUR

### II.1 Hovedtræk af konjunkturforløbet i 1986

**Opgangen er fortsat i første halvår, men tegn på udfladning**

Den stærke opgang i dansk økonomi, der begyndte i 1983, er fortsat ind i 1986. Ved årsskiftet var bruttonationalproduktet i faste priser godt 5 pct. højere end året før, og dette aktivitetsniveau har været fastholdt igennem den forløbne del af 1986, men uden tegn på yderligere acceleration. I de seneste måneder har der snarere været tale om en svag afdæmpning. Den vending i konjunkturforløbet i 1986, der var forudset i Dansk Økonomi, maj 1986, synes således først at ville vise sig noget senere end ventet. Denne tidsforskydning udgør en væsentlig del af den revision af udsigterne for 1986 og 1987, der er indeholdt i denne redegørelse.

**De finanspolitiske stramninger synes først nu at komme til udtryk i forbrugstallene**

Udviklingen har været noget forskellig for de forskellige efterspørgselskomponenter. Væksten i det private forbrug fortsatte i første halvår; men vurderet ud fra bl.a. detailomsætningsindekset er udviklingen vendt i sommerens løb, således at niveauet nu er omtrent det samme som for et år siden. De relativt omfattende finanspolitiske stramninger i december 1985 og foråret 1986, der primært sigtede på at modvirke de ekspansive virkninger af olieprisfaldet, synes således først nu at komme til udtryk i forbrugstallene.

**Aktivitetsniveauet i bygge- og anlægssektoren er fortsat højt**

Mens boligbyggeriet fortsat voksede i begyndelsen af året, er der nu klare tegn på en udfladning af aktiviteten. Antallet af påbegyndelser har således i de seneste måneder ligget lavere end for et år siden. Aktivitetsniveauet i bygge- og anlægssektoren er imidlertid trods decemberindgrebet i 1985 fortsat højt. Ved årets midte var det samlede etageareal under opførelse således 11½ pct. højere end året før. Beskæftigelsen ved bygge- og reparationsvirksomhed var i maj ca. 6.000 højere end året før, mens beskæftigelsen ved anlægsvirksomhed var ca. 400 højere. Antallet af arbejdsløse i byggefagene er kun godt halvt så stort som for et år siden.

**Investeringsaktiviteten højere end forudset**

Vurderingen af de private investeringer i maskiner m.v. er mere usikker. De statistiske indikatorer peger efter en svag nedgang i begyndelsen af året i retning af en positiv vækst henover sommeren. Det er således ikke mindst investeringsaktiviteten, der har ligget højere end forudset i Dansk Økonomi, maj 1986. Der har dog kun været tale om en beskedent stigning i forhold til niveauet ved årsskiftet.

**Negative træk i udenrigshandelen**

Modstykket til denne positive udvikling i de indenlandske efterspørgselskomponenter er den negative udvikling i udenrigshandelen. Den mængdemæssige import er vokset kraftigt, og selv om der samtidig har været vækst i eksporten målt i faste priser og en forbedring af bytteforholdet (forholdet mellem eksport- og importpriser), er underskuddet på betalingsbalancen fortsat vokset i 1. halvår. Underskuddet udgjorde i alt 18 mia. kr. for 1. halvår mod 28 mia. kr. for hele 1985, hvilket dog også hænger sammen med en uventet koncentration af rente- og udbyttebetalinger til udlandet i 2. kvartal, hvor underskuddet svarede til over 40 mia. kr. på årsbasis.

**Beskæftigelsesfremgang på 30.000 i første halvår**

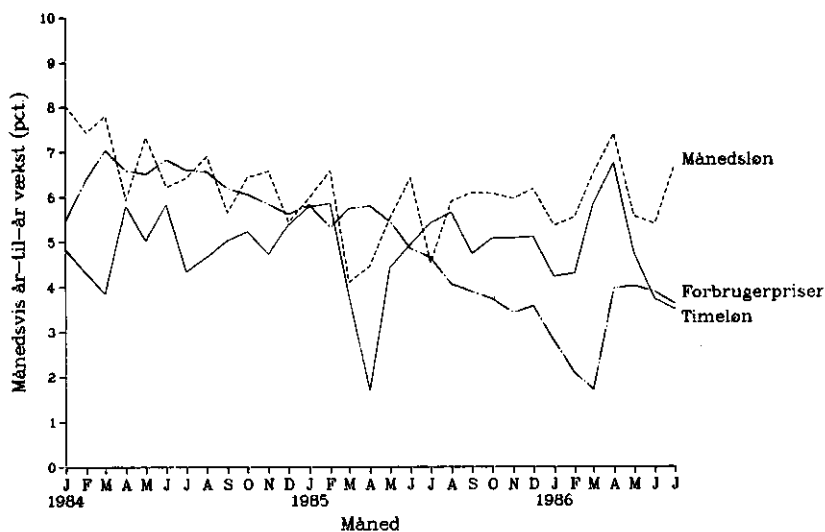
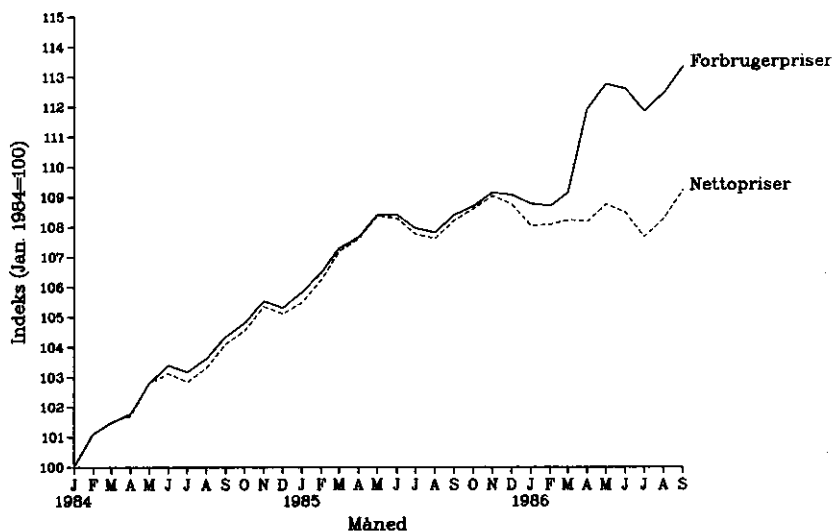
Den ovenfor beskrevne udvikling i efterspørgselen afspejles ligeledes i udviklingen i beskæftigelse og ledighed. Den sæsonkorrigerede ledighed omregnet til fuldtid har i de første 3 kvartaler ligget næsten konstant på 205.000 personer. Mens der i Dansk Økonomi, maj 1986, blev regnet med et årsgennemsnit for ledigheden, omregnet til fuldtid, på ca. 230.000 personer, anslås dette nu til 210.000 personer for 1986. Tilgangen til arbejdsstyrken synes fortsat at være meget stor, således at den uændrede ledighed dækker over en stigning i antal beskæftigede af størrelsesordenen 30.000 personer i første halvår.

Ledigheden er skævt fordelt på mænd og kvinder. Mens den sæsonkorrigerede ledighed for mænd er knap 6 pct. af arbejdsstyrken, er den for kvinder ca. 10,5 pct. Også regionalt er ledigheden meget ulige fordelt. I hovedstadsregionen og i Ringkøbing og Viborg amtskommuner er den samlede ledighed mellem 4½ og 5½ pct. mod godt 7 pct. på landsplan. Denne tendens til regionale flaskehalse afspejler sig ligeledes i statistikken over ubesatte pladser tilmeldt arbejdsmidlingen. Der er således næppe tvivl om, at mangel på arbejdskraft er en realitet inden for adskillige brancher i specielt de netop omtalte regioner.

**Lønstignings-takten omtrent uændret; forbrugerpriser i overkanten**

Lønstigningstakten har holdt sig på 1985-niveauet, dvs. godt 4½ pct. stigning i timelønnen i den private sektor på årsbasis, jfr. figur II.1. Forbrugerpriserne har været stærkt påvirket af afgiftsforhøjelserne i april. De var i maj knap 3 pct. højere end i marts; men samtidig synes stigningen i forhold til sidste år at have været noget kraftigere end omkostnings- og importprisudviklingen kan begrunde. En del af forklaringen kan være et forholdsvis langsomt gennemslag af faldet i energi- og råvarepriser i den nuværende situation, hvor virksomhedernes salgspriser er tilnærmelsesvis konstante, jfr. bl.a. nettoprisindekset i figur II.1. Denne situation forventer virksomhederne formentlig vil være midlertidig, hvilket f.eks. kan illustreres ved, at stigningen i nettoprisindekset ville være 3-4 pct. på årsbasis uden faldet i olie- og råvarepriserne. Desuden er det tænkeligt, at den livlige indenlandske efterspørgsel har gjort det lettere at forhøje avancerne på hjemmemarkedet.

Figur II.1 Pris- og lønudviklingen siden 1984



Anm.: Lønstigningerne i april 1985 og april 1986 er påvirket af konflikten i 1985.

Månedslønnen vedrører funktionærer i private byerhverv.

Timelønnen vedrører arbejdere i private byerhverv.

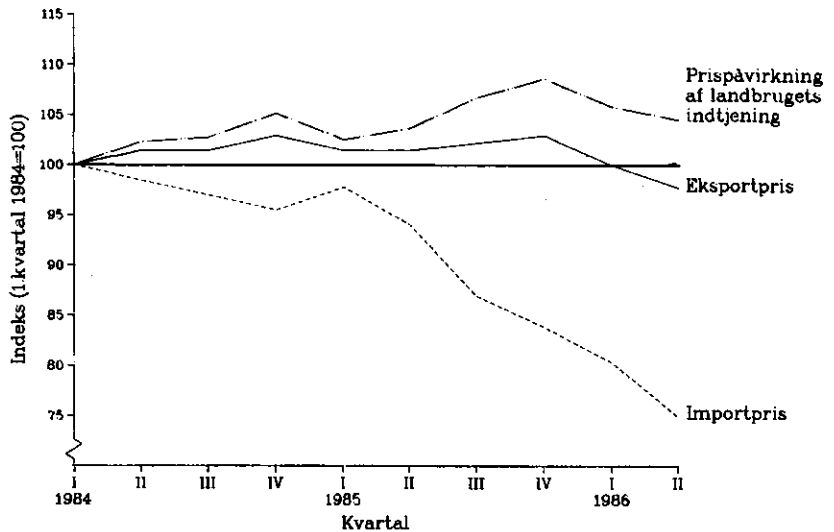
Kilde: *Statistiske Efterretninger, Indkomst, forbrug og priser, 1986.*

## Udenrigshandelen i første halvår 1986

### Faldende eksportpriser

Eksporten har såvel pris- som mængdemæssigt været svag i den forløbne del af året. Prisen på landbrugseksporten er således faldet ca. 9½ pct. fra juli 1985 til juli 1986. Samtidig er også priserne på industrieksporten faldet lidt (ca. 1 pct. i forhold til året før), og endelig har der været et markant fald i fragtraterne. Selvom en del af faldet i fragtraterne modsvares af et fald i omkostningerne til energi, sker der en væsentlig reduktion i skibsfartens nettoindtjening.

Figur II.2 Udviklingen i landbrugets eksport og importpriser, samt påvirkningen herfra på landbrugets indtjening



Anm.: Indekset for påvirkningen af landbrugets indtjening er beregnet ud fra den relative størrelse af landbrugets eksport (82 pct.) og import (18 pct.). Et indeks over 100 i første halvår 1986 er udtryk for, at indtjeningsnedgangen som følge af faldet i eksportpriserne (mere end) opvejes af omkostningsnedgangen som følge af faldet i importpriserne. Den samlede indtjening i landbruget er naturligvis desuden påvirket af den indenlandske pris- og omkostningsudvikling.

Kilde: *Statistiske Efterretninger, Udenrigshandel*, 1986:12.

## **Ringede eksport- efterspørgsel**

Generelt har eksportefterspørgselen været ringede i de første måneder af året; men den udenlandske efterspørgsel viser nu tegn på tiltagende vækst (hvilket dog må bedømmes som værende midlertidigt, jfr. kapitel I). Der har da også kunnet spores en tiltagende vækst i den danske industrieksport i faste priser, der har holdt trit med konkurrenternes eksportvækst, ligesom priserne viser tegn på stabilisering omkring det nuværende lavere niveau.

Billedet for landbrugseksporten er derimod noget anderledes, jfr. figur II.2 og tabel II.1. Her har mængderne ligget næsten konstant, mens priserne som nævnt har været faldende; især har prisfaldet været udtalt i de seneste måneder. En del af forklaringen på den negative prisudvikling udover den almindelige tendens til overproduktion af fødevarer er tabet af markedsandele især i USA som følge af opskrivningen af den danske krone i forhold til dollaren. Dette tab af markedsandele er blevet kompenseret igennem øget eksport til EF-landene, men til betydeligt lavere priser. Samtidig har der imidlertid været et betydeligt prisfald på de varer, der importeres til landbruget. Som det fremgår af figur II.2, har dette prisfald stort set opvejet virkningerne på landbrugets indtjening af faldet i eksportpriserne. I det sidste års tid har der imidlertid ligeledes været tale om en svag udvikling i hjemmemarkedspriserne i forhold til de indenlandske omkostninger. Bruttofaktorindkomsten i landbruget skønnes således at ville falde ca. 4 pct. fra 1985 til 1986.

Som det fremgår af tabel II.1, viser det høje forbrugsniveau sig også i importudviklingen. Importen af biler og andre forbrugsvarer samt turistrejser har været betydeligt højere end for et år siden. Også det høje investeringsniveau og aktiviteten i bygge- og anlægssektoren har tydeligvis bidraget til importstigningen. Denne sammensætning af importstigningen med den største mængdemæssige vækst for de varegrupper, der har haft den set med danske øjne mindst gunstige prisudvikling, har naturligvis bidraget til det øgede underskud på vare- og tjenestebalancen.

Tabel II.1 Udenrigshandelen (varer og tjenester) i 1. halvår 1986

	Værdi i 1.	Stigning i f.t.		
	halvår 1986	1. halvår 1985		
		værdi mængde pris		
	mia. kr.	—	pct.	—
<b>Eksporten:</b>				
Landbrugsvarer	14,1	- 2,3	0	- 2
Industrivarer	59,6	3,1	4	- 1
Energi	4,2	-26,0	25	-41
Andre varer	6,5	6,4	13	- 6
Turistindtægter	6,0	5,4		
Søtransport m.v.	8,4	-26,0		
<b>Importen:</b>				
Fortrinsvis til landbruget	3,9	-14,0	3	-17
Fortrinsvis til bygge og anlæg	7,0	14,9	17	- 2
Fortrinsvis til øvr. byerhverv	35,2	3,5	9	- 5
Energi	9,3	-43,4	- 5	-40
Maskiner m.v.	11,2	18,9	18	1
Transportmidler	7,0	34,0	23	9
Fortrinsvis til forbrug	19,4	15,6	18	- 2
Turistudgifter	7,6	17,5		
Søtransport m.v.	6,2	-28,5		

Anm.: Opdelingen på pris- og mængdeændring er anført med afrundede tal og alene for varehandelen, idet statistikken ikke indeholder en tilsvarende opdeling for tjenester.

Kilde: *Statistiske Efterretninger, Udenrigshandel*, 1986:12, samt *Nationalregnskab, offentlige finanser og betalingsbalance*, 1986:15.

## II.2 Forudsætninger bag udgangsskønnet

**Eksportmarkederne vil vokse, men konkurrenceevnen forringes**

Den internationale handel har som nævnt været stagnerende indtil midten af 1986. De vurderinger af den økonomiske vækst i de vigtigste aftagerlande for dansk industrieksport, der er indeholdt i tabel I.1, indebærer en vækst i eksportmarkederne på ca. 4½ pct. i 1986 og 1987, idet OECD-landenes import af industriprodukter bl.a. som følge af øget international arbejdsdeling i gennemsnit vokser næsten



dobbelt så stærkt som bruttonationalproduktet. Med uændret økonomisk politik i de store industrilande må der forudses aftagende vækst igennem 1987 og ind i 1988, således at markedsvæksten i 1988 på nuværende tidspunkt kan skønnes til ca. 3 pct. Med tendens til fortsat svækkelse af dollaren og samtidig større lønstigninger i Danmark i

*Tabel II.2 Lønmæssig konkurrenceevne*

	1986	1987	1988
	pct.		
Stigning i lønomkostningerne pr.time			
I udlandet	5,1	4,6	4,4
I Danmark	3,6	6,0	3,5
- heraf direkte lønomkostninger	4,6	5,5	3,5
- heraf indirekte lønomkostninger <sup>a</sup>	-1,0	0,5	0,0
Ændret lønkonkurrenceevne ved uændret kronekurs	1,5	-1,4	0,9
Ændring i dansk kronekurs <sup>b</sup>	-5,1	-3,0	-0,6
Ændring i lønkonkurrenceevne <sup>c</sup>	-3,6	-4,4	0,3

a) Ændringerne vedrører udbetalingen af arbejdsgivertilskud, konsekvenser af karensdagens afskaffelse samt ændringer i indirekte lønomkostninger i forbindelse med arbejdstidsforkortelsen.

b) Beregnet under forudsætning af en dollarkurs på henholdsvis 725 og 700 i 1987 og 1988 og en pundkurs på 1080 i begge år. Et negativt tal indebærer en opskrivning af kronen i forhold til konkurrent- og aftagerlandene (indeks med halv vægt til henholdsvis konkurrentlande og aftagerlande).

c) Dette gennemsnit dækker over en betydelig variation imellem de forskellige lande. For 1986 forringes lønkonkurrenceevnen således med 25 pct. over for U.S.A. (vægt 0,12), med 9 pct. over for England (vægt 0,11), med 7 pct. over for Norge (vægt 0,07), med 5 pct. over for Sverige (vægt 0,11) og med 2 pct. over for Frankrig (vægt 0,07), mens lønkonkurrenceevnen forbedres med 9 pct. over for Japan (vægt 0,06) og med 4 pct. over for Tyskland (vægt 0,21).

For 1987 er der derimod tale om en forringelse over for samtlige vigtige aftager- og konkurrentlande: 14 pct. over for U.S.A., 8 pct. over for England, 5 pct. over for Sverige og 2-3 pct. over for de øvrige lande.

Kilde: Egne skøn

1987 end i konkurrentlandene må den danske konkurrenceevne forventes forværret med godt 3½ pct. i 1986 og yderligere knap 4½ pct. i 1987, jfr. tabel II.2. Som følge heraf er det skønnet, at dansk industri vil tabe markedsandele, og at væksten i industrieksporten i faste priser derfor falder fra ca. 4 pct. i 1986 til 3 pct. i 1987 og 2½ pct. i 1988. Når tabet af markedsandele trods konkurrenceevneforringelsen antages at blive så forholdsvis beskedent, hænger det sammen med, at avancerne forudses at ville blive svagt reduceret i den kommende tid, svarende til et fald i eksportpriserne på ca. 1½ pct. i indeværende år efterfulgt af en stigning på ca. 1½ pct. i 1987.

**Uændrede  
energipriser;  
faldende  
råvarepriser**

Bedømmelsen af energiprisudviklingen indeholder betydelige usikkerhedsmomenter, herunder ikke mindst indgåelsen (og overholdelsen) af aftaler om produktionsbegrænsninger i OPEC. Beregningerne bygger på den forudsætning, at samspillet mellem olieprisfastsættelsen og dollarkursudviklingen vil resultere i, at det aktuelle prisniveau (i danske kr.) vil forblive uændret i de næste to år, hvilket indebærer et fald i den gennemsnitlige importpris på ca. 10 pct. fra 1986 til 1987. Faldet i råvarepriserne ventes at fortsætte endnu i nogen tid svarende til ca. 7 pct. i 1986 og ca. 3 pct. i 1987.

*Figur II.3 Udviklingen i bytteforholdet 1970-88*



Kilde: Egne beregninger.

Sammen med antagelser om et yderligere svagt fald i landbrugets eksportpriser samt prisstigninger på den samlede import, ekskl. energi og råvarer, på ca. 2 pct. i 1987 og ca. 2½ pct. i 1988 fører disse forudsætninger til en bytteforholdsforbedring på knap 3½ pct. i 1986 og yderligere ca. ¾ pct. i 1987, jfr. figur II.3.

Den indenlandske lønudvikling er i beregningerne antaget at udvise en svagt faldende stigningstakt - dog eksklusiv de ændringer, der sker i lønomkostningerne som følge af arbejdstidsforkortelsen og afskaffelsen af karenssagen. Arbejdsgivertilskuddet er i beregningerne forudsat videreført i 1987 og 1988.

### **Næsten neutral finanspolitik i 1987**

I 1987 ventes ændringerne i finanspolitikken, som den tegnede sig før oktoberindgrebet, stort set at opveje hinanden. De stramminger, der er gennemført i 1985-86, er imidlertid slået igennem med stigende styrke i løbet af indeværende år og vil ligeledes få væsentlige virkninger i 1987.

Skattereformen indebærer en lempelse af personbeskatningen af størrelsesordenen 5½ mia. kr. inkl. øgede transfereringer til børnefamilierne på knap 3 mia. kr. Samtidig sker der imidlertid en stigning i kommunernes skatteudskrivning på ca. 3 mia. kr. til finansiering af statsafgifter som følge af højere udgifter i 1986 end i 1984 samt til genopbygning af likvide beholdninger. Stigningen i ejendomsvurderingerne medfører ligeledes, at provenuet fra ejendoms- og formueskatterne øges. Da den nye børnefamilieydelse først får fuld vægt i 1988, vil der til den tid isoleret set herfra være en yderligere lempelse på 1½-2 mia. kr.

De offentlige udgifter til forbrug og investering har i 1986 været fastholdt omtrent på 1985-niveauet, men ventes til gengæld at stige godt 1 pct. i 1987 fortrinsvis som følge af arbejdstidsforkortelsen.

Den omflytning af især amtskommunernes og kommunernes anlægsudgifter, der blev regnet med i Dansk Økonomi, maj 1986, som følge af decemberindgrebet synes at være mindre end forudset. De offentlige investeringer skønnes således nu at falde med ca. 4 pct. i 1986 og ventes at falde med yderligere ca. ½ pct i 1987.

### **”Kartoffelkuren” indeholder både finans- og pengepolitiske elementer**

De ændringer i den økonomiske politik, der blev vedtaget i oktober 1986, ventes at øge skatte- og afgiftsprovenuet med ca. 2½ mia. kr. i 1987 og henved 4 mia. kr. i 1988. Det må dog forventes, at afgiften på visse nettorenteudgifter vedrørende 1987, selvom den først skal indbetales enten til staten eller til en pensionsordning i 1988, i et vist omfang allerede nu vil påvirke forbrugsdispositionerne. Samtidig gennemføres der i 1987 en reduktion i det offentliges bygge- og an-

lægsudgifter med ca. 15 pct. i forhold til det budgetterede niveau, der ligger noget højere end for 1986. Den del af afgiftsforhøjelsen, ca. 2 mia. kr., der stammer fra øgede energiafgifter, modsvares af det fald, der er indtrådt i energipriserne siden marts 1986. Udover denne neutralisering af energiprisfaldet er der således tale om en svag stramning af finanspolitikken.

En række af de vedtagne foranstaltninger har imidlertid foruden pro-venumæssige virkninger også konsekvenser af pengepolitisk karakter. Dette samspil er af betydning for vurderingen af indgrebets virkninger, jfr. nedenfor. Omlægningen af en del af realkreditlånene til serie-lån vil sammen med renteaftgiften øge begyndelsesydelseerne ved at bo i en ejerbolig. Derimod sker der ingen større ændring i udgifterne set over en længere årrække. Det er således primært dem, der etablerer sig i en ejerbolig efter indgrebet, der på kortere sigt får højere begyndelsesydelse, ligesom der vil være en merudgift for dem, der flytter fra en eksisterende ejerbolig til en nybygget ejerbolig.

Herudover er der vedtaget en række begrænsninger/fordyrelser vedrørende køb af varige goder på kredit, ligesom belåning af friværdier i ejerboliger bliver mindre attraktiv. På kort sigt vil de strammere afbetalingsbetingelser formentlig især virke bremsende på anskaffelsen af nye biler og visse andre særligt kostbare goder, der hidtil har kunnet finansieres over væsentligt længere perioder end tre år.

De vedtagne ændringer indebærer en vis opsparringstilskyndelse; men det må ventes, at faldet i anskaffelsen af varige goder i en vis udstrækning vil blive modsvaret af en udvidelse af forbruget af ikke-varige goder.

## **Renten og boligbyggeriet**

Der synes allerede nu - bl.a. i det faldende antal påbegyndelser - at være tegn til et aftagende boligbyggeri. Denne tendens må ventes at blive forstærket af de nye finansieringsvilkår og skattereformen, der isoleret set ligeledes indebærer en fordyrelse af forbrug af egen bolig for mange boligejere. Selvom der over de næste par år med uændret eller svagt faldende internationalt renteniveau formentlig kan ventes et vist fald i det danske renteniveau - i beregningerne forudsættes et gradvist fald i den gennemsnitlige obligationsrente til ca. 8 pct. i 1988 - kan dette ikke antages fuldt ud at opveje den nævnte stigning i boligudgifterne. Det samlede antal påbegyndelser ventes at falde fra ca. 26.000 boliger i 1986 til omkring 21.000 i 1987.

## II.3 Udsigterne for 1987-88

### Udsigt til at konjunktoren vender

De successive stramninger af finanspolitikken må, samtidig med at de ekspansive effekter af de senere års pengepolitik klinger ud, ventes at føre til en kraftig opbremsning i forbrugsvæksten. Eksportefterspørgselen tegner ligeledes svag, og en væsentlig del af grundlaget for det i 1983 påbegyndte kraftige investeringsopsving må derfor ventes at falde væk.

Der forudses på denne baggrund en markant vending i den indenlandske konjunktur i 1987. Dette vil på den ene side bidrage til stigende ledighed, men på den anden side til en reduktion af underskuddet på betalingsbalancens løbende poster. Arbejdsløsheden omregnet til fuldtid ventes at stige fra ca. 210.000 i 1986 til omkring 245.000 i 1987, medens underskuddet på betalingsbalancens løbende poster ventes at blive reduceret fra ca. 33 mia. kr. i 1986 til omkring 15 mia. kr. i 1987. Disse tal overvurderer dog formentlig år til år omsvinget, idet vendingen i betalingsbalanceudviklingen er forventet at indtræffe allerede i andet halvår 1986. Under de anførte forudsætninger - derunder for arbejdsløshedens vedkommende usikre antagelser om produktivitetsudvikling og arbejdsstyrketilvækst - vil denne tendens fortsætte ind i 1988, hvor ledigheden på årsbasis kan nå op omkring 290.000, samtidig med at betalingsbalancens løbende poster kommer ned på et underskud i nærheden af 5 mia. kr.

Denne bedømmelse afviger især fra vurderingen i Dansk Økonomi, maj 1986, ved en anden tidsmæssig fordeling af aktiviteten. Væksten i bruttonationalproduktet i 1986 skønnes at blive lidt højere end det daværende skøn, mens væksten i 1987 bl.a. som følge af ændringerne i den økonomiske politik omvendt ventes at blive lavere.

Vurderingen af betalingsbalanceunderskuddet for 1986 og 1987 under ét er dog noget højere i nærværende rapport, bl.a. fordi eksportpriserne nu må vurderes mere pessimistisk, jfr. den nærmere omtale af betalingsbalancen nedenfor.

### Usikkert, hvor kraftig vendingen vil blive

Bedømmelsen af, hvor kraftig en vending vil blive, er naturligvis altid behæftet med stor usikkerhed. Muligheden for en nedgang i aktiviteten og en forbedring af betalingsbalancen, der er større end i udgangsskønnet, er således til stede. På baggrund af den meget stærke stigning, såvel forbrugskvoten som investeringskvoten (investeringsernes andel af bruttofaktorindkomsten) har udvist under opgangskonjunkturen, kan der således blive tale om stærkere negative forbrugs- og investeringsreaktioner i den kommende tid, end der her er regnet med. En del af baggrunden såvel for den hidtidige stigning i forbrugs- og

investeringskvoterne som for det forventede fald i investeringskvoten skal søges i ændrede forventninger til fremtidige indkomst- og indtjeningsforhold hos både husholdninger og virksomheder. Et sådant selvforstærkende element i konjunktoren øger i givet fald sandsynligheden for et mere brat omsving. For investeringernes vedkommende trækker den tilsyneladende ret stramme kapacitetssituation dog i modsat retning.

**Investeringerne har nået et rekordhøjt niveau**

Til belysning af investeringsudviklingen er i figur II.4 vist, hvorledes byerhvervenes materielinvesteringer i forhold til disse erhvervs bruttofaktorindkomst er forløbet siden 1950. Der har været en klar opadgående trend i denne investeringskvote igennem hele perioden, men med hyppige afvigelser herfra i kortere perioder (3-4 år). For årene 1980-83 har investeringskvoten således ligget lavere end trenden, mens den i årene 1984-86 klart har ligget højere. Den afsvækkede produktionsvækst, der er udsigt til i de kommende år, vil derfor trække i retning af et mærkbart fald i investeringskvoten, og der kan ud fra de gjorte antagelser om det fremtidige renteniveau kun ventes en behersket stimulerende effekt på investeringerne fra renteudviklingen. Indtjeningen i byerhvervene har samtidig været væsentligt højere i 1984-86 end i årene umiddelbart forud, jfr. også kapitel V i Dansk Økonomi, maj 1986. Heri kan muligvis ligge et investeringsincitament bl.a. i form af en større risikovillighed.

En så kraftig investeringsudvikling som den, vi har været vidner til i de sidste 3-4 år, rummer sammenholdt med en svagere efterspørgselsudvikling og den forudsatte forringelse af konkurrenceevnen mulighed for, at der på visse områder er overinvesteret. I så fald vil en del investorer i fremtiden komme ud for et uventet lavt investeringsafkast, hvilket efterfølgende kan tænkes at føre til en mere tilbageholdende investeringsadfærd.

Ud fra disse delvist modsatrettede tendenser er det skønnet, at byerhvervenes materielinvesteringer i 1987 vil ligge 12-13 pct. lavere end i 1986 og i 1988 yderligere omkring 12 pct. lavere. Men det må understreges, at vurderingerne af såvel investeringsniveauet som den tidsmæssige fordeling er meget usikre. Bygningsinvesteringerne i byerhvervene ventes ligeledes at falde; men for 1987 opvejes dette af bl.a. stigningen i landbrugets miljøinvesteringer, således at faldet i bygningsinvesteringerne for hele den private sektor formentlig først for alvor vil slå igennem i 1988.

