



DANMARKS  
NATIONALBANK

**DANMARKS NATIONALBANK**  
**WORKING PAPERS**  
**2005 • 23**

**Jesper Berg**

Danmarks Nationalbank, København

og

**Christoffer Kok Sørensen**

European Central Bank, Frankfurt

**DET DANSKE FINANSIELLE SYSTEM**  
**- EN SAMMENLIGNING MED**  
**EUROLANDENE**

December 2004

The Working Papers of Danmarks Nationalbank describe research and development, often still ongoing, as a contribution to the professional debate.

The viewpoints and conclusions stated are the responsibility of the individual contributors, and do not necessarily reflect the views of Danmarks Nationalbank.

As a general rule, Working Papers are not translated, but are available in the original language used by the contributor.

Danmarks Nationalbank's Working Papers are published in PDF format at [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk). A free electronic subscription is also available at this Web site.

The subscriber receives an e-mail notification whenever a new Working Paper is published.

Please direct any enquiries to  
Danmarks Nationalbank, Information Desk, Havnegade 5, DK-1093 Copenhagen K  
Denmark  
Tel.: +45 33 63 70 00 (direct) or +45 33 63 63 63  
Fax : +45 33 63 71 03  
E-mail: [info@nationalbanken.dk](mailto:info@nationalbanken.dk)

Nationalbankens Working Papers beskriver forsknings- og udviklingsarbejde, ofte af foreløbig karakter, med henblik på at bidrage til en faglig debat.

Synspunkter og konklusioner står for forfatterens regning og er derfor ikke nødvendigvis udtryk for Nationalbankens holdninger.

Working Papers vil som regel ikke blive oversat, men vil kun foreligge på det sprog, forfatterne har brugt.

Danmarks Nationalbanks Working Papers er tilgængelige på Internettet [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) i pdf-format. På webstedet er det muligt at oprette et gratis elektronisk abonnement, der leverer en e-mail notifikation ved enhver udgivelse af et Working Paper.

Henvendelser kan rettes til :  
Danmarks Nationalbank, Informationssektionen, Havnegade 5, 1093 København K.  
Telefon: 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63  
E-mail: [info@nationalbanken.dk](mailto:info@nationalbanken.dk)

Det er tilladt at kopiere fra Nationalbankens Working Papers - såvel elektronisk som i papirform - forudsat, at Danmarks Nationalbank udtrykkeligt anføres som kilde. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

ISSN (trykt/print) 1602-1185

ISSN (online) 1602-1193

## **Resumé**

Dette working paper sammenligner det danske finansielle system med systemet i eurolandene ved hjælp af tre forskellige analytiske indfaldsvinkler. Strukturen af det finansielle system analyseres ved at vise hvem der sparer op, hvordan opsparingen formidles og hvem der bruger den. Integrationen af det danske finansielle system i eurolandenes testes bl.a. ved brug af "The law of one price". Endelig er rammerne for udviklingen af de finansielle systemer sammenlignet. Konklusionen er, at det danske finansielle system har mange fælles-træk med det finansielle system i eurolandene. På trods af lighederne er der nogen vej til at de samme detailprodukter markedsføres på tværs af alle eurolande og i Danmark. For at citere en kollega, der er noget vej til niveauet i "fast-food"-branchen, hvorfor McLån og Mcbankbog endnu ikke er på hylderne i de lokale banker.

## **Abstract**

This Working Paper compares the Danish financial system with that of the Euro area countries using three different analytical approaches. The structure of the financial system is analyzed showing who saves, how the savings are processed to the users, and who the users of capital are. The integration of the Danish financial system with that of the Euro area is tested using – among different approaches - "The law of one price". Finally, the framework for the development of the financial system is compared. It is concluded that the Danish financial system has many common characteristics with that of the Euro area countries. Despite the similarities there is some way to go before exactly the same retail products are marketed within all countries in the Euro area and in Denmark. To quote a colleague, there is some way to the level in the fast-food business, which is why the McLoan and McDeposit ain't there yet.



# DET DANSKE FINANSIELLE SYSTEM - EN SAMMENLIGNING MED EUROLANDENE<sup>\*)</sup>

## Indledning

Der er mange måder at analysere det finansielle system og dets udvikling på. I denne artikel benyttes tre indfaldsvinkler, der alle tager sigte på at sammenligne det danske finansielle system med det finansielle system i eurolandene.

For det første sammenlignes strukturen; fra hvem, der sparer op, over hvordan opsparingen formidles, til hvem der finansieres. Mere specifikt sammenstilles udviklingen i Danmark med ti såkaldte ”stylised facts” for udviklingen i eurolandene.

For det andet sammenlignes graden af integration. Dette baseres primært på test af ”the law of one price”, sekundært på udviklingen i sammensætningen af investeringsporteføljer.

For det tredje sammenlignes rammebetingelserne, herunder især de formelle og uformelle juridiske rammer, for det finansielle system.

Artiklen repræsenterer en anvendelse af de metoder, som vi og kollegaer i anden sammenhæng har benyttet til at analysere udviklingen inden for eurolandene. I "Report on Financial Structures" (ECB, 2002a) foretages en systematisk sammenligning af de finansielle sektorer i eurolandene og deres udvikling. Sammenligningen er så vidt muligt baseret på et ensartet statistisk materiale. I "Measures of Financial Integration of the Euro area" (ECB, 2004) analyseres en bred vifte af indikatorer for finansiell integration. Endelig i "Indicators of Financial Development of the Euro area" (arbejdstitel, ECB, under udarbejdelse) beskrives en række indikatorer for den finansielle udvikling og dennes juridiske rammer. Alle tre indfaldsvinkler har rødder i den økonomiske faglitteratur fra de seneste ti år.

Artiklen er struktureret således, at de næste tre afsnit tager hver én af de beskrevne indfaldsvinkler op, mens det sidste afsnit trækker konklusionerne op. Hvert af de tre afsnit starter med en kort gennemgang af teorien på det pågældende område. Derefter opsummeres resultaterne for eurolandene, hvorefter der følger en mere detaljeret analyse af de danske resultater, som sammenlignes med resultaterne for eurolandene.

Det konkluderes, at det danske finansielle system har mange fællestræk med strukturen i eurolandene. Der er også en betydelig finansiell integration mellem Danmark og eurolandene, selvom ØMU-indtrædelsen klart har betydet, at der er en større grad af integration inden for eurolandene. Endelig, fremgår det af analysen, at de juridiske rammer for det finansielle system i Danmark og eurolandene på mange punkter er ens, om end der på visse områder er gradforskelle.

---

<sup>\*)</sup> Forfatterne takker Shahriar Bakhshpour for hjælp med dataarbejdet, samt Hanne Andersen og Alice Colombo for god bistand med de mange omskrivninger. Elias Papaioannou har samlet en database, som afsnittet om rammebetingelser i stor udstrækning bygger på. Endvidere takkes Betina Sand Christensen og Erik Bennike for hjælp med fremskaffelse af nogle af de danske data.

### **Den finansielle struktur**

Det mest betydningsfulde bidrag fra de seneste år til litteraturen om sammenligning af finansielle systemer er ”Comparing Financial Systems” (Allen and Gale, 2000). Bogen indeholder både en empirisk og en teoretisk analyse. Begge dele centrerer sig omkring de respektive roller for finansielle institutioner (”intermediaries”) og finansielle markeder.

Den empiriske del indeholder bl.a. en sammenligning af betydningen af institutioner, typisk pengeinstitutter, versus markeder i formidlingen af opsparing og finansiering. Det konkluderes, at de finansielle systemer i USA og UK er betydeligt mere markedsorienterede end systemerne i Frankrig, Tyskland og Japan.

Den teoretiske del udmærker sig ved at vise, at et finansielt system baseret på finansielle institutioner kan have visse fordele sammenlignet med et system baseret på finansielle markeder. Fordelene knytter sig til de finansielle institutioners rolle i at udjævne konjunkturudsving gennem deres tætte tilknytning til deres låntagere (”relationship banking”). Denne rolle kan ikke opretholdes i et system, hvor finansielle markeder påvirker og i sidste instans sætter priserne på finansielle tjenesteydelser.

Der var igennem mange år stor uenighed blandt økonomer om, hvorvidt et finansielt system baseret på banker eller markeder var bedst til at understøtte den økonomiske udvikling. Konsensus har bevæget sig i retning af, at de forskellige dele af det finansielle system understøtter hinanden og økonomien generelt, jf. Levine 2002. Greenspan har brugt billedet af et reservehjul om fordelene ved et diversificeret finansielt system (Greenspan, 1999 og 2000). Når ulykker rammer institutioner kan markederne substituere for institutionerne og omvendt.

Meget af litteraturen om det finansielle system kan henføres til interessen for, hvordan den pengepolitiske transmissionsmekanisme påvirkes af den finansielle struktur. Centralbankerne sætter typisk en pengemarkedsrente for udlån til pengeinstitutterne, men denne rente påvirker ikke direkte husholdningerne og virksomhederne. Påvirkningen sker gennem indflydelsen på andre rentesatser, priserne på de finansielle markeder, samt effekten på kredit og likviditet. Den finansielle struktur har betydning for, hvordan pengemarkedsrenterne påvirker de finansielle institutioner og markeder og dermed ultimativt påvirker husholdninger og virksomheder.

Selvom resultaterne nedenfor kan bruges til at analysere transmissionsmekanismen er dette ikke emnet for denne artikel (se i stedet Mølgaard Pedersen, 2003). Denne artikel begrænser sig til en beskrivelse af det finansielle system.

### **Den finansielle struktur i eurolandene**

Undersøgelsen af den finansielle struktur i eurolandene konkluderede, at strukturen kunne karakteriseres ved ti ”stylised facts”<sup>1</sup>:

Den relative størrelse af den finansielle sektor i eurolandene, målt som summen af finansielle aktiver var godt 7 gange BNP ved udgangen af år 2000, hvilket svarede til den relative størrelse af den finansielle sektor i USA.

---

<sup>1</sup> De forhold i rapporten, der behandles i de senere afsnit i denne artikel, er ikke medtaget her.

Fordelingen af opsparing og finansiering, der går gennem finansielle institutioner respektive finansielle markeder, er nogenlunde lige i eurolandene, mens der i USA er en relativt større rolle for markeder, og i Japan en relativt større rolle for finansielle institutioner.<sup>2</sup>

I eurolandene benytter husholdninger sig relativt mere af finansielle institutioner, mens virksomheder er relativt mere orienteret mod markederne.

Husholdningerne er nettoopsparere i eurolandene, mens virksomheder og det offentlige er nettolåntagere. Positionen overfor udlandet er i balance.

Pengeinstitutter, eller mere præcist såkaldte ”Monetary and Financial Institutions” (MFIer), dominerer blandt finansielle institutioner som formidlere af opsparingsprodukter. Andre finansielle institutioner, som investeringsforeninger, forsikrings- og pensions-selskaber har dog stigende betydning. Pengeinstitutterne er imidlertid ofte administratorer af investeringsforeninger og også engageret i forsikrings- og pensions-selskaber.

Aktier er den væsentligste post på passivside af virksomhedernes balance. En stor del af aktierne er unoterede.

Virksomhedsobligationer har historisk kun spillet en lille rolle som finansieringsform, modsat USA og til dels Japan. Udstedelsen har dog været i hastig vækst siden introduktionen af euroen.

Obligationsmarkedet har forandret sig betydeligt over de seneste år. Likviditeten er steget og infrastrukturen er blevet mere integreret.

Der er mange lighedspunkter i den finansielle struktur på tværs af eurolandene.

På mange af de punkter, hvor der er forskel, glider udviklingen i samme retning. Det tydeligste eksempel er den stigende betydning af forsikrings- og pensionssektoren.

### **Sammenligning af den finansielle struktur i Danmark og eurolandene**

Den finansielle struktur i Danmark kan belyses relativt til ovenstående punkter. For hvert af punkterne (9. og 10. undtaget, da det er sammenfatningen) beskrives situationen i Danmark, og den sammenlignes med forskellige mål for situationen i eurolandene, både for området som helhed, som for enkelte af landene. Med mindre andet er anført, foretages sammenligningen pr. ultimo 2002.

For det første er den finansielle sektor i Danmark af nogenlunde samme størrelse som eurolandenes, dvs. ca. 7 gange BNP (Tabel 1). Det fremgår også, at den danske finansielle sektor ligger meget tæt på gennemsnittet af eurolandene. Samtidig er det dog værd at bemærke, at der er relativt stor variation i størrelsen af den finansielle sektor i de enkelte eurolande, idet mængden af finansielle aktiver i nogle lande anløber hele 9 gange BNP (fx Holland, Belgien og Frankrig), mens den i andre lande kun udgør ca. 5 gange BNP

---

<sup>2</sup> Jf. ECB (2002a, s. 11) er sondringen mellem ”finansielle formidlere” og ”markeder” foretaget således, at de forskellige typer af finansielle aktiver (passiver) er blevet placeret i førstnævnte kategori såfremt finansielle institutioner antages at spille en ikke-ubetydelig rolle i frembringelsen af disse aktiver (passiver) til slutbrugeren. Omvendt er de blevet placeret i sidstnævnte kategori, når de finansielle aktiver (passiver) antages primært at blive frembragt direkte via kapitalmarkederne.

(Italien og Finland).<sup>3</sup> Målt ved den såkaldte variationskoefficient (standardafvigelse divideret med middelværdien) varierer den finansielle sektors størrelse således med ca. 20 pct. i forhold til middelværdien inden for eurolandene.

**Tabel 1. Finansielle aktiver og passiver (indenlandske sektorer, pct. af BNP, ultimo 2002)**

<b>Finansielle aktiver</b>									
	<b>Euroområdet</b>	<b>Max</b>	<b>Min</b>	<b>Middelværdi (MV)</b>	<b>Std afv. (s.d.)</b>	<b>95%-sandsynlighedsinterval</b>		<b>Variationskoefficient</b>	<b>Danmark</b>
						<b>MV + s.d. (95%)</b>	<b>MV - s.d. (95%)</b>		
Husholdninger	183%	255%	102%	186%	49%	282%	89%	27%	152%
Ikke-finansielle virksomheder	126%	199%	52%	134%	48%	228%	40%	36%	75%
Offentlig forvaltning og service	27%	91%	14%	36%	22%	80%	-7%	61%	60%
Finansielle virksomheder	367%	539%	176%	351%	108%	563%	139%	31%	424%
<b>Total</b>	<b>702%</b>	<b>933%</b>	<b>512%</b>	<b>707%</b>	<b>147%</b>	<b>995%</b>	<b>418%</b>	<b>21%</b>	<b>711%</b>
<b>Finansielle passiver</b>									
	<b>Euroområdet</b>	<b>Max</b>	<b>Min</b>	<b>Middelværdi (MV)</b>	<b>Std afv. (s.d.)</b>	<b>95%-sandsynlighedsinterval</b>		<b>Variationskoefficient</b>	<b>Danmark</b>
						<b>MV + s.d. (95%)</b>	<b>MV - s.d. (95%)</b>		
Husholdninger	57%	102%	32%	59%	24%	106%	11%	41%	116%
Ikke-finansielle virksomheder	200%	284%	124%	224%	60%	341%	106%	27%	128%
Offentlig forvaltning og service	81%	131%	59%	82%	25%	132%	32%	31%	68%
Finansielle virksomheder	363%	552%	170%	351%	111%	569%	133%	32%	417%
<b>Total</b>	<b>701%</b>	<b>938%</b>	<b>549%</b>	<b>715%</b>	<b>133%</b>	<b>975%</b>	<b>455%</b>	<b>19%</b>	<b>729%</b>
<b>Netto position</b>									
	<b>Euroområdet</b>	<b>Max</b>	<b>Min</b>	<b>Middelværdi (MV)</b>	<b>Std afv. (s.d.)</b>	<b>95%-sandsynlighedsinterval</b>		<b>Variationskoefficient</b>	<b>Danmark</b>
						<b>MV + s.d. (95%)</b>	<b>MV - s.d. (95%)</b>		
Husholdninger	126%	213%	66%	127%	45%	216%	39%	36%	36%
Ikke-finansielle virksomheder	-74%	-59%	-142%	-90%	26%	-39%	-141%	-29%	-53%
Offentlig forvaltning og service	-54%	32%	-98%	-45%	38%	30%	-121%	-85%	-8%
Finansielle virksomheder	3%	8%	-13%	0%	7%	14%	-14%	-3137%	6%
<b>Total</b>	<b>2%</b>	<b>39%</b>	<b>-43%</b>	<b>-8%</b>	<b>26%</b>	<b>43%</b>	<b>-60%</b>	<b>-312%</b>	<b>-19%</b>

Kilde: ECB og Danmarks Statistik.

For det andet er fordelingen mellem opsparing og finansiering, der går gennem hhv. finansielle formidlere og markeder, også i Danmark nogenlunde ligelig, dog med en relativt større vægt på førstnævnte (Tabel 2). For så vidt angår placering af opsparedede midler er den relative betydning af kapitalmarkederne stort set ens i Danmark og eurolandene (44 pct. af samlede finansielle aktiver mod 43 pct. i eurolandene). Omvendt ses anvendelsen af finansielle formidlere at være af relativt større betydning i Danmark i forhold til eurolandene for så vidt angår finansieringsformer (56 pct. af samlede finansielle passiver mod 46 pct. i eurolandene). Det skal dog retfærdigvis noteres, at fordelingen mellem markeder og finansielle formidlere varierer ganske betydeligt på tværs af eurolandene. Dvs. i nogle lande, såsom Belgien, Finland og til dels Frankrig og Italien, har kapitalmarkederne relativt stor betydning, mens omvendt i Østrig, Tyskland og Holland spiller de finansielle formidlere den største rolle.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Den finansielle sektor i Grækenland udgør endda kun ca. 2,5 gange BNP, jf. ECB (2002a).

<sup>4</sup> I Holland primært i form af placering i forsikrings- og pensionsmidler, hvorimod de finansielle formidlers betydning i Tyskland og Østrig fortrinsvis er reflekteret i MFlernes store betydning.



**Tabel 2. Fordeling mellem formidlere og markeder (pct. af BNP; ultimo 2002)**

<b>Finansielle aktiver, placeret hos finansielle formidlere</b>										
	<b>Euroområdet</b>	<b>%-andel</b>	<b>Max</b>	<b>Min</b>	<b>Middelværdi (MV)</b>	<b>Std afv. (s.d.)</b>	<b>95%-sandsynlighedsinterval</b>		<b>Variationskoefficient</b>	<b>Danmark</b>
							<b>MV + s.d. (95%)</b>	<b>MV - s.d. (95%)</b>		
Husholdninger	130%	73%	215%	61%	132%	41%	213%	51%	31%	115%
Ikke-finansielle virksomheder	20%	24%	33%	12%	22%	7%	36%	8%	31%	16%
Offentlig forvaltning og service	7%	43%	9%	2%	6%	2%	11%	1%	41%	5%
<b>Total</b>	<b>157%</b>	<b>57%</b>	<b>257%</b>	<b>75%</b>	<b>160%</b>	<b>50%</b>	<b>259%</b>	<b>61%</b>	<b>32%</b>	<b>137%</b>
<b>Finansielle aktiver, placeret på finansielle markeder</b>										
	<b>Euroområdet</b>	<b>%-andel</b>	<b>Max</b>	<b>Min</b>	<b>Middelværdi (MV)</b>	<b>Std afv. (s.d.)</b>	<b>95%-sandsynlighedsinterval</b>		<b>Variationskoefficient</b>	<b>Danmark</b>
							<b>MV + s.d. (95%)</b>	<b>MV - s.d. (95%)</b>		
Husholdninger	49%	27%	95%	15%	49%	26%	101%	-2%	53%	35%
Ikke-finansielle virksomheder	63%	76%	130%	21%	63%	33%	127%	0%	51%	33%
Offentlig forvaltning og service	9%	57%	62%	3%	16%	18%	51%	-19%	112%	40%
<b>Total</b>	<b>121%</b>	<b>43%</b>	<b>287%</b>	<b>39%</b>	<b>129%</b>	<b>77%</b>	<b>279%</b>	<b>-22%</b>	<b>60%</b>	<b>107%</b>
<b>Finansielle passiver, placeret hos finansielle formidlere</b>										
	<b>Euroområdet</b>	<b>%-andel</b>	<b>Max</b>	<b>Min</b>	<b>Middelværdi (MV)</b>	<b>Std afv. (s.d.)</b>	<b>95%-sandsynlighedsinterval</b>		<b>Variationskoefficient</b>	<b>Danmark</b>
							<b>MV + s.d. (95%)</b>	<b>MV - s.d. (95%)</b>		
Husholdninger	52%	100%	102%	26%	53%	24%	101%	6%	46%	100%
Ikke-finansielle virksomheder	71%	41%	101%	64%	79%	13%	104%	53%	16%	56%
Offentlig forvaltning og service	18%	23%	29%	7%	16%	6%	29%	3%	40%	6%
<b>Total</b>	<b>140%</b>	<b>46%</b>	<b>232%</b>	<b>97%</b>	<b>148%</b>	<b>44%</b>	<b>234%</b>	<b>62%</b>	<b>29%</b>	<b>162%</b>
<b>Finansielle passiver, placeret på finansielle markeder</b>										
	<b>Euroområdet</b>	<b>%-andel</b>	<b>Max</b>	<b>Min</b>	<b>Middelværdi (MV)</b>	<b>Std afv. (s.d.)</b>	<b>95%-sandsynlighedsinterval</b>		<b>Variationskoefficient</b>	<b>Danmark</b>
							<b>MV + s.d. (95%)</b>	<b>MV - s.d. (95%)</b>		
Husholdninger	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	292%	2%
Ikke-finansielle virksomheder	104%	59%	199%	38%	120%	52%	222%	17%	44%	62%
Offentlig forvaltning og service	59%	77%	100%	42%	61%	22%	105%	18%	36%	55%
<b>Total</b>	<b>163%</b>	<b>54%</b>	<b>298%</b>	<b>80%</b>	<b>181%</b>	<b>74%</b>	<b>327%</b>	<b>35%</b>	<b>41%</b>	<b>119%</b>

Kilde: ECB og Danmarks Statistik.

