

Dereguleringen av valutamarkedet: Virkninger på kapitalbevegelsene, og betydning for valutastatistikk og -kontroll

Ragna Alstadheim, konsulent i Økonomisk avdeling, og Yngvar Holm, avdelings sjef i Statistikkavdelingen i Norges Bank

Etter en gradvis nedbygging har de fleste valutareguleringer i Norge vært opphevet siden sommeren 1990. I artikkelen vurderes effekten på kapitalbevegelsene av dereguleringen i perioden 1988-1990. Utlendinger har redusert sine plasseringer i pengemarkedet, mens de har økt sine plasseringer i aksjer og obligasjoner lagt ut i Norge i den perioden vi ser på. Dette tas opp i første del av artikkelen. I del to gjennomgås betydningen av dereguleringen for valutastatistikken og de kontrolloppgavene som er knyttet til denne. En konklusjon her er at en har kunnet opprettholde et fullstendig rapportgrunnlag både for statistikk og for kontroll med utenlandstransaksjoner.

Del 1: Virkning på kapitalbevegelsene av dereguleringen av valutamarkedet i Norge i 1988-1990

I de første etterkrigsårene var reguleringen av valutamarkedet motivert av behovet for valutarasjonering. Utover 60- og 70-tallet ble hensikten med valutareguleringen først og fremst å sikre selvstendighet i penge- og kredittpolitikken, det vil i praksis si å kunne sette renten i Norge forskjellig fra andre land. Etter hvert som finansmarkedene ble mer utviklet, økte omgåelsesmulighetene, og valutareguleringene mistet effekt. I den grad reguleringene virket, innebar de kostnader i form av at enkelte plasseringsmuligheter og finansieringsmuligheter i utlandet bare i begrenset grad kunne utnyttes. Videre erfarte man at et slikt regime med delvis regulering var vanskelig å håndtere. Reguleringer på enkeltområder skapte større kapitalbevegelser på områder som en ikke kunne eller ville regulere, og en hadde ikke kontroll med de samlede kapitalbevegelsene. Spesielt har forskyvninger av betalingsstrømmer knyttet til internasjonal handel – de såkalte «leads and lags» – ført til store kapitalbevegelser selv om en har forsøkt å regulere finansielle transaksjoner.

Med deregulering av internasjonale kapitalbevegelser kan en vente økte brutto og netto kapitalstrømmer – i hvert fall i en tilpassingsperiode – og at innenlandske renter nærmer seg de utenlandske. Virkninger på brutto kapitalbevegelser kommer ved at arbitrasje-

muligheter utnyttes og porteføljer vris i retning av tidligere regulerte investeringsformer. I tillegg til slike finansielle effekter, vil en også vente virkning på innenlandsk etterspørsel av liberaliseringen, dersom reguleringene av kapitalbevegelsene har vært effektive. Dette skjer ved at landet som helhet i større grad vil kunne bruke det internasjonale kapitalmarkedet til å frikoble innenlandsk realinvesteringsnivå fra innenlandsk sparing. Siden utviklingen i netto kapitalbevegelser – pr. definisjon lik driftsbalansen – i stor grad henger sammen med konjunkturutviklingen, vil realøkonomiske effekter være vanskeligere å se på kort sikt enn de finansielle effektene.

Hovedtrekk i avvikling av reguleringene¹⁾

I 1979 fikk bankene fri adgang til å låne og plassere i valuta, mot at deres valutarisiko ble regulert med maksimale grenser for de enkelte bankers totale eksponering i valuta. Utenom sjøfartsnæringen og eksportbransjene i industrien, var ellers innenlandske sektors adgang til valutamarkedet sterkt regulert. Kapitalbevegelser knyttet til handel i varer og tjenester var mer liberalt regulert enn plassering av kapital og finansiering av investeringer i utlandet. Reguleringene var gjerne utformet som lisensplikt for ulike transaksjoner.

1) For en nærmere beskrivelse av prosessen mot nedbygging av valutareguleringen i Norge, og de bestemmelsene som trådte i kraft fra 1.7.1990, vises til artikkel av Kari Olsen i Penger og Kreditt 1990/3.