**Omtrent uændret forbrugskvot**

Udover investeringsudviklingen har også væksten i det private forbrug medvirket til, at styrken i den hidtidige konjunkturopgang har været undervurderet. Figur II.5 viser udviklingen i forbrugskvoten såvel inkl. som ekskl. køb af nye biler. Forbrugskvoten er nu nået op

Tabel II.3 Hovedposter på forsyningsbalancen

	Nationalregnskabsstal			Realisering fra		Pristigning fra	
	1986	1987	1988	1986	1987	1986	1987
1. Privat forbrug	365,2	374,0	384,5	4,0	- 0,8	3,7	3,2
2. Nyt boligbyggeri	31,4	25,8	26,3	10,0	-20,0	8,1	3,0
3. Private erhvervsinvesteringer	87,2	80,9	73,3	14,5	- 9,4	3,1	2,4
4. Off. køb af varer og tjenester	169,9	177,3	185,1	- 0,4	1,0	1,8	3,3
5. Heraf off. investeringer	13,0	13,2	15,5	- 4,0	- 0,5	4,1	1,9
6. Lager- og besætningsændringer	8,2	2,4	- 0,8	0,3 <sup>c</sup>	- 0,9 <sup>c</sup>	—	—
7. Inderlandsk efterspørgsel (1+2+3+4+6)	661,9	660,5	668,3	4,6	- 3,2	3,2	3,1
8. Vareeksport (fob) ink. FEOGA i alt	176,7	179,4	186,5	2,6	2,2	- 6,5	- 0,7
9. Heraf industrivarer	117,2	122,5	128,7	4,0	3,0	- 1,5	1,5
10. landbrugsvarer og konserver <sup>a</sup>	51,3	49,8	49,8	1,0	0,0	- 6,0	- 3,0
11. Tjenesteeksport	41,7	42,7	44,5	0,8	3,4	-10,9	- 1,0
12. Samlet efterspørgsel (7+8+11)	880,4	882,7	899,4	4,0	- 1,7	0,4	2,0
13. Vareimport (cif) i alt	185,4	171,7	170,9	8,3	- 5,9	-10,4	- 1,5
14. Heraf energiimport	16,5	14,7	15,5	0,0	- 0,9	-50,0	-10,0
15. Tjenesteimport	31,2	31,3	32,2	3,3	1,9	-10,1	- 1,4
16. Bruttonationalprodukt b) (12-13-15)	663,9	679,6	696,4	2,7	- 0,5	4,4	2,9
17. Nettoafgifter <sup>b</sup>	117,3	121,2	122,8				
18. Bruttofaktorindkomst (16-17)	546,6	558,4	573,6				

a) Inkl. eksportstøtte fra FEOGA.

b) Definitionerne afviger fra Danmarks Statistiks nationalregnskab, hvor FEOGA-eksportstøtten modregnes under posten nettoafgifter. I nærværende opstilling er FEOGA-eksportstøtten indregnet i eksportværdien af landbrugsvarer. De her anførte tal for bruttonationalprodukt og nettoafgifter er derfor tilsvarende højere end tallene i det officielle nationalregnskab. Der er derimod overensstemmelse for så vidt angår bruttofaktorindkomsten.

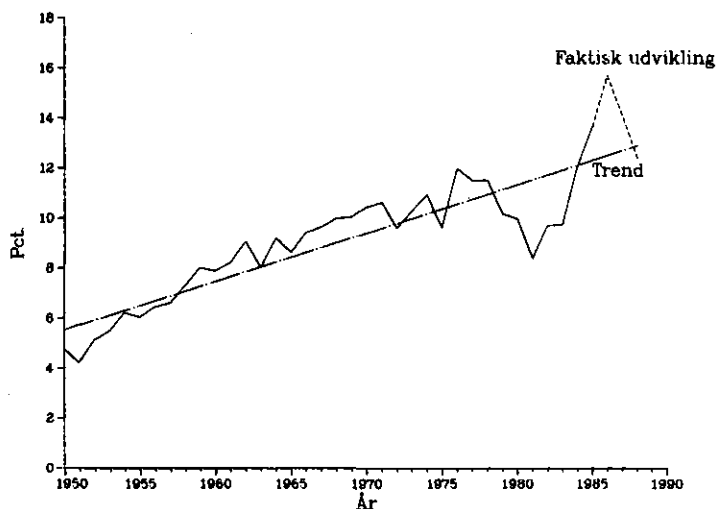
c) Ændringen i "Lager og besætningsændringer" målt i løbende priser i forhold til BNP det foregående år.

Anm.: Tabellens tal er afrundede, hvorfor sammenregning kan udvise små differencer.

Ved sammenvejningen af de procentvise stigninger for enkeltposter er benyttet foregående års vægte. Eksport og import er opgjort på specialhandelsbasis. Eksportgruppen "industrivarer" omfatter de varer, som i udenrigshandelen opgøres under SITC-kapitalerne 2 og 4-9, ekskl. skibe og fly, medens "landbrugsvarer og konserver" omfatter varer opgjort under SITC-kapitalerne 0 og 1.

Kilde: Egne beregninger.

Figur II.4 Materielinvesteringer i pct. af bruttofaktoriindkomsten  
1950-88, private byerhverv



Anm.: Såvel materielinvesteringer som bruttofaktoriindkomst er målt i faste priser. Trenden angiver udviklingen over tid i forholdet mellem materielinvesteringer og bruttofaktoriindkomst ved periodens gennemsnitlige vækstrate i bruttofaktoriindkomsten.

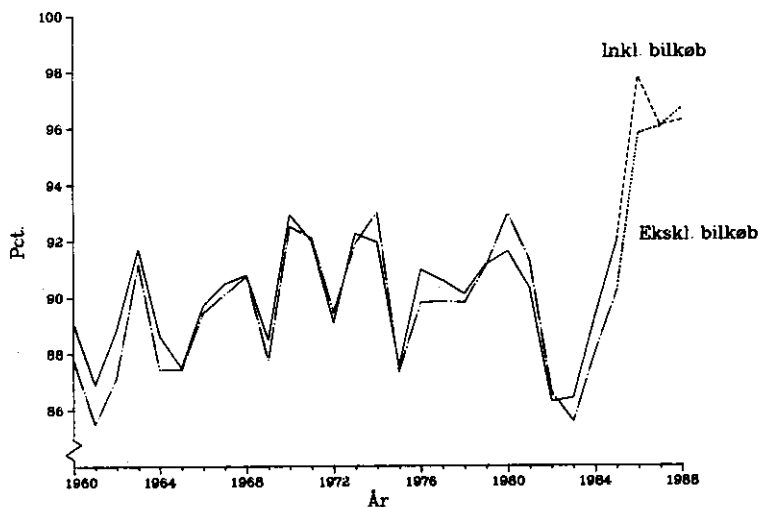
Kilde: Egne beregninger.

på et historisk set meget højt niveau sammenhængende med, at den i 1982-83 var på sit laveste niveau siden begyndelsen af 1960'erne. Blandt de forhold, der kan have medvirket hertil, kan bl.a. peges på den stigende beskæftigelse (og mindskede ledighedsrisiko), den forsinkede forbrugsreaktion hos de selvstændige, den lettere låneadgang, kursstigningerne på aktier og obligationer m.v. samt værdistigningerne på jord og fast ejendom. Det tidsmæssige sammenfald af disse faktorer har formentlig spillet en meget væsentlig rolle for forbrugsudviklingen, og derfor er det også vanskeligt at vurdere betydningen af disse elementer hver for sig. Endelig bør det også tages ind i vurderingerne, at målingen af forbrugskvoten er behæftet med usikkerhed især som følge af usikkerhed i opgørelsen af den private sektors disponible indkomst.



Som det fremgår af figur II.5 har især anskaffelsen af nye biler ligget på et meget højt niveau de seneste år. Bilkøbet ventes at falde med op mod 25 pct. i 1987, men vil alligevel ligge højere end i 1984. For det øvrige forbrug skønnes væksten at blive knap 1½ pct., dvs. lidt stærkere end udviklingen i de disponible realindkomster. Det samlede privatforbrug vil således være omtrent uændret fra 1986 til 1987. Forbrugskvoten (ekskl. bilkøb) bliver derfor yderligere en smule forhøjet i 1987 - en vurdering, der bl.a. bygger på den almindeligt konstaterede tendens til stigende forbrugskvote i det første år af en konjunktur-nedgang; men i lyset af det i forvejen høje niveau kan der selv med

Figur II.5 Udviklingen i forbrugskvoten 1960-88



Anm.: I forbruget ekskl. bilkøb indgår beregnede afskrivninger for hele bilbestanden.

Forhøjelsen af selskabsskatteprocenten fra 40 til 50 pct. med virkning fra skatteåret 1986 synes at have ført til en ændret tidsmæssig fordeling af selskabernes overskud. Den i bilagstabel II.4 viste disponible indkomst er til figuren justeret for dette forhold, hvorfor figurens forbrugskvote udviser et anderledes tidsmæssigt forløb end forbrugskvoten i bilagstabelen.

Kilde: Egne beregninger.

omlægningen fra biler til andet forbrug højst ventes en behersket stigning i den nuværende situation. Forbrugsskønnet for 1988 indebærer imidlertid, at forbrugskvoten forbliver på det høje niveau. Denne vurdering er dog behæftet med særlig stor usikkerhed. Det typiske mønster fra tidligere konjunkturomsving har været et mærkbart fald i forbrugskvoten ét til to år efter vendepunktet. Et fald i 1988 kan derfor ikke udelukkes - især ikke, hvis bl.a. skattereformen og de ændrede finansieringsregler samtidig med konjunkturomsvinget som venteligt fører til et nedadgående pres på priserne på jord og fast ejendom.

*Tabel II.4 Betalingsbalanceregnskabet 1984-88*

	1984	1985	1986	1987	1988
	mia. kr.				
Saldo på varebalancen <sup>a</sup>	- 0,4	- 7,0	- 8,6	7,7	15,7
heraf energi	-22,0	-22,6	-10,9	- 8,9	- 9,0
Saldo på tjenestebalance	11,8	12,9	10,6	11,4	12,3
Renter m.v. <sup>b</sup>	-29,1	-33,9	-35,4	-34,2	-31,9
Betalingsbalancens løbende poster	-17,2	-28,0	-33,4	-15,1	- 3,9

a) Inkl. eksportstøtte fra FEOGA.

b) Inklusive en række andre transfereringer over landets grænser, herunder en korrektion vedr. samhandelen med Færøerne og Grønland, idet handels- og tjenestebalancen opgøres for Syddanmark alene, hvorimod betalingsbalancen (den officielle saldo) er opgjort for hele riget.

Kilde: Egne beregninger.

### **Store pris- og mængdeforskydninger i udenrigshandelen**

I tabel II.5 er udviklingen i saldoen på vare- og tjenestebalancen siden 1978 dekomponeret i henholdsvis prisændringer og mængdeændringer (de umiddelbare effekter) for import og eksport. En mere detaljeret opdeling er indeholdt i bilagstabel II.5. Det fremgår af tabellen, at bytteforholdet bortset fra perioden med den anden store olieprisforhøjelse (1979-81) hvert år har bidraget til at forbedre saldoen på vare- og tjenestebalancen. Man skal dog være opmærksom på, at denne olieprisforhøjelse forværrede vare- og tjenestebalancen med mere end den forbedring, som bytteforholdet har bidraget med i årene fra 1982 til 1986. For 1986 skønnes bytteforholdsforbedringen at bidrage med knap 8 mia. kr. Den mængdemæssige udvikling afspejler natur-

**Den mængdemæssige betalingsbalan-  
ceforbedring fra 1986 til 1988 af samme størrelse som fra 1979 til 1981**

ligvis især konjunkturudviklingen og ændringen i konkurrenceevnen. Det fremgår af dekomponeringen, at bytteforholdsföringelsen i 1979-81 blev mere end opvejet af et fald i de importerede mængder som følge af den stærke afdæmpning af den indenlandske efterspørgsel samt af den voksende eksport, der var en følge af bl.a. konkurrenceevneforbedringen. Det fremgår ligeledes, at den mængdemæssige forbedring fra 1986 til 1988, der er indeholdt i udgangsskønnet, er af omtrent samme størrelse som omsvinget fra 1979 til 1981.

Endelig er der grund til at pege på, at vare- og tjenestebalancens følsomhed over for energiprisændringer er blevet væsentligt reduceret, idet nettoenergiimporten i 1987 ventes at udgøre knap 9 mia. kr., jfr. tabel II.4, hvilket afspejler et mængdemæssigt fald på ca. 43 pct. siden 1980.

*Tabel II.5 Dekomponering af udviklingen på vare- og tjenestebalancen 1978-88*

	Ændring i saldo på vare- og tjenestebalancen <sup>a</sup>	Ændring i import <sup>b</sup>		Ændring i eksport <sup>a</sup>		
		pris	mængde	pris	mængde	
		mia. kr.				
1978	3,8	- 2,8	- 0,8	5,3	2,1	
1979	- 3,2	-12,3	- 5,2	6,2	8,1	
1980	5,2	-20,5	6,4	12,9	6,4	
1981	6,4	-20,4	3,7	14,6	8,5	
1982	- 0,8	-15,4	- 5,5	15,8	4,3	
1983	9,0	- 8,3	0,0	11,3	6,0	
1984	- 2,7	-15,3	-10,2	15,4	7,5	
1985	- 5,5	- 5,6	-13,9	8,3	5,7	
1986	- 4,0	18,1	-14,2	-10,3	2,5	
1987	17,2	1,6	12,1	- 0,2	3,7	
1988	8,9	- 3,8	4,5	3,8	4,4	

a) Inkl. eksportstøtte fra FEOGA.

b) Nettoimport af energi og af skibe og fly.

Anm.: Positive tal udtrykker forbedringer af vare- og tjenestebalancen, mens negative tal udtrykker forværringer.

Kilde: Bilagstabel II.5

Tabel II.6 Arbejdsstyrke, beskæftigelse, ledighed og balanceproblemer

	1985	1986	1987	1988
Befolkningsprognose, 15-74 årige <sup>a</sup>	3840	3849	3860	3876
Erhvervsfrekvens	73,2	73,8	74,2	74,6
Arbejdsstyrke <sup>b</sup>	2810	2840	2866	2890
	— 1000 fuldtidspersoner <sup>c</sup> —			
Arbejdsstyrke <sup>b</sup>	2543	2572	2595	2617
Beskæftigelse	2301	2360	2346	2319
- lønmodtagere i byerhverv	1278	1333	1317	1297
- offentligt ansatte	630	629	637	636
- selvstændige m.fl. <sup>d</sup>	393	398	392	386
Ledighed	242	210	244	292
	— 1000 personer —			
Registreret ledighed	252	217	252	301
Produktivitetsstigning i byerhverv <sup>e</sup>	-0,9	-0,7	1,6	0,6
Ledighedsprocent			pct.	
- personer <sup>f</sup>	9,0	7,6	8,8	10,4
- fuldtidspersoner <sup>g</sup>	9,5	8,2	9,6	11,4
Betalingsbalanceunderskud i pct. af BFI	5,4	6,1	2,7	0,7

- a) *Statistiske Efterretninger, Befolkning og valg*, 1985:12, med egne korrektioner (pga. afvigelser i.f.t. faktisk befolkningstal) udfra *Nyt fra Danmarks Statistik*, 1986:42, Befolkningen pr. 1. januar 1986.
- b) Personer med uddannelsesydelse indgår i arbejdsstyrken, men ikke i ledigheden.
- c) Ved beregning af arbejdsstyrke og beskæftigelse omregnet til fuldtid medregnes deltidsbeskæftigede med vægten 1/2. Tilsvarende indgår deltidsforsikrede ledige med vægten 1/2 i opgørelsen af antal ledige på fuldtidsbasis. Der er ikke gjort forsøg på at omregne antallet af selvstændige m.v. til fuldtid.
- d) Beskæftigelse i energisektoren, landbruget, selvstændige og medhjælpende hustruer i byerhverv. Delvis residualpost.
- e) Stigning i produktion pr. arbejdstime, hvor arbejdstimer er beregnet som antal beskæftigede lønmodtagere på fuldtid gange aftalt arbejdstid.
- f) Antal ledige personer (registreret ledighed) i procent af arbejdsstyrken i personer.
- g) Fuldtidsledige i procent af fuldtidsarbejdsstyrke.

Kilde: Egne beregninger samt de i note a) nævnte kilder.

## Skøn over kartoffelkurens virkninger

Det er naturligvis forbundet med stor usikkerhed talmæssigt at skønne over oktoberindgrebets virkninger. Det skyldes, at en del af indgrebene er af en karakter, der ikke direkte kan sammenlignes med tidligere indgreb. Det er skønnet, at indgrebet vil reducere det samlede boligbyggeri med 10 pct. i 1987 sammenhængende med udsigterne til faldende ejendomspriser, og at bilkøbet bliver formindsket med ca. 20 pct. Afgiften på visse renteudgifter er antaget kun at få ringe virkning i 1987, idet indbetalingerne først finder sted i 1988 og for det første år kan erstattes af tilsvarende indbetalinger til en pensionsordning.

De beregnede virkninger af det samlede indgreb, inkl. reduktionen af de offentlige bygge- og anlægsinvesteringer er anført i tabel II.7. De beregnede virkninger på beskæftigelsen er et fald i niveauet herfor på henved 10.000 personer, mens niveauet for underskuddet på betalingsbalancen ifølge beregningerne bliver reduceret med godt 3 mia. kr. som følge af indgrebet.

Tabel II.7 Beregnede virkninger af oktoberindgrebet

	1987	1988
Ændring i beskæftigelsen, tusinde personer	- 10	- 10
Ændring i betalingsbalancesaldo, mia. kr.	+ 3	+ 3
Ændring i bruttonationalproduktet, pct.	- 0,8	- 0,8

Kilde: Egne beregninger

## Omtalen vedrører kun en del af grundlaget for de politiske valg

## Et kort tilbageblik på opgangsperioden; stærkere vækst end andre OECD- lande

## II.4 Problemstillinger i den økonomiske politik

Tilrettelæggelsen af den økonomiske politik er naturligvis en politisk opgave. De overvejelser vedrørende den økonomiske politik, der er indeholdt i det følgende, har derfor alene til formål at pege på nogle af de økonomiske forhold og de usikkerhedsmomenter i relation hertil, som udgør en del af grundlaget for de politiske valg.

Indledningsvis kan det måske være nyttigt med et kort tilbageblik. Den danske økonomi har som allerede nævnt siden 1983 været præget af en stærkere vækst i den indenlandske efterspørgsel fra den private sektor end de fleste andre OECD-lande. Der har været peget på en lang række mulige årsager hertil, bl.a. konkurrenceevneforbedringen fra 1979 til 1982, fastkurspolitikken og i forlængelse heraf den reducerede indenlandske nominelle lønstigningstakt og det kraftige

nominelle rentefald, der overgangsvist har været ledsaget af en lempelse af kreditvilkårene, samt i det seneste års tid også de faldende energi- og råvarepriser. De vækstimpulser, der er udgået herfra, er, jfr. omtalen heraf ovenfor, blevet forstærket gennem stigende forbrugs- og investeringskvoter, bl.a. som følge af de formentlig også heraf afledte ændringer i forventningerne til de fremtidige beskæftigelses-, indkomst- og indtjeningsforhold.

**Hovedansvaret for konjunkturpolitikken har ligget på finans- og konkurrenceevnepolitik**

Med fastkurspolitikken og forholdsvis liberale valutabestemmelser er der i det meste af perioden udgået efterspørgselsstimulerende virkninger fra pengepolitikken. Hovedansvaret for konjunkturpolitikken har derfor hvilet på finans- og konkurrenceevnepolitikken. Det stærkt voksende underskud på betalingsbalancens løbende poster, der afspejler den meget svage vækst i eksportefterspørgslen sammenlignet med væksten i den indenlandske efterspørgsel, har i de sidste par år givet anledning til diskussioner af behovet for at dosere en strammere finanspolitik og af tidspunktet herfor.

**Finanspolitikken har haft en bred efterspørgselsdæmpende virkning**

I hele opgangsperioden har finanspolitikken været tilrettelagt med henblik på at dæmpe den indenlandske efterspørgselsvækst. Som det fremgår af figur II.6 er stramningen så at sige gennemført hele vejen rundt:

- Den andel af arbejdsstyrken, der er beskæftiget i den offentlige sektor, er vendt fra stigning til fald. I de kommende år forventes andelen dog at være omtrent uændret.
- Såvel det direkte som det indirekte skattetryk er steget. Også de øvrige skatter har bidraget til stramningen, men ikke så stærkt som figuren giver indtryk af, idet en del af det øgede provenu skyldes afledede skatter som følge af de af rentefaldet udløste kursgevinster, der ikke indgår i bruttofaktorindkomsten.
- Transfereringernes "dækningsgrad" i relation til lønindkomsten for en fuldtidsbeskæftiget er blevet reduceret.

Samlet er der således siden 1983 udgået en efterspørgselsdæmpende effekt fra finanspolitikken, jfr. også de beregnede førsteårsvirkninger på beskæftigelsen og betalingsbalancen, der er afbildet i figur II.6. Finanspolitikken rolle i den samlede økonomiske politik i disse år har derfor været at agere bremseklods med det formål at moderere de ekspansive kræfter, der er udsprunget bl.a. fra de øvrige elementer i den økonomiske politik og mere selvstændigt fra de øvrige hjemlige efterspørgselskomponenter. Ved vurderinger af effekten af den førte politik er det - ikke mindst ved et konjunkturvendepunkt - værd at understrege, at effekten også afhænger af, hvorledes politikken eventuelt påvirker forventningerne. De beregnede førsteårsvirkninger tager ikke hensyn til sådanne forventningsskift, som er meget vanskelige at kvantificere.

**To modsat  
rettede  
tendenser i  
konkurrenceev-  
neudviklingen**

Udviklingen i konkurrenceevnen, målt ved de relative valutakurskorrigerede timelønninger, jfr. f.eks. figur II.8, har været præget af to modsatrettede tendenser fra 1983 til 1986. Den indenlandske lønstigningstakt har ligget lavere end i konkurrent- og aftagerlandene i hvert af de sidste 3 år, hvilket isoleret set har forbedret den lønmæssige konkurrenceevne med et par procent. Faldet i de indirekte lønomkostninger, fortrinsvis i form af det særlige arbejdsgivertilskud, har bidraget med en forbedring på yderligere godt 1 procent.

Udviklingen i den effektive kronekurs bidrog med en forbedring på ca. 3 procent i 1984, men har siden medført en forringelse på godt 6 procent. Som omtalt i kapitel I har udover det stærke fald i dollarkursen også faldet i kursen for britiske pund og norske og svenske kroner bidraget til denne udvikling, mens det har trukket i modsat retning, at kronen ikke er steget helt så meget som D-marken. Det samlede resultat af løn- og valutakursudviklingen er således, at konkurrenceevnen er omtrent den samme i 1986 som i 1983.

**Konjunktur-  
vendingen og  
balance-  
problemerne i  
dansk økonomi**

I et fremadrettet perspektiv må den økonomiske politik vurderes i lyset af den konjunkturvending, der forudses både i denne rapport og i andre foreliggende bedømmelser af økonomien. Konjunkturaftmatningen vil øge arbejdsløsheden og reducere betalingsbalanceunderskuddet jfr. figur II.7. Udgangsskønnet ovenfor indebærer imidlertid en så kraftig vending, at der kan være grund til at gå lidt nærmere ind på de betydelige usikkerhedsmomenter, der er knyttet til denne vurdering.

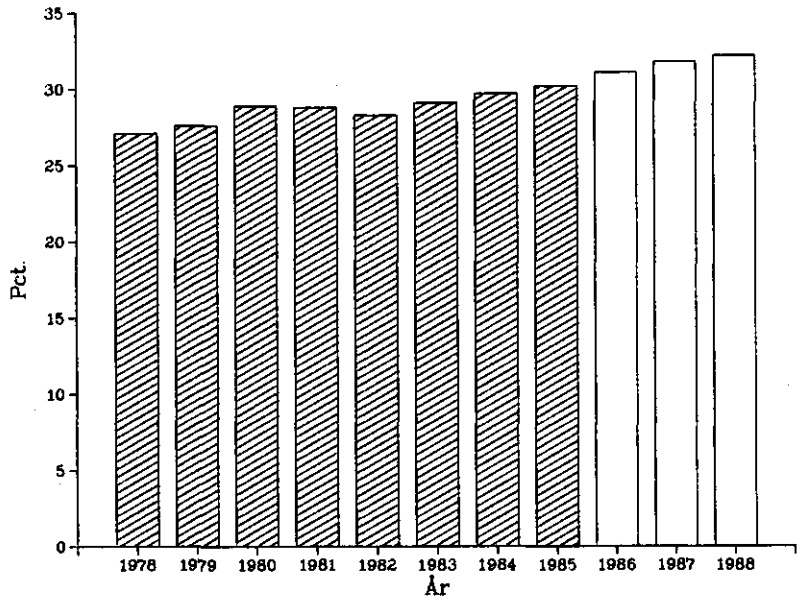
**Usikkerheden i  
de udenrigs-  
økonomiske  
vurderinger**

Skønnet over væksten i vore aftagerlande er, som det også var tilfældet med vurderingen i Dansk Økonomi, maj 1986, lidt lavere end i de fleste andre bedømmelser. Samtidig skønnes bytteforholdet imidlertid at blive yderligere lidt forbedret i 1987, og meget taler for, at en eventuel højere international vækstrate vil lægge en dæmper på faldet i råvarepriserne, således at usikkerhedsmomenter omkring de udefra kommende påvirkninger i et vist omfang vil opveje hinanden. Som det fremgik af beregningerne i tabel III.1 i Dansk Økonomi, december 1985, vil der på kort sigt udgå omtrent lige store, men modsatrettede virkninger på betalingsbalancen af f.eks. en øget eksportvækst på 1 pct. og en bytteforholdsføringelse på ½ pct.

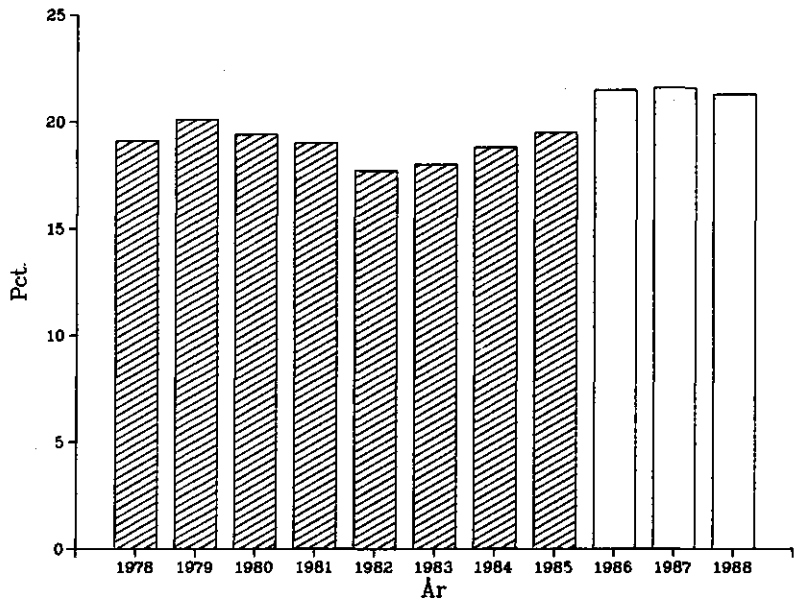
Dette trækker i retning af, at den største usikkerhed vedrørende betalingsbalanceunderskuddet knytter sig til usikkerheden i skønnet over den indenlandske efterspørgsel. Set over en længere periode vil en varigt højere eksportvækst naturligvis kunne give et væsentligt positivt bidrag til løsning af balanceproblemerne; men som det fremgår af kapitel I, kan dette ikke anses for særlig sandsynligt i de nærmest kommende år.