For det tredje, akkurat som i eurolandene benytter danske husholdninger sig primært af de finansielle formidlere i deres opsparings- og finansieringsbeslutninger, mens ikke-finansielle virksomheder i Danmark (som i eurolandene) anvender kapitalmarkederne mere (Tabel 2). Dette mønster genfindes i langt de fleste eurolande. Kun Tyskland og Østrig adskiller sig delvist, idet ikke-finansielle virksomheder i disse lande overvejende finansierer sig via de finansielle formidlere frem for via kapitalmarkederne. Vedrørende danske husholdninger bør understreges, at realkreditgæld statistisk betragtes som gæld til finansielle formidlere, og ikke som kapitalmarkedsgæld.

For det fjerde, som i eurolandene er danske husholdninger netto-opsparere, mens de ikke-finansielle virksomheder og den offentlige forvaltning har et nettofinansieringsbehov (Tabel 1). Dog ses husholdninger i Danmark netto at have sparet mindre op end husholdninger i eurolandene (36 pct. af BNP mod 126 pct. af BNP i eurolandene). De danske husholdninger udmærker sig især ved at have en meget stor gæld. Omvendt har den offentlige sektor i Danmark et noget mindre netto finansieringsbehov end det tilsvarende i eurolandene (8 pct. af BNP mod 54 pct. af BNP i eurolandene). Endelig er det værd at bemærke, at hvor eurolandene er nogenlunde i balance over for udlandet har Danmark et nettofinansieringsbehov over for udlandet (19 pct. af BNP), hvilket kan tilskrives Danmarks mange år med underskud på betalingsbalancens løbende poster.

For det femte, modsat eurolandene placerer danske husholdninger flere midler i forsikringsselskaber og pensionsfonde (66 pct. af BNP) end i MFI'er (42 pct. af BNP), jf. Tabel 3. I denne henseende ligger Danmark (som Holland) således tættere på det angelsaksiske finansielle system, hvor den største del af husholdningernes opsparing placeres i langsigtede investeringer såsom livsforsikring og private pensionsfonde. Omvendt investerer danske husholdninger relativt mindre i investeringsforeninger (7 pct. af BNP) i forhold til husholdninger i eurolandene (19 pct. af BNP). Samlet set placerer danske husholdninger dog relativt flere midler hos institutionelle investorer (såsom investeringsforeninger, forsikrings- og pensionselskaber) end husholdningerne i eurolandene (ca. 73 pct. af BNP mod 67 pct. af BNP). På trods af disse forskelle er det dog bemærkelsesværdigt, at udviklingen over tid i husholdningernes allokering af opsparing i store træk har været ens i

Danmark og eurolandene. Således ses det af Tabel 5, at tilgang af opsparingsmidler ("transaktioner") til andre finansielle formidlere (ikke-monetære finansielle institutioner) har været markant større end tilgangen til MFI'er i perioden 1995-2002 både i Danmark og i eurolandene. Som det er tilfældet i eurolandene er pengeinstitutterne dog også i Danmark ejere af/involveret i investeringsforeninger, pension og forsikring, etc.

**Tabel 3. Opsparing placeret hos finansielle formidlere (pct. af BNP, ultimo 2002)**

<b>Monetære finansielle institutioner (MFI)</b>										
	Euroområdet	Max	Min	Middelværdi (MV)	Std afv. (s.d.)	95%-sandsynlighedsinterval		Variationskoefficient	Danmark	
						MV + s.d. (95%)	MV - s.d. (95%)			
Husholdninger	63%	88%	34%	65%	15%	94%	35%	23%	42%	
Ikke-finansielle virksomheder	15%	32%	9%	17%	8%	33%	2%	46%	14%	
Offentlig forvaltning og service	6%	9%	2%	5%	2%	10%	0%	47%	4%	
<b>Andre finansielle formidlere (OFIs)</b>										
	Euroområdet	Max	Min	Middelværdi (MV)	Std afv. (s.d.)	95%-sandsynlighedsinterval		Variationskoefficient	Danmark	
						MV + s.d. (95%)	MV - s.d. (95%)			
Husholdninger	19%	39%	5%	19%	9%	37%	0%	50%	7%	
Ikke-finansielle virksomheder	4%	10%	0%	3%	4%	10%	-4%	120%	1%	
Offentlig forvaltning og service	1%	3%	0%	1%	1%	3%	-1%	124%	1%	
<b>Forsikringselskaber og pensionskasser (ICPF)</b>										
	Euroområdet	Max	Min	Middelværdi (MV)	Std afv. (s.d.)	95%-sandsynlighedsinterval		Variationskoefficient	Danmark	
						MV + s.d. (95%)	MV - s.d. (95%)			
Husholdninger	48%	142%	22%	48%	37%	121%	-24%	76%	66%	
Ikke-finansielle virksomheder	1%	2%	0%	1%	1%	3%	0%	51%	1%	
Offentlig forvaltning og service	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	132%	0%	

Kilde: ECB og Danmarks Statistik.

For det sjette, aktier og andre ejerandele har typisk været den væsentligste finansieringsform for de ikke-finansielle virksomheder i Danmark såvel som i eurolandene. Som følge af nedgangen på aktiemarkederne i årene 2000-2002 ligger den udestående værdi af de danske virksomheders udstedte aktier og andre kapitalandele dog pr. ultimo 2002 under værdien af optagne banklån (48 pct. mod 56 pct. af BNP, jf. Tabel 4). I eurolandene var aktier o.a. kapitalandele stadig den dominerende finansieringskilde (bedømt ud fra den udestående mængde), om end banklån og obligationsudstedelser er steget i betydning i de senere år.<sup>5</sup> Også i Danmark udgøres en ikke ubetydelig del af de udstedte aktier dog af unoterede aktier og andre kapitalandele, som ikke er direkte omsættelige på det sekundære marked.<sup>6</sup>

**Tabel 4. Finansiering (pct. af BNP, ultimo 2002)**

<b>Aktier og andre kapitalandele</b>											
	Euroområdet	%-andel	Max	Min	Middelværdi (MV)	Std afv. (s.d.)	95%-sandsynlighedsinterval		Variationskoefficient	Danmark	%-andel
							MV + s.d. (95%)	MV - s.d. (95%)			
Ikke-finansielle virksomheder	96%	56%	188%	30%	110%	49%	206%	14%	45%	48%	41%
Offentlig forvaltning og service	0%	0%	2%	0%	0%	1%	1%	-1%	300%	0%	0%
<b>Obligationer</b>											
	Euroområdet	%-andel	Max	Min	Middelværdi (MV)	Std afv. (s.d.)	95%-sandsynlighedsinterval		Variationskoefficient	Danmark	%-andel
							MV + s.d. (95%)	MV - s.d. (95%)			
Ikke-finansielle virksomheder	8%	5%	20%	3%	10%	6%	21%	-2%	59%	14%	12%
Offentlig forvaltning og service	59%	81%	100%	42%	61%	22%	105%	17%	37%	55%	91%
<b>Lån</b>											
	Euroområdet	%-andel	Max	Min	Middelværdi (MV)	Std afv. (s.d.)	95%-sandsynlighedsinterval		Variationskoefficient	Danmark	%-andel
							MV + s.d. (95%)	MV - s.d. (95%)			
Ikke-finansielle virksomheder	67%	39%	101%	57%	77%	14%	105%	48%	19%	56%	48%
Offentlig forvaltning og service	14%	19%	20%	6%	12%	5%	21%	3%	37%	6%	9%

Kilde: ECB og Danmarks Statistik.

<sup>5</sup> Jf. ECB (2002a).

<sup>6</sup> Ifølge Nationalbankens statistik for finansielle konti udgør de unoterede aktier estimeret ca. 54 pct. af den samlede udestående mængde aktier pr. ultimo 2002. Dette svarer i store træk til lignende estimater for eurolandene, fx Maddaloni og Kok Sørensen (2005), der estimerer andelen af unoterede aktier til at udgøre approksimativt 60 pct. af de samlede aktier udstedt af ikke-finansielle virksomheder.

For det syvende, finansiering i form af udstedelse af virksomhedsobligationer er relativt mere betydende i Danmark (14 pct. af BNP; 12 pct. af samlede finansielle passiver) end i eurolandene (8 pct. af BNP; 5 pct. af samlede finansielle passiver), jf. Tabel 4. Også i Danmark har betydningen heraf været stigende i de senere år, hvilket illustreres af, at den relative andel af de danske virksomheders finansiering som fremkommer ved obligati-  
 onsudstedelse er steget fra 3 pct. i 1995 til 12 pct. i 2002 (Tabel 6). Da størsteparten af de danske virksomhedsobligationer udstedes i udlandet kan indførelsen af euroen ligeledes tænkes at have haft en betydelig indflydelse på denne udvikling i form af en udvidet investorbaser.

**Tabel 5. Husholdningers finansielle aktiver**

<b>Euroområdet</b>								
<b>Finansielle transaktioner foretaget af husholdninger (pct. af BNP)</b>								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
MFI	4%	3%	1%	2%	2%	1%	3%	3%
Andre finansielle formidlere	3%	5%	6%	8%	7%	5%	4%	4%
Aktier o.a. kapitalandele	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	-1%
Værdipapirer, undt. aktier	2%	0%	0%	-2%	0%	1%	1%	1%
<b>Total</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>
<b>Udestående beholdning hos husholdninger (pct. af BNP)</b>								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
MFI	63%	64%	63%	62%	62%	60%	62%	63%
Andre finansielle formidlere	46%	50%	56%	63%	70%	71%	70%	68%
Aktier o.a. kapitalandele	26%	30%	36%	43%	53%	49%	40%	29%
Værdipapirer, undt. aktier	23%	23%	22%	20%	18%	19%	19%	20%
<b>Total</b>	<b>162%</b>	<b>171%</b>	<b>181%</b>	<b>191%</b>	<b>207%</b>	<b>202%</b>	<b>194%</b>	<b>183%</b>
<i>Kilde: ECB</i>								
<b>Danmark</b>								
<b>Finansielle transaktioner foretaget af husholdninger (pct. af BNP)</b>								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
MFI	1%	1%	2%	2%	0%	0%	2%	3%
Andre finansielle formidlere	3%	4%	4%	4%	3%	4%	5%	5%
Aktier o.a. kapitalandele	-1%	0%	0%	1%	1%	1%	-1%	0%
Værdipapirer, undt. aktier	1%	-1%	0%	-2%	-1%	0%	0%	-1%
<b>Total</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>
<b>Udestående beholdning hos husholdninger (pct. af BNP)</b>								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
MFI	41%	41%	42%	42%	41%	39%	40%	42%
Andre finansielle formidlere	51%	55%	58%	61%	64%	65%	65%	66%
Aktier o.a. kapitalandele	35%	42%	51%	43%	45%	53%	41%	28%
Værdipapirer, undt. aktier	23%	21%	20%	18%	16%	15%	14%	14%
<b>Total</b>	<b>149%</b>	<b>158%</b>	<b>171%</b>	<b>164%</b>	<b>167%</b>	<b>173%</b>	<b>160%</b>	<b>150%</b>
<i>Kilde: Danmarks Statistik</i>								

For det ottende, har infrastrukturen på obligationsmarkedet også i Danmark undergået betydelige forandringer. Handlen med statsobligationer er for nyligt blevet overført til det internationalt brugte MTS-system, og der er i den forbindelse indført et system med ”market makers” med deltagelse af flere udenlandske investeringsbanker. Også afvik-

lingsstrukturen er blevet mere og mere internationaliseret, især med forbindelser til det internationale afviklingssystem Euroclear, om end denne udvikling begyndte tidligere.

I relation til disse otte punkter, ser også Danmark i grove træk ud til at have en finansiell struktur, der ligger forholdsvis tæt op af den i eurolandene. Den danske finansielle struktur ligner strukturen i eurolandene mere end eksempelvis den angelsaksiske (US/UK), hvor kapitalmarkederne har en meget mere fremtrædende rolle. På enkelte punkter er Danmark længere fremme i det p.t. pågående udviklingsforløb end de fleste ØMU-lande. Det gælder opsparingen i forsikrings- og pensionsselskaber, samt brugen af virksomhedsobligationer til finansiering. Udviklingen i eurolandene og i Danmark bevæger sig dog i samme retning.

**Tabel 6. Finansiering af ikke-finansielle virksomheder**

<b>Euroområdet</b>								
<b>Finansiering af ikke-finansielle virksomheder (finansielle transaktioner i pct. af BNP)</b>								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Udlån	2%	3%	3%	4%	7%	9%	5%	3%
Værdipapirer ekskl. aktier	-2%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	0%
Aktier o.a. kapitalandele	2%	2%	2%	3%	4%	6%	5%	3%
<b>I alt</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>13%</b>	<b>7%</b>
<b>Udestående mængde af ikke-finansielle virksomheders finansielle passiver (pct. af BNP)</b>								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Udlån	52%	52%	54%	54%	58%	64%	66%	67%
Værdipapirer ekskl. aktier	6%	6%	5%	6%	6%	7%	8%	8%
Aktier o.a. kapitalandele	67%	79%	93%	114%	149%	140%	122%	96%
<b>I alt</b>	<b>151%</b>	<b>164%</b>	<b>180%</b>	<b>202%</b>	<b>243%</b>	<b>241%</b>	<b>228%</b>	<b>200%</b>
<i>Kilde: ECB</i>								
<b>Danmark</b>								
<b>Finansiering af ikke-finansielle virksomheder (finansielle transaktioner i pct. af BNP)</b>								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Udlån	0%	0%	1%	5%	8%	9%	10%	-1%
Værdipapirer ekskl. aktier	-1%	1%	-3%	-1%	-3%	1%	2%	5%
Aktier o.a. kapitalandele	1%	1%	1%	3%	0%	3%	0%	-2%
<b>I alt</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>0%</b>	<b>7%</b>	<b>4%</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>	<b>2%</b>
<b>Udestående mængde af ikke-finansielle virksomheders finansielle passiver (pct. af BNP)</b>								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Udlån	55%	54%	53%	54%	63%	63%	63%	56%
Værdipapirer ekskl. aktier	3%	6%	5%	6%	1%	2%	10%	14%
Aktier o.a. kapitalandele	54%	65%	80%	69%	72%	89%	68%	41%
<b>I alt</b>	<b>113%</b>	<b>125%</b>	<b>138%</b>	<b>129%</b>	<b>136%</b>	<b>153%</b>	<b>141%</b>	<b>111%</b>

Kilde: Danmarks Statistik.

På et punkt adskiller den danske finansielle sektor sig væsentligt fra strukturen i eurolandene, og det skyldes den relativt unikke danske konstruktion med realkreditinstitutter. Dette belyses i Tabel 7, hvor balancen for MFI-sektoren i Danmark og eurolandene sammenlignes. Den samlede MFI-balance beløber sig til knap 3 gange BNP i både Danmark og eurolandene. Endvidere ses udlån begge steder at være den væsentligste post på aktivsiden. Forskellen findes på passivsiden. I eurolandene er indlån (65,8 pct. i eurolandene mod 39,8 pct. i Danmark) det væsentligste passiv, mens obligationer er det største passiv for danske MFIERe (47,7 pct. i Danmark mod 21,1 pct. i eurolandene). Forklaringen er, at

danske realkreditinstitutter finansierer sig ved obligationsudstedelse<sup>7</sup>, og at udlån til boligfinansiering som procent af BNP er betydelig højere end i alle andre ØMU-lande bortset fra Holland. Hvis man kun kigger på danske pengeinstitutter, så ligner de mere MFI-sektoren i eurolandene. Danske pengeinstitutter har endda en lidt større indlånsandel og er lidt mindre afhængige af obligationsudstedelse end MFI-sektoren i eurolandene.

**Table 7. Aggregeret balance for MFI sektoren (pct. af total, ultimo 2003)**

	Danmark			Euroområdet
	MFI-sektoren	Pengeinstitutter	Realkreditinstitutter	MFI-sektoren
Kassebeholdning	0.2	0.4	0.0	0.3
Udlån i alt	67.9	57.3	80.6	70.3
til MFler	14.0	21.3	5.4	21.3
til indl. Ikke-MFler	50.7	30.1	75.2	40.1
til udl. Ikke-MFler	3.2	5.9	0.0	8.9
Værdipapirer i alt	27.2	34.7	18.4	23.6
Obligationer mv.	24.2	29.7	17.6	18.1
Aktier mv.	3.0	5.0	0.8	5.4
Finansielle derivater	2.9	5.3	0.1	
Andre aktiver	1.7	2.4	0.9	5.8
Aktiver i alt	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
Indlån i alt	39.8	73.4	0.0	65.8
fra MFler	21.1	37.4	1.7	22.1
fra indl. Ikke-MFler	17.5	32.3	0.0	32.4
fra udl. Ikke-MFler	2.1	3.8	0.0	11.3
Obligationer mv.	47.7	9.5	92.8	21.1
Finansielle derivater	3.2	5.9	0.1	
Kapital og reserver	5.5	7.8	2.9	5.8
Andre passiver	3.0	3.4	2.5	7.3
Passiver i alt	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>Aktiver/BNP</b>	<b>291.4</b>	<b>157.9</b>	<b>133.5</b>	<b>284.4</b>

Kilde: Danmarks Nationalbank og ECB.

Note: Den aggregerede balance for den danske MFI-sektor er beregnet som summen af pengeinstitutbalancen og realkreditinstitutbalancen. Derved udelades tal for de "andre kreditinstitutter".

En anden, men mindre markant forskel er, at den danske MFI-sektor synes lidt mindre integreret med udlandet end MFI-sektoren i eurolandene. Generelt forekommer MFI'erne i eurolandene således at være relativt mere orienterede mod udenlandske bankforretninger, idet udlån til udlændinge udgør 8,9 pct. af de samlede aktiver mod kun 3,2 pct. hos de danske MFI'er, mens indlån fra udlændinge tilsvarende udgør 11,3 pct. af de samlede passiver mod 2,1 pct. i Danmark. Finansiell integration er derfor et naturligt emne for det næste afsnit.

### Finansiell integration

En indikator alene kan ikke fortælle om finansielle markeder er integrerede eller ej. Som det i øvrigt gælder de fleste steder inden for økonomi er finansiell integration et område, hvor man som økonom har behov for at analysere en bred række af indikatorer for at vurdere udviklingen.

Selv når det kommer til den teoretiske definition af finansiell integration er der flere muligheder. En mulighed er at definere finansiell integration som fraværet af forhindringer, der diskriminerer økonomiske agenter i adgangen til investerings- og finansieringsmulig-

<sup>7</sup> Med undtagelse af de tyske realkreditinstitutter (som udsteder såkaldte "pfandbriefe") finansierer de fleste realkreditinstitutter/-banker i euroområdet sig ved hjælp af klassiske indlån. For en nylig analyse af de europæiske realkreditmarkeder se Mercer Oliver Wyman (2003).

heder på basis af deres geografiske tilhørsforhold. Det er dog ikke en definition, der er nem at teste. I praksis fokuseres derfor ofte på den såkaldte "law of one price", der siger at prisen på finansielle fordringer med de samme karakteristika er den samme uafhængigt af hvor de handles.

Det generelle problem i at teste finansiell integration er, at fordringer i praksis er heterogene. Graden af heterogenitet afhænger af det konkrete marked. Pengemarkedet er normalt det mest homogene, og derefter kommer markedet for statsobligationer. Kreditmarkedet og aktiemarkedet er de mest heterogene markeder. Jo mere heterogent markedet er, jo mere kompliceret er det at teste graden af finansiell integration.

Den enkleste test er at sammenligne niveauet for priserne på fordringer. Denne test forudsætter, at fordringerne er ens. Et alternativ er at teste udviklingen i priserne eller korrelationen mellem dem. En konvergens af priserne eller en højere korrelation mellem dem indikerer en højere grad af finansiell integration. Den implicite antagelse er, at andre karakteristika for fordringerne ikke ændrer sig over tiden.

Mere avancerede test af "law of one price" tager udgangspunkt i en antagelse om, at prisen på en fordring påvirkes af henholdsvis landespecifikke forhold og forhold, der er ens på tværs af lande. Eksempler på sidstnævnte er udviklingen i prisen på en bestemt rating af lån eller prisen på en bestemt aktiesektor (fx telesektoren). En mere generaliseret version heraf er at teste i hvilket omfang prisen på en fordring drives af de samme forhold som prisen på andre fordringer uden at specificere hvad de pågældende faktorer er. I praksis er der en vis lighed mellem sidstnævnte og at teste for korrelation eller konvergens.

Ved at opdele aktieafkast i hhv. lande- og sektorbaserede indeks, kan det analyseres, hvorvidt det for en given investor er fordelagtigt at diversificere sin aktieportefølje via en *landestrategi* eller en *sektorstrategi*. I et fuldt integreret aktiemarked skulle landeeffekten ikke have nogen betydning i diversificeringsøjemed, og investorerne ville antages at diversificere sig udelukkende ved at placere sine midler i henhold til en optimal sektorallokering. Dette ville afspejle sig i en høj spredning i de sektorbaserede indeks og en tilsvarende lav spredning i de landebaserede indeks.

I stedet for at teste på priser kan man kigge på udviklingen i mængder. Den mest almindelige test her er, at analysere omfanget af udenlandske fordringer i værdipapirporteføljer. Porteføljeteori tilsiger, at investorer får den bedste afvejning mellem risiko og afkast ved at investere i en internationalt diversificeret portefølje. Undersøgelser viser imidlertid, at der normalt er en betydeligt større andel indenlandske værdipapirer i investorers portefølje, end der ville være i en international diversificeret portefølje. I litteraturen kaldes dette fænomen "home bias" (Tesar og Werner, 1992, Lewis, 1999).