Etter valutalovutvalgets tilrådinger (NOU 1983:54) fikk man fra sommeren 1984 en liberalisering av blant annet porteføljeinvesteringer, både inn- og utgående. Samtidig var den innenlandske kredittreguleringen blitt mindre effektiv, og lånefinansiert etterspørsel økte kraftig. For å begrense kreditttilgangen fra utlandet ble dereguleringen av inngående kapitalbevegelser derfor delvis reversert av stabiliseringspolitiske hensyn fra slutten av samme år. Det norske nominelle rentenivået var relativt høyt i internasjonal sammenheng, samtidig som realrenten etter skatt var for lav til å begrense veksten i innenlandsk etterspørsel. Høykonjunkturen som startet i 1984, gav sterk innenlandsk etterspørselsvekst. Dette forholdet, kombinert med fall i eksportinntektene som følge av oljeprisfallet, snudde driftsbalanseoverskuddet i 1985 til underskudd i 1986. Da omslaget i utenriksøkonomien kom, ble reguleringene igjen lagt om. Nå søkte man å åpne for kapitalinngang for å finansiere underskuddene, og også for å hindre destabiliserende kortsiktige kapitalbevegelser. I 1988 falt den innenlandske etterspørselen. Husholdningenes og bedriftenes nettogjeld hadde økt betydelig. Driftsbalanseunderskuddet snudde til overskudd i 1989, blant annet som følge av lavere importvekst og økt olje- og gasseksport. Da behovet for netto kapitalinngang derved ble borte, kredittetterspørselen falt, og differansen mellom norske og utenlandske renter falt, lå forholdene til rette for fjerning av de siste valutareguleringene. Siden 1988 har utviklingen entydig gått i liberaliserende retning. Først ble langsiktige kapitalbevegelser og bedriftenes transaksjoner deregulert, deretter kortsiktige kapitalbevegelser og husholdningenes transaksjoner. Kommunene har likevel ikke adgang til å låne eller plassere i valuta. Disse reguleringene hjemles imidlertid i den nye kommuneloven og ikke lenger i valutareguleringen.

Dereguleringen fra 1988 ble lagt til en periode med liten rentedifferanse, og dermed liten forventet effekt på netto kapitalstrømmer. I den grad reguleringene i utgangspunktet ikke var effektive, men kun ledet kapitalbevegelsene over på andre områder, ville en uansett ikke vente effekt på nettostrømmene av å oppheve dem. I Norge falt avreguleringen av valutamarkedene etter den innenlandske avre-

guleringen, som var preget av stor kredittvekst. Det var derfor ikke grunn til å vente vesentlig økning i opplåningen som følge av valuta-avreguleringen. Husholdningene og bedriftene hadde allerede svært stor gjeld. Virkningen på kapitalbevegelsenes sammensetning (brutto kapitalbevegelsene) kunne derimot ventes å være mer betydelig. Det kan imidlertid være vanskelig å vurdere når de viktige reguleringsendringene i praksis skjedde, idet endringer i lisensieringspraksis er vanskeligere å tidfeste enn formelle reguleringsendringer. Videre vil endringer i lønnsomhetsforhold også påvirke porteføljesammensetning og brutto kapitalbevegelser. Endelig eksisterer andre barrierer for kapitalstrømmer enn valutaregulering. Slike hindere for frie kapitalbevegelser kan være informasjonsproblemer, skatt, eierskapsbegrensninger, konsesjonsbestemmelser og valutakursusikkerhet. Endringer i slike forhold har sannsynligvis også påvirket kapitalbevegelsenes sammensetning og netto størrelse i dereguleringsperioden.