Figur II.6 Indikatorer for finanspolitiske ændringer 1978-88

Skattetryk: direkte skatter i pct. af personlige indkomster

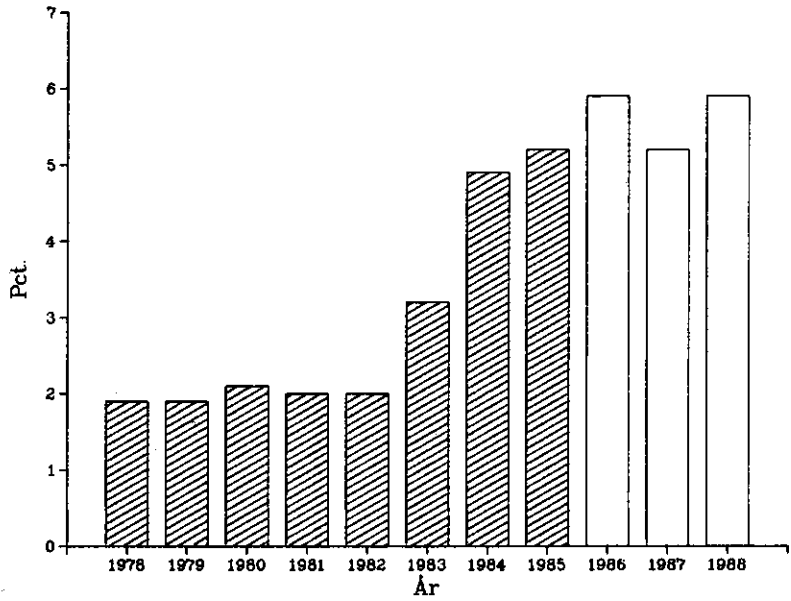


Afgiftstryk: afgifter i pct. af bruttofaktorindkomst

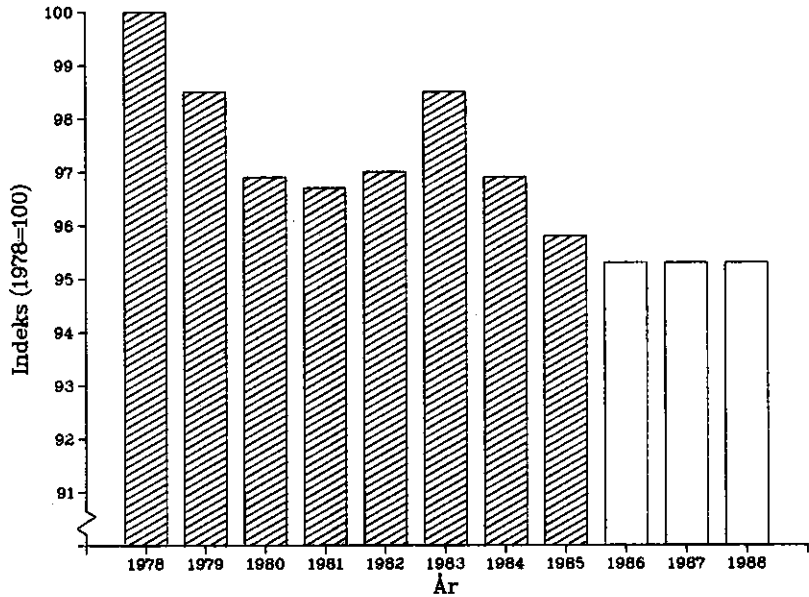




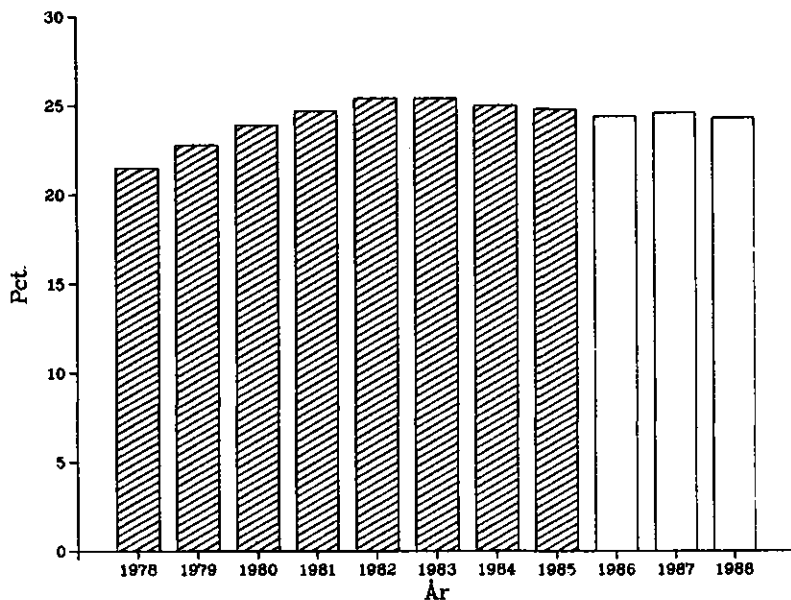
Skattertryk for øvrige skatter i pct. af bruttofaktorindkomst



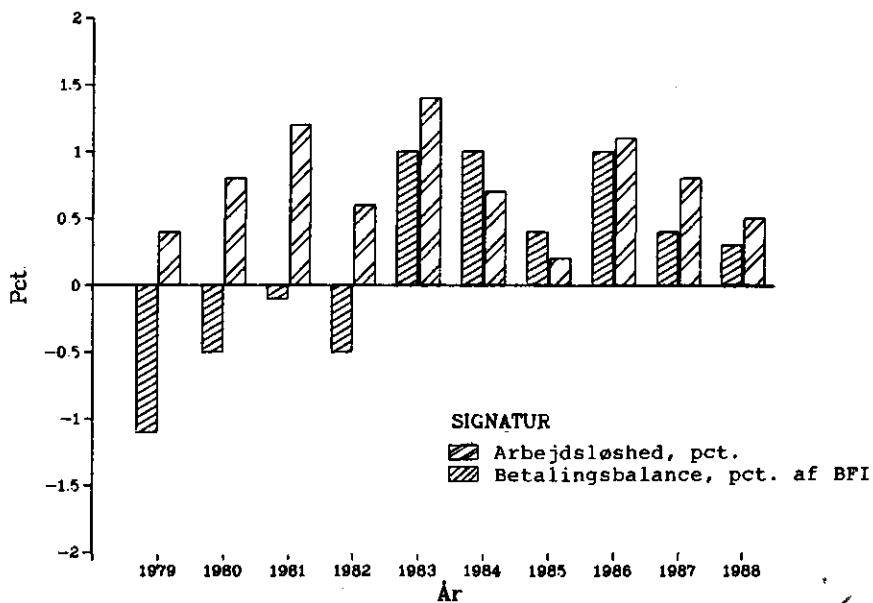
Standardberegnet dækningsgrad for transfereringer, indeks, 1978 = 100



*Offentlig beskæftigelse i pct. af arbejdsstyrken*



*Førsteårsvirkning af den førte finanspolitik på arbejdsløshed og betalingsbalance*



Anm.: Ved "øvrige skatter" forstås selskabsskat, realrenteafgift samt arbejdsgiverbidrag til sociale ordninger. Ændringerne i dette skattetryk skyldes i de seneste år i højere grad den økonomiske udvikling (kursgevinster) end lovgivningsmæssige ændringer i satser, beskatningsgrundlag m.m.

Den standardberegnete kompensationsgrad for transfereringer er udregnet som et vejet gennemsnit af arbejdsløshedsdagpenge og pensioner i forhold til indkomsten for en beskæftiget lønmodtager. Som vægte er benyttet periodens gennemsnitlige forhold mellem antal dagpengemodtagere og antal pensionister.

Førsteårvirkningerne af den førte finanspolitik er beregnet som forskellen mellem to kørsler med SMEC-modellen: én med uændret finanspolitik i.f.t. året før og én med den faktiske finanspolitik. Ved uændret politik forstås uændret skattetryk, uændrede reale afgiftssatser, uændret dækningsgrad for transfereringer og uændret andel af arbejdsstyrken beskæftiget i den offentlige sektor. For de "øvrige skatter" er uændret politik defineret som uændrede satser.

For alle indikatorer gælder, at der fra og med 1986 er tale om skøn.

Kilde: Egne beregninger.

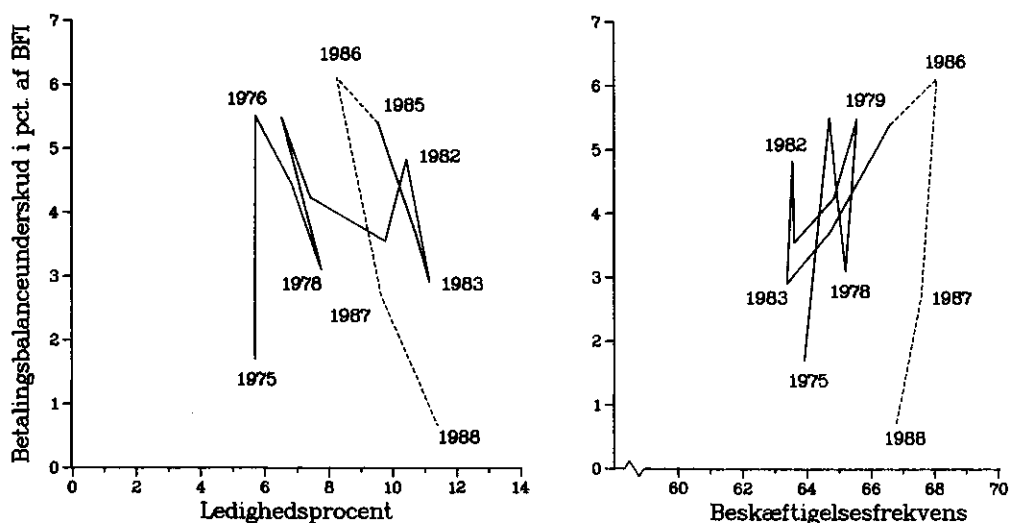
---

Den konkurrenceevneforringelse, der er skønnet for 1987 som følge af valutakursudviklingen, er for størstedelens vedkommende allerede indtrådt, idet der kun er skønnet et næsten ubetydeligt yderligere fald i dollarkursen til 725 i gennemsnit for 1987 i forhold til niveauet i oktober 1986 på ca. 750. Selv om skøn over den fremtidige kursudvikling er forbundet med meget stor usikkerhed, kan der være grund til at gøre opmærksom på, at et fald i dollarkursen vil forbedre bytteforholdet i udenrigshandelen, hvorfor betalingsbalancen ikke vil blive forværret på kort sigt. I det første par år efter et fald i dollarkursen tenderer pris- og mængdevirkningerne således at opveje hinanden; men derefter vil den mindskede eksportmængde efterhånden slå igennem på betalingsbalancen<sup>1</sup>.

Blandt de udenrigsøkonomiske faktorer er den største usikkerhed på kort sigt formentlig knyttet til skønnet over priserne på landbrugseksporten samt energi- og råvarepriserne, der alle ventes at ligge lavere

1) For en nærmere analyse af virkningerne af en ændret dollarkurs henvises til *Dansk Økonomi, november 1984*, samt til det tekniske bilag, der blev udarbejdet i tilknytning hertil.

Figur II.7 De samfundsøkonomiske balanceproblemer 1975-88



Anm.: Beskæftigelsesfrekvensen udtrykker antal beskæftigede i pct. af de 15-74 årige.

Kilde: Egne beregninger

i 1987 end i 1986 i gennemsnit. For landbrugets eksportpriser knytter usikkerheden sig dels til de kommende prisforhandlinger i EF, som bl.a. i lyset af vanskelighederne med finansieringen af landbrugsordningerne kan indebære et lidt stærkere prisfald end i udgangsskønnet, dels til bestræbelserne for at øge landbrugseksportens forædelsgrad, som omvendt kan afbøde det ventede prisfald.

For oliepriserne gælder, at selv om fastholdelse af det nuværende niveau med en del kortvarige mindre udsving forekommer at være det mest sandsynlige, vil der altid være en vis sandsynlighed for pludselige prisstigninger, især ved ændringer i de politiske forhold. Udviklingen i det seneste års tid har dog også illustreret, at en væsentligt lavere oliepris end den aktuelle ikke på forhånd kan udelukkes.

Den antagne bytteforholdsforbedring i 1987, der i det væsentlige kan henføres til energi- og råvareprisfaldet, forbedrer isoleret set betalingsbalancen med ca. 1½ mia. kr. i såvel 1987 som 1988.

**Størst usikkerhed i bedømmelsen af de indenlandske forhold**

Størst usikkerhed i konjunkturbedømmelsen knytter der sig som allerede omtalt til de indenlandske forhold, herunder først og fremmest udviklingen i investeringerne og det private forbrug. Desuden er der et væsentligt usikkerhedsmoment knyttet til forudsætningerne om de kommende års løn- og produktivitetsudvikling.

**Udviklingen i lønomkostningerne vil påvirke konjunkturvendingen**

I de beregninger, der ligger til grund for udgangsskønnet, er der rent teknisk forudsat stort set uændret lønstigningstakt i 1987 og 1988 bortset fra den stigning, der følger af arbejdstidsforkortelsen. Karensdagens afskaffelse påvirker herudover de indirekte lønomkostninger. Den reale timeløn vokser i udgangsskønnet med ca. 2½ pct. i 1987 og yderligere ca. ½ pct. i 1988. Heri ligger selvsagt ingen forudskønning af udfaldet af de kommende overenskomstforhandlinger.

En lavere stigning i de indenlandske lønomkostninger må, medmindre den modsvarer en tilsvarende lavere vækst i arbejdsproduktiviteten, forventes at påvirke investeringer og beskæftigelse igennem flere forskellige kanaler. For det første vil den beregnede konkurrenceevneforringelse, jfr. figur II.8, blive formindsket, hvilket øger mulighederne for at vinde markedsandele såvel på eksport- som hjemmemarkedet, hvorved den indenlandske produktion og beskæftigelse bliver forøget. For det andet vil lavere lønomkostninger trække i retning af at formindske virksomhedernes tilskyndelse til at erstatte arbejdskraft med maskiner og andet udstyr. For det tredje tyder ikke mindst de seneste års udvikling på, at virksomhedernes investeringsaktiviteter og arbejdskraftefterspørgsel i væsentlig grad er påvirket af den forventede rentabilitet i produktionen og derfor også forventningerne til den fremtidige udvikling i omkostningerne.

**Lavere lønstigninger vil øge beskæftigelsen**

På længere sigt vil den samlede virkning af disse forskellige konsekvenser af en langsommere indenlandsk omkostningsudvikling utvivlsomt være højere beskæftigelse. På helt kort sigt vil der være en tendens til, at lavere lønstigninger giver lavere forbrugsefterspørgsel, fordi faldet i realindkomst for lønmodtagere slår hurtigere igennem på forbruget end stigningen i restindkomsterne. På kort sigt er virkningen således mere usikker; men der er meget, der taler for, at resultatet ligeledes vil være højere beskæftigelse. I så fald vil også investeringsniveauet være højere. Begge forhold vil indebære, at betalingsbalanceforbedringerne på kort sigt bliver mindre end i udgangsskønnet.

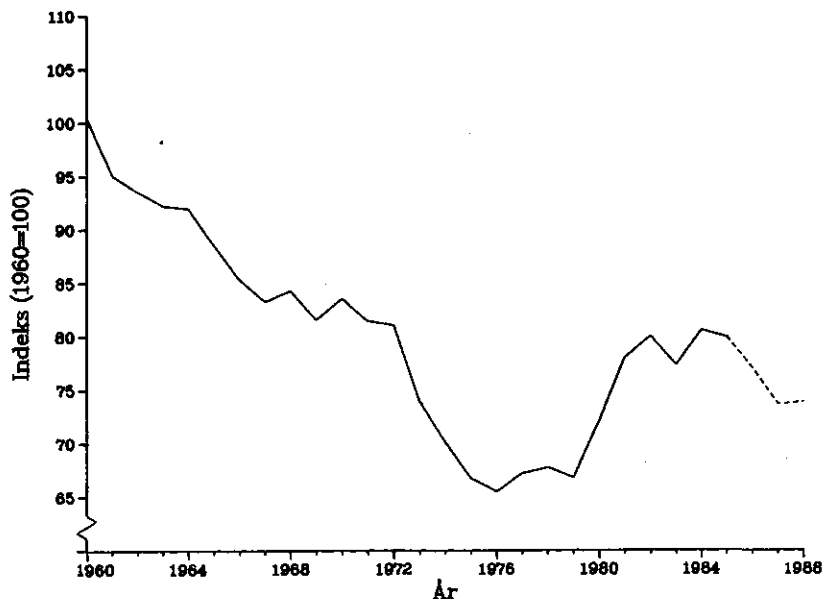
**Produktivitets-  
fald og  
realløns-  
stigning?**

Udfaldet af overenskomstforhandlingerne kan således få væsentlig indflydelse på, hvor kraftig konjunkturvingingen vil blive.

Produktivitetsvæksten har været yderst ringe i de seneste år og har de sidste to år endog været negativ. Til trods herfor har der været en positiv udvikling i reallønnen for beskæftigede i den private sektor. Dette hænger bl.a. sammen med faldet i energi- og råvarepriserne, selv om de direkte prisvirkninger er blevet neutraliseret gennem forhøjede afgifter. På trods af at der også i en række andre lande findes en lignende tendens, har produktivitetsudviklingen, der ikke er medtaget i den beregnede konkurrenceevne i tabel II.2 og figur II.8, formentlig isoleret set bidraget til at forringe konkurrenceevnen.

Til trods for at der på kort sigt kan være en tendens til, at ledigheden stiger ved øget produktivitetsvækst, er det klart, at større produktivitetsvækst på længere sigt er afgørende for at opnå højere realløn samtidig med stigende beskæftigelse.

*Figur II.8 Indeks for den lønmæssige konkurrenceevne 1960-88*



Kilde: Egne beregninger.

## II.5 Sammenfatning om den økonomiske politik

Selv om de indtil nu foreliggende tal for den økonomiske udvikling ikke med sikkerhed har vist tegn på en vending i den økonomiske aktivitet, forestår der efter den analyse, som er foretaget ovenfor, et betragteligt omsving i dansk økonomi med en tilsvarende forskydning af balanceproblemetets sammensætning. Således vil beskæftigelsen falde, ledigheden stige markant og betalingsbalancen blive væsentligt forbedret.

Den forudsete konjunkturedgang i 1987/88 er kun i mindre omfang en konsekvens af det netop gennemførte oktoberindgreb. De forholdsvis svage internationale konjunkturer og de økonomisk-politiske indgreb i december 1985 og marts 1986 er i denne henseende af langt større betydning.

### Holder konjunkturvurderingen?

En kraftig vending blev også forudset i Dansk Økonomi, maj 1986, og ventedes dengang at indtræde tidligere, end det nu vurderes. Da formandskabet i øvrigt i de senere år har undervurderet styrken i det hjemlige opsving med deraf følgende overvurdering af ledigheden og undervurdering af betalingsbalanceunderskuddets størrelse, vil det være nærliggende at spørge, om en sådan skævhed også præger de her fremlagte vurderinger for 1987 og 1988.

Usikkerhedsmomenterne i de fremlagte skøn for 1987 og 1988 er fremhævet ovenfor. Som dér omtalt går usikkerhedsmomenterne "til begge sider", og det er formandskabets opfattelse, at sandsynligheden for afvigelser er lige stor i begge retninger. Skønnene for både 1987 og 1988 er således udarbejdet ud fra forudsætninger om f.eks. forbrugs- og investeringsaktiviteten, som ikke kan siges at have slagside i pessimistisk retning. Forbrugskvoten har således vist en meget stærk stigning i det sidste par år og kan vanskeligt tænkes at stige yderligere. Efter flere års markant stigning i erhvervsinvesteringerne og dermed i kapitalapparatet forekommer det endvidere nu nærliggende at regne med, at heller ikke denne udvikling vil fortsætte. En afmatning af investeringerne vil have afledede virkninger for forbrug, produktion og beskæftigelse.

### Speciel usikkerhed for 1988

Der er grund til at fremhæve den særlig store usikkerhed, som knytter sig til konjunkturbedømmelser for små, åbne økonomier som den danske. Dette gælder ikke mindst for skønnene over ledigheden og betalingsbalanceunderskuddet, fordi begge disse centrale størrelser er netttotal, der har en størrelsesorden på under 10 pct. af de bagvedliggende bruttotal. Især for 1988 kan der derudover være grund til at gøre opmærksom på, at udviklingen vil afhænge af de økonomisk-politiske beslutninger og det indenlandske konjunkturforløb, som realiseres i 1987.

## **De senere års økonomiske udvikling og politik**

De senere års økonomiske udvikling og politik er resulteret i en stærk vækst i den private sektor, derunder en udbygning af produktionsapparatet. To forhold bevirker imidlertid, at den hidtil fulgte strategi har nået et meget vanskeligt punkt.

## **Begrænsninger i de fremtidige muligheder**

For det første sætter udlandsgælden en grænse for, hvor længe betalingsbalanceunderskud af den størrelsesorden på ca. 5 pct. af bruttonationalproduktet, som vi har set i de senere år, kan opretholdes.

For det andet forudsætter den nævnte strategi en kraftigere vækst i udlandet end den, der er udsigt til, og/eller en markant forbedring af Danmarks internationale konkurrenceevne, ledsaget af en stram styring af den indenlandske efterspørgsel.

Til illustration af den betydning, som denne problemfyldte baggrund må tillægges, kan henvises til beregningerne i Dansk Økonomi, maj 1986. Ifølge disse beregninger ville en løsning med betalingsbalance-ligevægt og samtidig nedbringelse af ledigheden til 5 pct. kræve en konkurrenceevneforbedring på 20 pct. over en 10-årig periode. Det blev påpeget, at dette i givet fald skulle realiseres i et forløb, hvor verdensinflationen måtte forventes at ville ligge på et lavt niveau, og hvor man ved fastholdt valutakurspolitik måtte regne med muligheden af en yderligere appreciering af kronen. Der blev både i selve redegørelsen og ikke mindre i diskussionen om den givet udtryk for, at det afledte krav til forbedring af lønkonkurrenceevnen let vil kunne afvises som urealistisk og hørende til i et fortidigt løsningsarsenal. Samtidig blev det imidlertid i redegørelsen fremhævet, at uden en sådan forbedring af lønkonkurrenceevnen ville resultatet let blive en cementering af arbejdsløshedspøblemet.

## **De nye erhvervspolitiske initiativer**

Den øgede vægt, der siden er blevet lagt på nye initiativer til erhvervs- og eksportfremme, må bl.a. ses i lyset af de her nævnte sammenhænge. De nye initiativer understreger, at konkurrenceevnebegrebet er et begreb med mange dimensioner. De nye initiativer må imidlertid først og fremmest vurderes i et langtidsperspektiv. På kort sigt kan de ikke træde i stedet for forbedringer af lønkonkurrenceevnen, og de kan derfor ikke i dette tidsperspektiv ventes at få nogen større betydning for løsningen af dansk økonomis balanceproblemer.

## **Lønkonkurrenceevnen ikke forbedret**

Selv om stigningen i de samlede lønomkostninger i Danmark siden 1983 har ligget lavere end den sammenvejede stigning i vore konkurrentlande, er lønkonkurrenceevnen alligevel ikke blevet forbedret, idet forskellen er blevet opvejet af stigningen i den effektive kronekurs. Ved fastholdt kronekurspolitik må denne tendens ventes at fortsætte i 1987 som følge af en stigning i EMS-valutaernes værdi i forhold til verdensvalutaerne. Samtidig kan der som nævnt befrægtes et



**Langvarig  
bremse på  
væksten?**

vist brud på de foregående års udvikling i forholdet mellem stigningen i lønomkostningerne i Danmark og i udlandet.

Dette kombineret med virkningerne af den store udlandsgæld og med udsigter til en fortsat svag international konjunkturudvikling synes nu at ville sætte en bremse for en videreførelse af den hidtige stærkt vækstorienterede udvikling i Danmark, der har bevirket, at ledigheden i en europæisk sammenligning er relativt lav, nemlig 8 pct. mod 11 pct. som europæisk niveau.

Det her anførte indebærer, at der ikke kan regnes med noget væsentligt udefra kommende bidrag til løsning af de hjemlige økonomiske problemer. Tværtimod ligger der en selvstændig illustration af kravene til den økonomiske udvikling og økonomiske politik i Danmark i det forhold, at der i Tyskland for tiden er fuldstændig prisstabilitet, stort betalingsbalanceoverskud og samtidig en ledighed på 8 pct., der vidtgående anses for at være strukturelt betinget.

Uden en betydelig vækst i udlandet, en væsentlig forbedring af konkurrenceevnen eller en yderligere forbedring af bytteforholdet i udenrigshandelen er det vanskeligt at se noget alternativ til en situation, hvor betalingsbalanceproblemet reduceres på bekostning af beskæftigelsen. Problemstillingen i den økonomiske politik kan herved i væsentlig grad blive et valg mellem nutidig og fremtidig beskæftigelse.

## BILAGSTABEL II.1. UDVIKLINGEN I LØN- OG RESTINDKOMST.

LØBENDE PRISER, MIA. KR.	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
BRUTTOFAKTORINDKOMST	I 265.1	292.3	316.0	345.1	397.4	438.3	476.5	517.7	546.6	558.4	573.6
HERAF: LØNINDKOMST	I 172.8	193.1	212.7	230.1	259.9	282.5	305.4	329.8	349.8	359.1	367.1
RESTINDKOMST	I 92.3	99.2	103.3	115.1	137.5	155.8	171.1	187.9	196.8	199.3	206.4
AFSKRIVNINGER	I 26.1	29.4	33.7	38.0	42.6	46.7	50.4	55.1	58.3	60.5	62.7
NETTOFAKTORINDKOMST	I 238.9	262.9	282.3	307.1	354.8	391.6	426.1	462.6	488.3	497.9	510.8
PRIVAT NETTOFAKTORINDKOMST A)	I 184.5	201.3	212.8	227.2	261.0	290.3	321.3	353.1	376.8	381.0	389.9
HERAF: LØNINDKOMST	I 118.4	131.5	143.2	150.1	166.1	181.2	200.6	220.3	238.3	242.2	246.3
RESTINDKOMST	I 66.1	69.8	69.6	77.1	94.9	109.1	120.7	132.8	138.4	138.8	143.7
INDKOMSTUDVIKLINGEN (VÆKSTPROCENT)	I										
PRIVAT NETTOFAKTORINDKOMST A)	I 9.2	9.1	5.7	6.7	14.9	11.3	10.7	9.9	6.7	1.1	2.3
HERAF: LØNINDKOMST	I 10.0	11.0	8.9	4.8	10.6	9.1	10.7	9.8	8.2	1.6	1.7
RESTINDKOMST	I 7.8	5.6	-3	10.7	23.1	15.0	10.6	10.0	4.3	.3	3.5
LØNKVOTE B) (PCT.)	I 65.19	66.07	67.32	66.66	65.41	64.45	64.09	63.71	64.00	64.31	64.01
LØNKVOTE C) (PCT.)	I 57.44	58.41	59.98	58.89	57.20	56.65	56.79	56.67	57.49	57.65	57.20
LØNKVOTE D) (PCT.)	I 64.16	65.32	67.30	66.08	63.65	62.41	62.43	62.39	63.25	63.57	63.15

NOTER A) NETTOFAKTORINDKOMST UDEFOR DEN OFFENTLIGE SEKTOR.

B) LØNINDKOMSTEN I PROCENT AF BRUTTOFAKTORINDKOMSTEN.

C) LØNINDKOMSTEN I PROCENT AF BRUTTOFAKTORINDKOMSTEN EKSKL. OFFENTLIG SEKTOR.

D) LØNINDKOMSTEN I PROCENT AF NETTOFAKTORINDKOMSTEN EKSKL. OFFENTLIG SEKTOR.

KILDER: INDTIL 1985 NATIONALREGNSKABET. FRA 1986 BYGGER TABELLEN PÅ DE BAG UD GANGSSKØNNET LIGGENDE FORUDSÆTNINGER OG BEREGNINGER.

Anm: Behandlingen af Nationalbankens overskud er ændret i forhold til tidligere udgaver af Dansk Økonomi. Som følge heraf kan ikke alle serier i bilagstabellerne umiddelbart sammenholdes med de tidligere offentliggjorte.

BILAGSTABEL II.2. OVERGANG FRA NETTOFAKTORINDKOMSTER TIL PERSONLIGE INDKOMSTER.

LØBENDE PRISER, MIA. KR.	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
NETTOFAKTORINDKOMST	I 238.9	262.9	282.3	307.1	354.8	391.6	426.1	462.6	488.3	497.9	510.8
+ TRANSFERERINGER A)	I 45.9	52.6	61.2	71.4	83.0	90.1	94.8	99.3	101.1	112.2	123.1
- SELSKABSSKAT	I 4.2	4.8	5.5	5.1	5.3	7.0	14.1	14.5	21.1	13.9	17.3
- NETTORENTEUDGIFTER TIL UDLANDET	I 4.7	6.7	9.4	12.8	18.0	18.7	23.0	25.0	25.2	23.5	20.7
+ NETTORENTEINDT. FRA DET OFF. B)	I -3.4	-6	-8	4.5	11.7	18.2	24.9	22.9	23.9	23.0	17.7
PERSONLIGE NETTOINDKOMSTER	I 272.5	303.5	327.9	365.1	426.1	474.2	508.6	545.3	567.0	595.6	613.6
INKL. SELSKABSHENLÆGGELSER	I										

NOTER A) INKL. ARBEJDSLØSHEDSUNDERSTØTTELSE.

B) RENTEINDTÆGTER FRA DET OFFENTLIGE SAMT NATIONALBANKOVERSKUD M.V.

KILDER: INDTIL 1985 NATIONALREGNSKABET SUPPLERET MED EGNE BEREGNINGER. FRA 1986 BYGGER TABELLEN PÅ DE BAG UDGANGSSKØNNET LIGGENDE FORUDSÆTNINGER OG BEREGNINGER.

## BILAGSTABEL II.3. FORDELINGEN AF DEN PERSONLIGE NETTOINDKOMST.

LØBENDE PRISER, MIA. KR.	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
PERSONLIGE NETTOINDKOMSTER A)	272.5	303.5	327.9	365.1	426.1	474.2	508.7	545.3	567.0	595.6	613.6
HERAF: LØNINDKOMSTER	172.8	193.1	212.7	230.1	259.9	282.5	305.4	329.8	349.8	359.1	367.1
TRANSFERRERINGER	35.9	43.1	49.9	55.3	64.1	69.1	73.9	79.7	83.3	90.3	95.8
ARBEJDSLØSHEDSDAGPENGE	9.9	9.5	11.3	16.1	18.9	21.0	20.9	19.6	17.8	21.9	27.3
NETTORESTINDKOMSTER A)	59.3	62.2	60.3	67.4	85.1	97.6	101.6	113.4	112.3	119.0	120.0
NETTORENTINDKOMSTER	-5.6	-4.5	-6.4	-3.8	-2.0	4.1	6.8	2.8	3.8	5.3	3.4
RELATIV FORDELING, PROCENT											
LØNINDKOMSTERS ANDEL	63.42	63.64	64.88	63.01	61.00	59.57	60.04	60.49	61.70	60.29	59.83
SAMLEDE TRANSFERRERINGS ANDEL	16.84	17.33	18.68	19.56	19.48	18.99	18.64	18.20	17.83	18.84	20.06
RESTINDKOMSTENS ANDEL	21.78	20.51	18.39	18.47	19.98	20.59	19.98	20.80	19.80	19.97	19.56
NETTORENTINDKOMSTENS ANDEL	-2.04	-1.48	-1.95	-1.03	-4.6	.86	1.34	.51	.67	.90	.55
INDKOMSTUDVIKLINGEN (VÆKSTPROCENT)											
PERSONLIGE NETTOINDKOMSTER A)	10.8	11.4	8.0	11.4	16.7	11.3	7.3	7.2	4.0	5.1	3.0
HERAF: LØNINDKOMSTER	10.9	11.8	10.1	8.1	13.0	8.7	8.1	8.0	6.1	2.7	2.2
TRANSFERRERINGER	15.0	20.0	15.8	10.8	15.9	7.7	6.9	7.9	4.5	8.5	6.0
ARBEJDSLØSHEDSDAGPENGE	27.7	-4.7	19.7	42.0	17.3	11.1	-1.1	-6.4	-8.9	22.6	24.9
NETTORESTINDKOMSTER A)	6.7	4.9	-3.1	11.8	26.2	14.7	4.1	11.6	-1.1	6.0	.9
NETTORENTINDKOMSTER A)	22.0	-19.0	42.3	-41.0	-48.2	-307.8	67.7	-59.4	36.7	41.0	-36.6

NOTE A) INKL. SELSKABSHENLÆGGELSER.