### **Finansiell integration i eurolandene**

ECB's analyse (ECB, 2004) af finansiell integration i eurolandene kan opsummeres i følgende "stylised facts":

Pengemarkedet er fuldt eller meget tæt på fuldt integreret. Dette var tilfældet stort set fra første dag efter indførelsen af euroen. Standardafvigelsen for O/N pengemarkedsrenter har ligget inden for 1-4 basispoint. I andre segmenter af pengemarkedet er standardafvi-

gelsen typisk endnu mindre. Der er dog en tilbøjelighed til, at standardafvigelsen i repomarkedet er højere end i det usikrede pengemarked, hvilket kan tilskrives vedblivende juridiske og administrative barrierer i det europæiske repomarked.

Markedet for statsobligationer er også karakteriseret ved en høj grad af integration, også på globalt plan, selvom forskellen mellem den laveste og højeste rente på statsobligationer i eurolandene stadigvæk kan være op til godt 30 basispoint. Forskellen kan dog i betydeligt omfang forklares ved forskel i kreditrisiko og likviditet. Det er i øvrigt karakteristisk, at en række kommende medlemslande allerede tidligt i 1990'erne var tæt på det tyske renteniveau, mens effekten af indtrædelsen i ØMU'en var ganske betragtelig for andre lande. Mål for korrelationen mellem renterne viser en markant konvergens fra perioden før ØMU til efter ØMU'en.

Aktiemarkedet viser tydelige tegn på stigende integration, selvom landeforhold stadig spiller en rolle. Hodrick-Prescott filtrerede afkast for de forskellige eurolandes aktiemarkeder viser en stigende korrelation op til 1999. Spredningen af sektorafkast overstiger fra 2000 spredningen mellem landeafkast. Endvidere stiger betydningen af udviklingen i afkastet i andre eurolande, og den stiger relativt mere end betydningen af udviklingen i afkastet i USA. Endelig er fordelene ved sektordiversifikation øget over tid i forhold til lantediversifikation i eurolandene, hvilket indikerer en vis grad af øget integration.<sup>8</sup>

Markedet for private kreditter, hvad enten det er virksomhedsobligationer eller bankkreditter, er også blevet mere integreret, men billedet er mere nuanceret end for statsobligationer. For virksomhedsobligationer synes kredit-rating at være den faktor, der betyder mest for prisfastsættelsen. Udstederlandet har for virksomhedsobligationer en signifikant effekt, men den er typisk et én-cifret antal basispoint. Markedet for bankkreditter er ikke så integreret som markedet for virksomhedsobligationer, om end der er forskel mellem de forskellige segmenter. Standardafvigelsen for renten på lån til virksomheder og husholdninger har siden 1999 ligget på mellem 1 og godt 2 pct. point, og den har om noget udvist en stigende tendens. Undtagelsen er lån til huskøb, hvor standardafvigelsen er nede på omkring 0,5 pct. point. Undersøgelser af i hvor høj grad renteudviklingen for bankkreditter er drevet af de samme forhold viser, at dette kun er tilfældet i begrænset omfang, om end det i stigende grad er tilfældet for erhvervskreditter.

Investeringsforeninger har i stigende grad skiftet til en europæisk investeringsstrategi for obligationer. For aktier har skiftet været mindre markant, og i højere grad et skift til en global aktiestrategi. Pensions- og forsikringsselskaber har også i stigende grad diversificeret deres aktieporteføljer.

### **Finansiell integration mellem eurolandene og Danmark**

Som for den finansielle struktur, kan udviklingen i den finansielle integration mellem Danmark og eurolandene belyses ved en sammenligning med ovenstående ”stylised facts”. For Danmark er der selvfølgelig den ekstra komplikation, at valutakursusikkerhed stadig kan spille en rolle, selvom kronens kurs i praksis svinger inden for et meget snævert bånd. Det kan diskuteres i hvilket omfang valutakursusikkerheden i sig selv er udtryk

---

<sup>8</sup> Fordelene ved lantediversifikation er også øget i løbet af 1990'erne, og det gælder således, at den optimale diversificeringsstrategi er en kombineret lande- og sektorstrategi.

for manglende finansiel integration. Nedenfor er der ikke eksplicit taget hensyn til valutakursusikkerheden.

### *Pengemarkedet*

De danske pengemarkedsrenter følger i store træk udviklingen i pengemarkedsrenterne i eurolandene, og det danske pengemarked kan på den baggrund, når der ses bort fra valutakursrisikopræmien, siges at være relativt velintegreret med pengemarkedet i eurolandene. Dog udgør netop valutakursusikkerheden en barriere for fuld integration mellem det danske og eurolandenes pengemarkeder, som formentlig først vil forsvinde i tilfælde af dansk ØMU-medlemskab. Dette fremgår bl.a. af Figur 1, der viser udviklingen i de usikrede 3 måneders pengemarkedsrenter i eurolandene og Danmark. For det første ses det, at den danske rente stort set har udvist samme dynamiske forløb som renterne i de fleste eurolande (Grækenland undtaget). Samtidig ses det dog også, at for perioden efter 1999, hvor pengemarkedsrenterne i eurolandene har været stort set sammenfaldende, har den danske rente konstant ligget lidt over eurolandenes renter. Spændet, som mere eller mindre følger udviklingen i ECB's og Nationalbankens pengepolitiske renter<sup>9</sup>, er dog (for så vidt angår 3 måneders renterne) indsnævret betragteligt henover perioden og begrænsede sig i 2003 og 2004 til mindre end 10 basis points.

Valutakursrisikoen og det forhold at Danmark stadig står uden for eurosamarbejdet er ligeledes afspejlet i en noget større volatilitet i de danske renter i forhold til renterne inden for eurolandene. Således fremgår det både af Figur 2 (O/N-renter)<sup>10</sup> og Figur 3 (3 måneders renter), at variationen mellem udviklingen i de danske pengemarkedsrenter og pengemarkedsrenterne i eurolandene er større end variationen i pengemarkedsrenterne imellem eurolandene. Danmark skiller sig i denne sammenhæng særligt ud i perioden efter 1999, hvor variationen mellem eurolandene i praksis forsvandt.

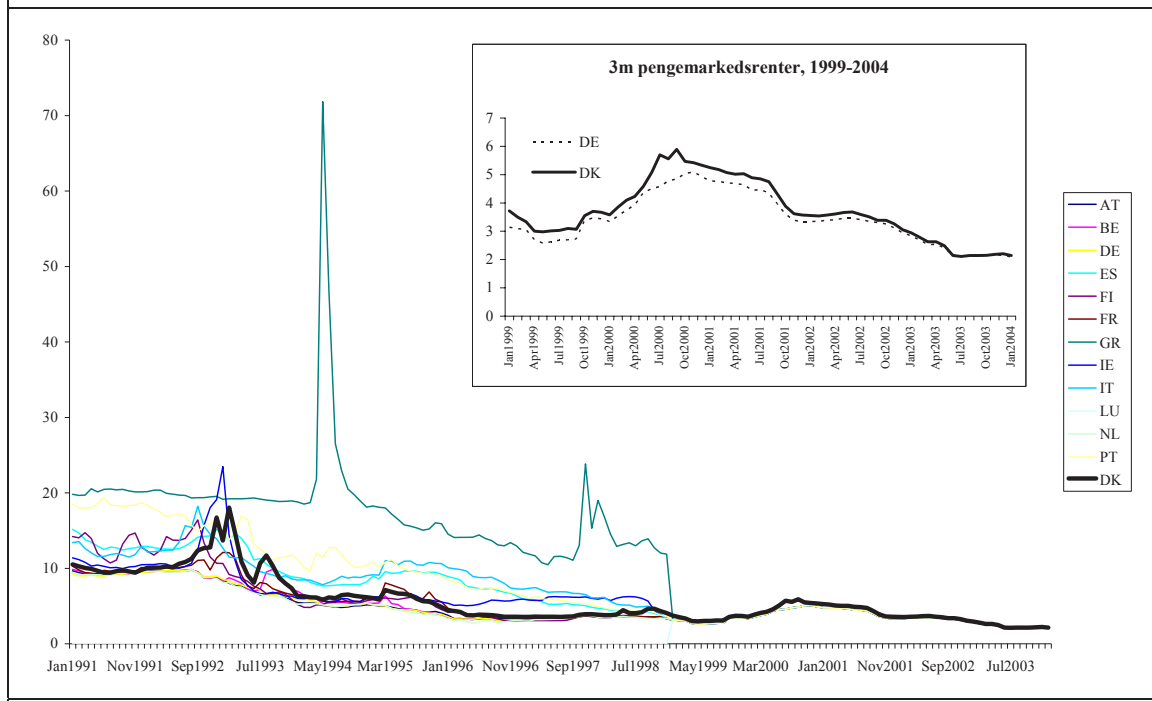
---

<sup>9</sup> Jf. Også Danmarks Nationalbanks "Beretning og regnskab 2003" (side 33).

<sup>10</sup> En stor del af volatiliteten i den danske O/N-rente kan henføres til det pengepolitiske instrumentarium og er således af mere teknisk karakter iflg. Andersen (2004).

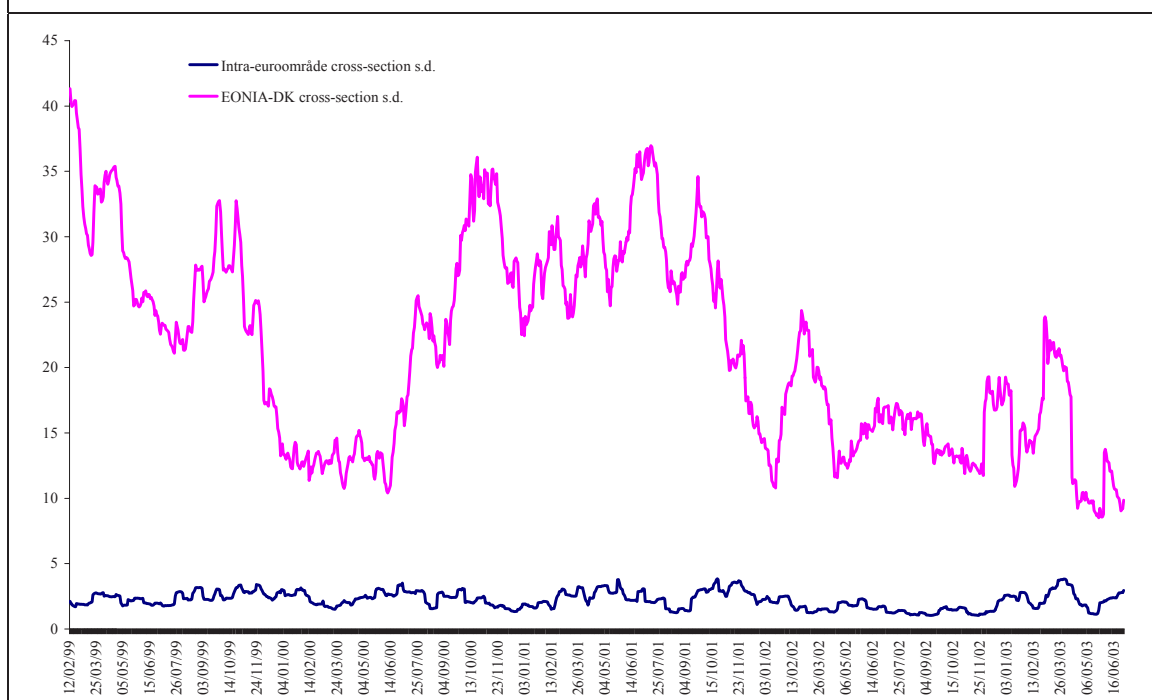


**Figur 1. 3-måneders usikret pengemarkedsrenter i eurolandene og DK, 1991-2004**



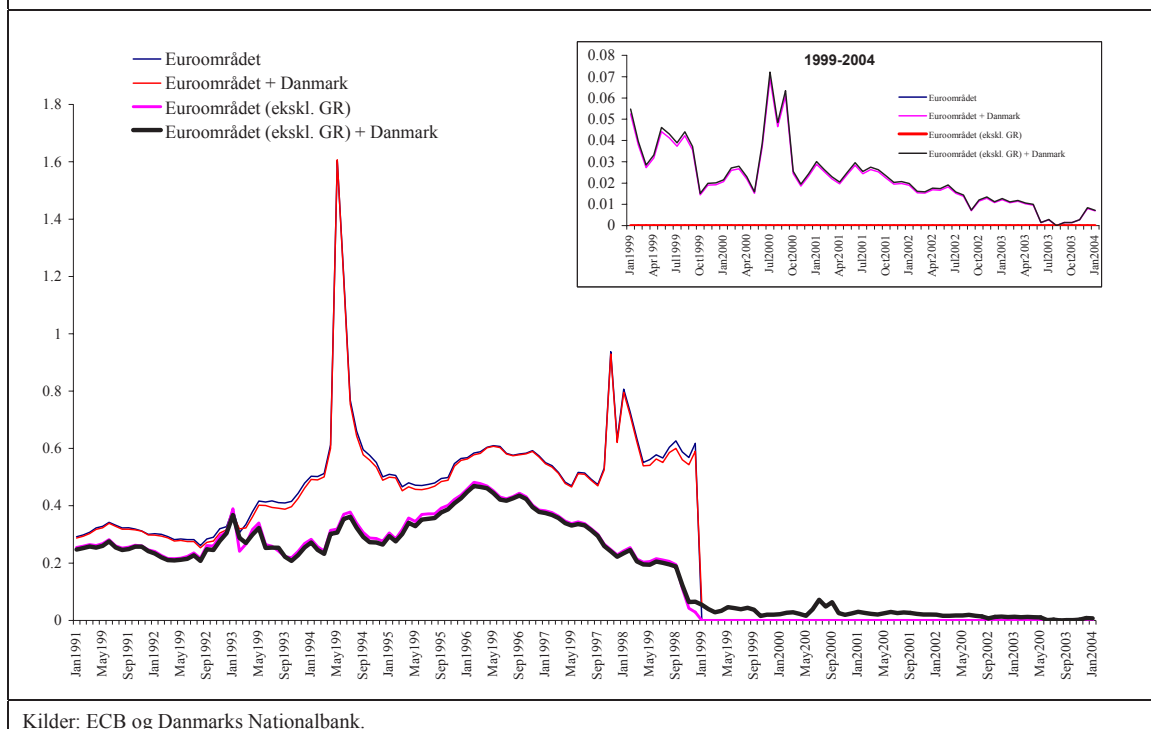
Kilder: ECB og Danmarks Nationalbank.

**Figur 2. Cross-section standardafvigelsen mellem EONIA-renten og den danske T/N-rente sammenlignet med cross-section standardafvigelsen intra-ømu, 1999-2003**



Kilder: ECB og Danmarks Nationalbank.

**Figur 3. Variationskoefficient i 3m usikret pengemarkedsrenter i EMU og DK, 1991-2004**



Kilder: ECB og Danmarks Nationalbank.

### Obligationsmarkedet

Det danske statsobligationsmarked er relativt velintegreret med eurolandenes markeder for statsobligationer. Således har spændet mellem den 10-årige danske statsobligationsrente og den tyske 10-årige statsobligationsrente ikke været væsentligt større end de øvrige eurolandes spænd til Tyskland i perioden fra slutningen af 1980'erne til i dag (se Figur 4). Samtidig ses det, at den danske rente er konvergeret mod den tyske rente på nogenlunde tilsvarende vis som eurolandenes frem mod ØMU'ens tredje fase. Det er dog værd at bemærke, at hvor det dansk-tyske rentespænd frem til 1999 var væsentligt lavere end mange eurolandes (primært sydeuropæiske) rentespænd til Tyskland, har det siden 1999 derimod været blandt de højeste. Hvor forskellen i de øvrige eurolandes rentespænd i forhold til den tyske rente overvejende må antages at skyldes likviditets- og kreditrisikopræmier, er det derimod sandsynligt (set i lyset af den robuste danske økonomi) at det dansk-tyske rentespænd i betydelig udstrækning kan tilskrives valutakursrisikoen.

Udviklingen mod en stigende konvergens mellem statsobligationsmarkederne i eurolandene og Danmark fremgår ligeledes af Figur 5, der viser spredningen i landenes rentespænd i forhold til Tyskland. Denne spredning blev kraftigt reduceret frem mod 1999 og har været yderst begrænset siden da. Dette gælder både med og uden den danske rente i beregningen. Det er dog værd at notere sig, at i perioden frem til 1999 blev spredningen generelt mindre ved at inkludere Danmark i serien med de 11 eurolande (ekskl. Grækenland), hvorimod den forøgedes i perioden efter 1999. Dette kan formentlig igen forklares

ved den danske afståelse fra at deltage fuldt ud i eurosamarbejdet og den således vedvarende valutakursrisikopræmie.

Et mål for konvergensen mellem to markeder er den såkaldte betakonvergens, der angiver hastigheden hvormed markederne konvergerer. I integrerede markeder kan det antages, at en renteændring i et givet "benchmark"-land (fx Tyskland) er en god proxy for renteændringer på tværs af landene i det integrerede marked. Således vil en konvergens mod et integreret marked kunne aflæses ved en beta-koefficient på 1 i den følgende regressionsligning:

$$\Delta R_{DK,t} = \alpha_{DK,t} + \beta_{DK,t} \Delta R_{TY,t} + \varepsilon_{DK,t}$$

hvor  $\Delta R_{i,t}$  er en ændring i obligationsrenten i henholdsvis Danmark og Tyskland i periode  $t$ ,  $\alpha_{DK,t}$  er det tidsvarierende skæringspunkt,  $\beta_{DK,t}$  er den tidsvarierende beta-koefficient mht. benchmark-obligationsrenten (Tysklands) og  $\varepsilon_{DK,t}$  angiver et landespecifik (dansk) chok.  $\alpha_{DK,t}$  bør være tæt på nul i et fuldt integreret marked, hvor renteændringer i ét land ikke vil være systematisk forskellige fra renteændringer i et andet land. Tilsvarende vil beta-koefficienten i et integreret marked konvergere mod 1, eftersom en stigende integration vil være kendetegnet ved at fælles faktorer (angivet ved benchmark-obligationen) vil blive dominerende.<sup>11</sup> Udviklingen i beta-koefficienten over tid vil tillige være et mål for hvorledes integrationen forløber henover en given tidsperiode. På baggrund af ovenstående betragtninger angiver Figur 6 udviklingen i den betingede beta-koefficient afledt fra en 18 måneders glidende regression af ændringen i den danske 10-årige statsobligationsrente mod ændringer i den tilsvarende tyske (benchmark) rente. Det ses, at den danske beta-koefficient over tid har svinget omkring 1. Dog har udsvingene over det meste af den betragtede periode været relativt store (fra 0,4 til 1,4). Værd at bemærke er dog, at udsvingsradiusen er blevet markant reduceret i de senere år (ca. fra 1999 og frem), hvor beta-koefficienten har ligget ganske tæt på 1. Ifølge dette mål er det danske obligationsmarked således konvergeret gradvist mod det tyske marked, hvilket indikerer en øget integration med det tyske marked (eurolandene) for statsobligationer. Dette ses også af Figur 7, der angiver varians-ratioen, dvs. andelen af ændringer i den danske 10-årige statsobligationsrente som kan forklares ved ændringer i den toneangivende tyske 10-årige rente.<sup>12</sup> Heraf fremgår det, at særligt i de seneste år har størstedelen af ændringerne i den danske obligationsrente kunnet forklares ved ændringer i den tyske obligationsrente. Det ses også, at der henover de seneste 10 år er sket en gradvis konvergens mod en situation hvor den toneangivende tyske rente forklarer en stadigt større del af obligationsrenteud-

<sup>11</sup> For at illustrere, at dette er tilfældet kan beta-koefficienten dekomponeres på følgende vis:

$$\beta_{DK,t} = \rho_{DK,TY,t} \frac{\sigma_{DK,t}}{\sigma_{TY,t}}$$

Dvs. beta-koefficienten er givet ved korrelationen mellem renteændringer i det lokale marked (DK) og i benchmark-landet (TY), samt ved forholdet mellem lokale og benchmark rentevolatiliteter. Jo større integration, desto mere vil fælles faktorer drive lokale renteændringer, hvorved korrelationen vil gå mod 1 og rentevolatiliteterne vil tendere mod at være ens.

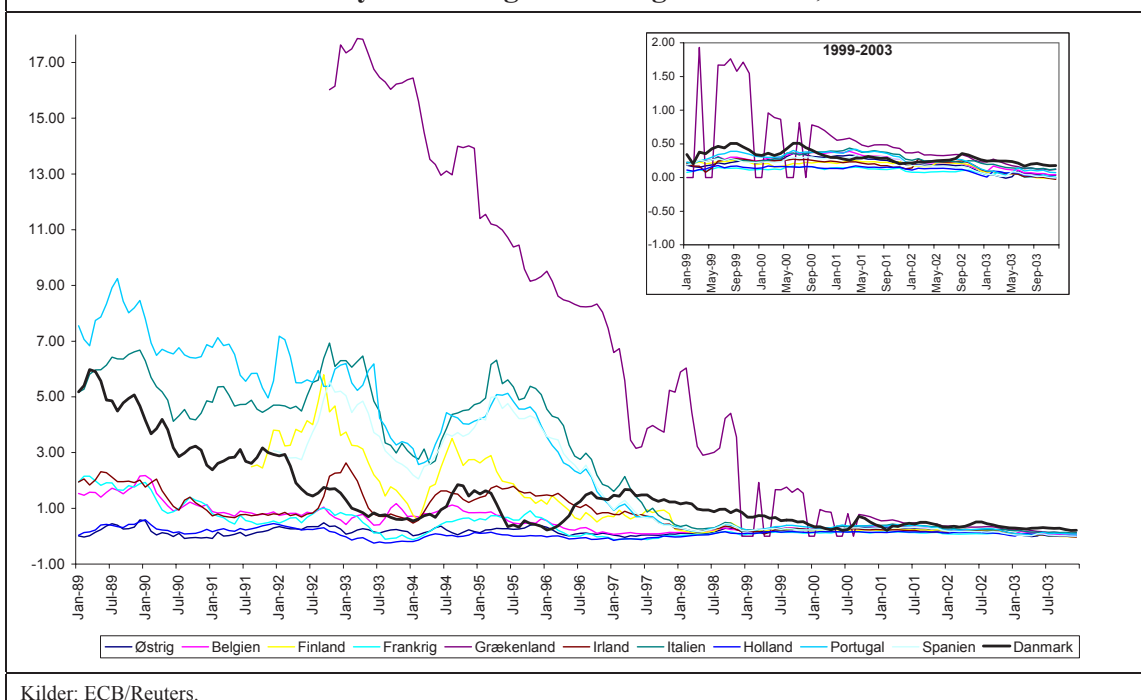
<sup>12</sup> Målt ved den såkaldte "variens ratio", som er defineret på følgende vis:

$$VR_{DK,t} = \frac{\beta_{DK,t}^2 \text{Var}(\Delta R_{TY,t})}{\text{Var}(\Delta R_{DK,t})}$$

VR angiver den andel af variansen i den danske rente som kan forklares ved variansen i den tyske rente ("common factor"). I tilfældet med fuld integration vil ændringer i den tyske rente ("common news") afspejles 1:1 i ændringer i den danske rente, hvorved VR vil være lig 1.