Obligasjonsmarkedet

Salg av norske obligasjoner til utlendinger ble igjen tillatt i mai 1989, etter at denne adgangen hadde vært suspendert siden november 1984. Suspensjonen skjedde på bakgrunn av ønsket om å bremse kapitalinngang som omtalt over. Det kan se ut til at dereguleringen i mai 1989 førte med seg en økt innstrømming av kapital over obligasjonsmarkedet (se tabell 1). Spesielt økte utlendingenes kjøp av obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner. Utlendingers bruttokjøp av norske obligasjoner i annenhåndsmarkedet var 0,3 milliarder kroner pr måned i reguleringsperioden, mens bruttokjøp pr måned i det første året etter dereguleringen (mai 1989-april 1990) var 2,5 milliarder. Dette indikerer at reguleringen hadde vært en effektiv restriksjon på obligasjonsinvesteringene. Forventning om høy avkastning, som følge av forventet rentenedgang, kan også ha bidratt til å tiltrekke utenlandsk interesse for norske obligasjoner i denne perioden (se figur 1). Hvor mye av inngangen som skyldes endring i forventet avkastning, og hvor mye som var en direkte effekt av dereguleringen, er vanskelig å si.

Likviditeten i det norske obligasjonsmarkedet økte for øvrig kraftig i perioden, med en omsetningsøkning på 83 prosent i 1989, 65 prosent i 1990 og 43 prosent i 1991. Dette kan delvis skyldes – eller ha bidratt til – det økte utenlandske engasjementet i annenhåndsmarkedet. I 1992 falt utlendingenes netto kjøp av obligasjoner tilbake.

Tabell 1. Obligasjonsmarkedet, iransaksjoner med utlandet. Millioner kroner.

	Utlendingers kjøp (+) av obligasjoner lagt ut i det norske markedet*)				Innlendingers kjøp (+) av obligasjoner lagt ut i utlandet	
	Brutto	Herav utstedt av:			Netto (kjøp-salg)	Netto
		Off. forv.	Fin. inst.	Andre		
1988						
1.kv.	371	132	108	131	-48	-1571
2.kv.	193	29	72	92	-127	3608
3.kv.	392	50	123	219	-94	-3239
4.kv.	708	199	215	294	-438	-9082
1989						
1.kv.	824	576	114	134	-1970	4727
2.kv.	2564	951	1207	406	1975	-419
3.kv.	13195	3695	9038	462	9369	4023
4.kv.	5895	358	5209	328	770	-3757
1990						
1.kv.	7328	662	6584	82	-2708	4214
2.kv.	5829	640	5164	25	1916	-1751
3.kv.	8959	1606	7171	182	4660	2761
4.kv.	7390	444	6567	379	3688	2977
1991						
1.kv.	9920	2731	6855	334	3072	11107
2.kv.	8900	1468	6275	1157	758	-2380
3.kv.	3535	883	2420	232	-1957	8316
4.kv.	4189	885	3196	108	-4	-9927
1992						
1.kv.	5278	1462	3616	200	-2951	7272
2.kv.	3780	1553	2097	130	-1761	15799
3.kv.	3145	1303	1833	9	-265	-13109
4.kv.	5288	2880	2359	49	-2247	

*) Obligasjoner lagt ut direkte i utlandet er ikke med her.

Kilde: Norges Bank

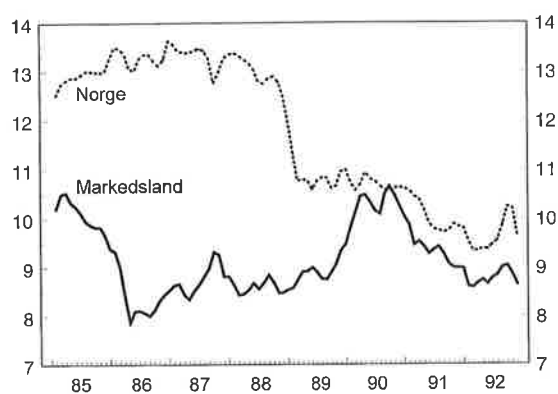
Obligasjonslån tatt opp av innlendinger, lagt ut direkte i utlandet, bidrog til at innenlandsk obligasjonsgjeld til utlandet økte kraftig under reguleringsperioden (disse er ikke med i tabell 1). Opptak av slike obligasjonslån var regulert i emisjonsforskriften, og krevde tillatelse fra Finansdepartementet. Ser vi bort fra obligasjonslån tatt opp av staten, økte innlendingers obligasjonslån tatt opp direkte i utlandet med omkring 19 milliarder kroner i

1987, 21 milliarder i 1988 og vel 8 milliarder i 1989. I 1990 sank disse obligasjonslånene med 4,5 milliarder kroner, og i 1991 med 9,5 milliarder. Den synkende interessen for å ta opp obligasjonslån i utlandet må sees i sammenheng med differansen mellom norske og utenlandske obligasjonsrenter. De norske bankene stod for en vesentlig del av obligasjonslånene tatt opp direkte i utlandet. Deres lavere kredittverdighet har nok også bidratt til fallet i slike låneopptak.