KILDER: INDTIL 1985 NATIONALREGNSKABET SUPPLERET MED EGNE BEREGNINGER FRA 1986 BYGGER TABELLEN PÅ DE BAG UDGANGSSKØNNET LIGGENDE FORUDSÆTNINGER OG BEREGNINGER.

DATO: 11.03.86 KL.: 16.16.55

E86NOV

BILAGSTABEL II.4. INDKOMSTER, SKATTER OG FORBRUG.

LØBENDE PRISER, MIA. KR.	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
PERSONLIGE NETTOINDKOMSTER											
I INKL. SELSKABSHENLÆGGELSER	272.5	303.5	327.9	365.1	426.1	474.2	508.7	545.3	567.0	595.6	613.6
I - SELSKABSHENLÆGGELSER A)	6.5	7.0	7.4	9.7	12.0	14.6	15.9	19.2	22.1	22.9	23.8
I DIREKTE SKATTER M.V. B)	71.9	81.6	92.5	102.3	117.9	135.1	148.9	161.9	169.9	182.4	189.7
I	194.1	214.8	227.9	253.1	296.3	324.5	343.9	364.2	375.0	390.4	400.1
DISPONIBEL PERSONLIG INDKOMST	174.9	195.8	208.8	228.6	255.6	280.4	307.2	338.6	365.2	374.0	384.5
I ANVENDT TIL PRIVAT FORBRUG	19.2	19.0	19.1	24.5	40.6	44.1	36.7	25.6	9.7	16.3	15.6
I HERAF I OPSPARINGSFREMME											
I ORDNINGER	14.2	17.7	19.4	24.1	33.2	33.4	36.9	36.7	36.9	34.1	36.3
I	90.11	91.15	91.61	90.31	86.29	86.41	89.32	92.97	97.40	95.82	96.09
FORBRUGSKVOTE (PCT.)	27.04	27.54	28.88	28.79	28.47	29.40	30.21	30.77	31.18	31.84	32.16
I DIREKTE SKATTETRYK C)	19.11	20.09	19.39	19.01	17.65	18.00	18.85	19.54	21.46	21.71	21.41
I AFGIFTSTRYK I PCT. AF BFI D)	12.74	13.42	12.79	12.86	12.20	12.61	13.17	13.81	15.49	15.20	14.94
I AFGIFTSTRYK (PCT.) E)	39.78	40.96	41.66	41.65	40.67	42.02	43.38	44.59	46.67	47.04	47.10
I SAMLET SKATTE- OG AFG. TRYK I PCT F)											

NOTER A) SELSKABSHENLÆGGELSER ER OPGJORT NETTO FOR DE BOGFØRTE AFSKRIVNINGER.

B) INDKOMSTSKAT (PÅLIGNE I NETTOREKSTKAT), FORMUESKAT, SÆRLIG INDKOMSTSKAT SAMT BIDRAG TIL ARBEJDSLØSHEDSKASSER, ATP M.V.

C) BEREGNET SOM DIREKTE SKATTER M.V. I PCT AF PERSONLIG INDKOMST (DVS. DEN DISPONIBEL PERSONLIGE INDKOMST PLUS DIREKTE

D) BEREGNET SOM SAMLEDE NETTOAFGIFTER I PCT AF BRUTTOFAKTORINDKOMSTEN.

E) BEREGNET SOM SAMLEDE VARESKATTER PÅ PRIVAT FORBRUG I FORHOLD TIL DEN PERSONLIGE INDKOMST.

F) BEREGNET SOM SAMLEDE VARESKATTER SAMT DIREKTE SKATTER M.V. I PCT AF PERSONLIG INDKOMST (DVS. DEN DISPONIBEL PERSONLIGE INDKOMST PLUS DIREKTE SKATTER M.V.).

KILDER: IND TIL 1985 NATIONALREGNSKABET. FRA 1986 BYGGER TABELLEN PÅ DE BAG UDGANGSSKØNNET LIGGENDE FORUDSÆTNINGER OG BEREGNINGER.

Bilagstabel II.5 Dekomponering af udviklingen på vare- og tjenestebalancen 1978-88

Importen

	Nettoimport af energi a)		Import af øvrige råvarer		Øvrig vareimport		Tjenesteimport	
	pris	mængde	pris	mængde	pris	mængde	pris	mængde
	mia. kr.							
1978	494	-29	-1070	-442	-1698	-17	-481	-341
1979	-4478	-285	-3489	-2912	-2419	-1358	-1885	-682
1980	-7682	2334	-5294	1567	-4343	1741	-3201	792
1981	-6851	2398	-4355	543	-5046	1155	-4183	-361
1982	-2500	3016	-4577	-2871	-5318	-2891	-3019	-2735
1983	305	3235	-467	-3516	-6283	-1451	-1866	1738
1984	-571	-125	-6829	-1529	-4886	-7991	-3005	-598
1985	-731	46	-1846	-2265	-2132	-9818	-933	-1814
1986	9612	2097	5082	-5649	0	-9703	3387	-966
1987	987	1001	1953	2433	-1791	9237	420	-574
1988	0	-163	-1260	152	-2158	5003	-402	-454

Eksporten

	Landbrugs-eksport		Industri-eksport		Nettoeksport af skibe og fly b)		Tjeneste-eksport	
	pris	mængde	pris	mængde	pris	mængde	pris	mængde
	mia. kr.							
1978	1261	1790	2455	919	9	-191	1570	-403
1979	794	1406	3213	4847	38	961	2118	896
1980	2962	1643	6019	6572	107	-189	3795	-1654
1981	4076	965	6223	3994	-217	218	4509	3334
1982	4436	880	7928	2008	309	51	3088	1353
1983	534	2314	7593	2954	779	2704	2358	-1927
1984	2842	3448	7633	6176	611	-1670	4304	-499
1985	-362	1480	5881	3573	-85	-352	2901	955
1986	-3276	541	-1784	4594	-192	-2974	-5071	335
1987	-1528	0	1810	3514	-15	-1261	-423	1405
1988	0	0	3138	3062	-29	220	716	1095

a) Energieksporten er fratrukket energiimporten.

b) Importen af skibe og fly er fratrukket eksporten af skibe og fly.

Anm.: Positive tal udtrykker forbedringer af vare- og tjenestebalancen, mens negative tal udtrykker forværringer.

For hver komponent er opsplitningen i pris- og mængdeeffekt sket således:

$$\begin{aligned} \text{Samlet påvirkning} &= P_t \cdot m_t - P_{t-1} \cdot m_{t-1} \\ &= P_t \cdot m_t - P_{t-1} \cdot m_t + P_{t-1} \cdot m_t - P_{t-1} \cdot m_{t-1} \\ &= [P_t - P_{t-1}] \cdot m_t + [m_t - m_{t-1}] \cdot P_{t-1} \end{aligned}$$

hvor første led udgør pris- og andet led mængdeeffekten.

$P_t$  og  $m_t$  udtrykker hhv. pris og mængde i året, og  $(t-1)$  står for værdien året før.

Kilde: Egne beregninger ud fra nationalregnskab med egne justeringer.

# KAPITEL III

## BRANCHEGLIDNING OG ANDRE INNOVATIONER PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER

### III.1 Indledning

#### Hovedtræk af den internationale innovationsproces

I de senere år har udviklingen på de finansielle markeder verden over været præget af en bølge af innovationer og strukturændringer. Disse ændringer er navnlig karakteriseret ved:

- at nationale og internationale markeder i stigende grad flyder sammen til ét finansielt verdensmarked i sammenhæng med den globale tendens til liberalisering af kapitalbevægelserne over landegrænserne.
- at der sker en nedbrydning af de traditionelle brancheskel (branche­glidning) mellem pengeinstitutter (herunder mellem pengeinstitutter af forskellig type), forsikrings­­selskaber og realkreditinstitutter, hvor hovedmøn­stret i mange lande hidtil har været en ret klar arbejdsdeling og "segmentering" mellem disse institutioner. Den hidtidige arbejdsdeling og brancheopdeling har i reglen været fastlagt i lovgivningen; men der er nu en tendens til "deregulering" på dette punkt i adskillige lande. En brancheglidning finder imidlertid også sted i lande, hvor de lovmæssige barrierer mod "grænseoverskridende aktiviteter" opretholdes. Det sker bl.a. ved, at aktiviteter fra forskellige brancher alligevel samles under samme hat gennem etablering af holdings­­selskabs-konstruktioner m.v.
- at der kommer nye markeds­­deltagere til på de finansielle markeder, som f.eks. investeringsforeninger og finansieringsselskaber eller finansafdelinger etableret internt af store virksomheder inden for industri, handel, søfart m.v. I den internationale diskussion bruger man i denne forbindelse ofte det udtryk om denne udvikling, at bankerne møder stigende konkurrence fra "non-bank banks".
- at der sker ændringer i arbejds­­delingen mellem de finansielle institutioner på den ene side og markederne for værdipapirer på den anden side. Globalt har bankerne som vist i tabel III.1 gennem fle-

re år tabt terræn i forhold til den låneformidling, der sker over børserne via obligationslån og emission af korte kommercielle papirer m.v.<sup>1</sup>. I diskussionen bruges herom det udtryk, at der sker en "securitisation" af långivningen. Forskydningen hænger bl.a. sammen med, at de internationale pengeinstitutter har været og fortsat er ramt af udviklingslandenes gældskrise. Dette har gjort det vanskeligere for pengeinstitutterne at tiltrække indskudskapital på konkurrencedygtige vilkår, men også tilskyndet dem til at nedbringe deres engagementer med de pågældende lande. Kasserereservekrav og andre reguleringer af pengeinstitutterne har også bidraget til, at banklån afløses af markedslån. Endelig påvirkes udviklingen af Japans stærkt tiltagende rolle som kapitaleksportør, sammenholdt med, at der i Japan (til forskel fra OPEC-landene i den periode, hvor de dominerede kapitaleksporten) øjensynligt er stærke præferencer for placering i omsættelige internationale markedspapirer. Japanske bankers lån til udlandet er dog også ekspanderet i en sådan grad, at disse banker nu er en meget betydende faktor i det internationale banksystem; men de japanske anbringelser i udenlandske værdipapirer er ekspanderet endnu stærkere.

- at der sker en tiltagende "institutionalisering" af husholdningernes opsparing. Denne opsparing, der i et langsigtet perspektiv især er pensionsmotiveret, sker i stigende grad gennem forsikringselskaber, pensionskasser og andre pensionsordninger m.v., der igen traditionelt i høj grad placerer i markedspapirer. Vendingen i husholdningernes placeringsmønster er igen påvirket af skattebeholdninger og eventuelt lovpåbudte ordninger.
- at der sker en stadig udvikling i antallet og arten af de finansieringsinstrumenter, der benyttes. Optioner, futures og rentefutures, swaps og markedslånefaciliteter er navnene på nogle af de instrumenter, der benyttes på området, og som har fået stor betydning i den senere tid. En kortfattet forklaring på disse hovedbegreber er søgt givet i omstående "ramme". Tillige sker der en sammenkobling af bank- og forsikringsydelse, realkreditlån og husforsikring, billån og bilforsikring etc. Der står således, både nationalt og internationalt, et stadig mere righoldigt udbud af finansydelser til rådighed for virksomhederne og husholdningerne.

### **Nogle træk af udviklingen i Danmark**

I Danmark har opbruddet på finansmarkederne endnu kun antaget relativt beskedne former; men udviklingen synes at have taget mere fart i den senere tid, og der må af flere årsager regnes med en fortsat udvikling i lignende baner som i udlandet. Bl.a. kan der ud over af-

1) For en nærmere beskrivelse af Eurobond-markedernes opståen og udvikling henvises til appendiks 2.



Tabel III.1 Udviklingen på de internationale kredit- og kapitalmarkeder i perioden 1981-85

	Obligationer og markedspapirer		Syndikerede Euro-banklån <sup>a</sup>		I alt (100 pct.)
	Mia. US\$	Pct.	Mia. US\$	Pct.	Mia. US\$
1981	44,0	31,3	96,5	68,7	140,5
1982	71,7	41,6	100,5	58,4	172,2
1983	72,1	58,2	51,8	41,8	123,9
1984	108,1	74,7	36,6	25,3	144,7
1985	162,8	88,3	21,6	11,7	184,4

a) Lån ydet af internationalt samarbejdende pengeinstitutter.

Kilde: *Recent Innovations in International Banking*.  
("Cross-rapporten"). BIS, 1986, p. 130

viklingen af valutarestriktionerne peges på den forestående udvikling i forbindelse med gennemførelsen af "det indre marked" i EF: Fri bevægelighed for "finansielle produkter", etableringsfrihed og en vis mindste-harmonisering af de betingelser, hvorunder pengeinstitutter, forsikringsvirksomheder og andre finansinstitutioner driver virksomhed, anses for vigtige led i fuldførelsen af det integrerede interne marked<sup>2</sup>.

Men i øvrigt er der også uafhængigt af internationale aftaler og beslutninger en tendens til en vis ensartethed i den finansielle udvikling i de forskellige lande. Der er således af rent økonomiske årsager i mange lande en tendens til, at banker integrerer ind på forsikringsområdet, og at forsikringsselskaber integrerer ind på pengeinstitutternes område, jfr. nedenfor.

Udover at have konsekvenser for pengepolitikken vil udviklingen i de kommende år således også aktualisere de overvejelser, der gennem nogen tid har fundet sted herhjemme om at ændre de lovgivningsmæssige rammer for de finansielle institutioners virksomhed samt principperne for og bestemmelserne om det offentlige tilsyn med disse virksomheder.

2) Etableringsfrihed er allerede gennemført i EF for pengeinstitutter fra andre medlemslande, og den ventes i 1988 tillige udstrakt til realkreditinstitutioner. Intentionen er tillige, at den også relativt hurtigt (næmlig inden for den tidsfølgeplan frem til 1992, der af Kommissionen er foreslået for gennemførelsen af det indre marked) skal gennemføres først for skadesforsikring, dernæst for livsforsikring. Se: *Gennemførelse af det indre marked*. Kommissionen for de europæiske fællesskaber. Bruxelles, den 14. juni 1985.

## NOGLE HOVEDTYPER AF NYE FINANSIELLE INSTRUMENTER

En *option* er en ret - men ikke en pligt - enten til at købe eller sælge et eller andet aktiv, f.eks. en obligation, en valuta el. lign., på et fremtidigt tidspunkt (eller i en fremtidig periode) til en på forhånd fastsat kurs. Den, der udsteder optionen, opkræver en betaling for optionen, men er til gengæld forpligtet til enten at levere eller aftage det pågældende aktiv, såfremt den, der køber optionen, ønsker at gøre brug af den. Såfremt der sker store kursudsving, kan udstederen således komme ud for at måtte sælge det pågældende aktiv langt under markedskursen eller købe aktiver til en kurs, der er meget højere end markedskursen. Den, der har købt optionen, kan højst tabe betalingen for denne i fald, det ikke kan betale sig at gøre brug af optionen.

En *terminkontrakt* er en aftale om at købe eller sælge et bestemt aktiv på et fremtidigt tidspunkt til en på forhånd aftalt kurs. Den, der udsteder terminkontrakten, kan undgå risikoen for fremtidige kursændringer ved på udstedelsestidspunktet at indgå en modgående handel om en tilsvarende terminkontrakt eller aktiv på markedet. Markedet for terminkontrakter muliggør handel med risikoen for fremtidige kurs- og renteudsving, hvilket kan være af stor betydning for f.eks. bygherrer og virksomheder for hvem, udsvingene kan medføre store ændringer i den samlede formue.

Optioner og terminkontrakter har været kendt og anvendt i mange år både på varemarkederne og værdipapirmarkederne; men den organiserede omsætning af sådanne kontrakter på de finansielle markeder har taget et meget stærkt opsving i de senere år.

*Futures* er omsættelige terminkontrakter med faste tidsterminer m.v. *Rentefutures* er renteter-

minskontrakter, hvor kun rentebetalinger for en eller anden fremtidig periode, men ikke hovedstolen, handles.

En *swap-kontrakt* er en aftale f.eks. mellem 2 virksomheder, pengeinstitutter etc. om at "bytte betalingsrækker". Følgende eksempel illustrerer dette. A har et 5 årigt dollarlån med en rente på 10 pct. p.a., mens B har et 3 årigt D-mark-lån til 6 pct. p.a. En swap-kontrakt indebærer, at A overtager forrentningen (og evt. også, men ikke nødvendigvis afdragsforpligtelsen) af B's D-mark-lån, mens B overtager forrentningen og eventuelt afdragsforpligtelsen af A's dollarlån. Den pris, der aftales mellem A og B for dette bytte, afhænger af forskellen i løbetid, vurderingen af den fremtidige valutakursudvikling og den hermed forbundne risiko etc. Undertiden kan en række af swapkontrakter være nødvendige for, at A i eksemplet kan få sin dollarforpligtelse ombyttet med en D-mark-forpligtelse. Tilsvarende kan forskellige ønsker til løbetider, rentevilkår (fast/variabel rente) m.v. føre til lange kæder af swap-kontrakter.

*NIF's* (Note Issuance Facilities) eller markedslånefaciliteter er en ny mellemlang låneform, hvor låntager dækker sit løbende lånebehov ved (revolverende) udstedelse af kortfristede markedspapirer med en løbetid på 3-6 måneder - ofte kaldt *euronotes* - men således, at et bankkonsortium, inden for en aftale om lånets totale ramme, tidsperiode (typisk 5-7 år) og rentebetingelser garanterer, at låntager kan få afsat alle certifikater i markedet til den aftalte rente. Er dette ikke muligt, er konsortiet forpligtet til at købe den resterende andel til denne rente. Man taler derfor også om certifikater med fuldtegningsgaranti. NIF's har på få år fået meget stor udbredelse.

### **Forsikrings- selskabernes initiativer**

Diskussionen om finansiel brancheglidning m.v. synes herhjemme navnlig at være udsprunget af, at nogle af de store forsikringselskaber i den senere tid er gået ind i bankvirksomhed gennem oprettelse af nye bankselskaber med karakter af specialbanker. Skønt lovgivningen opererer med snævre branchegrænser for hhv. pengeinstitutter og forsikringsvirksomheder, og der ikke hidtil i Danmark er sket nogen intern deregulering på dette område, har det alligevel været muligt at gennemføre den brancheoverskridende aktivitet gennem særlige selskabsretlige konstruktioner, specielt ved oprettelse af moder- eller holdingselskaber, som har en kontrollerende aktiebesiddelse i både forsikringselskabet og bankselskabet.

### **Analoge pengeinstitut- initiativer**

Pengeinstitutterne har ikke på tilsvarende måde gennem direkte ejerforhold bevæget sig ind i forsikringsvirksomhed; men pengeinstitutterne har eksempelvis længe været aktive på kapitalpensionsområdet, der tidligere var forsikringselskabernes domæne. Glidning af grænserne mellem bank og forsikring forekommer desuden også ved f.eks. etablering af samarbejdskontrakter om salg af forsikringsydelser gennem pengeinstitutterne. Flere steder i udlandet sker dette i et meget betydeligt omfang, og i de senere år har et sådant samarbejde også fået en vis udbredelse i Danmark.

### **Andre eksempler**

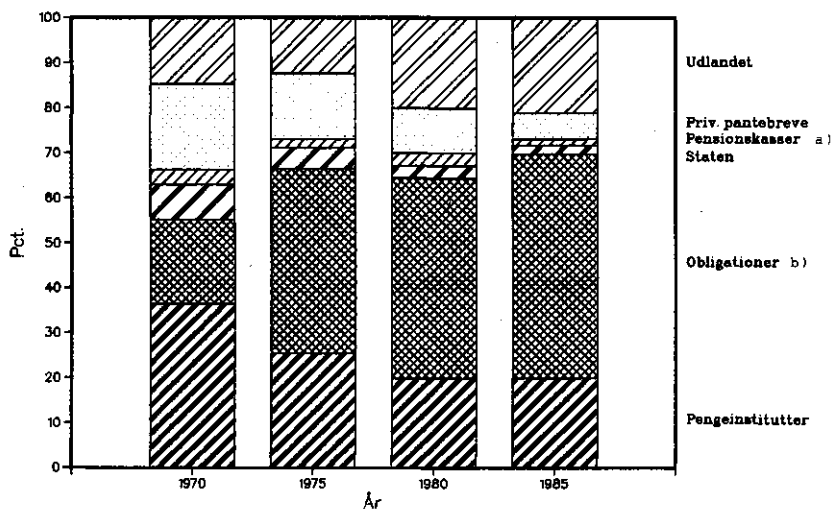
Som andre eksempler på nedbrydelse af traditionelle brancheskel og demarkationslinier i finanssektoren skal nævnes pengeinstitutternes ejerinteresser i finansierings- og leasingelskaber og realkreditinstitutternes ydelse af stående, variabelt forrentede lån til erhvervsvirksomheder. Sådanne realkreditlån kan på mange måder sidestilles med kassekredit i et pengeinstitut, medens omvendt pengeinstitutternes langfristede boligfinansiering og anlægsfinansiering konkurrerer med realkrediten.

I enkelte tilfælde udsteder pengeinstitutter obligationer som led i deres finansiering, hvortil kommer de nye former for ansvarlig indskudskapital i form af bl.a. konvertible obligationer. Videre kan nævnes pensionskassernes lån til medlemmer til boligfinansiering og et pensionskassens køb af forskellige skadesforsikringselskaber. Under obligationsrationeringen i 1970'erne gik forsikringselskaberne ind i visse realkreditlignende funktioner, bl.a. ved gennem kreditforsikring at medvirke til en standardisering af pantebrevsmarkedet (til erstatning for den garanti, som i realkreditinstitutterne ligger i bl.a. det solidariske ansvar).

Pensionskassernes bygherreaktivitet er et eksempel på integration mellem den finansielle og den reale sektor. Integration fra den finansielle ind i den reale sektor er i øvrigt sjælden herhjemme, men velkendt flere steder i udlandet, hvor der f.eks. i U.S.A. findes pengein-

stitutter, som ejes og drives af stormagasiner og detailhandelskæder. Som væsentlige nye træk i den finansielle udvikling skal endelig nævnes bankernes etablering af datterselskaber, filialer og repræsentationskontorer i udlandet, den stigende udbredelse af nationale og internationale kreditkort, de elektroniske betalingsoverførsler, anvendelsen af pengeautomater etc. Den senere tids kraftige vækst i udbredelsen af nationale og internationale investeringsforeninger hører ligeledes med i billedet; her synes også skattemæssige overvejelser at have ligget bag.

Figur III.1 Den samlede kreditgivning i Danmark fordelt på kreditkilder (ultimo året)



a) Låntagning i forsikringselskaber og pensionskasser.

b) Realkreditlån og offentlige obligationslån.

Kilde: Lars Eskesen m.fl.: *Finansielle institutioner og markeder*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2. udg., 1984 (tabel 1.1.1 p. 23).

*Kvartalsoversigt - maj 1986*. Danmarks Nationalbank.

*Årsberetning*. Danmarks Nationalbank, diverse årgange.

*Statistisk Tiårsoversigt*. Danmarks Statistisk, diverse årgange.

Egne beregninger.

Tendensen til omlægning fra finansiering gennem et pengeinstitut til finansiering via markedspapirer er ikke slået særlig stærkt igennem i Danmark. Dette hænger givetvis sammen med realkreditens stærke stilling. Der er dog, jfr. figur III.1, også for Danmarks vedkommende tale om, at pengeinstitutterne "taber markedsandel" til de øvrige dele af penge- og kapitalmarkedet - en udvikling, der imidlertid også må ses i sammenhæng med de offentlige budgetunderskud og deres finansiering.

### **Børsreformen**

Børsreformen, lovfæstet medio 1986, er ikke blot en teknisk reform, men indebærer også, at fondsbørsvirksomhed bliver en fri næring. Gennem børsrådgivningsfirmaer kan alle, der kan opfylde de nødvendige krav til kapital og kendskab til børsforhold, få adgang til at handle på Københavns Fondsbørs. De kommende handelsformer, understøttet af omfattende og hurtig markedsinformation om markedsvilkårene og givetvis også den frie adgang til dannelse af børsrådgivningsfirmaer, vil øge fondsmarkedets effektivitet, idet øget konkurrence givetvis vil reducere forskellen mellem de effektive købs- og salgskurser. I den forbindelse kan der bl.a. henvises til den efterfølgende diskussion af udviklingen i pengeinstitutternes rentemarginal.

### **Den finansielle sektor har altid været innovativ**

For ikke at risikere at sætte tingene i galt relief kan der være grund til at præcisere, at selv om innovationstakten nok for tiden er særlig høj - ikke mindst også som følge af den teknologiske udvikling mht. informations-, handels- og betalingssystemerne - har den finansielle sektor altid været karakteriseret af en høj innovationsgrad og mange strukturændringer. Her i landet kan bl.a. henvises til den nedbrydelse af skellene mellem bank- og sparekassevirksomhed, der fandt sted igennem 1950'erne og 1960'erne og fandt sin bekræftelse i bank- og sparekasseloven af 1974, som afløste bankloven fra 1930 og sparekasseloven fra 1937. Endvidere kan der bl.a. peges på, at boligfinansiering til stadighed har været en hovedfunktion for sparekasserne og dermed et fælles område for sparekasser og realkreditinstitutioner. Kreditforsikring indebærer fra forsikringssektorens side en direkte konkurrence til én af bankernes virksomhedsgrene, nemlig garantigivning. Realkreditinstitutionernes aktivitet er siden 2. verdenskrig til stadighed blevet reguleret op og ned gennem lovgivningen ved fastsættelse af lånegrænser og udlånsområder m.v. og i en længere periode også ved, at der skete direkte statsfinansiering af boligbyggeriet i et meget betydeligt omfang.

## **Overgangen til pengeøkonomi i sig selv en grundlæggende innovation**

## **Hovedbaggrunden for regulering og tilsyn i finanssektoren**

## **Afledte eller selvstændige aktiviteter?**

Helt fundamentalt kan der måske være anledning til at pege på, at selve overgangen, langt tilbage i tiden, fra primitiv bytteøkonomi til pengeøkonomi i sig selv repræsenterede en grundlæggende innovation, som har været fundamentet for hele den senere udvikling i den nationale og internationale produktion, arbejdsdeling og handel<sup>3</sup>. Medens det med hensyn til både de tidlige og de aktuelle udviklinger i finanssektoren i nogle tilfælde kan diskuteres, om fordelene der ved overstiger eller opvejer de ulemper og omkostninger, der måtte være forbundet dermed, vil antagelig ingen i dag sætte spørgsmålstegn ved sådanne grundlæggende innovationer.

Det er for at sikre tiltroen til finansinstitutionerne og dermed til finanssektorens stabilitet, at denne sektor generelt i de fleste lande er underlagt strengere regulering og større overvågning fra myndighedernes side end andre sektorer og erhverv. Finanssektoren står i centrum for et tæt netværk af forbindelser til alle sektorer i samfundet. I finanssektoren kan samfundet derfor ikke fuldt ud lade konkurrencer spille den samme rolle som økonomisk reguleringsmekanisme som i andre sektorer. Der henvises i øvrigt til den nærmere omtale af disse spørgsmål i appendiks 1.

Det har ofte været diskuteret, om udviklingen i den finansielle sektor primært er afledt af den realøkonomiske udvikling og den reale sektors behov, eller om det måske snarere er således, at den finansielle udvikling løber forud for den realøkonomiske og trækker denne med sig. Som i så mange analoge tilfælde er dette i høj grad en diskussion om "ægget og hønen"; men det kan f.eks. næppe bestrides, at verdenskrisen i 1929 og den efterfølgende verdensomspændende depression bl.a. udsprang af forløb i den finansielle sektor, der resulterede i, at der opstod finansiell panik. De senere års kraftige udsving i dollarkursen har ligeledes i høj grad været finansielt betingede, men med en kraftig indvirkning på forholdene i de reale sektorer i og uden for U.S.A., herunder betalingsbalance-, beskæftigelses- og konjunkturfølget. I forbindelse med de spørgsmål, som behandles i nærværende kapitel, er der derfor grund til at nævne, at internationaliseringen af de finansielle markeder kan indebære en øget risiko for den finansielle stabilitet. Internationaliseringen har bl.a. skabt øget uvished om, hvem der i givet fald skal træde til som "lender of last resort" (jfr. herom ligeledes appendiks 1), og om omfanget af likviditetsstøtten i påkommende tilfælde. Også brancheglidningen har betydning i den-

3) Generelt kan denne udvikling betragtes som et resultat af de økonomiske agents afvejning af fordele og omkostninger ved forskellige måder at gennemføre de bytteprocesser på, som er nødvendige, hvis man skal udnytte arbejdsdelingens fordele. Disse bytteprocesser forudsætter ofte kreditgivning under en eller anden form og derfor også sikkerhed for, at låntagere og forsikringsgælgere engang i fremtiden kan og vil betale. Lovgivningen i almindelighed vil derfor have betydning for den konkrete form for både kreditgivning og forsikringsaktivitet og dermed også for den finansielle innovationsproces.

ne sammenhæng; det er således mindre oplagt, at der vil blive ydet centralbankstøtte til en blandet bank- og forsikringsvirksomhed, der kommer i vanskeligheder, end til en ren bankvirksomhed under i øvrigt ensartede omstændigheder.

### **Diskussionen om de finansielle sikkerhedsnet**

Det er karakteristisk, at spørgsmålet om centralbankstøtte er rykket mere i forgrunden for den internationale pengepolitiske diskussion i de senere år. Samtidig er der i almindelighed enighed om, at brancheglidningen og de øvrige innovationsprocesser skærper kravene til tilsynet med de finansielle institutioner, ligesom disse processer også indeholder elementer, der i nogen grad eroderer det hidtidige grundlag for de nationale tilsynslovgivninger. Der er herunder også tendenser, der kan minde om den konkurrence på bekvemmelighedsflag, der finder sted inden for skibsfarten. Dette har igen bidraget til de i appendiks 3 omtalte internationale bestræbelser for gennemførelse af bl.a. internationale mindstenormer på kontrol- og tilsynsområdet. Samtidig har brancheglidningen også i flere andre lande ført til overvejelser om ændring af den hidtidige opdeling af tilsynet med de finansielle markeder.