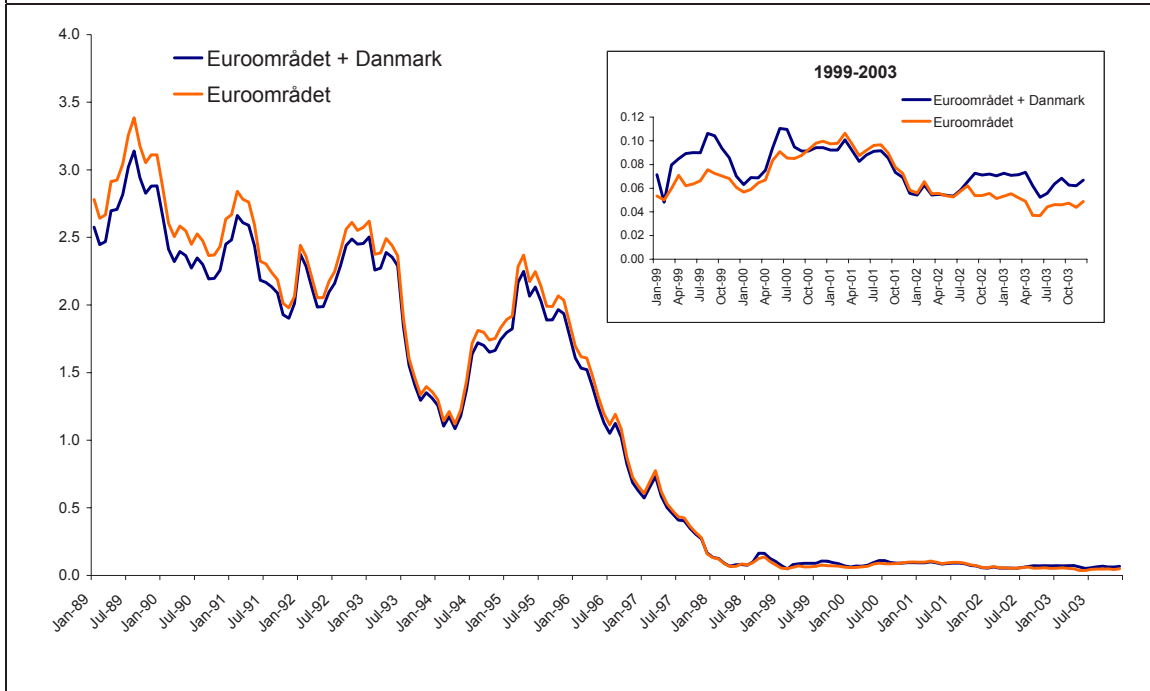
viklingen i eurolandene såvel som i Danmark. Det er dog værd at bemærke, at variansratioen har udvist betydeligt større variabilitet for Danmarks vedkommende sammenlignet med gennemsnittet af eurolandene (ekskl. Grækenland). Dette mønster har været særlig udtalt omkring perioder med uro på de globale kapitalmarkeder såsom i forbindelse med krisen i Rusland i efteråret 1998. Også i forbindelse med valutakurskriserne i 1992 og 1993 faldt variansratioen betydeligt. I disse perioder er udviklingen i den danske obligationsrente blevet bestemt af andre faktorer end den tyske rente.

**Figur 4. Spændet i de 10-årige statsobligationsrenter i eurolandene og Danmark i forhold til den tyske 10-årige statsobligationsrente, 1989-2003**



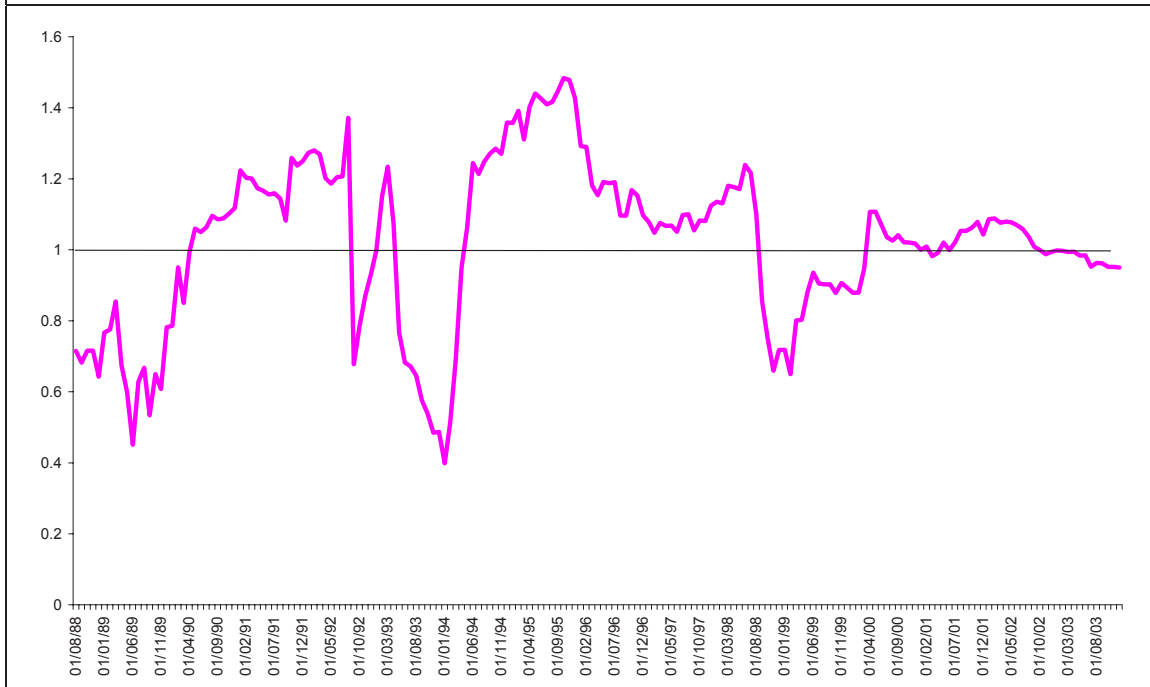
Kilder: ECB/Reuters.

**Figur 5. Spredning i rentespændet relativt til Tyskland for 10-årige statsobligationsrente, 1989-2003**



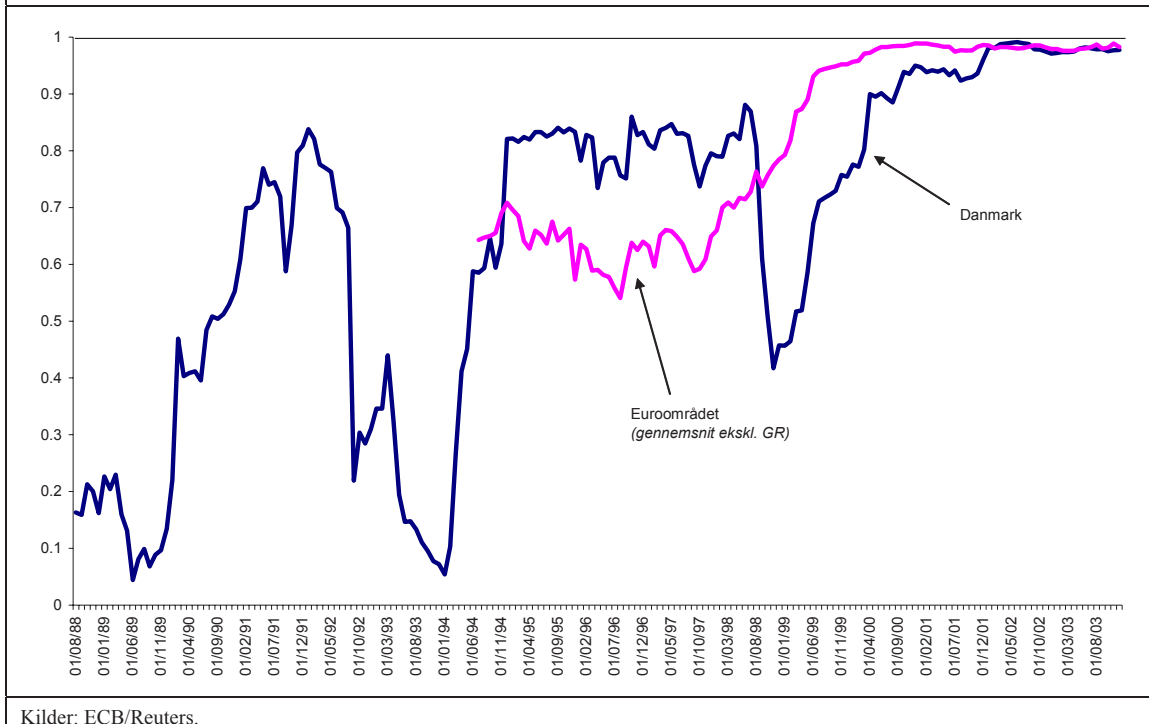
Kilder: ECB/Reuters.

**Figur 6. Udvikling i betinget beta-koefficient (fra 18-mdr. glidende regression af ændring i DK 10Y rente mod ændring tyske 10Y rente), 1988-2003**



Kilder: ECB/Reuters.

**Figur 7. Varians ratio (andelen af ændring i DK 10Y rente forklaret ved ændring i tyske 10Y rente), 1988-2003**



### *Aktiemarkedet*

Prisbaserede indikatorer viser et billede af en tiltagende om end stadig ufuldstændig grad af integration mellem de europæiske aktiemarkeder. Det danske aktiemarked synes også i stadig højere grad at være samkorreleret med aktiemarkederne i eurolandene. Således illustrerer Figur 8, at de månedlige aktieafkast for Danmark hhv. eurolandene er blevet gradvist mere synkroner i perioden 1973-2003.<sup>13</sup> Dette billede aftegner sig også i Figur 9, der angiver korrelationen mellem de månedlige aktieafkast i Danmark og eurolandene fordelt på fire delperioder. Således er samkorrelationen steget fra ca. 0,25 i perioden 1973-1980 til ca. 0,75 i perioden 1998-2003. Det ses samtidig, at den største stigning i korrelationen foregik i perioden 1991-1997, hvilket formentlig kan tilskrives effekterne af tiltagene til liberalisering af de internationale kapitalmarkeder i 1980'erne og starten af 1990'erne samt den øgede økonomiske integration mellem EU-landene som følge af indførelsen af det Indre Marked.

Det er dog ikke tilstrækkeligt blot at fokusere på simple korrelationer i aktieafkast over tid, da disse meget vel kan være påvirket af bevægelser i cykliske faktorer og ikke kun af strukturelle faktorer.<sup>14</sup> Kun sidstnævnte kan bidrage til at forklare en øget finansiel integration.

<sup>13</sup> Med henblik på at fokusere på de overordnede trends i data anvendes Hodrick-Prescott filtrerede aktieafkast.

<sup>14</sup> Fx vil samkorrelationen typisk være høj i perioder kendetegnet ved høj volatilitet, eksempelvis i nedgangsperioder.

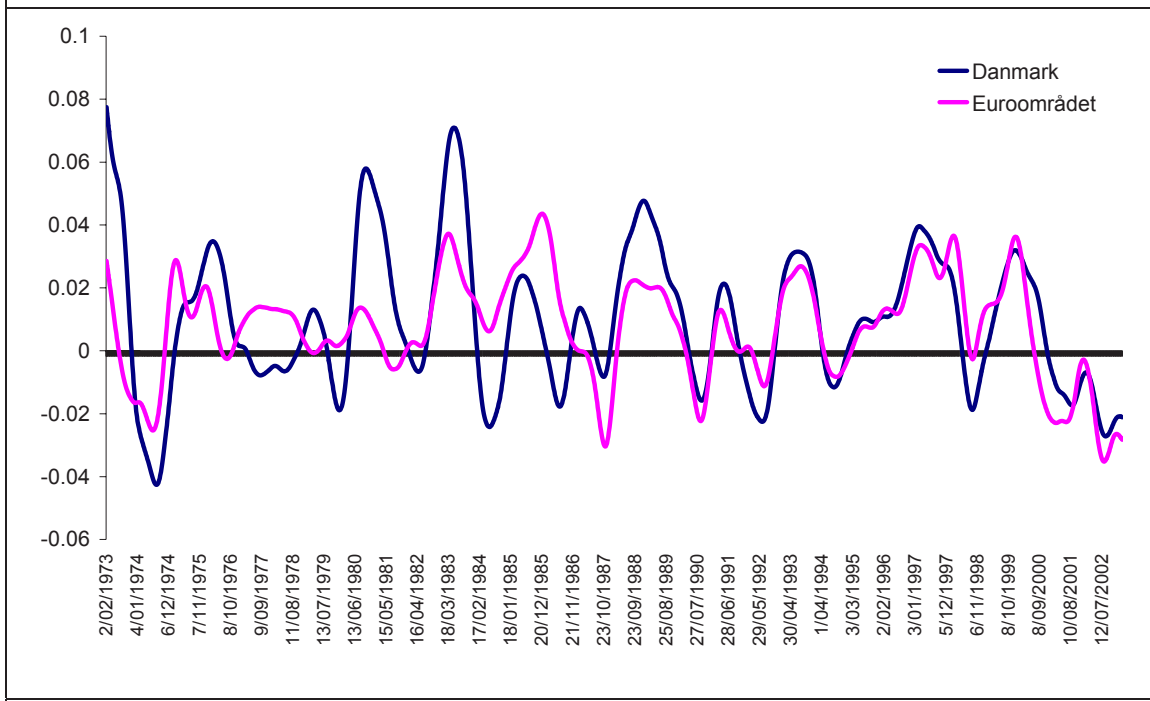
Et andet mål for graden af integration mellem aktiemarkeder i forskellige lande, der samtidig tager højde for, at nationale aktieindeks er forskelligt sammensat på sektorer, er, at se på spredningen i aktieafkastserierne fordelt på hhv. lande- og sektorindeks. Spredningen mellem landenes aktieafkast er inverst-relateret til korrelationen imellem dem. Dvs. jo mindre to landes aktieafkast er korreleret, desto mere bevæger de sig uafhængigt af hinanden og desto større vil spredningen beregnet som standardafvigelsen mellem de to indeks være. For så vidt angår spredningen i afkastet på de landebaserede indeks viser Figur 10, at de to afkastserier for eurolandene (med og uden Danmark, respektive) generelt udviser den største grad af spredning, mens spredningen i udelandenes aktieafkast generelt er den laveste (dvs. højest korrelerede). Det er dog lidt vanskeligt at bedømme, hvor meget man skal ligge i dette mønster. Optimalt set burde man sammenligne landespredningen med spredningen i de sektorfordelte indeks.<sup>15</sup> I Figur 11 ses der ikke at være den store forskel i udviklingen i spredningen for hhv. DJ Euro Stoxx og DJ EU Stoxx (ekskl. UK). Mere interessant er det derimod, at sektorspredningen er øget over tiden og gennemsnitligt er højest i perioden 1999-2003, hvilket indikerer at sektordiversificering er blevet mere attraktiv efter euroens indførelse (jf. konklusionen i ECB, 2004). Sammenstilles spredningen i hhv. de lande- og sektorbaserede aktieafkast for eurolandene inkl. Danmark ses det (Figur 12), at spredningen i de forskellige landes sektorbaserede aktieafkast gennemsnitligt er blevet forøget over tid og i den sidste delperiode næsten er på niveau med spredningen i de landebaserede aktieafkast. Der ses dog også stadig at være diversificeringsgevinster ved at sprede sine aktieinvesteringer over flere EU-lande, hvilket indikerer, at aktiemarkederne i EU stadig ikke er fuldt integrerede.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Desværre findes der ingen officielle sektorindeks der inkluderer eurolandene og Danmark. Som en aproksimation er anvendt nogle sektorindeks for EU ekskl. UK (kilde: [www.stoxx.com](http://www.stoxx.com)). Dvs. det er antaget, at inddragelsen af svenske aktier ikke skaber for megen "støj" i resultaterne.

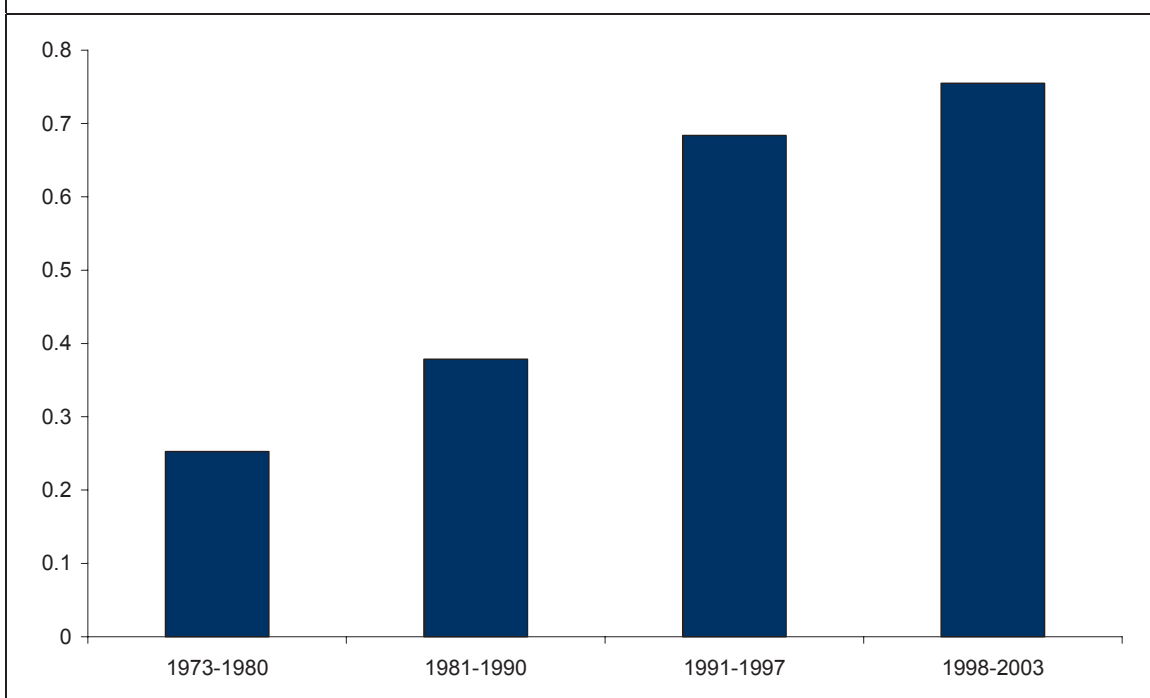
<sup>16</sup> Dette resultat skyldes ikke kun, at "udlandet" Danmark er inkluderet. Jf. ECB (2004) som kommer frem til en lignende konklusion ved kun at se på eurolandene isoleret.

**Figur 8. HP-filtrerede månedlige aktieafkast for DK og euroområdet, 1973-2003**



Kilder: Datastream og egne beregninger.

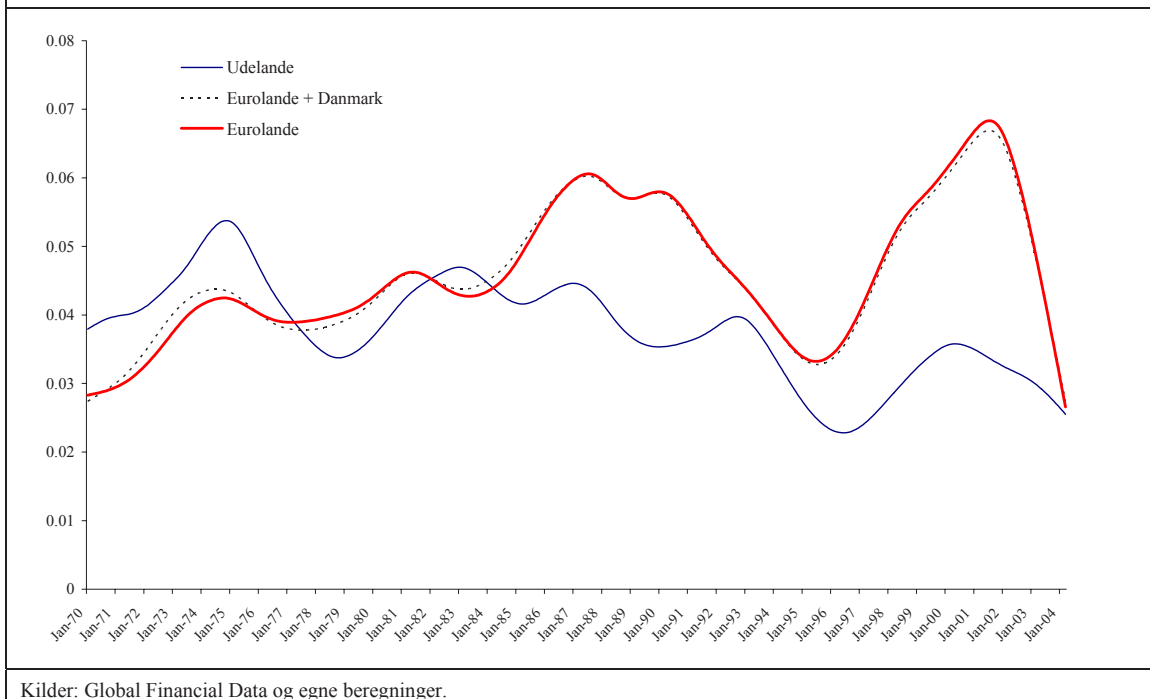
**Figur 9. Korrelation mellem månedlige aktieafkast i DK og euroområdet, 1973-2003**



Kilder: Datastream og egne beregninger.