I desember 1989 ble utlendinger gitt adgang til å legge ut kroneobligasjoner i Norge. Foreløpig har disse emisjonene utgjort en begrenset andel av totale emisjoner på det norske markedet, med 1850 millioner kroner i 1990, 300 millioner i 1991 og ingen i 1992 (børsnoterte obligasjoner).

Innlendinger fikk adgang til å kjøpe utenlandske obligasjoner innen visse beløpsgrenser i januar 1985. I juli 1990 ble adgangen utvidet, ved at forbud mot innlendingers kjøp av ikke-børsnoterte obligasjoner i fremmed valuta og beløpsgrense på kjøp av utenlandske børsnoterte obligasjoner ble fjernet. Variasjonene fra kvartal til kvartal har vært store i nettoinvesteringene i utenlandske obligasjoner, slik at det er vanskelig å lese noen direkte effekt av dereguleringen ut av tallene (se tabell 1). Akkumulerte endringstall fra utgangen av 2. kvartal 1990 til utgangen av 3. kvartal 1992 indikerer likevel at innlendingers beholdning av utenlandske obligasjoner har økt etter den siste dereguleringen.

Figur 1 Utenlandske og norske obligasjonsrenter, statsobligasjoner med gjensstående løpetid over 6 år.



Aksjemarkedet

I aksjemarkedet vil kanskje informasjonsproblemer i sterkere grad enn i obligasjonsmarkedet kunne være hinder for utlendingers interesse for investeringer i Norge, og omvendt. Innlendingers kjøp av utenlandske aksjer har vært liberalt regulert siden 1984. I midten av 1989 fikk man en ytterligere liberalisering ved at det ble gitt adgang for innlendinger til å kjøpe aksjer/andeler i verdipapirfond uten lisens fra Norges Bank. I 1990 ble videre direkte investeringer i utlandet fritt for selskaper og privatpersoner, mens det tidligere var lisensplikt. Direkte investeringer i aksjer er i valutareguleringen definert som erverv av minst 10 prosent av aksjene i et selskap, mens en bruker en noe videre definisjon i statistikken. Her må bemerkes at det for finansinstitusjoner eksisterte og fremdeles eksisterer spesielle begrensninger når det gjelder eierforhold.

Innlendingers netto porteføljeinvesteringer i utenlandske aksjer kan se ut til å ha økt noe gjennom 1989 og videre i 1990, for deretter å variere mer (se tabell 2). De direkte investeringene er dominert av få og store enkeltinvesteringer, slik at variasjoner i disse antakelig overskygger en eventuell effekt av at lisensplikten falt bort i 1990.

Utlendingers kjøp av norske aksjer har ikke vært regulert i valutaforskriften etter juni 1984. Da fikk utlendinger fri adgang til kjøp av også ikke-børsnoterte aksjer, og lisensplikt for inngående direkte investeringer ble fjernet. Utenlandsk eierandel i selskapene som er notert på Oslo Børs, er internasjonalt sett relativt høy, og den har vært økende (Oslo Børs, 1993. Se også tabell 6). Prisingen i det norske aksjemarkedet indikerer imidlertid at det innenlandske markedet ikke er integrert med de utenlandske markedene, i den forstand at mulighet for å spre risiko internasjonalt er fullt utnyttet hos den typiske investor. Man har ikke kvittet seg med internasjonalt diversifiserbar risiko. Dette er undersøkt av Øyvind L. Ask og Arve Eidsvik jr. (1992). De tolker dette dithen at f.eks. informasjonsproblemer, skatteforhold og eierskapsbegrensninger i Norge fremdeles hindrer frie kapitalbevegelser på dette området.