Det skal nævnes, at aktiviteten i den finansielle sektor gennem en årrække har haft tendens til at vokse væsentligt hurtigere end varehandelen, der igen er vokset væsentligt hurtigere end vareproduktionen. En oversigt til belysning heraf er gengivet i tabel III.2. I tabel III.3 belyses specielt den meget voldsomme vækst i aktiviteterne på en række såkaldte oversøiske "offshore" bankcentre. I tabel III.4 vises væksten i tilstedeværelsen af udenlandske banker i forskellige lande 1960-1985.

### **Henstillingen fra erhvervsudvalget**

Der er således mange forhold, som kan gøre det rimeligt at tage udviklingen på de finansielle markeder - både i dens nationale og internationale aspekter - op til en nærmere analyse. Folketingets erhvervsudvalg (udvalgsflertallet) har henstillet, at formandskabet specifikt skulle foretage en analyse af de *pengepolitiske aspekter* af brancheglidningen. Denne henstilling har man søgt at imødekomme i det følgende. Som allerede berørt er der imidlertid i høj grad tale om et samspil mellem de forskellige udviklingstræk, således at andre aspekter også inddrages i redegørelsen.

*Tabel III.2 Indikatorer for aktivitetsniveau, international handel og bankvirksomhed 1964-1983, løbende priser*

	1964	1972	1980	1983	1964-72	1972-80	1980-83	1964-83
	Mia. \$				— Gennemsnitlig ændring, pct. p.a. —			
Bruttonationalprodukt:								
Verden ekskl. Øst-landene	1605	3336	10172	10139	9,6	15,0	-0,1	10,2
International vare- og tjenestehandel:								
Verden ekskl. Øst-landene	188	463	2150	1986	11,9	21,2	-2,6	13,2
International bankvirksomhed:								
Netto-banktilgodehavender i BIS-området	12	122	810	1085	33,6	26,7	10,2	26,8
Samlet bruttostørrelse af det internationale bankmarked	20	208	1559	2253	34,0	28,6	13,1	28,2

Kilde: Ralph Bryant. Indlæg på den japanske centralbanks konference om finansiel innovation og pengepolitik. Tokyo, 29.-31. maj 1985 (stencileret version (se også kilde til tabel III.3)).



Tabel III.3 Indikatorer for væksten i internationale pengeinstituttaktiviteter 1970-1983

	1970	1976	1980	1983	1970-76	1976-80	1980-83	1970-83
	Mia. \$				— Gennemsnitlig ændring, pct. p.a. —			
<b>Industrilandene</b>								
Pengeinstitutternes tilgodehavender på valutaudlændinge, samtlige industrilande	114,2	487,9	1252,6	1674,9	27,4	26,6	10,2	22,9
Do, BIS-området	76,0	310,0	810,0	1085,0	28,4	24,2	10,2	22,7
<b>Til sammenligning:</b>								
Off-shore centre:								
Singapore: (Asian Currency Units), samtl. aktiver	0,4	17,4	54,4	111,9	88,3	33,0	27,2	54,5
Hong Kong	1,2	12,4	38,0	67,7	46,8	32,3	21,2	36,3
Bahrain	0,1	6,1	31,4	54,6	115,7	50,9	20,2	68,9
Bahama Øerne	7,2	78,7	122,4	131,8	48,9	11,7	2,5	25,0
Cayman Islands	•	22,0	84,5	131,3	•	40,0	15,8	•
Panama	0,3	10,4	34,2	37,3	78,6	34,7	2,9	44,2
Nederl. Antiller	0,1	1,6	7,4	11,7	53,2	47,8	25,7	46,4

Anm.: Bortset fra Singapore-tallene vedrører tallene for off-shore centrene pengeinstitutternes krav på valutaudlændinge.

Kilde: Bryant, Ralph 1986. International Financial Intermediation: Underlying Trends and Implications for Government Policies. I Suzuki og Yomo (eds.). *Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and the West*. University of Tokyo Press, pp. 135-181.

Tabel III.4 Udenlandske bankers tilstedeværelse i udvalgte lande (ultimo året)

Værtsland	1960	1970	1980	1985 <sup>a</sup>
	— Antal institutter —			
Belgien	14	26	51	57
Canada	0	0	0	57
Danmark	0	0	5	8 <sup>b</sup>
Holland	•	23	39	40
Italien	1	4	26	36
Schweiz	8	97	99	119
UK	51	95	214	293
	— Antal banksteder —			
Danmark	0	0	5	8
Frankrig	33	58	122	147
Luxembourg	3	23	96	106
Tyskland	24	77	213	287
U.S.A.	•	•	579	783
Japan	34	38	85	112

a) Juni 1985, ultimo 1985 for Danmark.

b) 6 filialer samt 2 udenlandsk ejede banker.

Kilde: *Recent Innovations in International Banking* ("Cross-rapporten"). BIS. Basel, 1986, p. 151 suppleret med oplysninger fra Tilsynet med Banker og Sparekasser.

### III.2 Den aktuelle danske diskussion om pengepolitikken. Spillerummet for en selvstændig dansk pengepolitik

#### Perspektiver på diskussionen om kreditrationering

Under den senere tids økonomisk-politiske diskussion i Danmark har der bl.a. været rejst spørgsmål om mulighederne for at anvende en kvantitativ og selektiv kreditpolitik (kreditrationering) som led i det pengepolitiske instrumentarium, specielt med henblik på at begrænse mere luksusprægede og importkrævende dele af det private forbrug. Som det nærmere blev belyst i den pengepolitiske rapport<sup>4</sup> vil en tilbagevenden til kvantitative kreditbegrænsninger imidlertid kræve genindførelse af meget skarpe skel både indadtil og udadtil -

4) *Dansk Økonomi*, september 1985. ("Dansk pengepolitik under forvandling"). Det økonomiske Råd, formandskabet. København: Akademisk Forlag, september 1985.

udadtil således genetablering af valutarestriktioner i betydeligt omfang (på tværs af intentionerne med EF-politikken).

Uden en kraftig afskærmning udadtil vil det næppe være muligt at opnå en mere permanent virkning af kvantitative udlånsbegrænsende foranstaltninger (udlånsrationering). Samtidig indebærer de interne opbrudstendenser på de finansielle markeder en yderligere forøgelse af mulighederne for, at låneefterspørgslen i tilfælde af udlånsbegrænsninger over for pengeinstitutterne bliver tilgodeset i andre dele af det finansielle system. I forvejen var der stærke tendenser til, at kreditrationeringsordninger hurtigt blev nedslidt ved, at "pengene fandt nye veje" f.eks. ved markedslån, familielån, personlige lån, kontoordninger, ændrede leverandørkreditter etc. Over tid synes "nedbrydningstiden" for kvantitative kreditrestriktioner at være blevet stadig kortere.

Hertil kommer, at kreditrationeringen inden for det spillerum, hvor den har mulighed for at virke, vil medføre en begrænsning i konkurrencen mellem de finansielle institutioner og dermed også en tendens til forhøjelse af udlånsrentesatser, gebyrer m.v. i disse institutioner. Slutresultatet vil derfor let blive, at den effektive begrænsning af kreditgivningen ikke så meget udgår fra selve de begrænsninger, der bliver fastsat over pengeinstitutternes udlån, som fra de (gennem konkurrencebegrænsning m.v.) forhøjede renteomkostninger m.v., som husholdningerne og virksomhederne skal betale for lånene. Renten vil derfor fortsat være det afgørende element i forholdet mellem pengeinstitutter og publikum og således også for publikums forbrugs- og investeringsdispositioner m.v. Reelt vil der således fortsat i høj grad være tale om en rationering gennem prisen i stedet for en mængderationering. Samtidig vil de kvantitative restriktioner på kreditgivningen gennem konkurrencebegrænsning reducere effektiviteten, øge overskud, rentemarginal m.v. i den finansielle sektor.

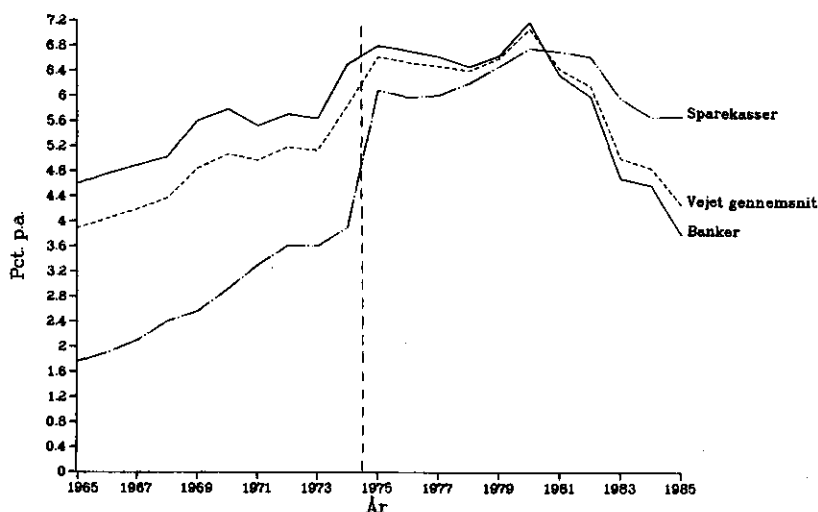
For en belysning af rentemarginalens udvikling i Danmark under skiftende pengepolitiske forhold henvises til figur III.2. Som det ses, steg rentemarginalen i både banker og sparekasser i 1960'erne og 1970'erne. En del af forklaringen på denne stigning skal f.eks. for sparekassernes vedkommende søges i en omlægning af aktiviteten, men en del af stigningen kan også henføres til den anvendte form for pengepolitisk regulering.

Efter en periode med deponeringsordninger og henstillinger til pengeinstitutterne om at begrænse stigningen i deres udlån, indførte de pengepolitiske myndigheder i 1969/70 grænser for størrelsen af de enkelte pengeinstitutters udlånstilsagn. Da pengeinstitutternes udlån et par år senere igen kom under pres, steg rentemarginalen, hvilket

i 1976 førte til et politisk indgreb, som maksimerede rentemarginalen i det enkelte pengeinstitut. Denne kombination af udlånsloft og rentemarginalbestemmelse viste sig siden at vanskeliggøre Nationalbankens styring af rentefastsættelsen i pengeinstitutterne. Derfor begrænsede man i tredje omgang først den gennemsnitlige indlånsrente og dernæst den gennemsnitlige udlånsrente, som det enkelte pengeinstitut maksimalt måtte opkræve.

I forbindelse med konjunkturtilbageslaget efter den anden internationale olieprisforhøjelse blev hele dette sæt af restriktioner afskaffet i 1980/81. Herved blev den indbyrdes konkurrence mellem pengeinstitutterne forøget samtidig med, at konkurrencen mellem disse og an-

Figur III.2 Rentemarginalen i banker og sparekasser



Anm.: Databrud i 1975. Tidligere medregnedes ingen provision i sparekassernes udlånsrente og kun løbende provision for bankernes vedkommende. Efter 1975 medregnes for alle pengeinstitutter såvel stiftelsesprovision som løbende provision. Stigningen i rentemarginalen fra 1974 til 1975 andrager 0,29 respektive 2,18 procentenheder for hhv. banker og sparekasser. Definitionsændringen tegner sig for en ændring på hhv. 0,43 og 0,48 procentenheder.

Kilde: *Statistisk Tiårsoversigt*. Danmarks Statistik 1976 og 1986.

dre finansielle markeder blev intensiveret. Som et resultat af bl.a. denne liberalisering og øgede konkurrence er rentemarginalen siden faldet betydeligt.

### **Sikkerhed i den pengepolitiske styring**

Da de pengepolitiske myndigheder har andre muligheder end udlånsbegrænsning m.v. for at påvirke rentefastsættelsen i pengeinstitutterne, vil det for en pengepolitisk vurdering være væsentligt, om en rentebestemmelse med eller uden kreditrationering giver den sikreste påvirkning af forbrugs- og investeringsudviklingen. I et decentraliseret banksystem vil administrationen af en kreditrationeringsordning og den hermed forbundne renteglidning nødvendigvis være forholdsvis uigennemskuelig. Det vil derfor også være vanskeligt for de pengepolitiske myndigheder at vurdere virkningerne af den førte politik, ligesom den hastighed, hvormed ændringer i udlånsbegrænsningen giver sig udslag i ændrede vilkår for låntagerne, må antages at være forskellig for forskellige kundegrupper.

### **Sammenfatning vedr. kredit- rationering**

Som et led i konjunkturpolitikken vil kreditrationering derfor være et ufleksibelt og usikkert virkende instrument, der samtidig gennem en omlægning af dele af kreditgivningen til andre og rimeligvis mindre effektive kanaler generelt vil tendere at øge omkostningerne og mindske den gennemsnitlige effektivitet i den finansielle sektor<sup>5</sup>.

### **En markeds- konform pengepolitik**

Alternativet til en rationeringsorienteret pengepolitik vil være en markedskonform politik, hvor de pengepolitiske myndigheder gennem deres generelle likviditets- eller rentebestemmelse på frit fungerende markeder fastlægger de rentevilkår, som selvfølgelig også i dette tilfælde vil være den centrale "rationeringsmekanisme" i forholdet mellem pengeinstitutterne og deres kunder.

Under en politik, der støtter sig på markedskræfterne, har Nationalbanken større sikkerhed end under kreditrationeringspolitik for, at pengepolitiske ændringer hurtigt og sikkert viser sig i form af en tilsvarende ændring i pengeinstitutternes ud- og indlånsvilkår. En forudsætning herfor er dog, at konkurrencen i den finansielle sektor er så intens som muligt. Den finansielle brancheglidning m.v. må bl.a. anskues i dette lys, idet den giver mulighed for at understøtte og udbygge konkurrencen i den finansielle sektor og dermed for at forøge pengepolitikens effektivitet.

5) Det er et karakteristisk træk ved de kreditpolitiske elementer i oktoberindgrebene, at de selektive indgreb overfor forbrugs- og boligkreditter især søges etableret via en prisefekt.

**Penge-  
politikken  
muligheder i et  
åbent samfund**

Uanset om man fra økonomisk-politisk hold vælger den ene eller den anden form for pengepolitisk regime, vil pengepolitikken muligvis være afhængige af forholdene til udlandet. Ovenfor er nævnt behovet for, men også vanskelighederne ved at afskærme sig fra udlandet i tilfælde med en rationeringsorienteret politik. Sådanne vanskeligheder vil også vise sig, hvis man vil gøre brug af valutarestriktioner under en i øvrigt markedskonform pengepolitik.

Hermed er de pengepolitiske myndigheders muligheder for at føre en selvstændig pengepolitik i forhold til udlandet imidlertid ikke nødvendigvis udtømt. I tilfælde af en markedskonform politik er det afgørende spørgsmål i denne forbindelse, om Nationalbanken har mulighed for selvstændigt at anvende rentens højde som instrument i den interne stabiliseringspolitik.

I den pengepolitiske rapport blev disse muligheder vurderet som temmelig begrænsede. Under det ændrede penge- og valutapolitikregime (fastkurspolitik og stort set frie kapitalbevægelser) ansås renteniveauet i Danmark for snævert bundet til den udenlandske rente. Renteudviklingen i Danmark i den senere tid peger imidlertid i retning af en større dansk handlefrihed i rentepolitikken, i hvert fald i en kortere periode.

**Samspeilet  
mellem  
renteforhold  
m.v., kapital-  
bevægelser og  
valutastilling**

Hvis myndighederne ikke håndhæver et vandtæt forbud mod kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet, vil en ændring af vilkårene på penge- og kapitalmarkederne i Danmark i forhold til de tilsvarende vilkår i udlandet resultere i finansielle kapitalbevægelser mellem ind- og udland. Dette vil isoleret set føre til en ændring i den private sektors bidrag til valutastillingen.

De pengepolitiske myndigheders mulighed for at anvende pengepolitikken til indenlandske stabiliseringspolitiske formål vil derfor afhænge både af størrelsen af den private sektors reaktion på en ændring i de nævnte vilkår og af myndighedernes villighed til at acceptere og eventuelt på anden vis kompensere for den private sektors bidrag til ændringer i valutastillingen. Kun i tilfælde af, at kapitalbevægelsernes rentefølsomhed er uendelig stor, eller at myndighederne slet ikke vil acceptere de omtalte ændringer i valutastillingen, vil Danmark være helt uden pengepolitisk selvstændighed.

**Valutakursfor-  
ventningernes  
rolle;  
betydningen af  
den øvrige**

Graden af pengepolitisk selvstændighed vil variere over tid, beroende på de konkrete omstændigheder og forventningerne til den fremtidige økonomiske udvikling, herunder ikke mindst forventningerne til valutakursudviklingen, der jo ikke nødvendigvis følger en erklæret politik.

## økonomiske politik

Valutakursforventningerne (sammen med eksistensen af transaktionsomkostninger m.v. ved gennemførelse af valutatransaktioner) er bestemmende for, i hvilken udstrækning den private sektor og udlandet betragter fordringer i henholdsvis dansk og udenlandsk mønt som ligeværdige substitutter. Disse forventninger afhænger igen i væsentlig grad af den øvrige økonomiske politik.

Hvis indkomst- og finanspolitikken med held anvendes til at stabilisere beskæftigelsen og betalingsbalancen omkring en ønsket udvikling, vil dette styrke tilliden til fastkurspolitikken. I denne situation vil kapitalbevægelserne mellem Danmark og udlandet ikke give mulighed for andet end en forholdsvis tæt binding mellem den danske og den udenlandske rente: et beskedent rentespænd og dermed også kun en forholdsvis beskedent handlefrihed i pengepolitikken. Imidlertid vil der i denne situation heller ikke være større behov for en pengepolitisk selvstændighed, medmindre man f.eks. specielt af hensyn til investeringsaktiviteten tilstræber et andet renteniveau end i udlandet.

Hvis den øvrige økonomiske politik derimod ikke er tilstrækkelig til at sikre en stabil udvikling med hensyn til betalingsbalance, beskæftigelse m.v., vil valutakursforventninger kunne bevirke, at der skal et større rentespænd (en større dansk mér-rente) til for, at fordringer i dansk og udenlandsk mønt fortsat bliver anset for ligeværdige, idet det større rentespænd da kompenserer for valutakursforventningerne. I en sådan situation vil der således være såvel behov som muligheder for at anvende pengepolitikken til indenlandske stabiliseringspolitiske formål. Dette gælder formentlig også, i hvert tilfælde i en vis udstrækning, selv om det i en konkret situation ligger klart, at en kronkursjustering ikke vil komme på tale, idet fortsatte eller betydelige betalingsbalanceunderskud, en betydelig dansk mér-inflation og en betydelig arbejdsløshed også vil påvirke markedets forventninger til den langsigtede valutakursudvikling<sup>6</sup>.

## Konklusion

Det vil derfor gælde, at hvis der er behov for at anvende en dansk pengepolitisk selvstændighed til defensive formål, dvs. til renteforhøjelse, vil mulighederne herfor også ofte være tilstede, i hvert fald i en vis udstrækning. Det kan dog ikke helt afvises, at en længerevarende anvendelse af en divergerende rentepolitik i en situation, hvor den øvrige økonomiske politik ikke sikrer en tilfredsstillende udvikling, i sig selv kan bidrage til en yderligere usikkerhed om den fremtidige valutakurs.

6) Anvendelse af en pengepolitisk selvstændighed kræver som regel, at de pengepolitiske myndigheder i en vis udstrækning tillader enten, at valutareserverne eller de offentlige kapitalbevægelser opfanger eller modvirker den valutariske påvirkning fra de private kapitalbevægelser. En sådan modreaktion kan som følge af forskelle mellem ind- og udlånsrenten i udlandet (dvs. den udenlandske rentemarginal) medføre en nettorentudgift for Danmark. En sådan omkostning er imidlertid ikke nødvendigvis udtryk for uøkonomiske dispositioner i samfundsmæssig forstand.

## Tilsyns- lovgivningen

Med en markedskonform udformning af pengepolitikken vil brancheglidning og konkurrence ikke i sig selv være et problem for den pengepolitiske styring. Tværtimod vil disse forhold som nævnt kunne bidrage til en effektivisering af den pengepolitiske styring forstået som den effektivitet og sikkerhed, hvormed ændringer i likviditets- og renteforholdene slår igennem som ændringer i pengeinstitutternes rentesatser for ind- og udlån m.v. og dermed på den øvrige private sektors vilkår. Imidlertid vil den forøgede konkurrence som nævnt også tendere at reducere rentemarginalen og dermed alt andet lige også indtjeningen i den finansielle sektor. I visse situationer kunne dette tænkes at påvirke soliditeten og dermed stabiliteten i sektoren.

Da en markedskonform pengepolitik foruden konkurrence også kræver en betydelig grad af stabilitet i det finansielle system, er det derfor af betydning, at en sådan politik kombineres med foranstaltninger i form af offentligt tilsyn og krav til egenkapital eller lignende, som kan sikre den nødvendige stabilitet.

## Den internationale dimension

Spørgsmålet om tilliden til det finansielle system har, bl.a. som følge af virkningerne for andre lande af krak og spekulative prisbevægelser i den internationale finansielle verden, også i udtalt grad en international dimension.

## Vekselvirknin- ger mellem nedbrydning af brancheskel og andre innovationer

### III.3 Om årsagerne til finansiell innovation

Som tidligere berørt kan man vanskeligt skille et enkelt element af strukturændringerne som f.eks. brancheglidning ud til isoleret analyse. Både i national og i international sammenhæng er der en klar vekselvirkning mellem nedbrydning af brancheskel og andre former for innovationer, således at processen må anskues som en helhed. "Grænsekrigene" resulterer bl.a. også i udbud af nye finansieringsinstrumenter (nye finansielle "produkter"), og tekniske fornyelser og produktfornyelse medvirker til nedbrydning af brancheskel.

Årsagerne<sup>7</sup> til de senere års mange innovationer på de finansielle markeder skal søges i forhold på både sektorens efterspørgsels- og udbudsside i sammenhæng med ændringer i de tekniske muligheder og behov med hensyn til kreditformidlingen. De ændrede behov hænger igen sammen med de stærke udsving i valutakurserne og renteforholdene, der har præget udviklingen i industrilandene siden Bretton Woods-fastkursystemets sammenbrud i begyndelsen af 1970'erne.

7) For en nærmere belysning af årsagerne kan især henvises til kapitel 8 og 9 i den tidligere nævnte BIS-rapport: *Recent Innovations in International Banking*. BIS, april 1986. Jævnfør endvidere Norges Banks kvartalsskrift: *Penger og Kreditt*, nr. 3 1986, pp. 265.



Den nu langt stærkere variation i disse grundlæggende økonomiske forhold, herunder også den generelt øgede konjunkturrisiko, har øget den finansielle risiko ved international handel m.v. og ved de traditionelle former for kreditformidling<sup>8</sup>. Udviklingen har herved skabt markeder for nye typer kredit. Samtidig er det netop karakteristisk for en stor del af den *produktinnovation*, der finder sted på finansmarkederne, at den gør det muligt at adskille de enkelte elementer i risikoen og risikobetalingen fra hinanden og derved også gør det muligt billigere at dække sig ind mod specialiserede risici.

**De nye instrumenter muliggør udspecificering af risici**

**Mulighed for både større risikospredning og større risiko-koncentration**

De i indledningen omtalte nye instrumenter optioner og futures er netop udviklet med henblik på at udskille og prissætte risikoen for valutakurs- og renteudsving samt andre risikoelementer, der har karakter af en pris- eller markedsrisiko (modsat kreditrisikoen, der er risikoen for, at den enkelte kontrahent ikke kan overholde sine betalingsforpligtelser). En væsentlig del af de transaktioner, der foregår i de pågældende nye instrumenter, indebærer derfor en mulighed for udligning af risikopositioner imellem virksomhederne og mulighed for enten at sprede risikoen på flere eller at samle den på grupper (bankkonsortier m.v.), der må antages både at være bedre i stand til at vurdere risikoen og til i givet fald at bære tab. På den anden side kan en sådan risikokoncentration også indebære en fare for stabiliteten i hele det finansielle system, hvis risikoen bliver aktuel.

Produktinnovationerne er samtidig muliggjort af *procesinnovationer* omkring anvendelsen af EDB samt systemudviklingen og ændringer i konto- og registreringsformer i forbindelse hermed.

**Aktiviteter uden om bankbalancerne**

Det er karakteristisk for de forpligtelser, pengeinstitutterne påtager sig i forbindelse med mange af de nye faciliteter, at de i almindelighed ikke bliver registreret på pengeinstitutternes balancer. Dette giver (i varierende omfang i de forskellige lande, beroende på den praksis, der anlægges af de nationale tilsyn med pengeinstitutterne) mulighed for, at den pågældende kreditformidling og garantigivning m.v. finder sted uden at være omfattet af de almindelige sikkerhedsmæssige og penge- og kreditpolitiske reguleringer i form af krav til egenkapital eller likviditet.

De lovmæssige krav retter sig netop typisk mod balancen og balance-sammensætningen, hvor pengeinstitutternes egne ind- og udlånsforpligtelser kommer til udtryk, men sjældnere mod de aktiviteter, hvor pengeinstitutterne optræder som "mellemmænd", selv om der også

8) Ud over den større rentevariation må også det tidligere eksisterende meget høje internationale renteniveau antages at have haft betydning for innovationsprocessen på grund af den deraf følgende tilskyndelse til større økonomisering med pengestrømmene.

her i mange tilfælde kan være tale om et betydeligt risikoengagement fra pengeinstitutts side. Dette er netop karakteristisk for de nye instrumenter på bankområdet. De påvirker pengeinstitutternes risikoeksponering, uden at det "fanges op" - eller i hvert fald uden, at det fuldt ud fanges op - af de eksisterende reguleringer. I nogle lande, således England, er reguleringspolitikken dog nu under omlægning netop i høj grad på den her anførte baggrund.

I Danmark gælder imidlertid, at samtlige forpligtelser principielt skal optages på balancen. Den danske lovgivning og praksis er på dette punkt strengere end i omverdenen.

### **Innovationer som reaktion på regulering**

Det forhold, at innovationerne i varierende omfang gør det muligt for finansinstitutionerne at udvide deres aktiviteter, uden at det medfører øgede krav til egenkapital og reserver, er samtidig en vigtig medvirkende årsag til, at de nye aktiviteter på det internationale plan har taget så stærk fart. Når f.eks. et pengeinstituts medvirken ved en virksomheds optagelse af markedslån ikke medfører reservekrav, kan låntageren ved at benytte markedslån eventuelt opnå bedre rentebetingelser end ved banklån. De virksomheder og husholdninger, der placerer i de pågældende markedspapirer m.v., vil samtidig normalt kunne opnå et bedre afkast end ved indskud i pengeinstitutterne. De finansielle institutioner og deres aktionærer, indskydere og forsikringstagere vil i denne forbindelse opleve en del af den offentlige regulering som en direkte eller indirekte form for beskatning og dermed også have et incitament til "skattetænkning" i relation til tilsyns- og kontrollovgivningen. Specielt vil dette gælde mht. de bestemmelser, der af pengepolitiske, men også af rent likviditetsmæssige årsager påbyder institutionerne at holde uforrentede eller lavt forrentede kassereserver i nærmere fastlagt omfang. Om det tillige gælder for de krav, der stilles til deres egenkapital af hensyn til soliditeten, vil primært afhænge af, om der i skattelovgivningen diskrimineres mellem finansiering ved hhv. egen- og fremmedkapital.

### **Internationaliseringen er ligeledes tildels en reaktion på de nationale sikkerhedsmæssige reguleringer m.v.**

Ønsker om at komme uden om de nationale sikkerhedsmæssige og penge- og kreditpolitiske reguleringer er ligeledes en væsentlig medvirkende årsag til selve internationaliseringen af finansmarkederne. Analogt med, at disse reguleringer skaber ekstra incitamenter til udvikling af nye instrumenter og omsætningsformer, skaber de også - specielt efter valutaliberaliseringerne i de forskellige lande - en tendens til lokalisering af aktiviteterne i lande med lempelig kontrollovgivning, skattelovgivning m.v. I den internationale diskussion er det almindeligt antaget, at forskelle i de nationale lovgivninger spiller en vigtig rolle som lokaliseringsfaktor for finansinstitutionerne og som årsag til markedernes internationalisering. Væksten i Euromarkederne, som i betydeligt omfang er fritaget for reguleringer, er et illustra-

ti tv eksempel herpå. Euromarkedernes etablering og udvikling er nærmere omtalt i appendiks 2.

Endelig skal nævnes, at også egentlig *skattearbitrage* spiller en rolle for udviklingen af nye instrumenter på penge- og kapitalmarkederne og for henlæggelsen af mange aktiviteter til bl.a. de såkaldte "offshore"-centre som Singapore, Hongkong, Bahrain, Bahama-øerne, Cayman Islands, Nederlandske Antiller m.m.

### **Traditionelle opdeling af finansmarkederne på mange måder kunstig**

Den foranstående gennemgang af årsager til den finansielle innovationsproces har fortrinsvis taget sigte på forholdene inden for pengeinstitutternes område. Hvad angår brancheglidningen mellem de tre hovedgrupperinger, som den finansielle sektor traditionelt opdeles i (pengeinstitutter, realkreditinstitutter og forsikring) skal nævnes, at de tre områder i deres grundtræk har så meget tilfælles, at det for så vidt ikke kan overraske, at demarkationslinierne nu er kommet under pres. I långivningen til erhvervene har realkreditinstitutter og pengeinstitutter altid været i konkurrence med hinanden; samtidig har den økonomiske udvikling med bl.a. den stigende specialisering af erhvervsejendomme medført, at også realkreditinstitutterne i stigende grad må yde lån på grundlag af en vurdering af låntagers samlede økonomiske forhold (på samme måde som pengeinstitutterne).

Forsikringselskaberne lever stort set af det kapitalafkast, de opnår ved, at forsikringspræmien forudbetales. En aktiv anbringelse af præmieindtægterne er derfor et naturligt led i forsikringselskabernes virksomhed. Set fra pengeinstitutternes side kunne omvendt den opsparing, der foregår gennem livsforsikringskontrakter, principielt løftes ud af forsikringsforholdet og i stedet finde sted bl.a. gennem pengeinstitutterne, hvorefter forsikringselementet blev dækket ind gennem rene forsikringskontrakter.