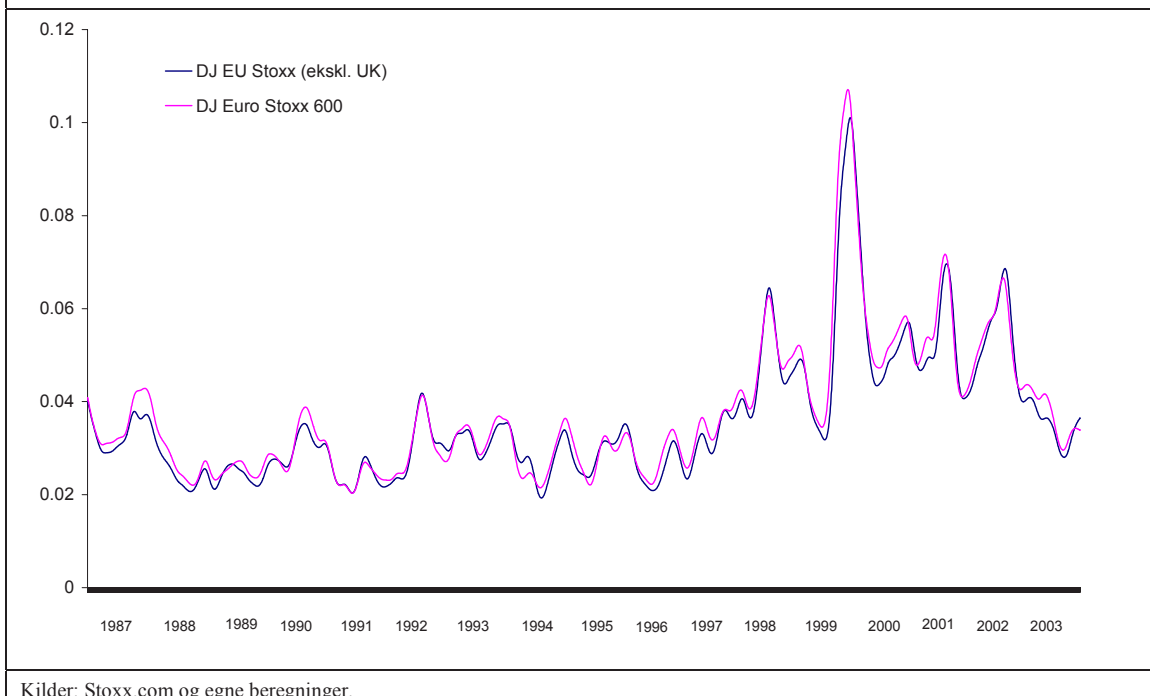


**Figur 10. HP-filtreret landfordelt spredning i månedlige aktieafkast, 1970-2004**



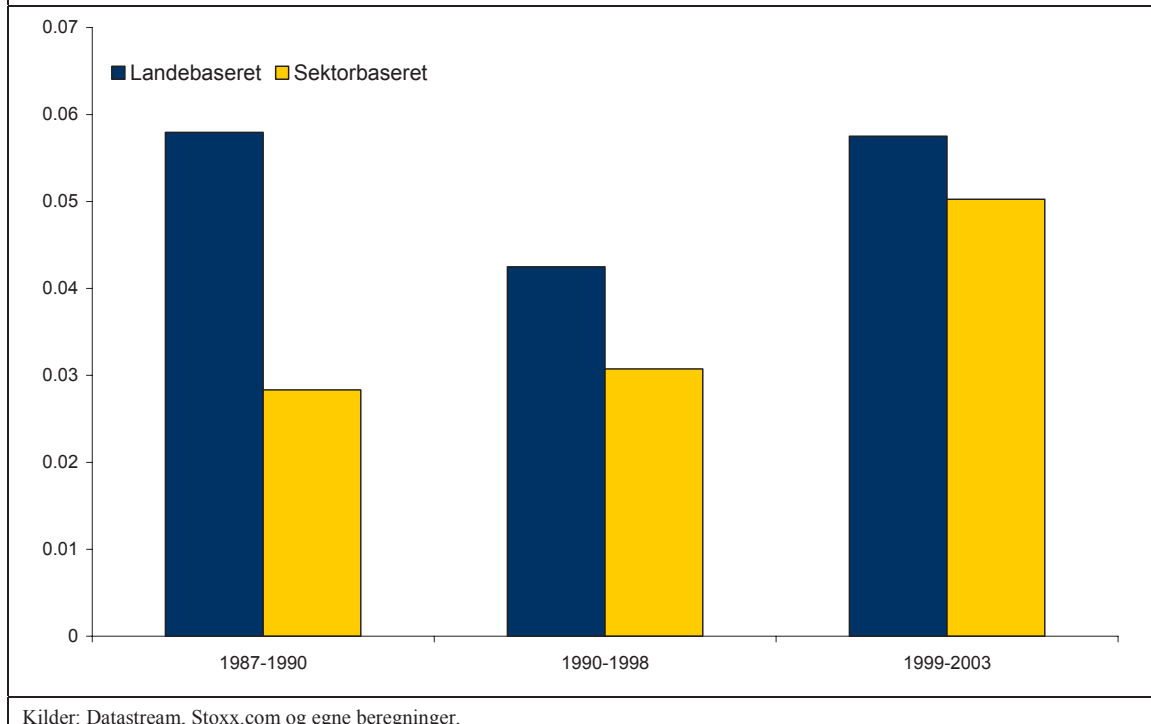
Kilder: Global Financial Data og egne beregninger.

**Figur 11. HP-filtreret sektorfordelt spredning i månedlige aktieafkast i DJ Euro Stoxx 600 og DJ EU Stoxx (ekskl. UK), 1987-2003**



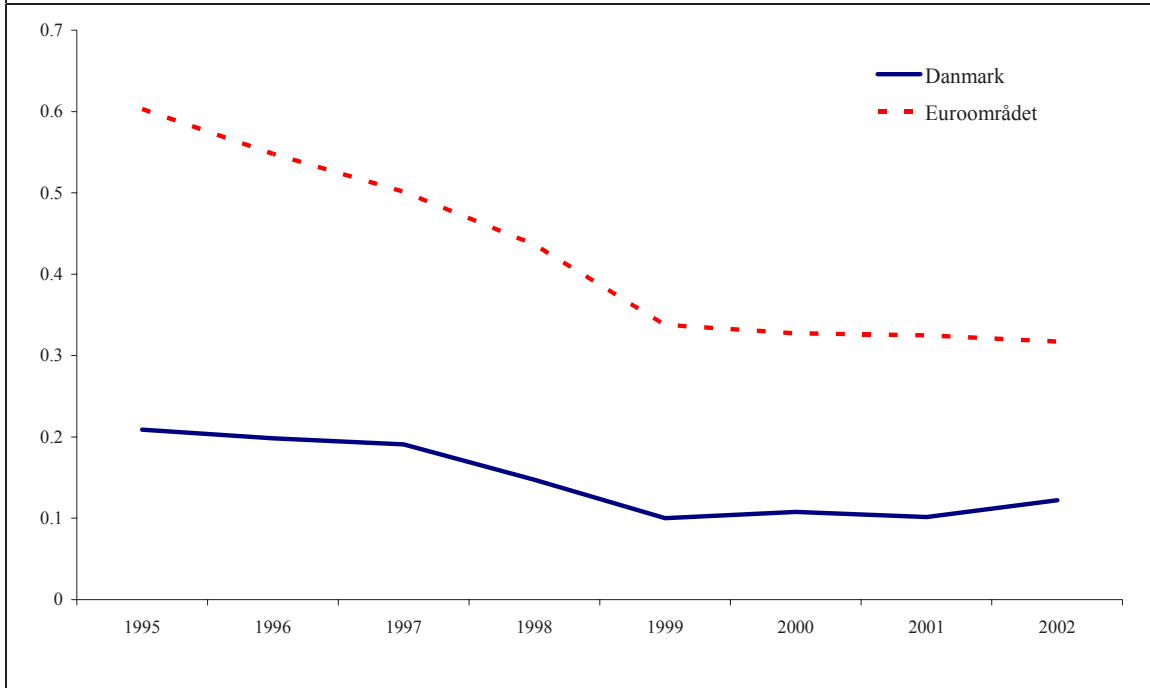
Kilder: Stox.com og egne beregninger.

**Figur 12. Lande- og sektorbaseret spredning i HP-filtrerede månedlige aktieafkast baseret på hhv. EMU12+DK og DJ EU Stoxx (ekskl. UK), 1987-2003**



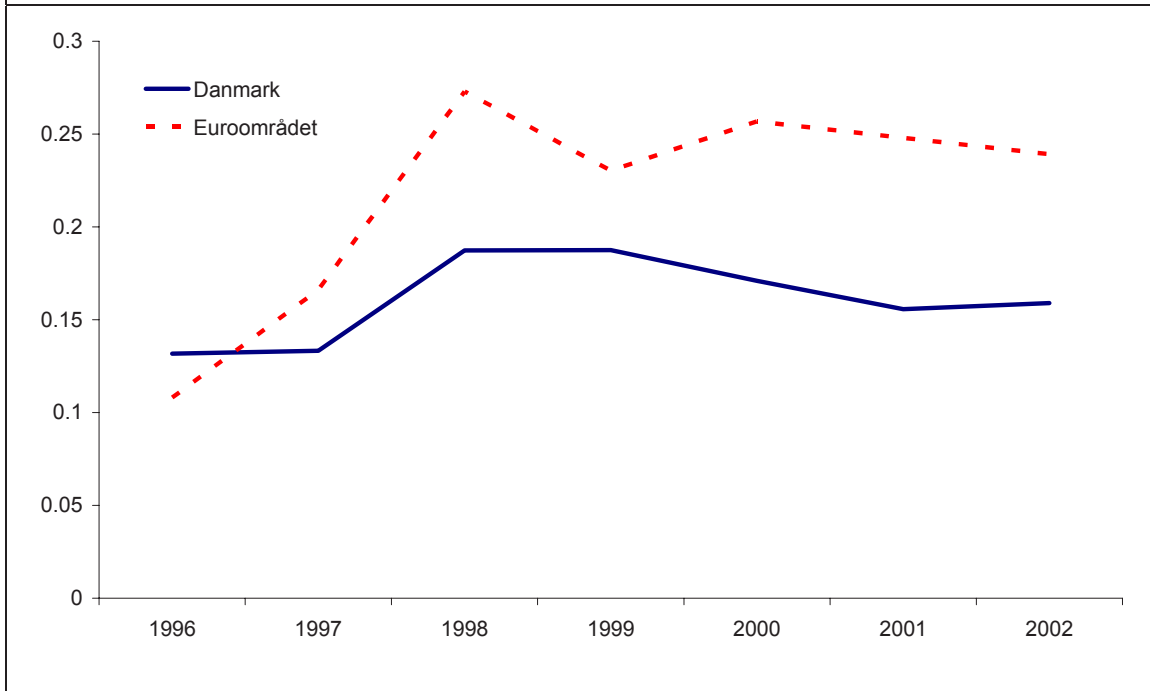
Et kvantitativt mål for graden af integration mellem det indenlandske kapitalmarked og det udenlandske kapitalmarked er, som nævnt ovenfor, den såkaldte "home bias". I teorien bør en veldiversificeret investor kun investere en andel af sin samlede portefølje i indenlandske aktiver svarende til det indenlandske markeds størrelse i forhold til det globale kapitalmarked – korrigeret for risikopræmier. I praksis ses det derimod, at de fleste investorer har en tendens til at investere en uforholdsmæssig stor andel af deres portefølje i indenlandske aktiver set i forhold til hvad en veldiversificeret porteføljesammensætning ville tilskrive. At dette også er tilfældet for aktieinvesteringsforeninger i Danmark hhv. eurolandene fremgår af Figur 13, hvoraf det ses, at andelen af indenlandske aktier er uforholdsmæssig stor (ca. 12 pct. i Danmark i 2002 mod lidt over 30 pct. i eurolandene). Dog ses andelen at være faldet siden 1996 og særligt omkring overgangen til ØMU's tredje fase i 1999 blev home bias'en reduceret væsentligt (i særlig grad for eurolandenes vedkommende – dog fra et højere niveau). Indførelsen af den Økonomiske og Monetære Union ses ligeledes at have påvirket andelen af aktieinvesteringsforeninger med en europæisk investeringsstrategi i positiv retning (Figur 14). Dette mønster var særlig udtalt for eurolandenes vedkommende, som steg fra ca. 10 pct. i 1996 til godt og vel 25 pct. i 2002. ØMU-effekten ses, måske ikke uventet, at have været noget mere begrænset for så vidt angår de danske investeringsforeninger, hvor andelen af foreninger med en europæisk strategi henover perioden kun steg med omtrent 4 pct. til 16 pct. i 2002.

**Figur 13. Home bias i aktieinvesteringsfonde (andel investeret i indenlandske aktier), 1996-2002**



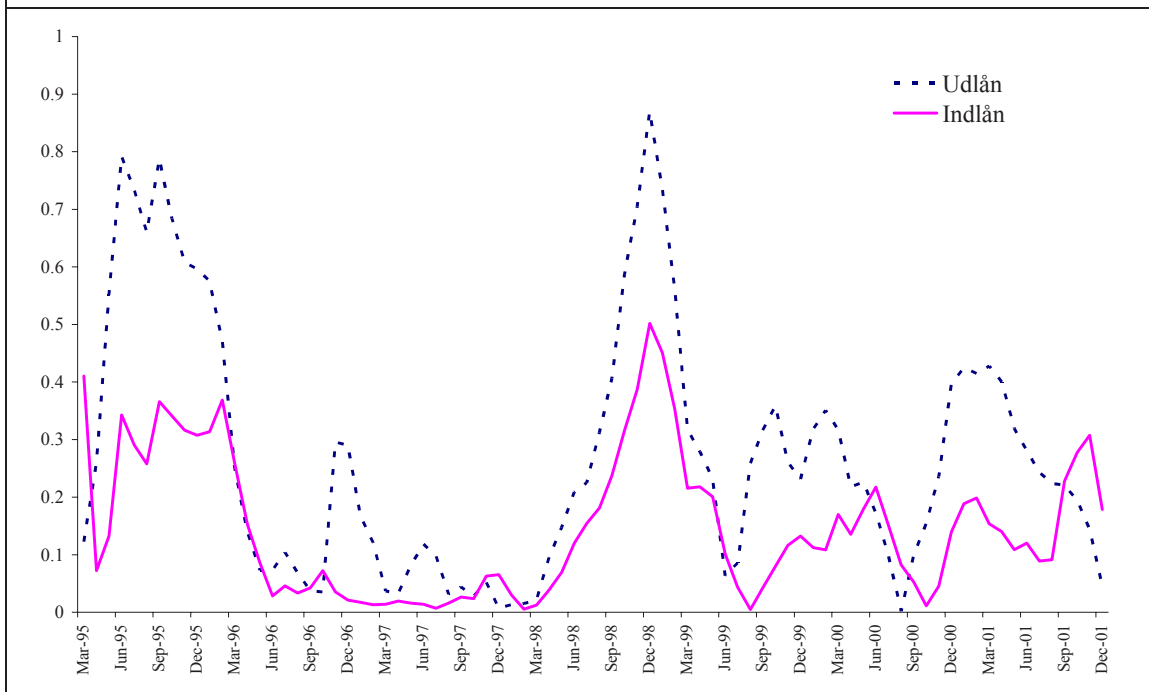
Kilde: FEFSI.

**Figur 14. Aktieinvesteringsfonde med europæisk investeringsstrategi (andel af samlet), 1996-2002**



Kilde: FEFSI.

**Figur 15. Standardafvigelse mellem danske og tyske detailbankrenter, 1995-2001**



Kilder: ECB og Nationalbanken samt egne beregninger.

### **Detailbanksektoren**

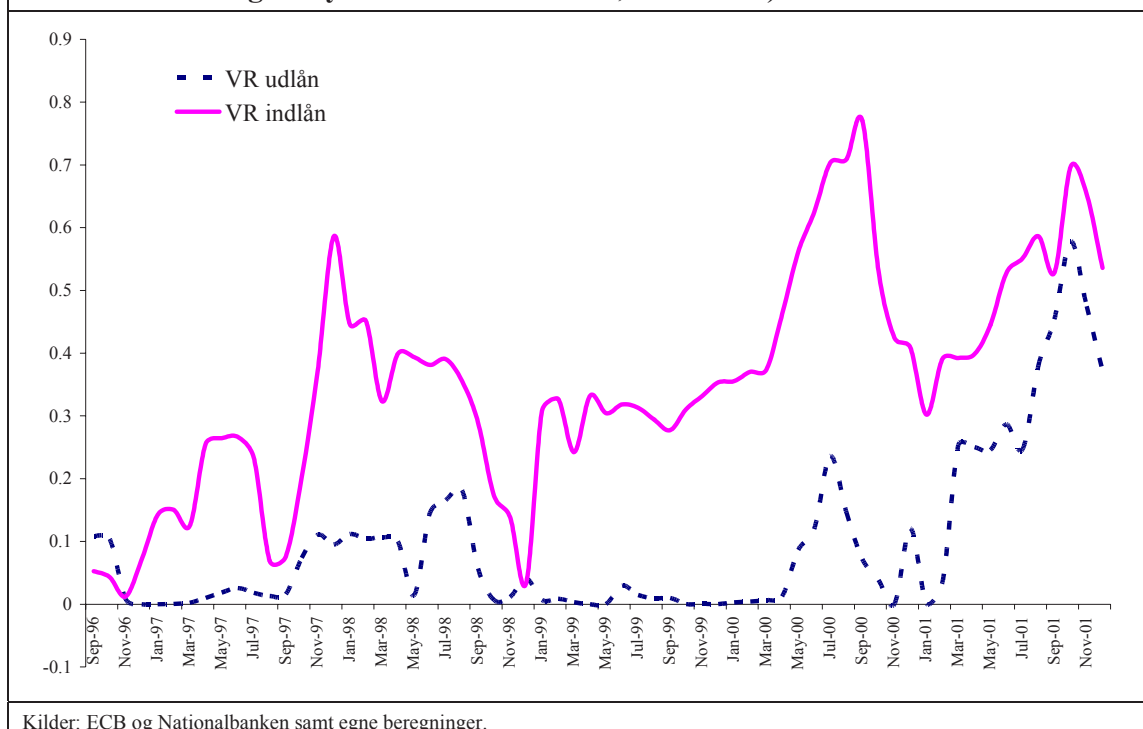
Markederne for detailbankprodukter er i mindre grad integreret på tværs af eurolandene. Ligeledes kan den danske detailbanksektor kun i begrænset omfang siges at være integreret med banksektoren i eurolandene. Der skal dog tages et stort forbehold for i hvilket omfang detailrentestatistikken dækker de samme produkter og især for den betydelige produktheterogenitet inden for de forskellige kategorier, om end der er sket store fremskridt med de seneste revisioner af detailrentestatistikken. Endvidere omfatter statistikken over detailrenterne ikke gebyrer, som kan være yderligere en konkurrenceparameter for bankerne både inden for og på tværs af landegrænserne, og som derfor optimalt set burde inddrages i en test af integrationen i banksektoren.

For så vidt angår prisbaserede indikatorer for integrationen mellem den danske pengeinstitutsektor og eurolandenes aftegner der sig et billede af en relativt svag grad af integration. Af Figur 15 fremgår det fx, at standardafvigelsen mellem danske og tyske bankrenter i perioder er betydelig og under alle omstændigheder meget svingende over tid – særligt for udlånsrenternes vedkommende.<sup>17</sup> Dette kunne indikere en ikke fuldt synkron ud-

<sup>17</sup> I det følgende sammenstilles de danske detailrenter med de tilsvarende tyske renter. Dette gøres dels af mangel på en homogen rentestatistik for euroområdet samlet set tilbage i tiden. Dels på baggrund af at den tyske banksektor kan betragtes som et "benchmark" for den danske banksektor i egenskab af både at være grænseland samt det største og antageligt mest repræsentative euroland. Endvidere har den danske fastkurspolitik over for den tyske D-mark for 1999 og derefter over for euroen bevirket, at de officielle danske renter tæt har fulgt den tyske renteutvikling (jf. også ovenfor). Derfor må det alt andet lige forventes, at den ensartede udvikling i de officielle rentesatser også vil slå relativt ens igennem på detailrentesatserne i Danmark hhv. Tyskland. Såfremt dette ikke var tilfældet, ville det være en indikation af svag integration mellem de to landes banksektorer.

vikling i detailrentesatserne, og dermed kun begrænset integration af de danske og tyske (eurolandenes) detailbanksektorer. Dette undersøges nærmere i Figur 16, som angiver variansratioen for bankudlåns- og indlånsrenterne, dvs. hvor stor en andel af ændringerne i de danske ud- og indlånsrenter som kan forklares ved ændringer i de tyske (eurolandenes) ud- og indlånsrenter.<sup>18</sup> Det fremgår heraf, at variansratioen er langt fra at være 1 (som angiver fuld integration). For så vidt angår indlånsrenterne er forklaringsgraden fra de tyske renteændringer dog ikke ubetydelig, hvorimod der (i størstedelen af perioden) ikke ses at være nogen forklaringsgrad af betydning for så vidt angår udlånsrenterne. Det er dog værd at bemærke, at forklaringsgraden mod slutningen af perioden (2000-2001) øges betydeligt, hvilket kunne være en indikation af en øget integration mellem den danske banksektor og den tyske (eurolandene).

