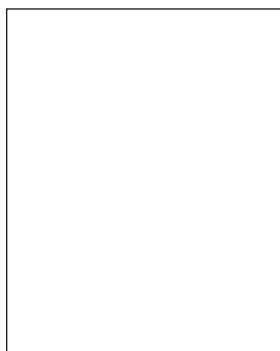


Danske finansielle virksomheder og ØMU'en

– konsekvenser på investeringsmuligheder og tilpasningsomkostninger

af cand. oecon. **Morten Spangsbjerg**, Codan Bank



Morten Spangsbjerg

Denne artikel beskriver overvejelser omkring finansielle virksomheders – herunder forsikringssekskabers – investeringsbeslutninger i relation til ØMU'ens igangsætning d. 1. januar 1999. I artiklen belyses bl.a. aspekter omkring udviklingen i investeringsmulighederne og disses afkast, mulige konsekvenser af Danmarks særstilling i ØMU'en, og faktorer der kan være relevante at overveje i forbindelse med virksomhedens forberedelse til ØMU'en.

Nogle af de berørte emner vil være specielt relevante for pengeinstitutter. Dette har dog indirekte relevans for flere danske forsikringsvirksomheder grundet koncernsammensætningen, hvor banker og forsikringssekskaber findes under samme tag.

Finansielle virksomheders investeringsproblematik

Som for enhver anden kommerciel virksomhed drejer det sig i hverdagen om at skabe det bedst mulige resultat. For finansielle virksomheder, som ikke har nogen egentlig vareproduktion, men nærmere et udbud af diverse tjenesteydelser, er produktivitetsbegrebet stadig relevant. Målsætningen er stadig at kunne levere ét eller flere produkter, som kan tilfredsstille kunden bedst muligt, samtidig med at omkostningerne herved ikke bevirker, at konkurrenter overtager markedsandele. I modsætning til mange andre virksomheder gælder der dog for finansielle virksomheder, at disse

oftest har en større mængde likviditet, som skal forrentes bedst muligt. Endvidere skal den størst mulige del af egenkapitalen helst forrentes. Finansielle virksomheder har altså det karakteristika, at forrentningen af likvid kapital udgør en stor del af det primære indtjeningsgrundlag. Dette faktum bevirker, at disse virksomheder er mere direkte afhængige af de finansielle investeringsmuligheder og afkastene herpå, end det f.eks. er tilfældet for fremstillings- og produktionsvirksomheder.

Banker og forsikringssekskaber har selvfølgelig andre indtjeningsmuligheder end blot afkastet på den likvide kapitalbeholdning. De skal da heller ikke uden overvejelser blot

Boks 1: Forberedelsen af ØMU'en i hovedtræk

Juni 1988:	Delors-komiteén nedsættes
April 1989:	Komiteén fremlægger sin redegørelse
1. juli 1990:	Første fase igangsættes
December 1990	Regeringskonference åbner under italiensk formandsskab
Februar 1992:	EU-traktaten underskrives i Maastricht, Holland
2. juni 1992:	Danmark stemmer nej til traktaten
18. maj 1993:	Danmark ratificerer Maastricht-traktaten ved godkendelse af de fire forbehold i Edingburghaftalen
1. november 1993:	Maastricht-traktaten træder i kraft
1. januar 1994:	Anden fase igangsættes
Senest d. 1/1-1999:	Tredje fase starter
1. juli 2002:	Euro bliver eneste gyldigt betalingsmiddel i ØMU-zonen

forsøge at forrente egenkapital bedst muligt. Der skal eksempelvis være plads til diverse tab, o. lign. Ikke desto mindre taler man for øjeblikket om overpolstring af disse virksomheders økonomiske "stødpuder", dvs. om en meget høj solvensgrad. Denne tendens er dog nem at forholde sig til, set i lyset af oplevelserne i starten af 90'erne, hvor de finansielle virksomheder var under økonomisk pres og ikke på samme måde var i stand til at klare en økonomisk krise.

De højere solvenstal giver selvsagt et større behov for rentable investeringsalternativer. For banker forstærkes dette behov af faldende renteindtægter på kundesiden, som det er set de seneste år. Det er derfor indlysende, at de finansielle virksomheder gør sig overvejelser om de eksisterende såvel som de kommende investeringsmuligheder, og ikke mindst deres potentielle afkast.