### **De dyre distributionsnet**

Afslutningsvis skal nævnes, at pengeinstitutternes interesser i at integrere ind på forsikringselskabernes område også må ses på baggrund af deres ønsker om at opnå en bedre omkostningsdækning for det omkostningskrævende filialnet m.v. gennem inddragelse af nye aktiviteter. For forsikringselskaberne - med disses ligeledes meget dyre akquisitionssystem - beror banksektorens attraktivitet omvendt bl.a. på denne sektors langt mere intensive kundekontakt. Både for pengeinstitutter og forsikringselskaber gælder i øvrigt, at de ikke mindst i kraft af den nye teknologi kan bruge den viden, de gennem bestående aktiviteter får om deres kunders behov, muligheder og kreditværdighed m.v., til at tilbyde dem finanstjenester på andre områder.

**Tilsyns-  
lovgivningen  
påvirket af  
krisen i  
1930'erne**

**Monopolistiske  
konkurrence-  
situationer**

**Velfærds-  
mæssige  
plusser og  
minusser**

Den specialisering og arbejdsdeling mellem de tre hovedsektorer (og inden for forsikringsvirksomhed arbejdsdelingen mellem skadesforsikring og livsforsikring), der er fastlagt i lovgivningen i en lang række lande, er i høj grad historisk betinget. Lovgivningens udformning synes i øvrigt i høj grad at være præget af erfaringerne fra verdenskrisen i mellemkrigsårene med de finansielle sammenbrud, som indledte denne.

I denne sammenhæng er det også et fællestræk i mange landes lovgivning, at man ønsker at undgå både meget store risikokoncentrationer og store magtkoncentrationer og at sikre, at der er konkurrence mellem et stort antal selvstændige enheder. På samme måde kan det offentlige også have en interesse i at undgå eventuelle interessekonflikter mellem forskellige afdelinger i et finansielt supermarked. Her er det igen værd at hæfte sig ved, at det ikke er alle "grænsekrigene" og al innovation f.eks. i form af kobling af ydelser i øvrigt, der trækker i retning af frikonkurrencemodellen med deraf følgende lavere omkostninger, større valgmuligheder og øget gennemsigtighed for forbrugerne. Der kan være tale om en konkurrence med stærke monopolistiske islæt, bl.a. som følge af stordriftsfordele eller ønske om markedsdominans.

### **III.4 Samfundsøkonomiske virkninger af den finansielle innovationsproces**

Virkningerne af økonomiske indgreb eller udviklingsforløb lader sig sjældent vurdere som éntydigt positive eller éntydigt negative. Branche- og virksomhedsglidningen på de finansielle markeder og den øvrige finansielle innovationsproces danner ingen undtagelse herfra.

På den ene side indebærer innovationerne, at der stilles et større og mere varieret udbud af finansielle tjenester til rådighed for virksomhederne og husholdningerne. Under forudsætning af, at der ikke samtidig opstår øgede koncentrationstendenser i kølvandet på denne udvikling, vil dette også indebære tendens til øget konkurrence, større effektivitet og lavere priser. Et større udbud til lavere priser indebærer igen klare samfundsøkonomiske og velfærdsøkonomiske fordele.

På den anden side er det en vigtig forudsætning for, at man kan tale om éntydige velfærds-mæssige fordele ved de finansielle innovationer, at disse ikke fører til større risici for sammenbrud, der påvirker betalingssystemets stabilitet. Branche- og virksomhedsglidning kan i visse tilfælde tænkes at øge sandsynligheden for, at tab på ét område forgrener sig til andre områder.

Finansielle sammenbrud kan få betydelige negative konjunkturvirkninger, både i det pågældende land, og hvis der er tale om et af de økonomisk toneangivende lande, også i andre lande. Ved vurderingen af innovationsprocessen og dens virkninger er det således nødvendigt at være opmærksom på problemernes internationale dimension.

### **Føringede tilsyn- muligheder**

I en periode med hastige innovationer på de finansielle markeder, såvel nationalt som internationalt, kan de nationale tilsynsmyndigheder tænkes at få vanskeligere ved at overvåge markederne. Det har således været et karakteristisk træk ved især de internationale transaktioner i de senere år, at transaktionerne er blevet stadig mere komplicerede. I mange tilfælde er det kun muligt at overvåge dem i et internationalt samarbejde mellem de nationale tilsynsmyndigheder i forskellige lande - et samarbejde, hvis effektivitet kan forudsætte etablering af ensartede regelsæt i landene. I den forbindelse er det igen karakteristisk, at liberalisering og deregulering m.v. på den ene side nok har sat fart i internationaliseringen, brancheglidningen og de øvrige finansielle innovationer, men at der på den anden side endnu ikke er sket en omfattende internationalisering af bl.a. tilsynsfunktionerne og lovgivningen herom. Et internationalt samarbejde mellem tilsynsmyndighederne finder dog sted i hhv. BIS- og EF-regie, jfr. appendiks 3.

### **Spændings- forhold mellem forsigtigheds- hensyn m.v. og hensyn til dynamikken**

I forlængelse af det lige nævnte er der grund til at pege på et muligt spændingsforhold mellem på den ene side hensynet til at beskytte indskydere og forsikringstagere m.fl. og dermed hensynet til at bevare tilliden til det finansielle system og på den anden side hensynet til konkurrence og fornyelse i den finansielle sektor, hvilket igen er af betydning for, at der kan ske fornyelse også i andre sektorer af økonomien. Statistiske konkurrenceforhold kan måske under visse omstændigheder tænkes at gavne tilliden til stabiliteten i det finansielle system, men går samtidig ud over systemets effektivitet, ligesom det måske også ville være udsigtsløst at forsøge at standse udviklingen, endstige at bringe den tilbage til tidligere mere overskuelige og mere "branchesegmenterede" forhold. Opgaven ("kunsten") må være at sikre, at der kan ske fornyelser, uden at det anfægter den finansielle stabilitet. Her spiller den måde, hvorpå både de pengepolitiske myndigheder, tilsynsmyndighederne og de enkelte finansinstitutioner varetager deres funktioner, naturligvis en afgørende rolle.

### **Problemer med automatisk "lender of last resort"-funktion**

For myndighedernes vedkommende varetages hensynet til sikring af stabiliteten både gennem den løbende overvågning af finansinstitutionerne og ved, at centralbanker optræder som "lenders of last resort", jfr. appendiks 1. Samtidig er det imidlertid nødvendigt, at det normale ejer- og ledelsesansvar får mulighed for at slå igennem også i finansinstitutionerne. En automatisk "lender of last resort"-funktion og/eller en forsikringsordning for indskud i pengeinstitutionerne (som kendt

nogle steder i udlandet) kunne rumme en tilskyndelse for pengeinstitutterne til at lægge større vægt på øjeblikkelige, men kortfristede indtjeningsmuligheder end på nødvendige forsigtighedshensyn (i tillid til, at de i påkommende tilfælde bliver "købt ud" af centralbanken, respektive forsikringsordningen). Ved i størst mulige udstrækning at lade de disponerende institutioners ledelse og aktionærer bære også de negative konsekvenser af kreditvurderinger og dispositioner med hensyn til værdipapirer, valuta m.v. begrænses dette "moral hazard"-problem. Hensynet til både systemets effektivitet og stabilitet varetages derfor formentlig bedst gennem forholdsvis høje krav til pengeinstitutternes egenkapital samt gennem regnskabsbestemmelser, der sikrer, at både aktionærer, kunder og det offentlige tilsyn kan vurdere aktiviteten i de enkelte institutter.

### **Implikationer for penge- politikken i snæver forstand**

Udover at vanskeliggøre tilsynsfunktionerne antages innovationsprocessen almindeligvis også at skabe visse komplikationer for pengepolitikken i snæver forstand, også i store økonomier med betydelig pengepolitisk selvstændighed. Innovationerne kan således bidrage til, at nogle af de især kvantitative sammenhænge (pengemængde, likviditet m.v.), man ofte har styret efter i pengepolitikken, bliver mindre stabile end ellers. Nogle af innovationerne (bl.a. låncertifikater med fuldtegningsgaranti: NIF's) vil således repræsentere likviditet, som ikke indgår i de pengemængdebegreber, som i en lang periode har været anvendt og i nogle lande fortsat anvendes som såkaldte pengepolitiske mellem mål.

Undertiden antages introduktionen af nye finansielle instrumenter at have en selvstændig ekspansiv effekt, således at en pengepolitisk stramning som følge af innovationerne skal doseres stærkere end ellers for at opnå en given effekt.

En generel effekt af brancheglidning og innovationer på de finansielle markeder er at fremme en tendens til, at rentemekanismen får større betydning for regulering af forholdene på de finansielle markeder og derved afløser tidligere tiders kvantitative rationering af udlån til forskellige kundekategorier og låneformål m.v. Dette er både en følge af de lige diskuterede sammenhænge og af, at innovationsprocessen som oftest medfører, at de finansielle markeder bliver mere konkurrenceprægede.

### **Virkningerne på den generelle allokering via virkninger på pengepolitikken**

Af den lige nævnte virkning følger igen, at det bliver vanskeligere at føre en selektiv kreditpolitik, hvor visse låneformål og låntagerkategorier begunstiges frem for andre. I almindelighed antages det, set fra et samfundsmæssigt synspunkt, at medføre en bedre ressourceallokering, når lånevilkårene således principielt er ens for alle (nemlig lig med markedsvilkårene), end når kreditten fordeles på forskellige vil-

kår til forskellige låntagerkategorier og låneformål. Ved en markedsbestemt styring er der større sikkerhed for, at ressourcerne bliver kanaliseret over til de områder og virksomheder, der har den højeste rentabilitet. Dette forudsætter dog, at en række samfundsmæssige hensyn i ressourceallokeringen tilgodeses gennem f.eks. skatte- og afgiftssystemet eller direkte regulering.

### **III.5 Implikationerne for den økonomiske politik**

#### **Økonomi og finansmarkeder i en mellemtilstand**

De problemer, der er søgt belyst i dette kapitel, udspringer for en del af det regime, hvorunder den internationale økonomi fungerer. På den ene side har valutaliberalisering og deregulering, understøttet af bl.a. den informationsteknologiske udvikling, skabt en tæt sammenbinding af de nationale valuta-, penge-, kredit- og kapitalmarkeder og dermed en højere kapitalmobilitet. På den anden side finder der kun i meget begrænset omfang en sådan koordinering sted af den makroøkonomiske politik og en sådan harmonisering af skattelovgivningen, reguleringen af finansmarkederne etc. i de forskellige lande, som en stor kapitalmobilitet og en meget liberal holdning til kapitalbevægelserne egentlig må siges at forudsætte. Dette resulterer bl.a. i kapitalplaceringer, som overvejende er fremkaldt af forskelle i beskatningen og i den nationale kontrol- og reguleringslovgivning.

#### **Vis udhuling af nationale kontrolbestemmelser m.v.**

Situationen kan i kraft af kapitalmobiliteten indebære tendenser til en vis udhuling af de krav til de finansielle institutioner, der stilles med henblik på at sikre stabiliteten, idet de lande, der stiller strenge soliditets- og likviditetskrav, strenge krav til regnskabsaflæggelse m.v. eller opretholder en særlig streng beskatning, herigennem risikerer at stille deres virksomheder ugunstigt i konkurrencen. Ydermere kan konkurrencen mellem de forskellige lande om at være med i udviklingen på de finansielle markeder føre til konkurrence på lemfældighed i kravene til de finansielle institutioner<sup>9</sup>.

Den danske lovgivning anses i almindelighed for at høre hjemme i den strenge kategori, både i relation til pengeinstitutterne og til forsikringsselskaberne. Hvad angår realkreditinstitutter, er forholdene i Danmark vanskelige at sammenligne med forholdene i udlandet.

9) Som eksempel herpå kan nævnes de såkaldte "off-shore"-centres konkurrence om tiltrækning af finansinstitutioner og finanskapital ved mere eller mindre at fratagde krav om tilsyn, regnskabsaflæggelse, beskatning m.v. I den tyske centralbanks (Bundesbanks) årsberetning for 1985, p. 53, er redegjort for en reduktion af reservekravene til de tyske banker, som er gennemført for ikke at stille de indenlandske banker ulige i konkurrencen med Eurobankerne. Endelig kan henvises til konkurrencen for nogle år siden mellem U.S.A. og Tyskland om ophævelse af kuponskatten for valutaudlændinge.

### **Mulighederne for at imødegå uønskede udviklinger**

Mulighederne for at imødegå sådanne udviklinger, som over en bred front anses for uønskede også i den internationale diskussion, ligger bl.a. i en videreudvikling af det internationale samarbejde mellem de nationale kontrol- og tilsynsmyndigheder, vedtagelse af internationale mindstenormer på de forskellige områder (incl. beskatning) og inden for EF formentlig en egentlig harmonisering.

### **Grænser for liberalisering; et omsving kan ikke udelukkes**

Specielt på det finansielle område kan man dog også tænke sig, at den nuværende tendens til tiltagende global integration senere kan blive afløst af tendenser til en vis begrænsning i den finansielle åbenhed med sigte på at tillade en vis divergens også i den makroøkonomiske udvikling i de forskellige lande og i de nationale økonomiske og sociale strukturer. I denne forbindelse skal nævnes, at frihed for visse korte, spekulative kapitalbevægelser ("hot money") traditionelt har været betragtet med en vis skepsis bl.a. på grund af det pres, sådanne bevægelser i visse situationer kan skabe på penge- og valutaforholdene. (Af den grund begrænser f.eks. IMF-reglerne ikke adgangen til kontrol med disse kapitalbevægelser). På den anden side hænger de stedfundne liberaliseringer også klart sammen med tiltagende vanskeligheder med at opretholde restriktioner for visse kapitalbevægelser samtidig med, at udenrigshandelen, de direkte investeringer og porteføljeinvesteringer m.v. er liberaliseret, og det ligger ikke i den anførte vurdering, at der skulle være nogen større sandsynlighed for fremtidige deliberaliseringstendenser på de nævnte andre områder.

### **Valutakursregime og kapitalmobilitet**

I hvilket omfang der påny kan tænkes rejst barrierer for visse typer af internationale kapitalbevægelser, vil også afhænge af det fremtidige valutakursregime i forholdet mellem hovedvalutaerne. De senere års globale liberaliseringstendenser mht. kapitalbevægelserne er utvivlsomt blevet lettet ved, at der her har været tale om flydende kurser for hovedvalutaerne.

Flydende valutakurser opfanger nogle af de forstyrrelser i penge- og renteforholdene, som frie kapitalbevægelser kan give anledning til. Med frie kapitalbevægelser giver flydende valutakurser også en vis mulighed for større pengepolitisk autonomi end under et regime med faste valutakurser. Imidlertid kan et system med flydende valutakurser også, som ikke mindst de senere års erfaringer har vist, virke destabiliserende i andre henseender. Der er derfor nu en tendens om ikke til en tilbagevenden til et internationalt fastkursssystem som før 1971/73, så dog til et system med mindre kursudsving og mere kontrollerede valutakursbevægelser end i den mellemliggende tid. Dette kan igen føre til ønsker om mere kontrol med visse kapitalbevægelser.



## Tilsynsfunktionerne i et integreret finansmarked

Med den hastighed, der præger udviklingen på de finansielle markeder, og med udsigten til, at det i bedste fald er en langsommelig proces at opstille og ikke mindst effektuere internationale mindstekrav på området, må der lægges vægt på udformningen af den nationale lovgivning for de finansielle institutioner og for den nationale tilsynsmyndighed.

Her skal alene en række principielle synspunkter for så vidt angår soliditetskrav, likviditetskrav m.m. til de finansielle institutioner anføres og diskuteres, ligesom nogle hovedsynspunkter på kontrol- og tilsynsmyndighedernes organisation og udøvelse af kontrol- og tilsynsvirksomheden skal omtales.

### **”Regelvej” og ”egen- kapitalvej”**

Lovgivning til sikring af den finansielle stabilitet og beskyttelse af indskydere og forsikringstagere m.v. kan baseres på, hvad man kunne kalde henholdsvis ”regelvejen” og ”egenkapitalvejen” eller på kombinationer heraf. Ved ”regelvejen” begrænses de finansielle institutioners virksomhed gennem detaljerede likviditets- og placeringsregler, hvis overholdelse kontrolleres af tilsynsmyndighederne. Med forholdsvis stor kapitalmobilitet over grænserne er der en vis risiko for, at nationale likviditets- og placeringsregler kan medføre, at de nationale finansielle institutioner hæmmes på deres konkurrenceevne og mister markedsandele. Det er i denne forbindelse værd at nævne, at de nye instrumenter (optioner, swaps, NIF's og rente-futures) i en række lande ikke indgår i de finansielle institutioners balancer og dermed ikke udløser likviditets- og soliditetskrav. Dette er en væsentlig medvirkende årsag til udviklingen og ikke mindst udbredelsen af disse instrumenter, hvilket illustrerer, at regelvejen kan have sine begrænsninger.

”Egenkapitalvejen” har som formål at sikre den finansielle stabilitet primært gennem krav til de finansielle institutioners egenkapital. Sådanne krav kan dog ligeledes påvirke nationale pengeinstitutters konkurrenceevne negativt, hvis f.eks. skatteregler diskriminerer mod finansiering ved hjælp af aktiekapital. Den fra 1990 forventede ophævelse af dobbeltbeskatningen af dividende vil betyde, at der i Danmark ikke længere vil blive diskrimineret mod denne finansieringsform.

### **De mulige konsekvenser for organiseringen af de nationale tilsyn**

Brancheglidningen imellem de finansielle institutioner rejser endelig spørgsmål om, hvordan de forskellige tilsynsmyndigheder nærmere skal være organiseret. Ligesom internationaliseringen påkalder et internationalt samarbejde mellem de nationale tilsynsmyndigheder, er det oplagt, at brancheglidningen påkalder en samordning af de hidtil institutionsopdelte danske tilsyn. Det kræver nærmere branchekund-

skab at vurdere, hvorledes en sådan samordning bedst kan finde sted: ved et intensiveret samarbejde mellem fortsat sektorspecifikke institutioner (tilsynet med banker og sparekasser<sup>10</sup>, forsikringstilsynet og tilsynet med realkreditinstitutionerne), ved at forsikringstilsynet f.eks. udbygges med kreditfaglig ekspertice og bank- og sparekassetilsynet med forsikringsfaglig eller ved, at tilsynsfunktionerne samles i én fælles institution. Her skal kun enkelte generelle synspunkter på disse spørgsmål fremdrages.

### **Sammenhængen med tilsynsprincipperne**

Som omtalt i afsnit III.3 har de tre hovedgrupperinger, som den finansielle sektor traditionelt opdeles i, så mange grundtræk tilfælles, at den traditionelle opdeling af tilsynsfunktionerne i en række henseender kan være mindre hensigtsmæssig, specielt naturligvis også i lyset af brancheglidningen. Graden af fremtidig samordning i form af f.eks. fælles administration, fælles rapporteringsrutiner etc. må dog i meget høj grad bero på det politiske valg mellem det, der ovenfor er kaldt henholdsvis "regelvejen" og "egenkapitalvejen". Vælger man at basere den fremtidige tilsynslovgivning på forholdsvis detaljerede regelsæt (foruden på krav til institutionernes soliditet og likviditet, som under alle omstændigheder vil være et nødvendigt led også i en fremtidig lovgivning), vil det - jfr. fremsendelsesskrivelsen i den pengepolitiske rapport - formentlig fortsat være nødvendigt med forskellige lovregler for hhv. pengeinstitutter, forsikringsselskaber, børs-mæglerselskaber, pensionskasser og realkreditinstitutter. Dette må i så fald også trække i retning af en fortsat inddeling af tilsynsmyndighederne efter institutionstype. Baseres tilsyns- og kontrollovgivningen derimod i højere grad på egenkapitalvejen, vil dette trække i retning af et funktionsbestemt og derfor et stærkere integreret tilsyn, hvis underopdelinger tager udgangspunkt i konkrete opgaver og funktioner i relation til tilsynsvirksomheden.

Uanset om der vælges en institutionsrettet eller en funktionsrettet model, og om der overhovedet sker ændringer i tilsynslovgivningen, må der formentlig i alle tilfælde ske en fortsat udbygning af tilsynenes analyse- og udredningsvirksomhed, rettet mod både indenlandske og udenlandske aktiviteter.

Udviklingen i udlandet synes at gå i retning af funktionsbestemte tilsyn. Dette er således tilfældet i de nye regler, som er vedtaget, respektiv under udarbejdelse i henholdsvis Norge og England<sup>11</sup>.

10) Tilsynet med banker og sparekasser varetager også tilsynet med investeringsforeninger, fondsbørsvekslerere og fremover børs-mæglerselskaber.

11) I Norge er de to tidligere selvstændige institutioner Bankinspeksjonen og Forsikringsrådet således i foråret 1986 blevet slået sammen til én institution: "Tilsynet for kredittinstitutioner, forsikringsselskaber og verdipapirhandel m.v." eller kort Kredittilsynet. Den nærmere opbygning inden for denne enhedsmodel befinder sig dog endnu i støbeskeen. I England samles tilsynsfunktionerne i henhold til et nyt

### **Inddragelse af Nationalbanken i tilsynsfunktionerne?**

I mange lande varetages dele af tilsynsopgaverne af centralbanken, og udviklingen i forbindelse med den finansielle innovationsproces og globaliseringen af finansmarkederne trækker formentlig snarest i retning af at styrke denne side af centralbankfunktionerne. Der er ikke nogen præcis skillelinje mellem likviditets- og soliditetsproblemer i den finansielle sektor, og i tilfælde af både likviditets- og solvenskriser vil Nationalbanken ofte træde til som "lender of last resort". Meget kunne derfor tale for at overveje også at inddrage Danmarks Nationalbank i tilsynsfunktionerne.

### **Modgående hensyn**

Også ved fastsættelse af soliditetskrav, likviditetskrav m.v. indgår der som i andre økonomisk-politiske beslutninger modgående hensyn. Stabilitetshensyn taler for strenge krav; konkurrencehensyn taler for, at kravene ikke er større end de internationalt gældende. Høje egenkapitalkrav med ikke-diskriminering af finansiering via aktieemissioner gør det dog muligt i vidt omfang at tage hensyn til begge ønsker.

### **Skattemæssige problemstillinger**

De skattemæssige problemstillinger, Danmark er stillet overfor og i fremtiden kan blive stillet overfor som følge af udviklingen på de finansielle markeder, illustreres bl.a. af, at det er et hovedsigte med den kommende skattereform at reducere den indflydelse, skattemæssige overvejelser (skattetænkning) har på kapitalplaceringmønstrer. Hovedinstrumentet hertil er en langt større grad af proportionalitet i beskatningen af kapitalindkomst end gældende i det hidtidige indkomsts-kattesystem. Samtidig åbner mulighederne for internationale kapitalbevægelser imidlertid nye veje til "skattetænkning".

### **De akkumulerende investeringsforeninger i udlandet**

Specielt har der i den offentlige diskussion været opmærksomhed om de skattefordele, danske skatteydere kunne opnå ved at erhverve investeringsbeviser i akkumulerende investeringsforeninger i udlandet. Dette er søgt modvirket ved en lovændring i 1985 (ved indførelse af en særlig udligningsskat, jfr. i øvrigt herom nedenfor); men der er her tale om et lovgivningsmæssigt kompliceret og administrativt meget krævende område med bl.a. begrænsede kontrolmuligheder. Uanset denne lovændring må det antages, at skattemæssige forskelle mellem ind- og udland stadig kan få stor betydning for placeringsovervejelserne.

lovforslag, der endnu er til drøftelse, også i sidste instans under én hat, men med en betydelig uddelegering til særlige brancheorganer m.v. der skal forestå en "selvregulering" inden for deres respektive områder. Det har været kritiseret, at denne selvreguleringsfunktion i henhold til lovforslaget var for stærkt brancheopdelt og således ikke tog tilstrækkeligt hensyn til brancheglidningen. Problemet menes imidlertid delvist imødekommet ved en sammenslutning, der for nylig er sket af brancheorganisationerne for hhv. børselskaber og øvrige finanshuse m.v.

### **Realrente- skatten under pres?**

Med udsigten til dannelsen af et finansielt enhedsmarked i EF, herunder et enhedsmarked for livsforsikring, kan sådanne tendenser til ændringer i placeringsmønstret blive forstærket. Det kan eksempelvis være et spørgsmål, om realrenteafgiften vil kunne opretholdes i uændret form, når livsforsikringsområdet liberaliseres, hvilket i EF-Kommissionens hvidbog om fuldførelsen af det indre marked forventes at ske inden 1992. Efter en sådan liberalisering vil man f.eks. kunne forestille sig, at danske livsforsikringsselskaber etablerer datterselskaber i udlandet og derfra eksporterer forsikringsydelse til Danmark, men da formentlig uden at falde ind under realrenteafgiften. Valutakursrisici i forbindelse med et sådant arrangement vil kunne elimineres ved, at livsforsikringer tegnes i kronebeløb sammenhængende med, at præmieindtægter m.v. placeres i kronefordringer.

Hvis afkastet af opsparede midler i livsforsikringsselskaber og andre pensionsforvaltningsinstitutter beskattes efter nogenlunde ensartede regler i de forskellige lande, vil de markedsræssige konsekvenser af en åbning af disse hidtil lukkede nationale markeder formentlig være tilsvarende begrænsede. Derimod vil en i international sammenligning afvigende høj national beskatning koste markedsandele i denne situation. Det må derfor også antages, at en liberalisering vil forudsætte gennemførelse af mindsteregler for beskatningen. Liberaliseringen kan næppe alene hvile på et hjemlandsprincip som forudsat i EF-Kommissionens hvidbog om det indre marked.

### **Skatteudligningssystemer som udvej?**

Generelt må der som nævnt regnes med en tendens til, at lande med de laveste krav - her skattekrav - tiltrækker sig kapital og finansielle aktiviteter. Een mulighed, omend især en teoretisk, for at imødegå dette ligger i etablering af skatteudligningssystemer, dvs. systemer, hvorigennem det enkelte land søger efterfølgende at inddrage de skattemæssige fordele, en skatteyder opnår i kraft af de liberale bestemmelser vedrørende kapitalbevægelser.

Et skatteudligningssystem må formentlig - som det også er tilfældet for den ændring, der gennemførtes i den danske skattelovgivning i 1985 - baseres på det hovedprincip, at udligningen først finder sted, når afkastet hjemtages. Hvis den samlede beskatning inkl. udligningskat skal være ens uanset i hvilket land, placeringen har fundet sted, kræves der meget komplicerede udligningsskalaer, idet udligningskatten generelt vil afhænge af, hvilket land der er tale om, hvilken type fordring eller institution det drejer sig om, og endelig hvilken løbetid der har været gældende. Der vil være talrige omgåelsesmuligheder, og administrationen af sådanne udligningskatter vil være uhyre krævende.

### **Skattemæssige system-løsninger**

Det synes derfor nærliggende at overveje en generel tilpasning eller reform af indkomstskattesystemet, der er tilpasset en situation med meget liberale kapitalbevægelser i et konkurrencepræget regime. Da personers mobilitet er betydeligt mindre end kapitalens mobilitet, må et hovedsynspunkt være, at skatten i sådanne systemer henføres til personer. Dette karakteriserer netop de nedenfor diskuterede to muligheder.

### **Det integrerede selskabsskattesystem**

En nærmest helt teoretisk mulighed er det såkaldte integrerede selskabsskattesystem. Princippet i dette er, at al selskabsindkomst, og i de her omhandlede tilfælde også udenlandske selskabers indkomst, i skattemæssig forstand overføres til (deles ud på) aktionærerne eller andre parthavere i forhold til deres økonomiske andel i selskabet. Vanskelighederne, især i en international sammenhæng, ved at administrere et sådant system er åbenbare.

### **Direkte forbrugsskat**

Den mest nærliggende mulighed, der står tilbage som en langtidsløsning på problemerne omkring international skattetænkning, synes at være den direkte forbrugsskat. Denne skat, der både kan udskrives som en proportional og som en progressiv skat på den enkelte persons eller husstands samlede forbrug, har fra et samfundsmæssigt synspunkt mange tiltrækkende egenskaber.

Virksomhedsskatteordningen, som er indeholdt i skattereformen, kan opfattes som et skridt i retning af en direkte forbrugsskat. Eventuelle yderligere skridt i denne retning må overvejes i lyset af den tiltagende internationale kapitalmobilitet. På længere sigt kan denne tænkes at antage et omfang, der vil gøre det meget vanskeligt for skattemyndighederne at kontrollere skatteydernes kapitalindkomst, medmindre der indføres en omfattende skattemæssig registrering af danskeres valuta-transaktioner. En sådan registrering er ikke nødvendig i et direkte forbrugsskattesystem.

### **Pengepolitikken i snævrere forstand**

### **Konkurrenceorienteret eller konkurrence-dæmpende politik?**

Brancheglidning og nye produkter på de finansielle markeder har som nævnt også betydning for pengepolitikken i snævrere forstand. Selv om denne innovationsproces sandsynligvis før eller siden alligevel vil forøge konkurrencen, er det af en vis betydning, om man vil søge at fremme eller hæmme en sådan udvikling mod et mere konkurrencepræget marked for finansielle ydelser. Herved vil man nemlig påvirke tendenserne til, at de pengepolitiske myndigheder må styre gennem markedet og ikke på tværs af det. På et konkurrencepræget marked skal pengepolitikken udformes, således at renten er det afgø-

rende instrument til påvirkning af de finansielle institutioner og markeder og disses kunder, idet konkurrencen på afgørende vis vil reducere mulighederne for at anvende såvel generel som selektiv kreditrationering som et virksomt led i pengepolitikken. Svarer den markeds-mæssige ressourceallokering via renten på visse områder ikke til den ønskede, kan den ønskede allokering i stedet søges fremmet ved tilskud og beskatning m.v.

Hvis man alternativt forsøger at bremse udviklingen, vil det have konsekvenser for rentemarginal og effektivitet m.v. i den finansielle sektor og dermed også velfærdsmæssige konsekvenser for det øvrige samfund. Sådanne forsøg ville medføre tendenser til rentestigning på de rationerede områder og til omgåelse gennem låntagning hos andre indenlandske kilder og i udlandet. I bedste fald ville en sådan politik målt i forhold til intentionerne kun have kortvarige virkninger, hvortil kommer, at disse og andre virkninger ville være vanskelige for de pengepolitiske myndigheder at overskue og vurdere. Den pengepolitiske virkning af en sådan politik ville således være kortvarig og usikker.