**Figur 16. Varians ratio – bankudlåns- og bankindlånsrenter (baseret på 18-mdr. glidende regression af ændringer i danske detailbankrenter mod ændringer i tyske detailbankrenter, 1997-2001)**



Pr. 1. januar 2003 er den tidligere detailrentestatistik blevet afløst af en harmoniseret, og langt mere detaljeret, MFI-rentestatistik for eurolandene og Danmark. Dette muliggør en sammenligning af detailbankrenter på basis af et mere ensartet datagrundlag, om end

<sup>18</sup> Som i analysen af obligationsmarkedet er variansratioen udledt ved hjælp af en 18 måneders glidende regression af ændringer i danske detailbankrenter mod ændringer i de tyske detailbankrenter, se også fodnote 12.

mængden af data stadig er begrænset. (Månedlige observationer tilbage til januar 2003).<sup>19</sup> Figur 17 og 18 illustrerer således standardafvigelsen mellem MFI-renterne i Danmark og eurolandene. Figur 17 viser standardafvigelsen på to sammensatte renter for udlån til ikke-finansielle virksomheder med hhv. kort og lang løbetid.<sup>20</sup> Det ses heraf, at standardafvigelsen for så vidt angår lån med kort løbetid har været begrænset og relativt stabil i perioden januar 2003 - marts 2004, hvilket kunne indikere en vis grad af integration i dette markedssegment. De stabile pengepolitiske renter i denne periode kan endvidere tænkes at have bidraget til den begrænsede variabilitet i de korte detailrenter. For så vidt angår renter på udlån til virksomheder med lang løbetid ses der at være en noget større spredning og en i øvrigt mere volatil udvikling, og generelt ligger de danske lånrenter knap et procentpoint højere end de tilsvarende i eurolandene. Det er endvidere værd at notere, at standardafvigelsen mellem de danske og eurolandenes renter på virksomhedslån med lang løbetid gennemsnitligt ligger over den tilsvarende standardafvigelse inden for eurolandene (jf. ECB (2004)). Omvendt er standardafvigelsen mellem danske og eurolandenes renter på virksomhedslån med kort løbetid gennemsnitligt lavere end standardafvigelsen mellem eurolandene. Tilsvarende illustrerer Figur 18 standardafvigelsen mellem de danske og eurolandenes renter på hhv. forbrugerlån, lån til boligkøb og tidsindskud.<sup>21</sup> Heraf ses det, at særligt tidsindskud, men til dels også lån til boligkøb, udviser en begrænset standardafvigelse mellem de danske hhv. eurolandenes renter. Standardafvigelsen på lån til boligkøb er faldet i den sidste halvdel af perioden i takt med at de danske (realkredit-)renter er faldet til et niveau svarende til eurolandenes.<sup>22</sup> Spredningen mellem de danske og eurolandenes renter på forbrugerlån er relativt høj, men har udvist en faldende tendens over perioden, og ligger i øvrigt gennemsnitligt væsentligt under standardafvigelsen mellem eurolandene (jf. ECB (2004)).

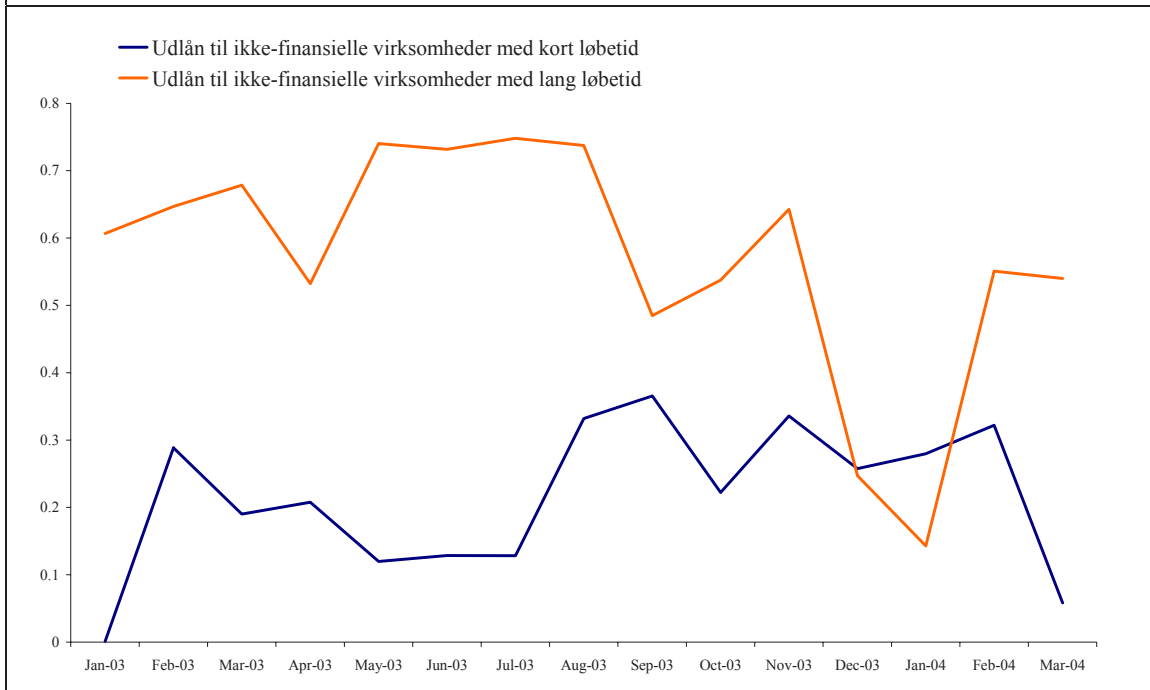
<sup>19</sup> På trods af at MFI-rentestatistikken er baseret på et harmoniseret statistisk grundlag, skal der stadig tages forbehold for landesammenligninger, da detailbankprodukter generelt må antages at være relativt heterogene på tværs af EU-landene. For blot at nævne et enkelt eksempel, er der ikke mange produkter i de øvrige EU-lande der minder om de danske realkreditudlån.

<sup>20</sup> De korte renter er konstrueret ved at vægte nye udlån med op til 1 års løbetid med en størrelse på under hhv. over 7,5 mio. kr. De lange renter er beregnet ved at vægte nye udlån med over 1 års løbetid med en størrelse på under hhv. over 7,5 mio. kr. I begge tilfælde er forretningsomfanget af de nye udlån anvendt som vægte.

<sup>21</sup> Renter på forbrugerlån og lån til boligkøb er konstrueret som et vægtet gennemsnit af renter på nye udlån med forskellig løbetid ekskl. kassekreditter, hvor forretningsomfanget af de nye udlån er anvendt som vægte. Renter på indlån med tidsindskud er konstrueret som et vægtet gennemsnit af renter på nye indlån med forskellig løbetid ekskl. indlån på anfordring og repoforretninger, hvor forretningsomfanget af de nye indlån er anvendt som vægte.

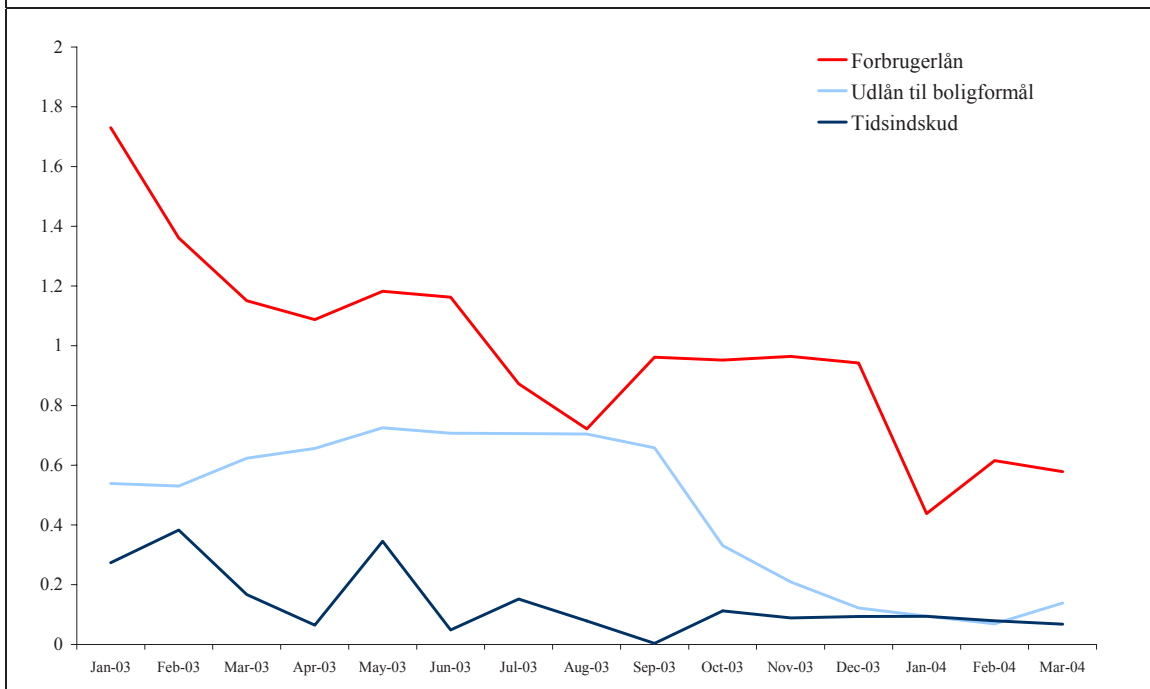
<sup>22</sup> Visse forbehold må dog tages ved sammenligning af renten på lån til huskøb i Danmark hhv. euroområdet, eftersom den danske realkreditsektor adskiller sig væsentligt fra typiske realkreditbanker i euroområdet, fx i form af fundingstruktur og produkttyper, se også ovenfor under afsnittet om finansielle strukturer. Yderligere kan henvises til Mercer Oliver Wyman (2003) og BIS (2004).

**Figur 17. Standardafvigelse mellem MFI renter i euroområdet og Danmark – udlån til ikke-finansielle virksomheder**



Kilder: ECB og Nationalbanken samt egne beregninger.

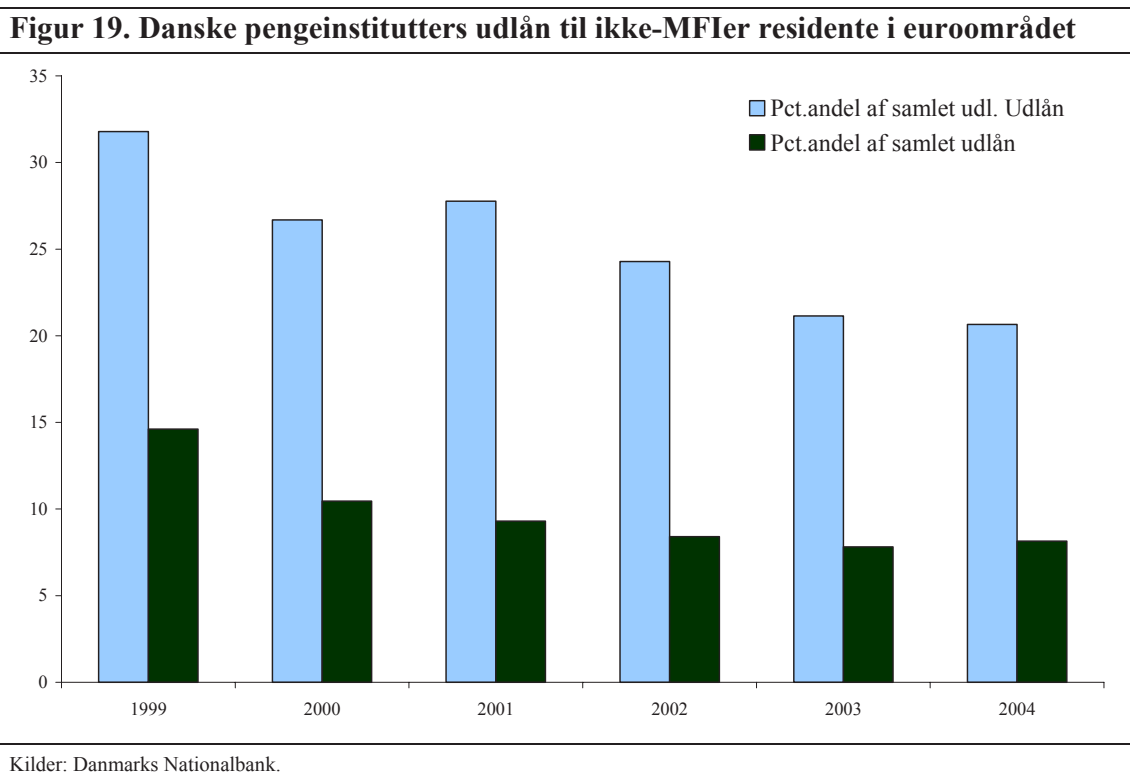
**Figur 18. Standardafvigelse mellem MFI renter i euroområdet og Danmark – udlån til forbrugerformål hhv. boligkøb samt indlån på tidsindskud**



Kilder: ECB og Nationalbanken samt egne beregninger.

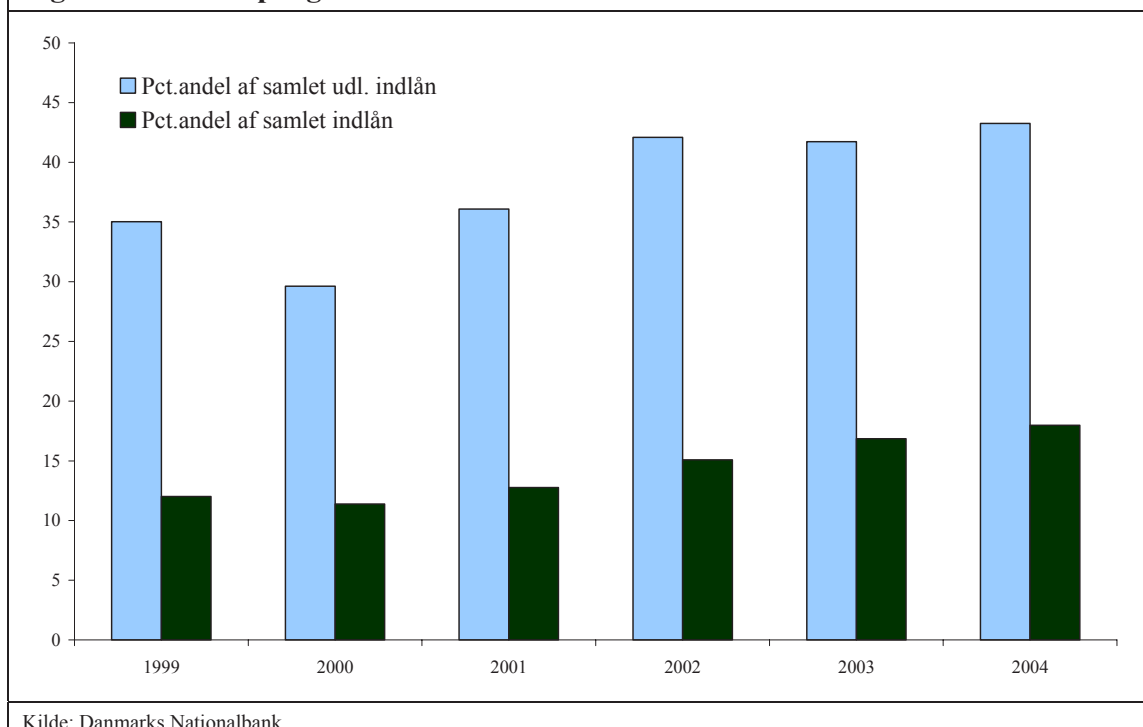
Alt i alt forekommer der på baggrund af såvel den ”gamle” (ikke-harmoniserede) detailrentestatistik som den ”nye” (harmoniserede) MFI-rentestatistik stadig at være betydelige forskelle i rentesatserne på detailbankprodukter mellem Danmark og eurolandene, om end der i de senere år synes at være sket en vis konvergens. Det er dog vanskeligt at foretage en entydig konklusion af hvorvidt det danske detailbankmarked over tiden er blevet mere integreret med eurolandenes, eftersom forskelle i renterne i vid udstrækning kan forklares ved forskelle i de underliggende produkttyper samt i det faktum, at detailbankforretninger overvejende har et lokalt tilsnit. En fuld konvergens af renteniveauerne (reduktion af spredningen) er derfor under alle omstændigheder næppe sandsynlig på kort/mellemlangt sigt.

For så vidt angår mængdebaserede indikatorer, så udgør udenlandske indlån og udlån kun en relativ lille del af danske MFIs balance, jf. tabel 7. Den danske banksektor har kun relativt få grænseoverskridende aktiviteter på detailniveau, hvilket fremgår af Figur 19 og 20. Generelt ligger udlån til (og indlån fra) ikke-MFI'er residerende i eurolandene således på mellem 10-15 pct. af de samlede udlån (indlån). Betragtes den andel der vedrører udlån til (indlån fra) eurolandene i forhold de samlede udenlandske udlån (indlån) fremgår det endvidere, at udlånsandelen er faldet fra 32 pct. i 1999 til 21 pct. i 2004, mens indlånsandelen omvendt er steget fra 35 pct. til 43 pct. i samme periode.





**Figur 20. Danske pengeinstitutters indlån fra ikke-MFler residente i euroområdet**



Der er således langt fra at være fuld integration på detailbankområdet, og det er vel også spørgsmålet om, hvorvidt dette er muligt i hvert fald på mellemlangt sigt, da faktorer såsom geografisk tæthed, kulturelle forskelle, barrierer for grænseoverskridende betalinger osv. vedbliver at være en hindring for en markant forøgelse af integrationen (og konkurrencen) på tværs af landegrænserne i Europa.<sup>23</sup> Det er i øvrigt ikke overraskende, at udlånsmarkedet er mindre integreret end indlånsmarkedet. Udlån stiller betydeligt større krav til lokalkendskab, herunder især om låntagers kreditværdighed. Teknologiske fremskridt såsom muligheden for at gøre internetbankforretninger kan muligvis reducere nogle af barriererne for både indlån og udlån, men størstedelen af detailbankforretningerne vil antageligt vedblive at være et indenlandsk anliggende et stykke tid endnu.<sup>24</sup>

Øget finansiel integration er et mål, bl.a. fordi det bidrager til en mere effektiv allokering af opsparing og investeringer. Både mulighederne for øget finansiel integration og udviklingen af det finansielle system generelt afhænger i høj grad af de rammebetingelser, som lovgivningen sætter for det finansielle system. Derfor fokuserer det næste afsnit på rammebetingelserne og deres betydning for det finansielle systems udvikling.

### **Rammebetingelser og finansiel udvikling**

Der har de seneste ca. 10 år været en eksplosion i litteraturen om betydningen af den finansielle udvikling og hvad der driver den finansielle udvikling. King og Levine (1993)

<sup>23</sup> Se ECB (2002), "Banking Integration in the Euro Area", Occasional Paper No. 6 af I. Cabral o.a.

<sup>24</sup> Omvendt kan specifikke nationale lovændringer medføre en stigning i de grænseoverskridende bankaktiviteter. Fx er den meget internationalt orienterede banksektor i Luxembourg i stor udstrækning en udløber af restriktive, typisk skattemæssige, lovbestemmelser i nabolandene (fx Tyskland).

er et af de første eksempler på nyere empirisk analyse af betydningen af den finansielle sektors udvikling for økonomisk vækst. La Porta og andre (1997) repræsenterer gennembruddet i forståelsen af faktorer, der kan påvirke den finansielle sektors udvikling.

Den nyere empiriske analyse af betydningen af den finansielle sektors udvikling for økonomisk vækst baserer sig i første omgang på en videreudvikling af modeller for endogen vækst. Modellerne suppleres med indikatorer for finansiell udvikling, som ofte viser sig at være signifikante. Indikatorerne omfatter både mål for udviklingen af de finansielle markeder og udviklingen af banksektoren. Transmissionsmekanismen fra finansiell udvikling til vækst går gennem den finansielle sektors betydning for formidling af opsparing til finansiering af investeringer. Jo mere effektiv formidling, jo højere vækst. Mere specifikke elementer heri omfatter muligheden for risikospredning for investorer, muligheden for billig og nem ekstern finansiering for investorer, og mindskning af informationsasymmetrier/principal agent problemer qua det finansielle systems overvågning af adfærden hos dem, der finansieres.

Analysen er dog ikke uden økonometriske problemer. Et væsentligt kritikpunkt er, om det er den økonomiske vækst, der driver den finansielle udvikling, og ikke omvendt som antaget. Senere analyser prøver at håndtere dette kausalitetsproblem. Fx benyttes ”laggede” variable, mere mikro-baserede undersøgelser, og eventstudier. Disse undersøgelser bekræfter betydningen af den finansielle udvikling for økonomisk vækst.

Et nyere studie, De Avila (2003), er et meget godt eksempel på, at der kan være tale om ganske betydelige effekter af den finansielle sektors udvikling på den økonomiske vækst. I studiet konstrueres forskellige indikatorer for den finansielle liberalisering inden for EU-landene over de seneste 40 år. Disse bruges sammen med kontrolvariable til at forklare udviklingen i økonomisk vækst. Studiet konkluderer bl.a., at liberaliseringen af kapitalbevægelserne har bidraget med ca. 0,6 pct. point per år til den økonomiske vækst i EU-landene.

De første nyere studier af faktorer, der påvirker den finansielle udvikling, fokuserer på betydningen af lovgrundlag og mere generel juridisk tradition. Således påvises, at lande med en engelsk juridisk tradition gennemgående har en mere veludviklet finansiell sektor end lande med en romansk juridisk tradition (La Porta o.a., 1997, 1998). Blandt andre forhold, der forklarer dette er fleksibiliteten i den engelske case baserede lovgivning og den større fokus på individernes rettigheder versus statens rettigheder.