Én af de faktorer, som må forventes at have indflydelse herpå, er etableringen af den Økonomiske og Monetære Union, ØMU'en, hvis 3. fase forventes at træde i kraft d. 1/1-1999. Dette ses næsten dagligt i dagspressen, hvor forventninger og spekulationer ofte præger billedet. For at de mulige konsekvenser af ØMU'en kan diskuteres, bør dennes indhold dog belyses.

Den Økonomiske og Monetære Union

ØMU'en tager udgangspunkt i fordelene ved en stabilitetsorienteret økonomisk og monetær politik. Formålet med ØMU'en er ifølge Maastricht-traktaten "at fremme en harmonisk og afbalanceret udvikling af den økonomiske virksomhed i Fællesskabet som helhed, en bæredygtig og ikke-inflatorisk vækst, som respekterer miljøet, en høj grad af konvergens mht. de økonomiske resultater, et højt beskæftigelsesniveau, et højt socialt beskyttelsesniveau, højnelse af levestandarden og livskvaliteten, økonomisk og social samhørighed, samt solidaritet mellem medlemsstaterne". Idéen er, at disse målsætninger kan opnås gennem den globale velfærdsgevinst, der ligger i en elimineret valutakursusikkerhed som følge af en fælles valuta. Velfærdsgevinsten forventes således at opstå som følge af en øget samhandel medlemslandene imellem.

Idéen om en økonomisk og monetær union strækker sig flere år tilbage. Den egentlige forberedelse kan dog siges at være en følge af ændringen i Rom-traktaten i 1987, som det følgende år resulterede i nedsættelsen af den såkaldte Delors-komité. Komiteén, som i foråret 1989 fremlagde sin rapport om den mo-

netære union indeholdt en plan, som bestod af tre faser. Første fase blev igangsat i 1990, hvilket indebar at deltagerlandene ophævede alle forbud mod ind- og udførsel af kapital. Samtidig skulle det pengepolitiske og generelle økonomisk-politiske samarbejde styrkes. Samme år indledtes en regeringskonference med henblik på at fastlægge det traktatmæssige indhold af de efterfølgende faser. Dette blev færdiggjort i slutningen af 1991 og fremlægges efterfølgende i Maastricht, Holland. Traktaten underskrives samme sted i februar 1992 og kan nu ratificeres i medlemslandene.

Som bekendt forkastes traktaten i Danmark i sommeren 1992, hvilket danner grundlaget for ét af de 4 danske forbehold, som vedtages gennem den såkaldte Edinburgh-aftale. Danmarks nej i afstemningen om Maastricht-aftalen bevirker, at der fra dansk side indtil videre ikke vil være deltagelse i 3. fase af ØMU'en. Danmark deltager dog alligevel i 2. fase, som træder i kraft 1/1-1994. Denne fase omhandler landenes forberedelser til ØMU'ens igangsætning, hvilket i praksis vil sige at perioden frem til 1. januar 1999 skal bruges til at få landene til at overholde de såkaldte konvergenskriterier. Samtidig oprettes det Europæiske Monetære Institut, som er en forløber for det Europæiske System af Centralbanker.

Konvergenskriterierne

For at kvalificeres til 3. fase af ØMU'en skal deltagerlandene opfylde følgende krav:

- 1) Det offentlige budgetunderskud må ikke overstige 3% af landets bruttonationalindkomst (BNP).
- 2) Den samlede offentlige gæld må ikke overstige 60% af BNP.
- 3) Gennemsnittet af inflationen over en étårig periode må højst ligge 1½ %-point over inflationen i de tre lande, som har lavest inflation.
- 4) Gennemsnittet af den lange rente på statsobligationer eller tilsvarende må over en ét-årig periode højst ligge 2%-point over renten i de tre lande, som har den laveste inflation.
- 5) Deltagerlandene skal have overholdt de normale udsvingsgrænser inden for det eksisterende valutasamarbejde, EMS, i mindst 2 år uden alvorlige spændinger, herunder devaluering på eget initiativ.