#### **Markedskonform pengepolitik og administrativt fastsatte rentesatser**

Vurderingen af en markedskonform pengepolitik med en dertil knyttet konkurrencepræget holdning hos myndighederne vil selvfølgelig afhænge af, hvilke konkrete instrumenter, der står til rådighed for en sådan politik. Da pengeinstitutterne i større eller mindre udstrækning vil markedsføre produkter, som også tilbydes af andre, vil det ikke være hensigtsmæssigt at opretholde restriktioner over for pengeinstitutterne (eller andre på markedet), som i væsentlig udstrækning reducerer deres konkurrencedygtighed. Det vil således ikke være hensigtsmæssigt for de pengepolitiske myndigheder ved indgreb i form af minimumsgrænser for indlånsrenten eller loft over udlånsrenten at fastlåse pengeinstitutternes rentesatser for ind- eller udlån på niveauer, der afviger væsentligt fra markedsvilkårene. Indgreb i form af f.eks. kassebindingsregler, der forøger rentemarginalen og derfor på denne måde forringer rentevilkårene i pengeinstitutterne i forhold til de vilkår, som kunderne kan opnå andre steder på markedet, vil heller ikke være hensigtsmæssige. Sådanne indgreb vil endvidere reducere betydningen af Nationalbankens kontrol med pengeinstitutterne, idet en række forretninger vil blive flyttet til andre dele af markedet eller eventuelt til udlandet.

#### **Forrentning af bundne reserver**

Dette er ensbetydende med, at kassebindingsregler, hvor de bundne beløb forrentes væsentligt under markeds- eller pengemarkedsrenten, ikke er et anvendeligt instrument i en markedskonform pengepolitik. Den afgørende virkning af en sådan kassebinding vil nemlig i tilfælde af en deponeringsordning på grundlag af pengeinstitutternes indlån være at reducere indlånsrenten og i tilfælde af en deponeringsordning på grundlag af pengeinstitutternes udlån at forøge udlånsrenten.

## **Ændringer i rentestrukturen**

En konkurrenceorienteret politik, brancheglidning og nye finansielle produkter vil medføre forstærkede tendenser til udligning af forskelle i afkastet ved placering på forskellige dele af finansmarkedet. Derfor vil en markedskonform pengepolitik bl.a. som følge af de nye instrumenter også reducere de pengepolitiske myndigheders muligheder for at fastsætte forskellige vilkår på de forskellige delmarkeder og derfor i en vis udstrækning reducere pengepolitikens mulighed for at påvirke forholdet mellem rente af f.eks. korte og lange obligationer og dermed rentestrukturen. Det er dog et omdiskuteret spørgsmål, i hvilken udstrækning og for hvor længe det tidligere har været muligt i væsentligt omfang at benytte variationer i rentestrukturen som et pengepolitisk instrument.

## **Den pengepolitiske selvstændighed**

På samme måde må konkurrencen og de nye instrumenter antages i en vis udstrækning at begrænse Danmarks pengepolitiske handlefrihed i forhold til udlandet. Konkurrencen vil gøre det finansielle samkvem med udlandet lettere og billigere og derfor mere omfattende, mens de nye produkter bl.a. vil forøge mulighederne for forskellige former for valutakurssikring. I den udstrækning, betalingsbalance, beskæftigelse m.v. medfører usikkerhed om den fremtidige valutakurs, vil der dog stadig være mulighed for dansk pengepolitik selvstændighed som defensiv foranstaltning i forhold til betalingsbalancen<sup>12</sup>.

## **Etablerede pengemængdebegreber taber i betydning**

Endnu en konsekvens af brancheglidning og finansielle innovationer er, at etablerede pengemængdebegreber som f.eks. "borgernes pengemængde" taber i betydning som indikatorer for den økonomiske udvikling og eventuelt som norm for tilrettelæggelsen af pengepolitikken. Dette har der dog heller ikke i særlig høj grad været lagt vægt på ved tilrettelæggelsen af den danske pengepolitik.

## **Pengepolitisk konklusion**

Med brancheglidning og nye finansielle produkter vil der derfor være en tendens til, at Nationalbanken må udøve sine pengepolitiske beføjelser gennem en påvirkning eller bestemmelse af renten på de markeder, der som f.eks. penge- og obligationsmarkedet er afgørende for de finansielle institutioner. Det sikreste og hurtigste gennemslag på disse institutioners vilkår i forhold til den øvrige private sektor opnår man herefter ved at tilskynde til forøget konkurrence mellem de finansielle institutioner.

12) Når kapitalens mobilitet over landegrænserne diskuteres, må der sondres mellem transaktioner, der indebærer en valutaomveksling, og transaktioner, hvor der ikke sker en ændring i valutaenheden, f.eks. ved kroneplaceringer i London. Uanset valutaenhed begrænses kapitalens internationale mobilitet foruden af eventuelle eksisterende restriktioner også af risikoen for skærpede betingelser for, at placeringerne kan hjemtages. Mellem de højt industrialiserede lande er valutakursrisikoen formentlig af større betydning end risikoen for strammere kapitalrestriktioner.





# APPENDIKS 1

## GRUNDE TIL AT DEN FINANSIELLE SEKTOR ER UNDER SÆRLIGT TILSYN

### **Konkurrence- model eller regulerings- model**

Begrundelsen for, at de finansielle markeder er underkastet et offentligt tilsyn, er tildels den samme som begrundelsen for, at også andre brancher og erhverv er underkastet et offentligt konkurrencetilsyn/monopoltilsyn. Den finansielle sektor fungerer stort set efter den konkurrencemodel, som markedsökonomien også i øvrigt bygger på. Også i finanssektoren ligger virkeligheden imidlertid et stykke fra den "ideelle" frikonkurrencemodel, som med udgangspunkt i velfærdsteori kan vises at føre til en effektiv ressourcefordeling i samfundet (men ikke nødvendigvis til en politisk acceptabel eller ønskværdig indkomstfordeling).

I finanssektoren med dennes ofte meget komplicerede ydelser gælder specielt, at det krav til fuld information hos bl.a. alle forbrugere om priser, mængder og kvaliteter m.v., som er en af frikonkurrencemodellens betingelser, sjældent er opfyldt i praksis. Som i andre sektorer er det derfor ikke sikkert, at profitmaksimering automatisk fører til mere konkurrence, lavere omkostninger og større valgmuligheder for forbrugerne. En udvikling i retning af øget konkurrence, bedre information m.v. i indlandet kan imidlertid fremmes via offentlig overvågning og ved at øge konkurrencen udefra gennem liberalisering og deregulering. Politisk kunne man i stedet for et markedsorienteret system naturligvis også vælge systemer, der bygger på koncessionering, eventuelt offentlig drift, kartelreguleringer og kreditrationering m.v. (med de deraf eventuelt følgende uheldige virkninger for effektiviteten og dynamikken i det finansielle system). Både den internationale og den danske udvikling er imidlertid gået i retning af øget konkurrence. Dette overflødiggør dog ikke en fortsat offentlig tilsyns- og reguleringsvirksomhed m.v. idet der således fortsat vil være behov for et konkurrencetilsyn til at sikre overholdelsen af "spillereglerne", herunder at der er tale om konkurrence mellem selvstændige enheder. Endvidere tyder erfaringerne på, at når man forøger konkurrencen og markedskræfternes betydning, kan der - netop bl.a. som følge af den finansielle innovationsproces - samtidig blive behov for en vis stramning af det tilsyn, der finder sted med de finansielle markeder ud fra hensynet til beskyttelse af indskydere, obligationsejere, forsikringstagere m.v.

### **Vist spændings- forhold mellem liberalisering/ deregulering og indskyder- beskyttelse m.v.**

## **Pengeinstitutterne som bærere af betalings- og kreditformidlingsystemet**

Et effektivt, velfungerende betalings- og kreditformidlingsystem er nødvendigt for, at en moderne økonomi kan fungere godt både udadtil og indadtil. Sammen med Nationalbanken og postgiroen fungerer pengeinstitutterne som bærere af betalingssystemet, og sammen med bl.a. realkreditinstitutterne fungerer de som bærere af kreditformidlingen. Uanset, hvorledes betalingssystemet nærmere er organiseret, er en effektiv varetagelse af funktionerne i forbindelse med betalingssystemet essentiel for produktionen og arbejdsdelingen og dermed for enhver markedsøkonomi. Dette er naturligvis samtidig en væsentlig begrundelse for opretholdelse af et særligt tilsyn med pengeinstitutterne.

Kreditgivning kan i samme forstand siges at være en forholdsvist grundlæggende forudsætning for enhver markedsøkonomi, ligesom tilstedeværelsen af et forsikringsmarked også er et nødvendigt led i en velfungerende markedsøkonomi.

## **Kreditkanaliseringen og transformationen af korte indskud til lange udlån m.v. (det intertemporale aspekt)**

Karakteristiske træk i pengeinstitutternes kreditformidling er bl.a., at de sammenfører et kapitaludbud hidrørende fra mange små kreditkilder (enkeltindskydere) til finansiering af større låneprojekter, og at deres udlån gennemgående er bundet i relativt lang tid, medens en stor del af indskuddene kan trækkes ud uden varsel eller med kun ret korte frister.

En sådan omfordeling af finansielle midler forudsætter imidlertid ikke nødvendigvis, at pengeinstitutter medvirker i processen. Indskyderne og dermed de egentlige långivere kunne f.eks. selv søge kontakt med og anbringe deres midler direkte hos de endelige låntagere. Når pengeinstitutter derfor optræder som mellemmænd på de finansielle markeder, skyldes det, at de på grund af deres størrelse og specialiserede aktivitet almindeligvis har mulighed for at formidle långivningen på en billigere, sikrere og mere hensigtsmæssig måde end andre. En sådan fordel vil selvfølgelig afhænge af låneforholdets konkrete karakter f.eks. i form af sikkerhedsstillelse, hvilket samtidig forklarer bl.a. realkreditinstitutternes aktiviteter.

## **Begrunder ligeledes et særligt tilsyn til beskyttelse af indskydere og forsikringstagere**

De fordele i form af større sikkerhed for de anbragte midler, som indskyderne opnår ved anvendelse af penge- og realkreditinstitutter, har det offentlige gennem lovgivning og tilsyn søgt at udbygge. Hensynet til de finansielle institutioners indskuds- og kreditformidlende opgaver er således på lige fod med konkurrencehensynet årsag til offentligt lovgivning og tilsyn på området. Da forsikringsselskaber modtager præmiebetaling med henblik på en senere eventuel erstatningsbetaling, har det offentlige på tilsvarende vis forsøgt at forøge risikospredningen i samfundet og dermed den enkelte forsikringstagers velfærd. Dette sker på analog vis ved gennem lovgivning og tilsyn at forøge

forsikringstagernes sikkerhed for, at deres krav vil blive honoreret, hvis/når forsikringsbegivenheden indtræder.

**Sammenhængen over til risikoen for "bank-run" og til centralbankens redningsaktioner ("lender of last resort"-funktionen)**

Da pengeinstitutter (og forsikringsselskaber) har store indbyrdes fordringer på og forpligtelser over for hinanden, vil et sammenbrud ét sted i systemet let kunne udløse en kædereaktion gennem hele systemet. Centralbankernes funktion som hjælpere i kritiske situationer er derfor af afgørende vigtighed som sikkerhedsnet under det finansielle system og betalingsmekanismerne og for bevarelsen af tilliden til dette system. Men funktionen som "lender of last resort" kan selvsagt ikke udløses automatisk i enhver situation, hvor et pengeinstitut kommer i vanskeligheder, idet dette måske kunne få nogle pengeinstitutter til at tilsidesætte nødvendige forsigtighedshensyn til fordel for et hurtigt eller let tjent afkast i tillid til, at de i påkommende tilfælde vil blive "købt ud" af centralbankerne/regeringerne. I den internationale diskussion omtales dette som moral-hazard-problemet. Dette er igen en selvstændig begrundelse for at opretholde et særligt sikkerhedsmæssigt tilsyn med pengeinstitutterne, idet uundværligheden af "lender of last resort"-funktionen bevirker, at der altid vil være et vist incitament til tilsidesættelse af nødvendige forsigtighedshensyn.

**Moral-hazard-problemet**

**Indskuds-forsikring**

Ligesom en automatisk "lender of last resort"-funktion kunne få pengeinstitutter (samt realkreditinstitutter og forsikringsselskaber) til at tilsidesætte nødvendige forsigtighedshensyn, ville en offentlig forsikringsordning for alle indlån kunne have lignende konsekvenser. Samtidig ville en forsikring af kun en del af indlånene (f.eks. indlån under en vis beløbsgrænse) formentlig ikke være tilstrækkelig til at sikre systemets stabilitet. Dette forhindrer selvfølgelig ikke, at der ud fra andre f.eks. sociale hensyn kan argumenteres for en sådan ordning, som man bl.a. har i U.S.A. og Norge.

**Konsekvenser for sikkerhedslovgivningens indretning**

Moral-hazard problemet medfører således, at de enkelte pengeinstitutters ledelse og aktionærer samt i sidste instans indskyderne nødvendigvis må bære en del af konsekvenserne af det styringsmæssige ansvar. Hensynet til systemets stabilitet varetages derfor formentlig bedst gennem forholdsvis høje krav til pengeinstitutternes egenkapital, gennem regnskabsbestemmelser, der sikrer, at kunder og aktionærer kan følge med i institutternes aktivitet, samt gennem offentlig tilsyn med overholdelse af de nødvendige regler i denne henseende.

**Forsikringsselskabernes særstilling**

For forsikringsselskaber er sikkerhed for de placerede midler og dermed for forsikringssummens udbetaling i tilfælde af skadesbegivenhedens indtræden et afgørende element i de ydelser, forsikringsselskaberne tilbyder, og således også i tilliden til forsikringsvirksomheden. Værdien af en konkurrence på præmiereduktioner bliver derfor problematisk, hvis den samtidig får til følge, at sikkerheden reduce-

res. Samtidig er spørgsmålene omkring præmieberegningen og omkring størrelsen og placeringen af de nødvendige tekniske reserver m.v. i forsikringsselskaberne ret så komplicerede, således at der heri ligger en særlig begrundelse for tilsyn til beskyttelse af forsikringstagerne. Dette vil formentlig gælde selv ved overskuelige regnskabssystemer.

## APPENDIKS 2

# EUROMARKEDERNES ETABLERING OG UDVIKLING. SAMMENHÆNGEN MED DE NATIONALE REGULERINGER

### Oversigt

En del af de finansielle innovationer, som er skildret i Kapitel III, er som nævnt udviklet som en reaktion på de bestående nationale reguleringer på penge- og kapitalmarkederne, herunder såvel interne begrænsninger som begrænsninger i kreditstrømme over landegrænserne (valutarestriktioner). Fremvæksten af de såkaldte euromarkeder (eurodollars, euro-D-mark, eurofrancs etc.) er et skoleeksempel på en sådan udvikling.

Euromarkederne kan karakteriseres som markeder for lån, indskud etc., lydende på en anden valuta end valutaen i det land, lånet udbydes i (herunder også lån i egen valuta, men optaget i banker respektive på obligationsmarkeder uden for hjemlandet). Dollarlån optaget i London er et typisk eksempel. Disse markeder havde deres store blomstringstid i 1960'erne og 1970'erne, hvor de (fra en beskedent start i 1950'erne) voksede frem til en dominerende position på de internationale finansmarkeder. Det er karakteristisk for disse markeder, at de kun i ringe grad er underkastet nationale myndigheders kontrol; det enkelte land kan naturligvis regulere sine egne bankers aktiviteter, men kun vanskeligt de aktiviteter, der udøves af en datterbank i et andet land, selv om de måske "retter sig" mod hjemlandet og foregår i dets valuta. Det antages i almindelighed, at netop fraværet af kontrol har været en af hovedårsagerne til euromarkedernes kraftige vækst.

Heraf er imidlertid også udsprunget en frygt for euromarkedernes stabilitet og dermed også for stabiliteten i det internationale finanssystem som helhed. Pengepolitisk har udviklingen på euromarkederne været i centralbankernes søgelys, dels fordi eksistensen af disse markeder bidrog væsentligt til at lette de spekulative kapitalbevægelser, som - indtil valutakurserne mellem hovedvalutaerne blev gjort flydende - i perioder i høj grad kunne modarbejde den nationale pengepolitik, selv i store åbne økonomier, dels fordi mange har ment, at aktiviteterne på euromarkederne globalt bidrog til at skabe en selvstændig krediteksponering.

Forsøg, der på et relativt tidligt tidspunkt, specielt i årene 1971-73 blev gjort på international styring af euromarkederne, bl.a. gennem international koordinering af forskellige valutaregulerende foranstaltninger, gav kun beskedne resultater. Dette har medvirket til, at der har hersket en vis tvivl om, hvorvidt centralbankerne i tilfælde af "run" på euromarkederne ville træde til som "lenders of last resort", jfr. diskussionen herom i bl.a. appendiks 1. Der eksisterer dog en "forståelse", nedfældet i den såkaldte Baselerklæring af 9. september 1974 fra centralbankdirektørerne i den såkaldte 10-landegruppe plus Schweiz, om at yde likviditetsstøtte til euromarkedet i tilfælde af globale likviditetsvanskeligheder, jfr. appendiks 3. Den tyske centralbank, Bundesbank, har påpeget, at dette ikke er ensbetydende med, at der også vil blive ydet støtte til enkeltbanker i vanskeligheder.

### **Euromarkeder og nationale markeder er begyndt at flyde sammen**

Som følge af liberaliseringer og dereguleringer af mange nationale markeder er udviklingen nu ved at nærme sig et punkt, hvor der vil være tale om et helt integreret marked for international kapitalformidling, hvor således euromarkederne og de nationale markeder for udenlandske valutaer vil flyde helt sammen.

På denne baggrund kan en kort orientering om nogle hovedtræk af euromarkedernes udvikling og forholdet over til national tilsynslovgivning og pengepolitik m.v. være af interesse.

### **Tidlige "ansatser"**

Et marked for eurodollars blev skabt allerede i 1950'erne, først og fremmest som et marked for dollarlån mellem europæiske banker. I slutningen af 1950'erne etableredes et marked for euroobligationer ("eurobonds"), da nogle belgiske og franske banker begyndte at organisere internationale konsortier for emission og salg af obligationer uden tilknytning til noget bestemt nationalt marked.

### **Da U.S.A. var långiver; renteudligningsskatten 1963-1973**

Der kom dog først fart i udviklingen på euromarkederne, da U.S.A. bremsede op for sin kapitaleksport, bl.a. ved indførelse af en særlig renteudligningsskat i 1963.

U.S.A. var på dette tidspunkt den største internationale långiver, og bl.a. var den udenlandske optagelse af obligationslån på det amerikanske marked langt større end i noget andet land (en rolle, som England tidligere havde indtaget). Fra slutningen af 1950'erne gav kapitaleksporten imidlertid anledning til voksende problemer for U.S.A., bl.a. på grund af en samtidig forringelse af den løbende betalingsbalance. Da man tillige af konjunkturpolitiske grunde ønskede at distancere sig fra en stigende rente i Europa, besluttedes det i 1963 at lukke U.S.A.-markedet for de fleste udenlandske låntagere gennem indførelse af en særlig renteudligningsskat på lange lån til udlandet. Denne og andre foranstaltninger fik afgørende betydning for udviklingen af

de internationale kapitalmarkeder, idet det skabte et gennembrud for euroobligationsmarkedet; den udenlandske låneoptagning flyttede fra U.S.A. til dette marked for køb og salg af dollarobligationer m.v. uden for U.S.A. - et marked, som ikke var omfattet af renteudligningsskatten. Snart domineredes det internationale obligationsmarked helt af eurolån. Medens det på låntagerside oprindeligt var låntagere fra den offentlige sektor i de forskellige lande, der dominerede, blev virksomhedsemissioner snart sædvanlige - særlig da også amerikanske datterselskaber i udlandet lagde deres finansiering om fra U.S.A. til Europa for at komme uden om renteudligningsskatten, der var gældende til 1973. På långiversiden/placeringsiden fik euromarkederne en ekstra stimulans ved, at en del amerikansk kapital søgte bort fra U.S.A. på grund af det dér siden 1930'erne bestående (men nu ophævede) loft over pengeinstitutternes indlånsrente (den såkaldte "Regulation Q") og ud på de internationale markeder for at opnå et højere afkast.

Man kan derfor sige, at myndighedernes (i dette tilfælde de amerikanske myndigheders) indgreb til regulering af kapitalstrømme mellem U.S.A. og omverdenen direkte har bidraget til fremvæksten af et egentligt internationalt kapitalmarked som euromarkedet. Derudover har mulighederne for at udnytte f.eks. en mere liberal banklovgivning, mere liberale valutabestemmelser, gunstigere skattebestemmelser - eventuelt helt fravær af rammer på disse områder - spillet en væsentlig rolle for den til tider eksplosionsagtige vækst i långivningen på euromarkederne. Det påvirkede kun markedet overgangsvist, da de amerikanske låntagere i 1974, efter renteudligningsskattens ophævelse, trak sig tilbage fra euroobligationsmarkedet samtidig med, at markedet rantes af uroen omkring oliekrisen, valutauroen og den helt ændrede internationale konjunktursituation. Allerede i 1975 var långivningen på euroobligationsmarkedet vokset til det dobbelte af det tidligere rekordniveau fra 1972.

### **Investorerne på euro- markederne**

Oprindeligt synes en stor del af anbringelserne på euromarkederne at være kommet fra enkeltpersoner. Blandt andet peger det forhold, at lånene ofte har været udbudt i temmelig små poster og under medvirken af emissionskonsortier på ofte et meget stort antal banker og kreditinstitutter, i denne retning. På den anden side har også de forskellige landes centralbanker i forholdsvis stort omfang været investorer på euromarkederne. I 1971 blev der indgået en såkaldt "stilstandsoverenskomst" mellem centralbankerne i 10-landegruppen og Schweiz, hvorved disse forpligtede sig til ikke at udvide deres engagement på euromarkederne; overenskomsten har dog fået aftagende betydning gennem årene, fordi centralbankerne i en række industrilande og i udviklingslandene ikke deltager. I de senere år har såkaldte institutionelle investorer som pensionsfonde, forsikringselskaber, investeringsforeninger og finansieringsselskaber m.v. bidraget væsentligt til at for-

syne euromarkederne med kapital. Endelig er en del af placeringerne på euroobligationsmarkederne kommet fra bankerne selv som led i disses transformering af korte indskud fra publikum til lange placeringer, hvorved man også har kunnet drage fordel af den i perioder ret store forskel mellem den korte og den lange rente på euromarkederne.

### **Eurodollars og petrodollars**

I de to perioder i midten af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne, hvor OPEC-landene havde store opsparingsoverskud, som skulle genplaceres i ("recycles" til) de olieimporterende lande, varetog euromarkederne vigtige funktioner i forbindelse hermed. OPEC-landene synes selv kun i forholdsvis ringe udstrækning at have placeret deres overskud i euroobligationer. I stedet havde de øjensynligt præferencer for at holde de akkumulerede overskud som korterevarende indskud i de internationale banker. I midten af 1970'erne var bankernes andel af den internationale kapitalformidlingsvirksomhed derfor også stigende - modsat den senere tids udvikling, hvor OPEC-landene er faldet bort som nettoinvestorer, og denne rolle i stedet domineres af japanske institutionelle investorer, der som skildret i kapitel III har præferencer for placering på værdipapirmarkederne uden om bankerne.

### **Syndikerede eurobanklån m.v.**

De internationale banker slusede de indskud, de modtog fra OPEC-landene, ud på bl.a. euroobligationsmarkederne. Men først og fremmest varetog euromarkederne en vigtig omslutningsfunktion ved at yde mellem- og langfristede banklån til i denne periode især udviklingslandene, men også til OECD-lande m.v. (tidligere den vigtigste låntagerkategori på euromarkederne) og i stigende grad tillige forskellige østlande. Da mange af disse lån var og er så store, at en enkelt bank ikke kan magte dem alene, er der udviklet en praksis, hvor flere banker går sammen og danner et "syndikat", hvorigennem lånet ydes. Man taler derfor i denne forbindelse om "syndikerede eurolån".

### **U-lands-vækst, eurolån og gældskrise**

De private internationale banklån til udviklingslandene var i 1970'erne afgørende for, at udviklingslandene kunne opretholde en økonomisk vækst, der var betydeligt større end væksten i industrilandene. I realiteten kom udviklingslandene derved til at virke som lokomotiv for væksten i industrilandene, der dog af andre grunde blev stærkt reduceret efter den første olieprisomvæltning. Samtidig bidrog denne udvikling imidlertid stærkt til den gældskrise, som mange af udviklingslandene kom i efter den anden olieprisomvæltning - en krise, der igen skabte frygt for stabiliteten i større dele af det internationale finanssystem og som gav anledning til, at de internationale banker nu har nedskåret deres engagementer med udviklingslandene til omkring halvdelen af, hvad de var i 1982 (med kraftig importbegrænsning til følge i de pågældende lande, jfr. kapitel I).



## **En historisk parallel**

Udviklingen på euromarkedene kan ses som led i en global finansiell udvikling, der kan sammenlignes med udviklingen fra slutningen af forrige århundrede og frem til 1. verdenskrig. Denne periode er ofte blevet betegnet som en glansperiode for den internationale finansiering, hvilket igen bidrog væsentligt til den øgede vækst i den internationale handel og i den globale produktion i denne periode. Det var endvidere karakteristisk for denne periode, modsat tiden efter 2. verdenskrig, at der var stor prisstabilitet og kun få valutaproblemer; valutasyttemet og valutakurserne var stabile ( i modsætning til specielt tiden efter 1971/73 ) og fast tilknyttet guld, hvilket igen antoges at virke befordrende for de internationale transaktioner, herunder den internationale investeringsvirksomhed.

## **Dog med helt andre forudsætninger end i dag**

Ved overvejelser over, om udviklingen på de finansielle markeder måske går i retning af genskabelse af forhold, der kan sammenlignes med de her nævnte, må det bl.a. tages i betragtning, at den nævnte periode foruden af høj kapitalmobilitet også var præget af en meget høj arbejdskraftmobilitet, sammenlignet med i dag og i sammenhæng hermed også en meget høj lønfleksibilitet. Derudover var den økonomiske politik i betydeligt omfang indrettet på valutasyttemets/guldfodens opretholdelse, dvs. domineret af eksterne målsætninger, medens der kun i mindre udstrækning blev ført konjunktur- og beskæftigelsespolitik.

## **Kritikken af euro-markederne**

Siden euromarkedernes opståen har der regelmæssigt været udtalt tvivl om markedernes stabilitet og i den forbindelse været udtrykt frygt for en gentagelse af 1930'ernes finanskriser. Der har således været peget på risikoen for, at den mindre eller undertiden helt manglende kontrol med bankernes euromarkedsvirksomhed, de ringere eller manglende kassereservekrav mht. disse aktiviteter etc. skulle føre til en uholdbar (letsindig) ekspansion af disse markeder som led i bankernes bestræbelser på at maksimere deres afkast. Navnlig i euromarkedernes indledende fase blev det endvidere ofte gjort gældende, at der på disse markeder fandt en selvstændig kreditmultiplikatorproces sted, som blev anset for uheldig og for at være en udfordring i forhold til de nationale pengepolitiske myndigheder. Endelig har det f.eks. fra den tyske centralbanks side, medens Bretton Woods-fastkurssystemet endnu var i kraft, ofte været gjort gældende, at bankernes pengepolitik blev undergravet gennem spekulative kapitalbevægelser via euromarkedene. Med den eventuelle nye tilnærmelse, der for tiden sker til et internationalt valutasyttemet med mindre udsving mellem hovedvalutaerne, er dette en kritik, der kan ventes at blive aktuel påny. Men man kan naturligvis diskutere, om en sådan udvikling især skyldes tendensen mod mere stabile valutakurser eller eksistensen af et internationalt penge- og kapitalmarked. Det er den samtidige tilstedeværelse af begge disse forhold, der eventuelt kan undergrave den nationale pengepolitiske selvstændighed også i store åbne økonomier.

Derimod er kritikken vedrørende det andet punkt - en særlig stor kreditskabelsessevne, som også antoges at påvirke mængden af valutarisk likviditet og dermed også at have konsekvenser for valutakursudviklingen - nu i det store og hele forstummet. Det er nu almindeligt anerkendt, at bortset fra den mindre grad af kontrol m.v. på euromarkederne afviger disse markeder ikke i deres funktionsmåde fra andre markeder.

Med hensyn til det første punkt - risikoen for instabilitet på de finansielle markeder som følge af "letsindig" kreditgivning - skal nævnes, at beredskabet mod disse risici, både i BIS-regie og nationalt, nu er så veludviklet, at der næppe er nogen stor risiko for en pludselig katastrofe på disse markeder. De i appendiks 3 omtalte internationale bestræbelser for en bedre overvågning af finansmarkederne (Baselkonkordat m.v.) har netop i høj grad været affødt af diskussionen om udviklingen på euromarkederne. På linie hermed følger f.eks. den tyske centralbank, Bundesbank, nøje udviklingen i euromarkedernes D-mark-sektor. Bank of England har i forbindelse med en reorganisering af tilsynsvirksomheden vedrørende de engelske finansmarkeder tilkendegivet, at man også nøje vil følge og eventuelt rette henstillinger til datterselskaber af udenlandske banker m.v. og om fornødent også vil tage kontakt med moderselskabet og med tilsynsmyndighederne i moderselskabets hjemland. Men som nævnt andetsteds krydses disse tendenser også i nogle tilfælde af tendenser til svækkelse af de nationale tilsynsbestemmelser ud fra ønsker om at stille egne og udenlandske virksomheder lige i den internationale konkurrence.

## APPENDIKS 3

# INTERNATIONALT SAMARBEJDE OM TILSYNET MED DE FINANSIELLE INSTITUTIONER

### Samarbejdet i BIS-regi

#### Basel- konkordatet

Med baggrund i nogle større banksammenbrud i 1973/74 besluttede de centralbanker, der deltager i samarbejdet i Den internationale Betalingsbank BIS i Basel<sup>1</sup>, i 1974 at udbygge samarbejdet gennem udveksling af informationer om banklovgivning og nationale overvågningssystemer i de forskellige lande. Dette, som nu sker gennem den såkaldte Cooke-komité, førte igen til vedtagelser, der er kendt som Basel-konkordatet af 1975, revideret og offentliggjort i 1983. Heri er opstillet (retsligt uforpligtende) anbefalinger for, hvorledes tilsynet med pengeinstitutterne skal foregå.