Senere studier betragter det juridiske grundlag og den juridiske tradition som endogen og/eller bringer andre faktorer på banen, som forklaring på den finansielle sektors udvikling (se fx Beck o.a., 2001a). Eksempler er faktorer som geografiske forhold, interessegruppernes relative styrkeforhold, og mere fundamentale kulturelle spørgsmål som religion. Disse forhold bidrager til at forklare både det juridiske grundlag og den finansielle sektors udvikling, men det fjerner ikke den selvstændige betydning af det juridiske grundlag.

Generelt peger den nyere forskning på, at det ikke er afgørende om et lands finansielle system primært er markeds- eller bankbaseret. Begge typer kan fostre økonomisk vækst, og der er typisk ingen statistiske signifikante forskelle, der antyder at det ene system er mere vækstfremmende end det andet (Levine, 2002). Det er således i højere grad et spørgsmål om, hvor veludviklet og veldiversificeret landets finansielle system er. Det er

først og fremmest graden af finansiel udvikling, snarere end de finansielle strukturer i sig selv, der alt andet lige er afgørende for vækstpotentialet i en given økonomi.

Derimod er der en klar sammenhæng mellem de specifikke juridiske rammer og hvordan den finansielle sektor i et land er skruet sammen. La Porta o.a. (1998) viser således, at den stærke aktionærbeskyttelse i lande med en engelsk retstradition styrker aktiemarkedet. Tilsvarende gavner den betydelige kreditorbeskyttelse omfanget af gældsforhold i lande med tysk retstradition. La Porta o.a. (2002) viser, at især mulighederne for privat retsforfølgelse er vigtige for udvikling af værdipapirmarkeder, mens offentlig retsforfølgelse er mindre vigtig.

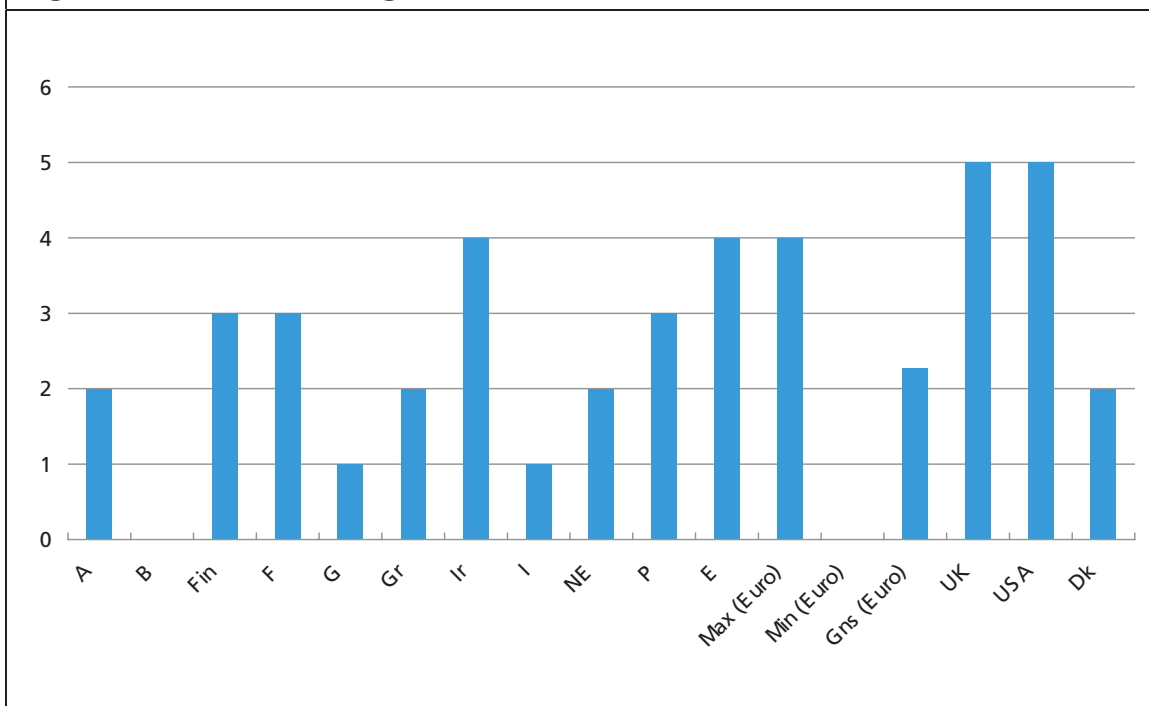
Nedenfor fokuseres på rammebetingelserne for den finansielle sektors udvikling og det juridiske grundlag, snarere end på transmissionen over til økonomisk vækst eller andre faktorer, der har drevet den finansielle udvikling og/eller det juridiske grundlag.

### **Rammebetingelserne for den finansielle udvikling i eurolandene**

Det juridiske grundlag for den finansielle sektors udvikling i eurolandene er karakteriseret ved følgende træk:

1. Beskyttelsen af aktionærer er relativt begrænset, om end der er en vis spredning landene imellem. På La Porta o.a. (1998) skala for aktionærernes rettigheder vis-a-vis ledelsen er gennemsnitsscoren for eurolandene 2,27 ud af 6 (højest), se Figur 21. De forskellige eurolande ligger mellem 0 og 4, mens USA og UK begge ligger på 5. De fleste lande i eurolandene beskytter kun aktionærene gennem deres mulighed for at indkalde til en ekstraordinær generalforsamling (det typiske stemmekrav er 5 eller 10 pct.), samt gennem krav om at eksisterende aktionærer har fortrinsret ved en aktieemission. I USA og UK er der bedre vilkår for aktionærene for så vidt angår stemmeregler og minoritetsbeskyttelse.

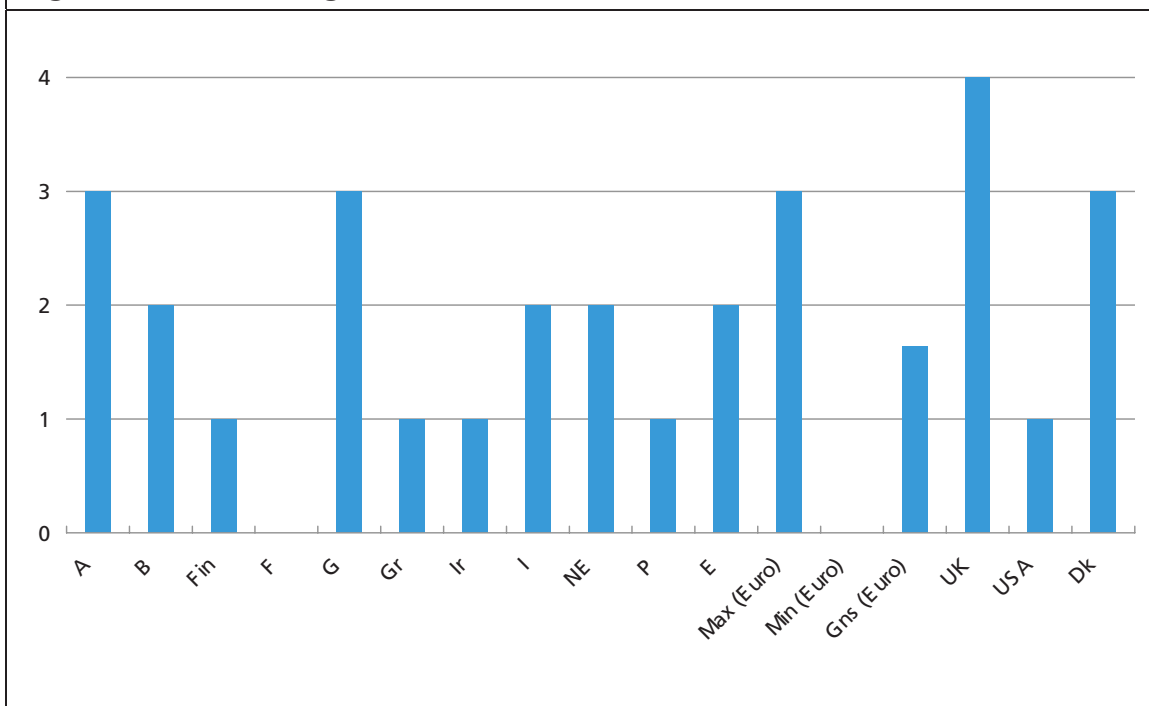
**Figur 21. Aktionærers rettigheder vs. Ledelsen**



Kilde: La Porta o.a. (1998).

2. Beskyttelsen af kreditorer er gennemgående lidt bedre i eurolandene end beskyttelsen af aktionærer, se Figur 22. På La Porta o.a. skalaen er gennemsnittet for eurolandene 1,64 ud af 4. Østrig og Tyskland ligger højest med 3, mens Frankrig ligger lavest med 0. USA har en relativ dårlig kreditorbeskyttelse med en score på 1, mens UK ligger højt med 4. Kreditorer i eurolandene beskyttes typisk gennem reglerne for deres adgang til sikkerheder. Derimod er reglerne for reorganisering normalt ikke særlig kreditorvenlige.

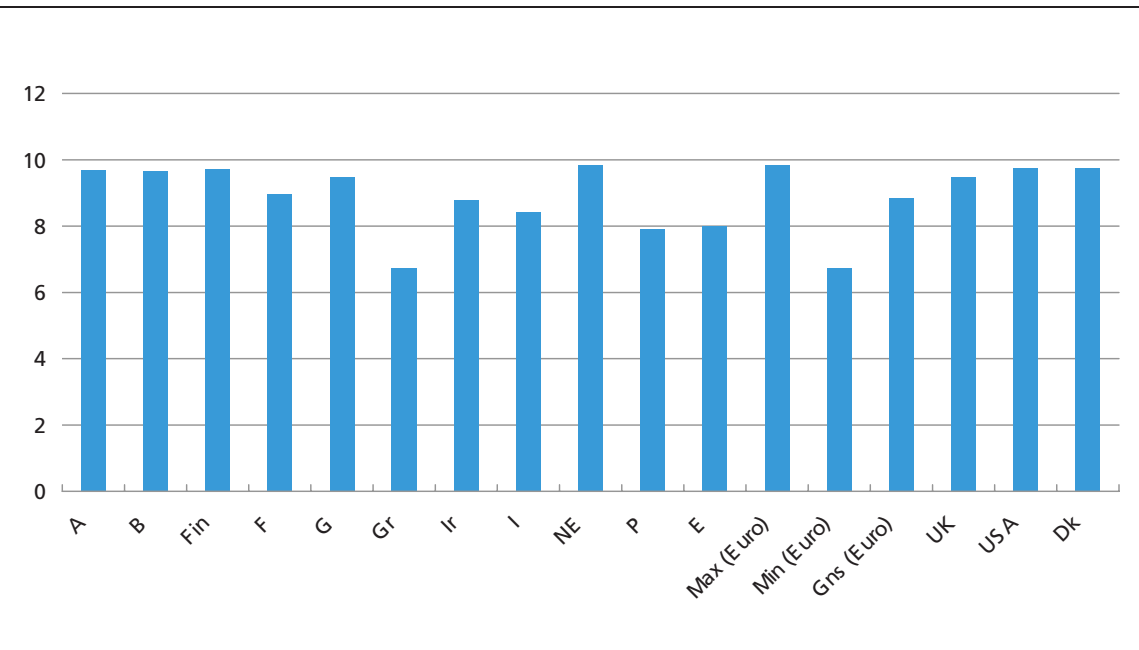
**Figur 22. Kreditorrettigheder**



Kilde: La Porta o.a. (1998).

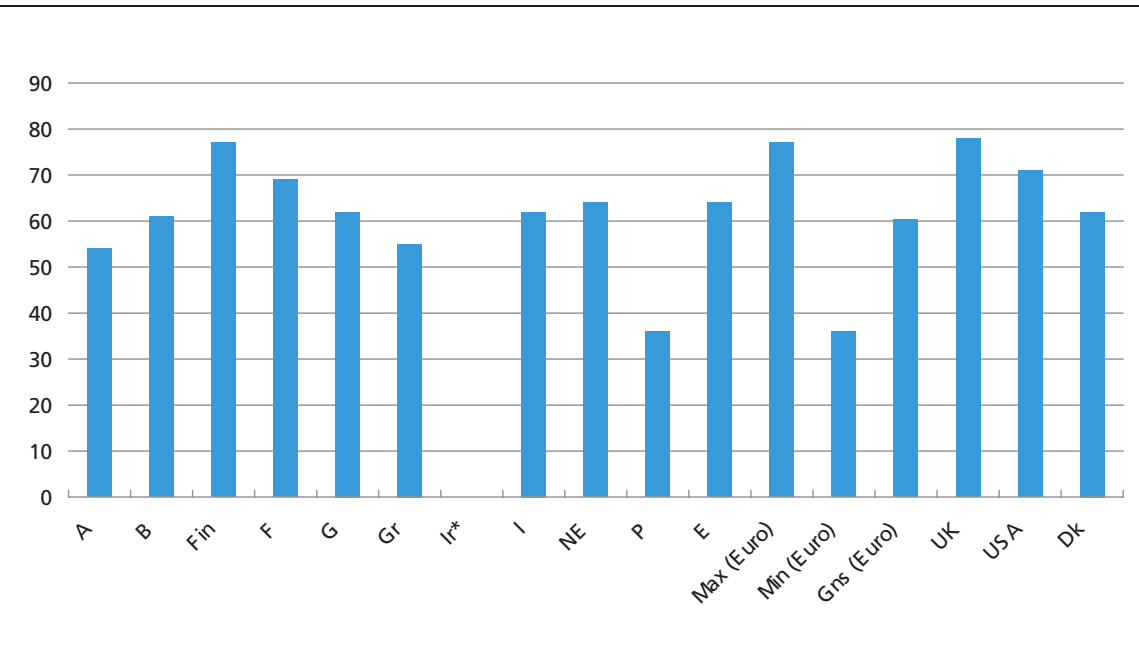
3. Den generelle retssikkerhed er gennemgående høj i eurolandene, se Figur 23. Den gennemsnitlige score ligger på 8,8 ud af 10. Det dårligste land ligger på 6,7 og det bedste på 9,7. USA ligger på niveau med de bedste lande, mens UK ligger lige under de bedste. Risikoen for ekspropriation i eurolandene ligger meget lavt, mens de dårligste resultater i eurolandene vedrører effektiviteten af retssystemet. På det relaterede område, regnskabsstandarder, ligger eurolandene mere middelmådigt, og en del under både USA og UK, se Figur 24.

**Figur 23. Retssikkerhed**



Kilde: La Porta o.a. (1998).

**Figur 24. Regnskabsstandarder**



Kilde: La Porta o.a. (1998).

\*) N.a.

4. Beskyttelsen af deltagere på værdipapirmarkedet finder i eurolandene sted både gennem privat retsforfølgelse og gennem myndighedernes forfølgelse af ulovligheder. På La

Porta o.a. (1998) skalaer er mulighederne for privat retsforfølgelse 0,47 og for offentlig retsforfølgelse 0,37, hvor skalaen går fra 0 til 1, se Figurer 25 og 26. I USA og UK ligger scoren for både privat og offentlig retsforfølgelse i den øvre ende eller over scoren i eurolandene, dog med den samme grad af forkærlighed for privat retsforfølgelse. Der er store forskelle på tværs af eurolandene. Frankrig er den klare yderlighed for så vidt angår offentlig retsforfølgelse med en score på 0,80, mens Østrig og Tyskland med en score på omkring 0,2 ligger lavt på privat retsforfølgelse, uden at ligge højt på offentlig retsforfølgelse. Problemerne i Østrig og Tyskland i forbindelse med privat retsforfølgelse knytter sig især til muligheden for at gøre prospektansvar gældende, både overfor bestyrelse, distributør, og revisorer. Herudover ligger krav om prospekt gennemgående lavt i eurolandene. Vedrørende offentlig retsforfølgelse ligger tilsynsmyndighedernes muligheder for at udstede krav i forbindelse med specifikke prospekter og emissioner gennemgående lavt i eurolandene. Den store spredning i eurolandene vedrører både dette punkt, samt tilsynsmyndighedernes uafhængighed, deres muligheder for at undersøge sager, og hvorvidt straffeloven dækker de pågældende områder.

5. I mange af eurolandene ejer det offentlige en ikke ubetydelig del af bankerne (se figur 27). I Grækenland, Tyskland og Østrig sad det offentlige i 1995 på mere end 1/3 af aktiekapitalen i de ti største banker<sup>25</sup>. Kun i Spanien, Irland og Holland lå ejerandelen under 10 pct.. Dette er en betydelig forskel til USA og UK, hvor det offentlige ikke ejede aktier i banker. Tendensen i eurolandene går dog entydigt i retning af lavere offentlig ejerandel.

6. Detailreguleringen, i relation til forbrugere og mere specifikke juridiske konstruktioner, varierer betydeligt på tværs af eurolandene. Reglerne på realkreditområdet er et godt eksempel herpå. Der eksisterer således for de 12 eurolande 8 forskellige nationale regelsæt for, hvordan gebyret for tidlig tilbagebetaling af lån må fastsættes.<sup>26</sup> Maksimum for realkreditlånets størrelse relativt til pantets værdi varierer fra 60 pct. til ubegrænset. Adgangen til oplysninger fra kreditregistre og måden at registrere pant på varierer også. Endvidere er tiden, som det tager, at overtage et pant meget forskellig. I Holland tager det få måneder, mens det i Italien tager adskillige år<sup>27</sup> (se figur 28). Endelig er en eksplicit lovgivning om udstedelse af realkreditobligationer i mange eurolande et relativt nyt fænomen.

7. Dækningsgraden for den offentlige pension (som pct. af løn før pensionering (før skat)) er i mange euro lande ret høj (over 60 pct.) (se figur 29). Der er dog betydelige forskelle mellem eurolandene. I Irland og Holland ligger dækningsgraden nede omkring 30 pct. Dækningsgraden er endnu lavere i UK.

Fire observationer bør fremhæves. For det første, der er en betydelig forskel på næsten alle rammebetingelserne mellem de forskellige eurolande. For det andet, forskellene til trods adskiller eurolandene sig som gruppe fra USA, hvor aktionærrettigheder og især mulighederne for privat retsforfølgelse er mere markante. For det tredje, retssikkerheden er både i eurolandene og i USA høj. For det fjerde, når det kommer til forbrugerbeskyttelse og mere specifikke juridiske konstruktioner, så er de mulige permutationer af reguleringer næsten uendelige. Sagt på en anden måde – det er meget svært at sælge det sam-

<sup>25</sup> Se La Porta et al (2000).

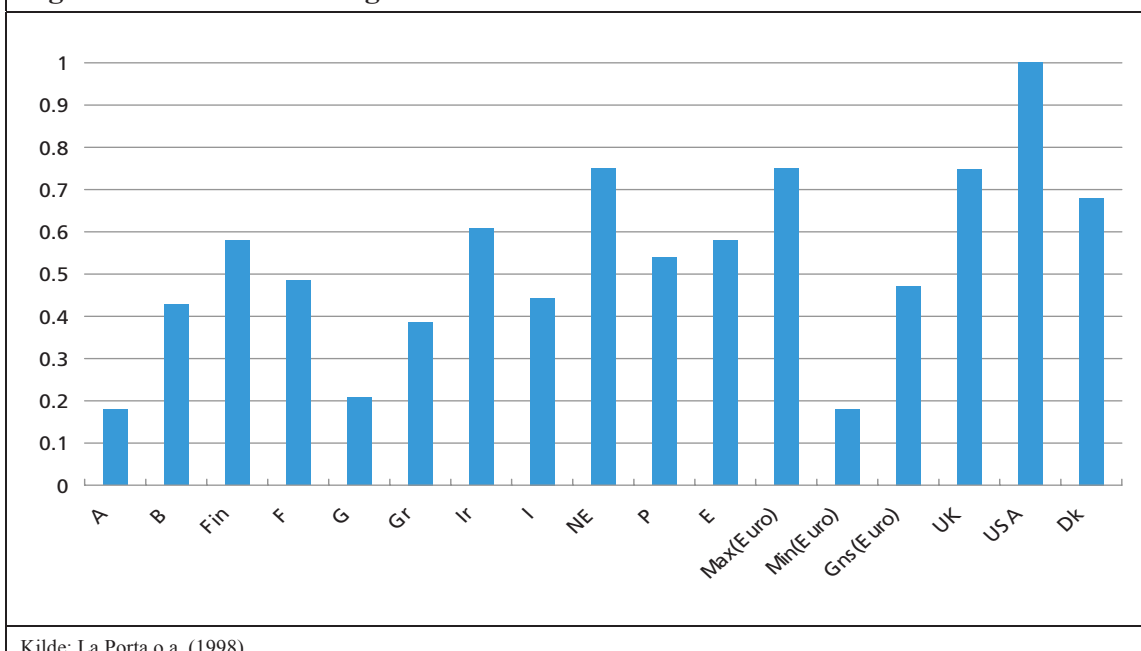
<sup>26</sup> Se ECB (2002), Structural factors in EU housing markets, tabel 5.1.

<sup>27</sup> Se Mercer Oliver Wymam (2003).

me produkt til forbrugere på tværs af grænserne, hvad der begrænser mulighederne for at opnå stordriftsfordele på detailprodukter.

De seneste direktiver, der er fremsat og i stort omfang vedtaget, som en del af den finansielle handlingsplan ændrer kun i begrænset omfang på ovenstående konklusioner. Prospektivdirektivet indebærer flest fremskridt. I direktivet stilles krav, der medfører ændringer på en række af de områder, som La Porta o.a. måler på, herunder offentliggørelse af ledelsens løn i prospektet, af store ejerandele, ledelsens egne ejerandele, og af andre vigtige forhold. Direktivforslaget om løbende oplysningsforpligtelser for børsnoterede selskaber (gennemsigtighed) indeholder også elementer, der indebærer fremskridt, herunder vedrørende stemmeregler. Generelt gælder dog, at der er lang vej til en harmonisering, der følger "best practice".