Til konvergenskriterierne bør bemærkes følgende: De to første krav skal fortsat overholdes efter 3. fases igangsætning. Der er dog mulighed for at slække på disse kriterier, idet Maastricht-traktaten siger, at manglende opfyldelse af kravene er tilladt, hvis blot underskud og offentlig gæld har været så kraftigt faldende i en periode, at det må forventes at landene kan overholde kriterierne inden for en rimelig tidshorisont. Som bekendt har denne "gummiparagraf" givet anledning til megen diskussion blandt de deltagende parter, idet flere lande sandsynligvis ikke umiddelbart kan opfylde den strenge fortolkning af kravene.

De sidste 3 krav er indført som supplerende forhold, der skal tages hensyn til ved vurderingen af, om et land opfylder de to første krav. De fleste lande opfylder for øjeblikket ikke alle 5 kriterier. Dette er kun tilfældet for Finland og Luxembourg. De fleste lande har problemer med gældskriteriet. Danmark, Holland, Belgien, Irland, Østrig Portugal og Spanien mangler kun at opfylde dette krav for at kvalificere sig til ØMU'en. Frankrig og Tyskland vil sandsynligvis opfylde alle kravene i løbet af 1997.

3. fase – introduktion af euroen

3. fase af den Økonomiske og Monetære Union forventes som nævnt at træde i kraft d. 1. januar 1999. Dette blev besluttet på EU-topmødet i Madrid i 1995. Her blev det endvidere bestemt, at så snart der foreligger påli-

delige tal for, hvordan de enkelte landes økonomier har udviklet sig i løbet af 1997, skal der tages stilling til hvilke lande, der kan deltage i den fælles mønt. Ved indgangen af 1999 fastlåses deltagerlandenes nationale valutaer uigenkaldeligt overfor hinanden. Samtidig markeres starten på brugen af "euro" som gyldigt betalingsmiddel. Frem til 1. juli 2002 udskiftes løbende de nationale valutaer med euro, hvilket i praksis sker på samme måde, som når gamle mønter og sedler udskiftes af Nationalbanken. Efter d. 1. juli 2002 vil eneste gyldige betalingsmiddel for ØMU-landene være euro. For lande, der ikke deltager i ØMU'en vil der blive indført en ny valutakursmekanisme, ERM 2, der skal sikre en høj grad af stabilitet mellem euro-området og landene udenfor. Princippet vil være det samme som i den gamle mekanisme, ERM, nemlig baseret på centralkurser mellem euro og den pågældende valuta, samt et udsvingsbånd omkring centralkurserne. Forskellen på ERM 1 og 2 er blot at udsvingsbåndene fastlægges bilateralt mellem euro og f.eks. kronen, mens ERM baserede båndene på en kurv af valutaer. ERM 2 kan således benævnes "ankeret" eller "navet" i det nye EMS-hjul.

Danmarks placering i den monetære union er som nævnt i første omgang begrænset til at være "tilhænger" pga. forbeholdet omtalt ovenfor. Der er dog allerede udtrykt ønske – både fra regeringens og Nationalbankens side – om at fastlåse kronen i et snævert bånd til euro'en. Dette er således en fortsættelse af den nuværende monetære politik, der har som hovedformål at holde en fast valutakurs overfor de europæiske kernevalutaer. For tiden er udsvingsgrænsen i ERM 15% til hver side af centralkursen, en følge af valutakrisen i 1992/'93. Dette vil sandsynligvis også være tilfældet i ERM 2, dog med mulighed for snævrere udsvingsbånd for lande med god økonomisk konvergens. Danmark vil sandsynligvis tiltræde en sådan aftale, både pga. dansk økonomi's tilstand, men også fordi Nationalbanken

i øjeblikket *de facto* opererer med langt snævrere udsvingsbånd end de officielle. Formålet med at fastholde valutakursen i et snævert bånd under ERM 2 er bl.a. at markere, at Danmark ikke deltager i ØMU'en grundet økonomiske forhold, men kun pga. en politisk beslutning. Dette signal kan øge udenlandske investorerers tillid til Danmark, hvilket kan forventes at understøtte et lavere renteniveau og dermed mere positive vækstforhold.