#### Tilsyn på konsolideret basis

En grundlæggende anbefaling er, at tilsynet skal ske på konsolideret basis, dvs., at man ved vurderingen af et pengeinstituts soliditet m.v. skal slå balancetallene for både moder- og datterselskaber sammen (med eliminerings af transaktioner dem imellem) og derved vurdere bl.a. de risici, en bankkoncern er ude i, og tilstrækkeligheden af egenkapitalen for koncernen som helhed. Som led i konkordatet er ligeledes (siden 1978) fastlagt, hvorledes tilsynsopgaverne i relation til bankkoncerner m.v., der virker i flere lande, skal fordeles mellem myndighederne i hhv. hjemlandet for "moderbanken" og det land, hvori datterselskabet er etableret. Herefter skal kontrollen med overholdelse af likviditetsbestemmelser primært varetages af myndighederne i det land, hvor datterselskabet/filialen befinder sig ("værtslandsprincippet"), medens solvenskontrollen skal ligge hos myndighederne i hjemlandet for moderselskabet ("hjemlandssprincippet")<sup>2</sup>.

#### Hjemlandskon- trol/værtslands- kontrol

- 1) Denne institution, der er oprettet i 1930, omtales ofte kort som "centralbankernes centralbank".
- 2) Det kan være af interesse at sammenholde dette med de principper, der er til drøftelse i EF. Ifølge EF-Kommissionens hvidbog om gennemførelse af det interne marked bør tilsynet med den finansielle sektor styres af princippet om kontrol via de kompetente myndigheder i den medlemsstat, hvor finansinstitutionen har hjemsted. Myndighederne i det land, der er "målet for" tjenesteydelsen, vil i forhold hertil kun komme til at spille en sekundær rolle. Hjemlandsprincippet skal dog især komme til anvendelse, hvad angår tilsynet med "igangværende virksomhed" (til forskel fra egentlig etableringsvirksomhed).  
I U.S.A. gælder, at i den udstrækning, hvori banker fra én stat kan udøve virksomhed i en anden stat, (hvilket med få undtagelser stadig er forbudt i U.S.A.), er det værtsstatens lovgivning, der er gældende for filialen/datterselskabet (jfr. Economic Report of the President 1984 p. 155-56).

**I princippet  
også tilsyn med  
"non-bank  
banks"**

Et andet grundprincip, som er nedfældet i Basel-konkordatet, er, at ingen international bankvirksomhed må være uovervåget, hvorfor også "non-bank banks", derunder holdingselskabskonstruktioner, skal være omfattet af tilsynsbestemmelserne. Medens princippet om tilsyn på konsolideret basis i almindelighed antages at blive efterlevet, menes det at være mere problematisk, om dette andet grundprincip bliver det.

**Andre  
initiativer**

Cooke-komiteen har bl.a. videreført det her nævnte arbejde med analyser og anbefalinger omkring egenkapitalbegrebet, bedømmelsen af likviditet, landerisici og risici vedrørende bankernes transformation af korte indskud til lange kreditter. For tiden arbejdes endvidere specielt også med problemer i forbindelse med den stærke vækst, der er sket i de bankforretninger, som foregår uden for bankbalancerne, inkl. risici i forbindelse med de forskellige former for optioner og futures, jfr. nærmere om disse begreber i kapitel III.

**EF-direktiver m.v.**

**De tidlige  
direktiver om  
kredit-  
institutterne:  
etableringsret  
og ramme-  
betingelser**

I forlængelse af EF's direktiv fra 1973 om fri etableringsret for kreditinstitutioner gennemførtes i 1977 det såkaldte 1. samordningsdirektiv ("harmoniseringsdirektivet") om udøvelsen af kreditinstitutternes virksomhed. Udover at gøre den frie etableringsret effektiv - for Danmarks vedkommende dog med midlertidig dispensation på realkreditområdet - fastsatte dette direktiv bl.a. rammebetingelser for en harmonisering af medlemsstaternes tilsyn med pengeinstitutter. I 1983 skete en konkretisering af 1977-direktivet gennem udstedelse af et direktiv om tilsyn med kreditinstitutter på konsolideret basis. Endvidere er gennemført et direktiv om kollektive investeringer i værdipapirer (beskyttelse af medlemmer af investeringsforeninger m.v.), og der er fremsat forslag til direktiv om omorganisering og likvidation af kreditinstitutter. Under udarbejdelse er direktivforslag hhv. om harmonisering af begrebet egenkapital, årsregnskaber, bankers store engagementer samt garantiordninger for indskud i pengeinstitutterne. Der er endvidere planer om oprettelse af en dokumentationscentral til oplysning om enkelte låntageres gældssituation.

**Nyere  
direktiver og  
direktivforslag**

**Direktiv-  
forslaget vedr.  
realkredit**

Et direktivforslag om fri etableringsret og fri udveksling af tjenesteydelser på realkreditområdet, som EF-Kommissionen har fremlagt i 1985, forventes iflg. hvidbogen om det indre marked, vedtaget i Rådet i 1988. Forslaget rummer ikke nogen harmonisering af tilsynsbestemmelser m.v. vedr. realkreditinstitutioner, men har til formål nu at gøre den frie etableringsret på realkreditområdet effektiv gennem en gensidig anerkendelse af de finansierings- og refinansieringsformer, der tillades i de forskellige medlemslande. Der vil herunder ske ophævelse

af det behovsprøvelseskriterium, som hidtil har været praktiseret i Danmark, når der har været ønsket om at oprette en ny realkreditinstitution. De nye regler ventes at træde i kraft i 1989.

### **Direktiver om forsikringsvirksomhed**

Ved EF-direktiverne om forsikringsvirksomhed er dels statueret etableringsfrihed inden for skades- og livsforsikringsvirksomhed m.v., dels fastlagt visse retningslinier for udøvelsen af forsikringsselskabernes virksomhed og tilsynet hermed. Det forudsættes således, at et forsikringsselskab for at drive virksomhed skal have et vist kapitalgrundlag (en vis solvensmargin) afhængigt af hvilken type forsikringsvirksomhed, der er tale om. Det er pålagt medlemslandene ikke at fastsætte regler for placering af midler, der ikke medgår til dækning af såkaldt tekniske reserver, dvs. reserver, som skal være til stede for at dække de forsikringsmæssige forpligtelser. Dette krav menes dog ikke at være til hinder for, at der konkret kan skrives ind over for anbringelse af "frie midler", hvis der skønnes at være fare for, at anbringelsen kan true et selskabs soliditet eller likviditet.

### **Forsikringsmarkederne stadig delvist lukkede; men intentionen er et énhedsmarked**

Selv om der i EF-direktiverne er statueret etableringsfrihed og foregår en vis koordinering af tilsynsvirksomheden på området med henblik på at lette udøvelsen af etableringsretten, er der endnu ikke i EF gennemført et fælles forsikringsmarked med fri udveksling af forsikringsydelser over landegrænserne. Livsforsikring og væsentlige dele af skadesforsikring er fortsat nationalt lukkede markeder<sup>3</sup>. Det indgår imidlertid som et væsentligt led i planerne for gennemførelsen af det indre marked i EF også at etablere et finansielt énheidsmarked på forsikringsområdet. I forbindelse hermed ventes i nær fremtid vedtaget et direktiv, som nøje angiver den rolle, de forskellige tilsynsmyndigheder skal spille i forbindelse med transaktioner på tværs af landegrænserne.

### **Retsskabelse gennem EF-domstolen**

Det skal endelig nævnes, at der også finder en vigtig retsskabelse sted gennem de domme, som afsiges af EF-domstolen. I nær fremtid ventes på forsikringsområdet afsagt en dom, som vil få afgørende betydning for spørgsmålet om hjemlandskontrol eller værtslandskontrol i tilsynet med de finansielle institutioner.

3) EF's 1. kapitaldirektiv af 11. maj 1960 liberaliserer dog kapitalbevægelserne i forbindelse med præmiebetalinger og udbetaling af forsikringsydelser med hensyn til alle former for forsikring.



## Anvendt litteratur:

Akhtar, M.A., 'Financial Innovations and their Implications for Monetary Policy: An International Perspective', *BIS Economic Papers*, no. 9, Basel: Bank for International Settlements (BIS), december 1983.

Balling, Morten, *National pengepolitik i en international økonomi*, Den Danske Provinsbank A/S, 1973.

Bank of England, *Quarterly Bulletin*, London: Bank of England, september 1983, marts 1984, september og december 1985, juni 1986.

Bank for International Settlements (BIS), *Annual Report*, 1984-85 og 1985-86, Basel: BIS, 1985 og 1986.

Bank for International Settlements (BIS), Monetary and Economic Department, *Changes in Money-Market Instruments and Procedures: Objectives and Implications*, Basel: BIS, marts 1986.

Bank for International Settlements (BIS), Monetary and Economic Department, *Financial Innovation and Monetary Policy*, Basel: BIS, marts 1984.

Bank for International Settlements (BIS), *Recent Innovations in International Banking*, ("Cross-rapporten"), Basel: BIS, 1986.

Bank for International Settlements (BIS), Committee on Banking Regulation and Supervisory Practices, *The Management of Banks' Off-Balance-Sheet Exposures: A Supervisory Perspective*, Basel: BIS, stencilret notat, marts 1986.

Bryant, Ralph C., 'International Financial Intermediation: Underlying Trends and Implications for Government Policies', I *Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and the West*. Suzuki, Yoshio og Yomo Hiroshi (red.), University of Tokyo Press, 1986, pp. 135-181.

Department of Trade and Industry, *Financial Services in the United Kingdom: A New Framework for Investor Protection*, London: H.M.S.O., 1985, (Cmnd. 9432).

Deutsche Bundesbank, *Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1985*, og *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, januar og april 1985*, Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank

Deutsche Bundesbank, *Internationale Organisationen und Abkommen im Bereich von Wahrung und Wirtschaft*, satryk nr. 3, Frankfurt: Deutsche Bundesbank, 1986.

EF-Kommissionen, *Gennemforelse af Det interne Marked*, Hvidbog fra EF-kommissionen til Det europaiske Rad, Bruxelles: EF-Kommissionen, juni 1985.

EF-Kommissionen, *Indledende Situationsrapport fra Kommissionen til Radet og Europaparlamentet om Gennemforelsen af Kommissionens Hvidbog om Virkeliggorelse af Det Interne Marked*, Bruxelles: EF-Kommissionen, den 24. juni 1986.

Eskesen, Lars, Flemming Dalby Jensen, Elsebeth Rygner og Ole Zacchi, *Finansielle institutioner og markeder*, 2. udg., Kobenhavn: Jurist- og konomforbundets Forlag, 1984.

Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, Vol. 9(4) og vol. 10(4), New York: Federal Reserve Bank, 1984 og 1985.

Federal Reserve Bank of St. Louis, *Financial Innovations. Their Impact on Monetary Policy and Financial Markets*, Boston, Mass.: Federal Reserve Bank of St. Louis, 1984.

Frankel A. B., 'Interest Rate Futures: An Innovation in Financial Techniques for the Management of Risk', *BIS Economic Papers*, no. 12, Basel: Bank for International Settlements (BIS), september 1984.

Germany, J.D. og J.E. Morton, 'Financial Innovation and Deregulation in Foreign Industrial Countries', *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 71, 1985, pp. 743-753.

Hester, Donald D., 'Monetary Policy in an Evolutionary Disequilibrium', I *Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and the West*, Suzuki, Yoshio og Yomo Hiroshi (red.), University of Tokyo Press, 1986, pp. 241-285.

Isachsen, Arne Jon, 'Finansielle innovasjoner, ressursallokering og konomisk styring', *Sosialkonomen*, nr. 8, 1986, pp. 11-16.

Kaufman, G.G. m.fl., 'Consequences of Deregulation for Commercial Banking', *Journal of Finance*, Vol. 39, 1984, pp. 789-805.

Merrick, J.J. og A. Saunders, 'Bank Regulation and Monetary Policy', *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 17, 1985, pp. 691-717.



Mikkelsen, R., 'Brancheglidning på kapitalmarkedet', *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, Årgang 123, 1985, pp. 20-31.

Morse, Jeremy, 'Do we know where we're going?', *The 1985 Per Jacobsson Lecture*, The Per Jacobsson Foundation, IMF, 1985, ISSN 0252-3108.

Norges Bank, 'Kredittilsynet - bakgrunn, oppgaver og organisasjon', *Penger og Kreditt* (Norges Banks Kvartalsskrift), nr. 2, 1986, pp. 195-199.

Norges Bank, 'Internasjonale finansmarkeder', *Penger og Kreditt* (Norges Banks Kvartalsskrift), nr. 3, 1986, pp. 265-273.

Norges Offentlige Utredninger (NOU), '*Konkurrencen på finansmarkedet*', NOU, 1986:5, Oslo, 1986.

Silber, W.L. (red.), *Financial Innovation*, Lexington, Mass: Lexington Books, 1975.

Statens offentliga utredningar (SOU), 'Kapitalmarknader utomlands', Bilag 1 til *Kapitalmarknaden i svensk ekonomi*, SOU 1978:12, Stockholm, 1978.

Suzuki, Yoshio og Yomo Hiroshi (red.), *Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and the West*, University of Tokyo Press, 1986.

Vastrup, C., 'Kredittationering som pengepolitisk instrument', *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, Årgang 122, 1984, pp. 454-461.

White og Vittas, 'Barriers in International Banking', *Lloyds Bank Review*, juli 1986.

Derudover er bl.a. anvendt *Fagskrift for Bankvæsen*, *Sparekassen*, diverse årgange, samt beretninger fra Tilsynet med Banker og Sparekasser, Forsikringstilsynet, Tilsynet med Realkreditinstitutter, Realkreditrådet m.v.



# ENGLISH SUMMARY

## The international outlook, chapter I

According to the report the outlook for the international economic growth remains quite moderate. The steep fall in oil prices and the generally weak commodity prices provide a net stimulus to the growth of the OECD-countries, but this stimulus is considered to be temporary and is expected to peter out during 1987. The positive impacts of the widespread decline in the nominal rates of interest on the rate of growth seem to be limited due to the probably more stable real rates of interest to be expected.

The marked decline in the value of the US dollar restrains the growth of exports of other OECD-countries, especially Japan.

Fiscal policy is now tightened in the U.S.A. and generally remains restrictive in the other OECD-countries. The LDC debt problem continues to exert a severe downward pressure on demand and growth in several LDCs.

Growth has been slowing down in the U.S.A. due to the still deteriorating external balance and the fiscal tightening. In Japan growth is slow due to decreasing net external demand caused by the slowdown in the U.S.A. and the sharp revaluation of the yen. In Germany domestic demand and growth have been strong since the late spring primarily due to the considerable improvement in the terms of trade. However, some slowdown is expected for Germany too during 1987 due mainly to the one-time character of the terms-of-trade improvement and to the weak growth of German export markets.

If the larger OECD-countries with large current account surpluses and low inflation, notably Japan and Germany, do not alter their policies towards a more expansionary stance, growth in the OECD-area as a whole is expected to slow down from its current level at about 3 per cent annual rate to about 1½-2 per cent annual rate at the end of 1987, as the positive effects of the oil price decline vanish.

Inflation has declined considerably in the OECD-area mainly due to the fall in oil prices and other commodity prices, but wage-inflation is still running at an annual rate of 4-5 per cent.

## **The economic development in Denmark, chapter II**

As shown in the summary table of short-term developments and prospects in Denmark, the very strong expansion of domestic demand, especially private consumption and private investments, continued in 1986. The result has been a large increase in employment, a decrease in unemployment from 9,0 per cent in 1985 to 7,6 per cent in 1986, but at the same time a further deterioration of the balance of payments, which is now showing a deficit corresponding to 5 per cent of GDP. GDP is expected to increase by around 2¾ per cent in 1986.

This development is expected to change significantly in 1987. The slow growth abroad combined with a tightening of fiscal policy in several rounds during the last year in Denmark, a declining international wage competitiveness and a discontinuance of autonomous growth of private consumption and private investments will according to the forecast result in a decrease in the demand for Danish goods and services, and GDP is expected to fall by ½ per cent in 1987. Unemployment is expected to rise almost back to the 1985-level of 9 per cent, while the current account will improve significantly to a deficit of around 2¼ per cent of GDP.

Assuming limited expansionary contributions from the international economy, this trend is expected to continue in 1988. Unemployment may increase to more than 10 per cent, while the balance of payments deficit may fall to less than 1 per cent of GDP. However, the substantial uncertainty which is attached to the 1988 forecast in particular should be emphasized.

The outlined scenario reflects that the Danish problem of economic disequilibrium continues to exist. The improvement of the balance of payments in the forecast for 1987 and 1988 is accompanied by an increase in unemployment.

The international wage competitiveness of the Danish economy has been influenced by two opposing tendencies from 1983 to 1986.

Despite the significant increase in the demand for labour, in particular in 1985 and 1986, average wage increases in Denmark have been somewhat below the level abroad. In the same period, however, the fixed exchange rate for the Danish Krone against the ECU has caused a significant appreciation of the Krone in effective terms due to the depreciations of the Dollar, the Swedish Krone, the Norwegian Kro-

Summary table: Short-term prospects for the Danish economy

	1986		1986		Percentage changes	
	Current prices	Per cent	1986	1987	1987	1988
	Bill. D.Kr.	of GDP			in volume terms	
Private consumption	365,2	55,0	4,0	- 0,8	- 0,2	
Public consumption	169,9	25,6	- 0,4	1,0	1,0	
Gross fixed capital formation	139,8	21,1	11,3	-11,1	- 6,2	
of which:						
Private residential investment	31,4	4,7	10,0	-20,0	0,0	
Business fixed investment	87,2	13,1	14,5	- 9,4	-11,7	
Public investments	13,0	2,0	- 4,0	- 0,5	15,6	
Stockbuilding	8,2	1,2	0,3 <sup>a</sup>	- 0,9 <sup>a</sup>	- 0,5 <sup>a</sup>	
Total domestic demand	661,9	99,7	4,6	- 3,2	- 1,8	
Exports of goods and services	218,4	32,9	2,3	2,4	2,4	
Imports of goods and services	216,6	32,6	7,6	- 4,8	- 1,3	
GDP	663,9	100,0	2,7	- 0,5	- 0,3	
<b>Memorandum items</b>						
Consumer prices <sup>b</sup> , percentage change			3,7	3,2	3,0	
Unemployment, percentage <sup>c</sup>			7,6	8,8	10,4	
Current account, US\$ billion			- 4,1	- 2,1	- 0,6	
Current account, per cent of GDP			- 5,0	- 2,2	- 0,6	
Hourly wage earnings, percentage change			4,6	5,5	3,5	
Terms of trade, percentage change			3,4	0,6	0,2	

a) Weighted contribution to GDP-growth.

b) Implicit consumption deflator.

c) In per cent of total labour force.

Source: Own estimates.

ne and Sterling. The combined result of the wage moderation and the appreciation of the Danish Krone has been an almost unchanged level of international wage competitiveness in 1986 relative to 1983. In 1987 a deterioration of wage-competitiveness of around 4½ percent is expected. The reduction of the institutionally fixed weekly working hours from 40 to 39 taking place at the end of 1986 with full wage compensation will contribute to this development.

Consumer prices are expected to increase by around 3¾ per cent in 1986, primarily because of higher indirect taxes on energy, and by around 3 per cent in 1987 and 1988.

### **De-specialisation in the financial sector and other innovations on financial markets, chapter III**

In compliance with a request from a standing committee of the Folketing (the Danish parliament), the main purpose of this chapter is to analyse the consequences for monetary policy of the blurring of the border lines between different segments of the financial markets. However, because of a close connection with other aspects of the present financial developments a broader approach has been chosen.

As a point of departure the analysis enumerates some of the characteristics of the recent development on the financial markets:

- stronger internationalisation
- blurring of the traditional border lines
- financial innovations
- stronger competition both internationally and nationally between different categories of financial institutions.

Among the reasons for this development are the large fluctuations in interest rates and exchange rates as well as the high level of interest rates following the first oil price shock in 1973. These conditions have increased the incentives to develop new instruments, that enable separate pricing of market and credit risks, e.g. options and futures. At the same time national regulations in many cases have produced an incentive to introduce new products and new markets (in order to avoid the regulations). Finally, modern technology has contributed to the development.

Although the development in this field until now has been fairly modest in Denmark, it is expected that the internationalisation and the introduction of new financial products will increase in the future. The efforts to accomplish the internal market also with respect to fi-

nancial services within the European Community will support these tendencies.

Intensified competition is likely to follow from "de-specialisation" and other innovations in the financial sector but not without qualifications. Yet, according to the report, competition can be achieved by means of the public supervision of the sector. A more intensive competition is considered to be an advantage to the society because of the combined effect of a larger supply of services and of lower prices. It is, though, a major prerequisite that more intensive competition does not stake the stability of the system of payments.

The implications for monetary policy are considered to be fairly limited. Increased international mobility of capital tends to diminish the autonomy of Danish monetary policy, but not to a degree where it is impossible to choose an interest level significantly different from the level abroad in certain situations. At the same time the blurring of border lines limits the possibilities of using credit rationing and other forms of selective control of credits as an instrument of monetary policy. However, the Danish experience from the 1970's is that the effects of such measures are limited and uncertain and that the most certain effect is a higher interest rate. At the same time, the lack of competition in the financial sector reduces efficiency and increases profits.

Therefore, targeting the rates of interest is the most preferable way of conducting monetary policy in a Danish context. At the same time, more intensive competition will improve the efficiency of this kind of monetary policy and make quantitative regulations less attractive.

Internationalisation may lead to higher levels of risk concentration and enhance collapses in the financial sector. Such collapses will easily spread across national borders and may, if it comes to the worst, have negative effects on the international business cycle.

Both prudency policies, tax laws and the degree of public supervision vary strongly among nations, and in certain aspects the present development is very much like the competition on flags of convenience in shipping. The need for more intensive international cooperation between the different national authorities as well as for international minimum norms with respect to prudency policies and public supervision are stressed.

The Danish regulations are considered to be among the most strict in the world. This means that the risk of a financial collapse in Denmark is probably very low compared to other countries. Hence, from

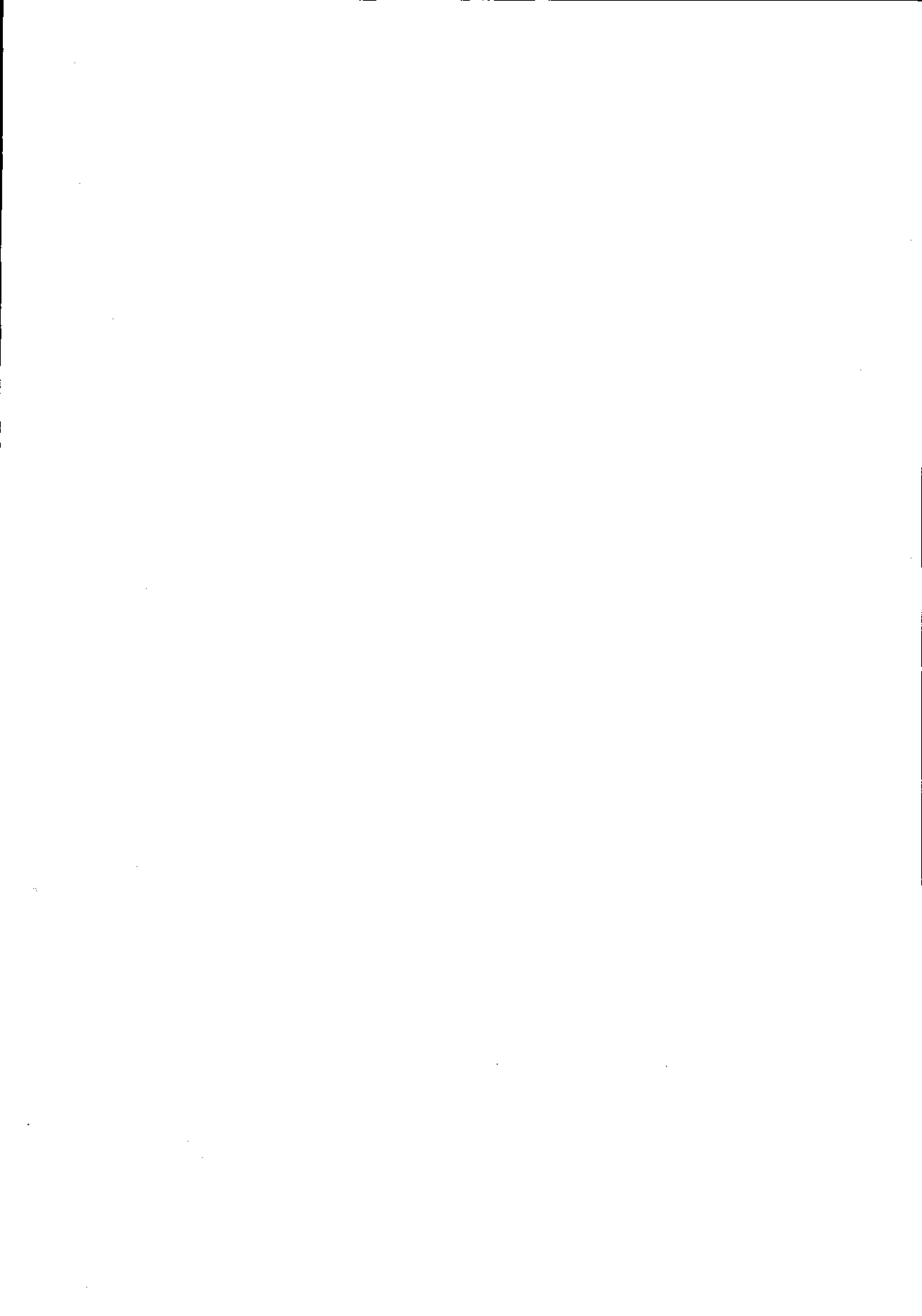
a Danish point of view, the potential negative effects of internationalisation and innovations are the possibility of financial crises in other countries spreading to Denmark and the risk of Danish financial institutions losing market shares to foreign institutions.

The present developments in the financial markets have led to considerations about the ways in which supervision of the financial sector should be organised. Should there be an institutional specialisation or not? According to the report, the answer to this must depend i.a. on the basic principles chosen with respect to the content of the legislation. Two main principles are mentioned, one based on the fixing of detailed rules for liquidity and placements etc., the other seeking to safeguard investors and other clients of the financial institutions primarily through regulations of the size of the equity capital and reserves of the institutions.

Development in other countries seems to go in the direction of supervision by functions rather than by traditional institutional borderlines. Besides, as a rule the central bank is participating in the supervision (but not so in Denmark).

Finally, the increased possibilities of international tax evasion following the internationalisation are stressed. Therefore a tax system adjusted to this situation with few restrictions on capital mobility is called for and a direct expenditure tax is mentioned as a potential candidate.







34. Dansk økonomi, november 1978. Konjunktursituationen. Produktivitetsstigninger, arbejdsløshed og reeløkonomisk råderum. Arbejdsløshed og dagpengeregler. Arbejdstidsforkortelse som instrument i konjunkturpolitikken. 25 kr.
35. Dansk økonomi, maj 1979. Konjunkturtendenserne. Blokeringer og løsningsmuligheder i den økonomiske politik. International valutapolitik - EMS. 27,50 kr.
36. Dansk økonomi, september 1979. Konjunktursituationen. 18 kr.
37. Dansk økonomi og energiproblemerne, juni 1980. 30 kr.
38. Dansk økonomi, december 1980. Konjunktursituationen. Langtidsperspektiver. 25 kr.
39. Dansk økonomi, maj 1981. Konjunktursituationen. Indtjenings- og investeringssituationen i industri og landbrug. Muligheder for at stimulere erhvervsinvesteringerne. Livsindkomstopgørelser for 1980. 30 kr.
40. Dansk økonomi, november 1981. Konjunktursituationen. Underskuddet på statsfinanserne. Investeringer, inflation, skat og rente. 30 kr.
41. Dansk økonomi, maj 1982. Konjunktursituationen. Konkurrenceevnepolitik, efterspørgseldrejning og investeringskrise. Arbejdsløshed og arbejdstid. Summary in English. 35 kr.
42. Dansk økonomi, oktober 1982. Konjunktursituationen. Investeringskrisen og underskuddet på statsfinanserne. Indkomstpoltik og valutakurspolitik - eller kun indkomstpoltik? Summary in English. 30 kr. (Udsolgt).
43. Dansk økonomi, maj 1983. Konjunktursituationen og nogle langsigtede internationale udviklingstendenser. Perspektivanalyse for arbejdsmarkedet. English Summary. 35 kr.
44. Dansk økonomi, december 1983. Konjunktursituationen. Den økonomiske politik i Danmark og nogle andre små, åbne økonomier. Fremskrivninger. English summary. 35 kr.
45. Dansk økonomi, maj 1984. Konjunktursituationen i udlandet og i Danmark. Kapital, arbejdskraft og teknologi i udenrigshandelen. Ændrede landbrugsperspektiver. English Summary. 35 kr.
46. Dansk økonomi, november 1984. Konjunktursituationen i Danmark og i udlandet. Dollar-kursen. Hvorfor bremser man i Vest-europa? Foran en apprecieringsproces for kronen. En 2 pct's lønramme. Reducerede arbejdsgiverafgifter. Andre fremskrivninger. English Summary. 35 kr.
47. Dansk økonomi, september 1985. Dansk pengepolitik under forvandling. En strukturrapport udarbejdet efter anmodning fra folketingets politisk-økonomiske udvalg. With an English Summary. 90 kr.
48. Dansk økonomi, december 1985. Konjunkturudviklingen - internationalt og i Danmark. Risikofaktorer i den internationale økonomi. Konkurrenceevnen under pres. Privatforbruget og betalingsbalancen. English Summary. 52 kr.
49. Dansk økonomi, maj 1986. Konjunktursituationen. Aspekter af den økonomiske fordeling. Pensionsreformplanerne. Balanceproblemer og fordeling i de kommende år. English Summary. 60 kr.
50. Dansk økonomi, november 1986. Den internationale konjunktursituation. Konjunktursituationen i Danmark. Brancheledning og andre innovationer på de finansielle markeder. English Summary. 60 kr.

Danske Boghandleres Kommisionsanstalt

Pris: 60 kr. inkl. moms  
ISBN 87-89027-01-9

Tryk: Notex · Grafisk Service Center · as