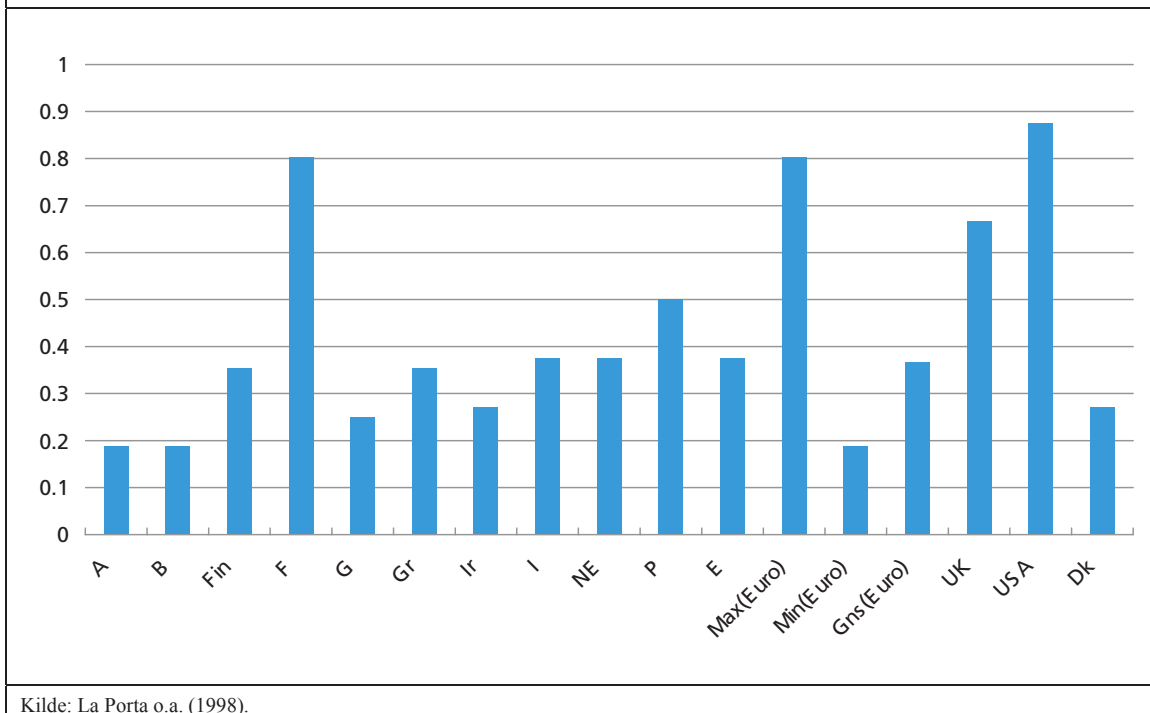
**Figur 25. Privat retsforfølgelse**



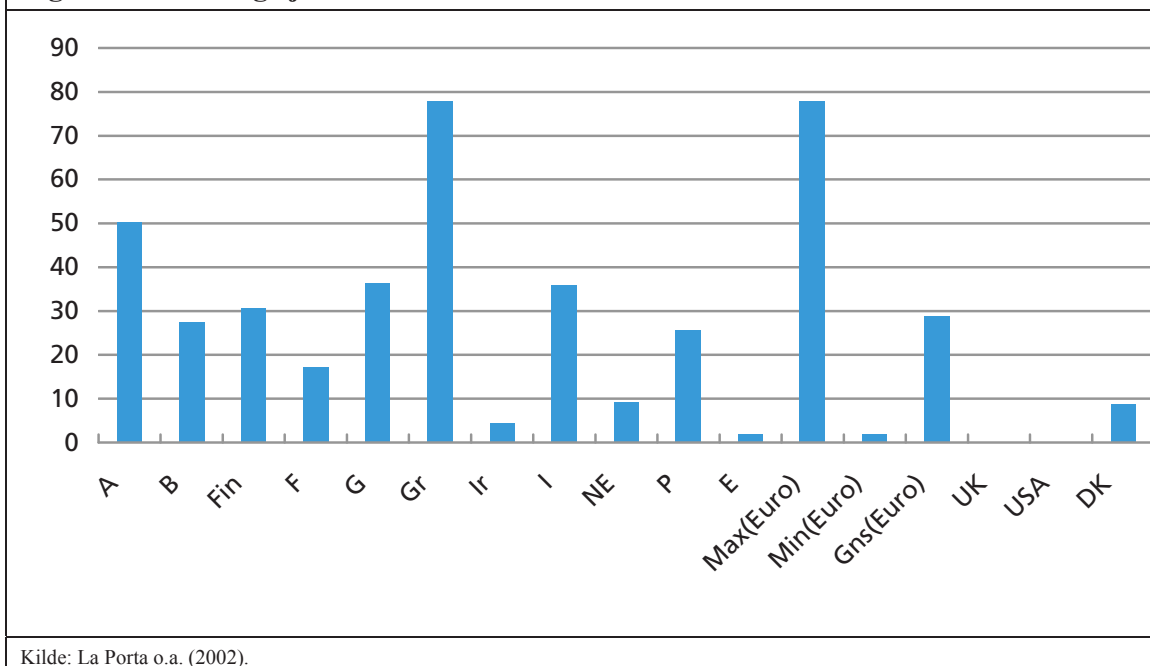
Kilde: La Porta o.a. (1998).



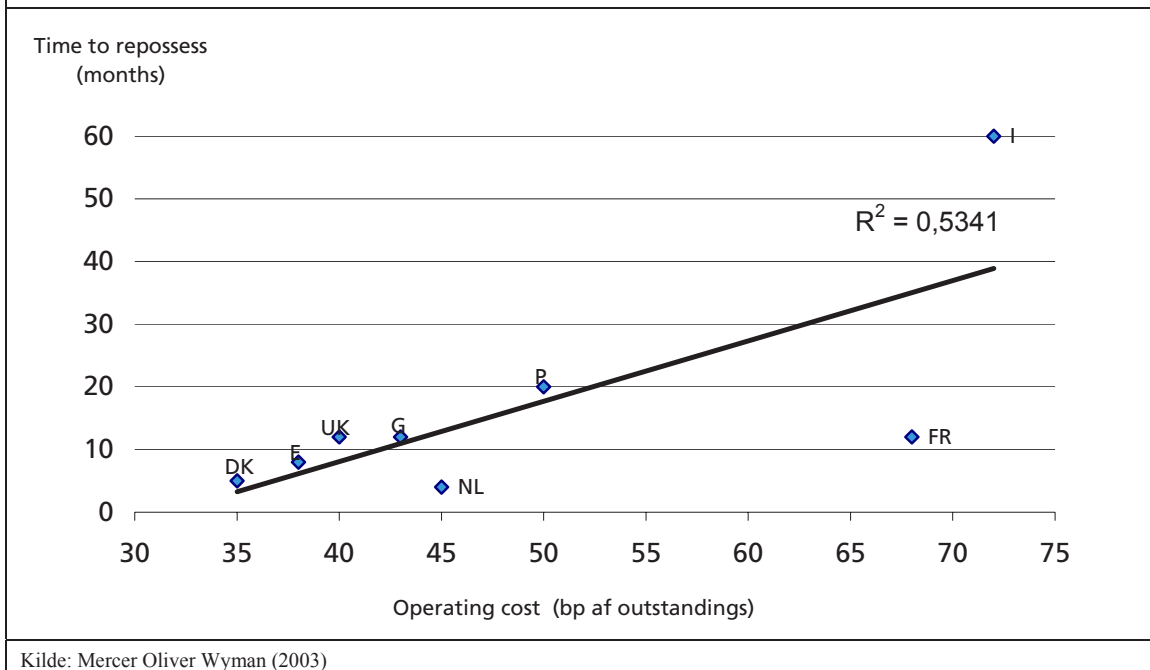
**Figur 26. Offentlig retsforfølgelse**



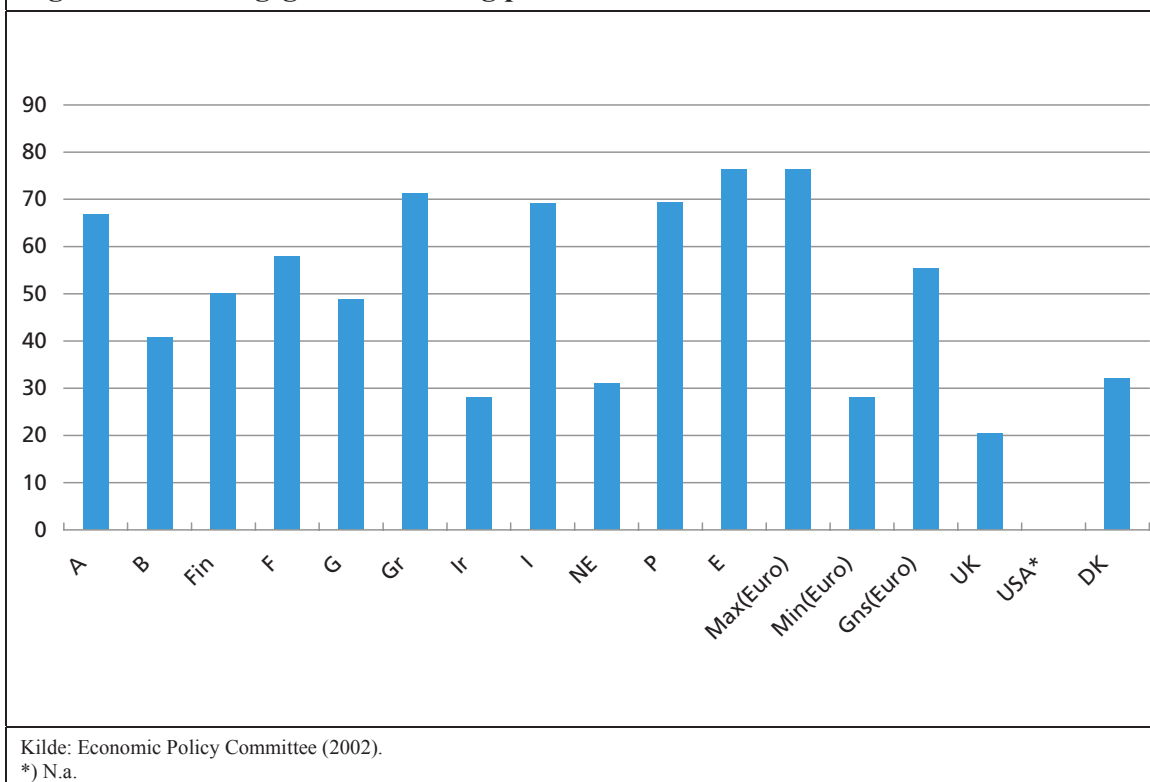
**Figur 27. Offentlig ejerskab af banker**



**Figur 28. Tid til overdragelse af pant**



**Figur 29. Dækningsgrad af offentlig pension**



## **Rammebetingelserne for den finansielle udvikling i Danmark**

Hvis man sammenligner Danmark med eurolandene på de samme punkter observeres følgende (Se figurer 21-29):

1. Aktionærrettigheder er også i Danmark relativt begrænsede. Gennemsnitsscoren vis-a-vis ledelsen er på 2 og dermed tæt på eurolandenes 2,27. I Danmark er aktionærer ikke beskyttet af forkøbsret, til gengæld er stemmereglerne lidt bedre for aktionærerne. Vedrørende ligestilling af aktionærer skiller Danmark sig ikke ud, idet de færreste lande har et krav om én aktie – én stemme.
2. Beskyttelsen af kreditorer er i Danmark relativt ustrakt. På La Porta o.a. skalaen scorer Danmark 3 mod eurolandenes 1,64. I Danmark er kreditorerne, ligesom i Tyskland og Østrig, bedre beskyttet i tilfælde af reorganiseringer.
3. Danmark ligger lidt højere end de bedste eurolande på området retssikkerhed. Derimod er vores regnskabsstandarder ikke meget bedre end gennemsnittet i eurolandene.
4. Danmark benytter sig i udpræget grad af privat retsforfølgelse for så vidt angår beskyttelse af deltagere på værdipapirmarkedet. Scoren ligger tæt på toppen af eurolandene, når det gælder mulighederne for privat retsforfølgelse. Når det gælder offentlig retsforfølgelse ligger Danmark under gennemsnittet i eurolandene. Krav om prospekt og mulighederne for at gøre ansvar gældende overfor bestyrelse og revisorer trækker op for privat retsforfølgelse. Tilsynets manglende uafhængighed og straffelovens begrænsede bestemmelser på dette område trækker ned mht. offentlig retsforfølgelse.
5. Den offentlige ejerandel af banker i Danmark ligger i den lave ende i forhold til eurolandene. Salget af Girobank i 1995 må yderligere have bragt den offentlige ejerandel ned.
6. Det danske realkreditsystem er unikt og er også understøttet af en unik lovgivning med en meget lang historie bag sig. Der er ingen offentlig retslige begrænsninger på gebyrer for indfrielse af lån, den maksimale størrelse af et lån relativt til pantets værdi ligger med 80 pct. midt i det interval, der gælder for eurolandene. Endelig kan låntager overtage et pant ved misligholdelse i løbet af få måneder, hvilket er på niveau med Holland, der er det mest effektive land blandt eurolandene på dette område.
7. Dækningsgraden for den offentlige pension i Danmark er med omkring 30 pct. på niveau med den laveste dækningsgrad i de øvrige eurolande.

Danmark skiller sig på de fleste punkter ikke ud fra eurolandene. Der er på de fleste punkter eurolande, der både ligger højere og lavere end Danmark. Om noget er Danmark et relativt kreditorvenligt land og aktionærfjendtligt land på samme måde som Tyskland og Østrig. Det største danske særkende er realkreditsystemet og den lovgivning, der er forbundet hermed. På dette område er der imidlertid en udvikling i gang i eurolandene mod en specifik lovgivning for realkredit, om end denne - som andre love, der er rettet direkte mod forbrugerne og stærkt forbundet med anden lovgivning – formentlig bliver meget forskellig fra land til land.

## **Konklusion og afsluttende betragtninger**

Det finansielle system i Danmark har mange fællestræk med systemet i eurolandene. Størrelsen relativt til økonomien er den samme. Den nogenlunde ligelige betydning af

kapitalmarkeder og finansielle formidlere er et andet fællestræk. På sidstnævnte punkt adskiller både Danmark og eurolandene sig fra USA, hvor kapitalmarkederne har en relativt større betydning.

Der er en betydelig finansiell integration mellem Danmark og eurolandene. Integrationen er dog mere udviklet imellem eurolandene, og det er tydeligt, at Danmarks beslutning om at stå udenfor den Økonomiske og Monetære Union indebærer, at den finansielle integration mellem Danmark og eurolandene ikke har udviklet sig så stærkt som for eurolandene. Både integrationen mellem eurolandene og mellem disse lande og Danmark er klarere på engrosmarkederne og de mere homogene af disse. For så vidt angår bankkreditter er integrationen endnu begrænset.

Rammebetingelserne for den finansielle udvikling i Danmark skiller sig generelt ikke ud fra rammebetingelserne i eurolandene. Den lidt mere markante kreditorbeskyttelse passer dog godt med den lidt større betydning af finansielle formidlere relativt til kapitalmarkederne. Som meget specifikke punkter er det værd at notere sig, at Danmark og Holland på to områder, der begge kan begrundes i rammebetingelserne, adskiller sig fra de andre lande. For det første spiller forsikrings- og pensionselskaber en relativ stor rolle blandt de finansielle formidlere, hvilket formentlig kan henføres til, at begge lande har en relativ lav offentlig pensionsdækning. For det andet er udlån til boligfinansiering relativt mere prominent i de to lande, hvilket bl.a. må kunne henføres til, at kreditor relativt hurtigt kan overtage pantet ved misligholdelse.

Den gennemgående høje retssikkerhed er formentlig fremmede for udviklingen af integrationen af engrosmarkederne, mens de betydelige forskelle i reguleringen må formodes at hæmme den finansielle integration på detailområdet både inden for eurolandene og i forhold til Danmark.

Det er et åbent spørgsmål, om den stigende ensretning af rammebetingelser gennem direktiver vil muliggøre større integration på detailområdet. Tre ting taler imod dette. For det første, der er grænser for hvor langt rammebetingelserne kan ensrettes i og med, at forbrugerbeskyttelse har en stæk national dimension. Det er ikke alene et spørgsmål om niveauet for forbrugerbeskyttelse, men også om hvordan forbrugerbeskyttelsen er skruet sammen. Der er betydelige forskelle på tværs af landene mellem, hvad der betragtes som de vigtigste elementer i en god forbrugerbeskyttelse. For det andet, mange af rammebetingelserne hænger tæt sammen med hjørnestenene i et lands lovgivning. Lovgivningen for finansiell aktivitet er tæt forbundet med skattelovgivningen, konkurslovgivningen og fundamentale formueretslige regler. De er ikke nemme at ændre på, bl.a. fordi det har mange følgevirkninger på anden lovgivning og dermed berører mange interessenter. For det tredje, selv hvis det lykkedes at harmonisere rammebetingelserne, så er spørgsmålet om nationale kulturelle karakteristika, netværkseksternaliteter (fx allerede opbyggede strukturer), og informationsasymmetrier vil begrænse integrationen.

Overfor denne skepsis står effekten af den stadig større viden, som vi får om hvilke rammebetingelser, der har betydning for den finansielle udvikling og ultimativt vores økonomiske velstand. I internationale diskussioner om harmonisering af lovgivning har alle en stærk præference for, at harmonisering sker med deres nationale regelsæt som benchmark. En større viden om, hvad der er optimale rammebetingelser kunne bidrage til en mere hensigtsmæssig harmonisering, som i mindre grad er præget af fortidens nationale valg i de politiske mest indflydelsesrige lande eller værre den mindste fællesnævner.

Den i lang tid restriktive danske holdning til øldåser, der godt nok vedrørte miljø- og ikke forbrugerbeskyttelse, er et godt eksempel på de problemer promovningen af det indre marked støder på. Er der tale om legitim miljø-/forbrugerbeskyttelse, eller er det i virkeligheden en teknisk handelshindring?

Et andet åbent spørgsmål er, hvor meget en begrænsning i integrationen på detailområdet betyder. Ligger efficiensgevinsterne primært i integrationen på engrosniveau eller ligger den i integrationen på detailniveau? Måske ligeså vigtigt, hvor ens skal rammebetingelserne være for, at der i praksis vil være integration? På mange områder er det en meget anvendt forretningsstrategi at udvikle det samme basale produkt, der med få tilpasninger, kan markedsføres på forskellige markeder. Det muliggør betydelige stordriftsfordele relativt til at udvikle forskellige produkter fra bunden til salg på forskellige markeder. Fuld harmonisering af rammebetingelserne er måske derfor ikke en nødvendig betingelse for at nå de fleste af fordelene ved finansiel integration.

## Litteratur

- Allen, F. og D. Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- Andersen, Allan Bødskov, Volatiliteten i dag-til-dag pengemarkedsrenten, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2004.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt og R. Levine (2001a), "Legal theories of financial development," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 17, No. 4.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt og R. Levine (2001b), "The financial structure database," i A. Demirgüç-Kunt og R. Levine (eds.) *Financial Structure and Economic Growth*, MIT Press.
- BIS (2004), "The Danish mortgage market", af A. Frankel, J. Gyntelberg, K. Kjeldsen og M. Persson i *Quarterly Review*, part 8, March.
- Danmarks Nationalbank (2004), *Beretning og Regnskab 2003*.
- De Avila, D.R. (2003), "Finance and growth in the EU: New evidence from liberalisation and harmonisation of the banking industry", ECB Working Paper No. 266.
- Demirgüç-Kunt, A. og R. Levine (2001), "Bank-based and market-based financial systems," i A. Demirgüç-Kunt og R. Levine (eds.) *Financial Structure and Economic Growth*, MIT Press.
- Economic Policy Committee (2002), "Reform challenges facing public pension systems", July.
- European Central Bank (2002(a)), *Report on Financial Structures*, October.
- European Central Bank (2002(b)), *Banking Integration in the Euro Area*, af I. Cabral, F. Dierick og J. Vesala, ECB Occasional Paper No. 6.
- European Central Bank (2003), *Structural factors in the EU housing markets*, March.
- European Central Bank (2004), *Measuring Financial Integration in the euro area*, af L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova og C. Monnet, ECB Occasional Paper No. 14.
- European Central Bank (2005), *Indicators of financial development of the Euro area*, (arbejdstitel, under udarbejdelse).
- Greenspan, A. (1999), "Do efficient financial markets mitigate financial crises?", Remarks before the 1999 Financial Market Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Greenspan, A. (2000), "Global challenges", Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Financial Crisis Conference, Council of Foreign Relations, New York, 12. juli 2000.
- King, R.G. og R. Levine (1993), "Finance and Growth: Schumpeter might be right," *Quarterly Journal of Economics* 108, 717-38
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer og R. Vishny (1997), "Legal determinants of external finance," *Journal of Finance* 52, 1131-1150.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer og R. Vishny (1998), "Law and Finance," *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer (2002), "Government ownership of banks", *Journal of Finance* 57, 256-301.

La Porta, R, F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer (2002), "What works in securities law?", Working Paper.

Levine, R. (2002), "Bank-based or market-based financial systems: Which is better?," *Journal of Financial Intermediation* 11, 398-428.

Lewis, K.K. (1999), "Trying to explain the home bias in equities and consumption", *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, No. 2, pp. 571-608.

Maddaloni, A. og C. Kok Sørensen (2005), "How are euro area financial structures changing?" i J. Berg, M. Grande og F.P. Mongelli (eds.), *Elements of the euro area: Integrating financial markets*, Ashgate Publishers.

Mercer Oliver Wyman (2003), Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets, October.

Mølgaard Petersen, A. (2003), Kreditkanalen i pengepolitiske analyser, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 4. Kvartal 2003.

Tesar, L.L. og I.M. Werner (1992), "Home bias and high turnover", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 14, No. 4, pp. 467-92.