Flere ØMU-scenarier – flere rentescenarier

Hvad der vil ske med renteniveauet efter igangsætningen af ØMU'ens tredje fase er usikkert og afhænger af flere faktorer. En væsentlig faktor er, hvorledes de finansielle markeder vurderer euroens stabilitet, dvs. den Europæiske Centralbanks troværdighed. Det er blevet sagt, at denne afhænger af hvilke lande, der skal deltage fra starten. For at belyse dette kan der opstilles følgende scenarier:

- 1) Euro'en bliver "hård" – kun de europæiske kernelande deltager.
- 2) Euro'en bliver "blød" – foruden kernelandene deltager lande som Spanien, Italien og Portugal.

Herudover findes også muligheden for, at tredje fase ikke sættes igang, eller at samarbejdet bryder sammen kort tid efter starten.

Sidstnævnte vil efter al sandsynlighed føre til højere renter og dermed færre investeringer. Hermed forringes økonomiens tilstand og grundlaget for den økonomiske vækst. De højere renter vil være en konsekvens af uro på de finansielle markeder, der vil reagere på det europæiske samfunds manglende evne til at få valutasamarbejdet til at fungere. Hermed skabes uro om valutakurserne, hvilket kan medføre devalueringer, øgede inflationsforventninger og højere renter.

Træder tredje fase i kraft som forventet,

afhænger renteniveauet som nævnt af, hvilke lande der deltager. *Bliver ØMU'en "hård"*, dvs. bestående af de europæiske kernelande, vil der være en øget sandsynlighed for at landenes finanspolitik forbliver forholdsvis kontraktiv. Dette dæmper den økonomiske aktivitet og giver hermed større mulighed for, at den Europæiske Centralbank kan føre en relativt lempelig pengepolitik, hvilket giver et lavere renteniveau. Samtidig vil de finansielle markeder sandsynligvis have større tiltro til euro'ens stabilitet, hvilket også bidrager til et lavere renteniveau. Det bør dog bemærkes, at flere analytikere forventer et europæisk renteniveau, som er 1-1½ %-point højere end det nuværende tyske niveau. Grunden er, at deltagerlandenes renter med en fælles pengepolitik må forventes at konvergere mod et ensartet niveau, og at det ikke vil være holdbart med entydige rentefald for alle deltagerlandene. Stiger det europæiske renteniveau, vil dette sandsynligvis smitte af på det danske.

Det andet ØMU-scenarie indebærer et *"blødt" valutasamarbejde*. Med de sydlige lande vil der alt andet lige være en større risiko for ekspansiv finanspolitik i de enkelte lande, hvilket kan tvinge den Europæiske Centralbank til at træde på bremsen gennem højere renter. På den anden side kan en bred ØMU øge efterspørgslen efter euro, hvilket kan presse renten nedad.

Om højere europæiske renter ved en bred ØMU også fører til højere renter i Danmark er dog langt fra sikkert. Traditionelt er det danske renteniveau tæt knyttet til det tyske, men på den anden side kan en svag euro gøre kronen til "flugtvaluta", hvilket vil øge efterspørgslen efter danske obligationer, hvorved renten vil falde. Endvidere kan en blød euro give mulighed for at den danske rente i højere grad fastsættes på grundlag af Danmarks økonomiske politik. Dette kan muligvis også sænke renten.

Set fra investeringssynspunktet er det såle-

Boks 2: Renteforventninger d. 1/8-1996 til det 5-årige rentespænd til Tyskland pr. januar 1999

	Spotrenter		Forwardrenter med start primo januar 1999		
	d. 1/8-96	1/1-95	1/7-95	1/1-96	1/8-96
	<i>Basispunkter</i>				
<i>Kernelande</i>					
Holland	5	37	-6	-8	-2
Østrig	5	10	3	11	-2
Frankrig	5	42	3	5	-26
Belgien	14	72	25	46	14
<i>Lande med forbehold for 3. fase af ØMU</i>					
Danmark	89	112	130	90	84
England	188	101	88	74	116
<i>Højrentelande</i>					
Sverige	232	315	325	147	206
Italien	327	322	373	345	228
Spanien	268	388	406	271	186

Kilde: Danmarks Nationalbank.

des vanskeligt at forudsige, hvad fremtiden vil bringe. Det er da heller ikke en ukendt holdning at karakterisere forudsigelser af renteniveauet i en kommende ØMU som rent gæsteri. Ikke desto mindre kan det være interessant at undersøge, hvad de finansielle markeder forventer om det fremtidige renteniveau. Hertil findes flere redskaber. Bl.a. kan man anvende de såkaldte forwardrenter, dvs. renten på kontrakter, der løber en bestemt periode ud i fremtiden. Disse renter kan under antagelse om ubetydelige risikopræmier anvendes som forventningsindikatorer for de fremtidige renter. Nationalbanken viser vha. forwardrenter, at for Østrig, Holland, Frankrig og Belgien forventede de finansielle markeder i august 1996, at det 5-årige rentespænd til Tyskland i starten af 1999 ville være elimineret. For lande med forbehold for tredje fase, dvs. Danmark og Storbritannien, samt for de såkaldte højrentelande forventedes en reduktion af rentespændet til Tyskland. Der syntes således at være forventninger om generelt faldende renter i Europa efter ØMU'ens start. Det bør dog hertil bemærkes, at undersøgelser af denne art er tilknyttet flere usikkerhedsmomenter, hvorfor en håndfast fortolkning vil være uberettiget.

Danske virksomheder og ØMU'en

Som belyst ovenfor findes flere mulige scenarier efter 1999. Hvilken der kan betegnes som den mest sandsynlige skal ikke afgøres her. I stedet tages udgangspunkt i en situation, hvor det blot antages, at den fælles mønt indføres efter planen. Udover en mulig ændring af renteniveauet vil praktiske og strategiske konsekvenser for virksomheder i lande udenfor ØMU'en. For Danmarks vedkommende vil konsekvenserne yderligere afhænge af resultatet af afstemningen om Amsterdamtraktaten. Stemmes der imod, kan det reducere muligheden for en fordelagtig valutaftale med

den Europæiske Centralbank. Dette vil gøre det vanskeligere for Nationalbanken at holde en nogenlunde fast valutakurs overfor euro'en, hvilket igen kan påvirke renten.

På det praktiske niveau betyder euro'ens komme at EDB-programmer, m.v. skal omstilles til euro. Dette har speciel betydning for finansielle virksomheder grundet usikkerheden om dansk deltagelse i ØMU'ens tredje fase. Da Danmark ligger tæt op ad konvergenskriterierne, kan et ønske i befolkningen om dansk deltagelse føre til, at kronen hurtigt udskiftes med euro. På den andens side vil en fastholdelse af den nuværende situation betyde at bl.a. banker og forsikringsvirksomheder må være i stand til at håndtere betalinger i såvel kroner som euro. Grunden er, at det kan forventes, at danske virksomheder af konkurrencehensyn vil øge brugen af euro – en såkaldt valutasubstitution. Enkelte undersøgelser antyder, at omkostningerne ved tilpasning af operativsystemer vil være af samme størrelse som dem, der følger af "år 2000"-problematikken. Der er dog langt fra enighed om størrelsesordenen af disse omkostninger. Ældre undersøgelser estimerer de samlede omkostninger for pengeinstitutterne til at være 8-10 mia. euro i løbet af omstillingsperioden på ca. 2 år. Andre mener, at omkostningerne ved virksomhedernes omstilling ikke kan estimeres, da omstillingen kombineres med opgraderinger og lignende.

En relateret problemstilling i tilfælde af, at Danmark står udenfor ØMU'ens tredje fase, er hvorvidt danske pengeinstitutter får adgang til betalingssystemet TARGET. TARGET er et sammenhængende betalingssystem for betalinger mellem ØMU-lande, og har udover at sikre den Europæiske Centralbank mulighed for effektivt at kunne føre pengepolitik for alle ØMU-landene, til formål at sikre, at betalinger mellem banker i ØMU-landene kan foretages lige så smidigt som indenlandske betalinger. For danske banker er det af konkurrencehensyn af største interesse at sikre

sig fuld adgang til TARGET. Bliver dette ikke tilfældet kan bankerne, for ikke at miste markedsandele, derfor blive nødt til at etablere datterselskaber inden for ØMU-zonen, for derved at få adgang til TARGET. Dette medfører selvfølgelig omkostninger for bankerne, hvilket kan sidestilles med en lavere indtjenningsprocent. En yderligere konsekvens kan være en skævvridning blandt pengeinstitutterne, idet de mindste næppe har råd til sådanne investeringer. En anden mulighed er genoplivning af storbankerne, dvs. at det samlede filialantal koncentrerer på få koncerner. En konsekvens af den øgede konkurrence blandt markedsdeltagerne kan være lavere indtjenningsgrader. Dette kan gøre det vanskeligere for investor at opnå et højere afkast. Det skal dog hertil bemærkes, at det europæiske marked sandsynligvis vil blive mere gennemsigtigt. Hermed kan investeringsbeslutningen gøres nemmere, og et højere forventet afkast bør dermed kunne nås.

Hvorvidt danske virksomheder ønsker at overgå hurtigt til brugen af euro i tilfælde af et fortsat dansk forbehold afhænger bl.a. af følgende.

- Euro-markedet vil sandsynligvis blive dybere og mere likvidt end de eksisterende

enkelmarkeder. Med adgang til finansielle tjenesteydelser i euro kan der således opnås lavere finansieringsomkostninger ved anvendelse af euro.

- Valutakursrisikoen forsvinder for transaktioner mellem euro-lande. Dette vil alt andet lige føre til højere eksportindtægter. Fra et investeringsmæssigt synspunkt vil dette have positiv indvirkning på selskabets aktier.

En eliminering af valutakursrisikoen vil sandsynligvis også have indflydelse på afkastet af pensionsmidler o. lign. Idet mange markeder kombineres under samme valuta, vil det være muligt at diversificere sine investeringer over et større spektrum. Dette bør give mulighed for en lavere risiko, givet et bestemt forventet afkast. Med en uændret risikoprofil svarer dette til et højere forventet afkast.

Konklusion

I ovenstående er det forsøgt at belyse nogle af de aspekter, der knytter sig til finansielle virksomheder og deres omkostninger og investeringsmuligheder, som følge af implementeringen af tredje fase i den Økonomiske

Boks 3: ØMU'ens mulige konsekvenser for danske virksomheder

- "Hård" ØMU:
 - stram finanspolitik blandt medlemslande → mulighed for lav rente.
 - konvergens af renteniveauer → mulighed for højere rente.
- "Blød" ØMU:
 - lempelig finanspolitik → mulighed for højere renter.
 - kronen bliver "flugtvaluta" → mulighed for lavere renter.
- Negativt udfald af afstemningen om Amsterdam-traktaten → ufordelagtig valutakursaftale → højere dansk rente.
- Omkostninger som følge af omstilling af EDB-programmer, m.v.
- Begrænset adgang til TARGET → nødvendigt med etablering af datterselskaber i ØMU-zonen → lavere indtjening og reduktion i antallet af danske pengeinstitutter.
- Anvendelse af euromarkedet → lavere finansieringsomkostninger
- Eliminering af valutakursrisiko → øgede indtjenings- og diversificeringsmuligheder.

og Monetære Union. Der er nævnt både potentielle fordele og ulemper, såvel ved en "hård" som ved en "blød" ØMU.

Det er vanskeligt at afgøre, hvorvidt fordelene ved tredje fase kan ophæve ulemperne for danske finansielle virksomheder. Dette skyldes ikke mindst, at situationen er enestående – en omstilling af sådanne dimensioner er ikke set tidligere. Herudover findes en usikkerhed, der skyldes endnu ikke afklarede

spørgsmål, som f.eks. sammensætningen af deltagerlande.

Af disse grunde skal der ikke her drages konklusioner om, hvorvidt fremtiden tegner lys eller ej for danske finansielle virksomheder. Én ting er dog sikker: det skader ikke virksomhederne at gøre sig grundige overvejelser om de mulige konsekvenser af ØMU'en, og hvordan man *kunne* forholde sig, hvis en bestemt situation skulle indfinde sig.

Rettelse

I sidste nummer af Nordisk Forsikringstidskrift var det trykt et referat af et kollokvium afholdt af Det Danske Selskab for Forsikringsret den 17. april 1997. Referatet var trykt p. 280–300 med overskriften "*Parternes informationspligter i forsikringsforhold samt forsikringsselskabernes rådgivningsansvar*". Ved en fejl var forfatteren til referatet ikke anført.

Forfattere er Advokat Marianne Jybæk, Codan Forsikring.