Tabell 2. Innlendingers direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i utenlandske aksjer. Millioner kroner.

	Direkte investeringer*)		Porteføljeinvesteringer
	Brutto	Netto	Netto**)
1987.1.kv.	789	567	-17
2.kv.	745	597	915
3.kv.	432	219	230
4.kv.	1 290	1 142	567
1988.1.kv.	824	569	-22
2.kv.	503	392	320
3.kv.	1 133	965	-396
4.kv.	3 889	2 958	-119
1989.1.kv.	952	766	26
2.kv.	1 810	1 703	389
3.kv.	2 753	2 543	852
4.kv.	3 058	2 797	869
1990.1.kv.	1 564	1 079	1 884
2.kv.	1 449	-266	524
3.kv.	1 845	-82	944
4.kv.	6 416	3 547	257
1991.1.kv.	1 755	961	172
2.kv.	3 151	3 059	519
3.kv.	1 523	714	1 132
4.kv.	1 470	373	41
1992.1.kv.	1 495	1 025	-81
2.kv.	1 999	-589	145
3.kv.	1 343	-150	2 069
4.kv.	1 315	1 277	932

*) Alle sektorer utenom offentlig forvaltning og finansinstitusjoner

***) Alle sektorer utenom forretnings- og sparebanker.

Kilde: Norges Bank

Valutalån

Bedriftenes adgang til å ta opp *valutalån* – både via innenlandske finansinstitusjoner og direkte fra utlandet – ble gradvis liberalisert fra midten av 1987 og fram til slutten av 1989. Publikums lån i valuta totalt fra innenlandske og utenlandske kilder økte jevnt fra et volum på knapt 224 milliarder i 1987 til 282 milliarder kroner i annet kvartal 1990. Valutalånene flatet senere ut og har vært fallende fra andre halvdel av 1991 (se tabell 3). Dette må sees i sammenheng med finansiell konsolidering og fallet i privat sektors gjeld generelt. Valutalån formidlet via innenlandske finansinstitusjoner har falt fra midten av 1991, mens størrelsen på valutalån tatt opp direkte i utlandet har holdt seg mer oppe.

I desember 1989 fikk også privatpersoner adgang til å låne i valuta til egen næringsvirk-

somhet. Husholdningenes låneopptak i valuta ble helt liberalisert i juli 1990. For husholdningssektoren har vi pålitelige tall for valutalån fra innenlandske finansinstitusjoner, mens tallene for valutalån ytt direkte fra utlandet er mer usikre. Ut fra tallene for valutalån fra innenlandske finansinstitusjoner kan det se ut til at liberaliseringen gav en viss økning i sektorens valutaopplåning. Spesielt har husholdningenes *andel* av publikums opplåning i valuta innenlands økt. Denne høyere andelen følger delvis av at andre publikumssektorer har gått over til å låne mer direkte i utlandet. Husholdningene, herunder personlig næringsdrivende, har antakelig vanskeligere enn store bedrifter for å få lån direkte fra utenlandske kreditorer.

Tabell 3. Publikums valutalån fra innenlandske og utenlandske finansinstitusjoner. Milliarder kroner

	Fra innenlandske finansinstitusjoner	Herav husholdningenes valutalån	Valutalån fra utlandet	Sum valutalån (K2)
1989.1.kv.	72,4	5,1	190,4	262,8
2.kv.	77,0	5,4	201,9	278,9
3.kv.	79,2	6,8	199,9	279,1
4.kv.	79,9	7,7	192,3	272,2
1990.1.kv.	84,2	8,0	193,1	277,3
2.kv.	88,2	9,8	193,7	281,9
3.kv.	85,3	11,5	188,6	273,9
4.kv.	81,4	10,8	180,6	262,0
1991.1.kv.	89,2	12,4	185,1	274,3
2.kv.	91,5	14,1	203,4	294,9
3.kv.	82,2	11,7	196,1	278,3
4.kv.	73,9	12,7	187,4	261,3
1992.1.kv.	75,2	13,5	195,3	270,4
2.kv.	68,5	12,1	196,2	264,7
3.kv.	62,1	11,2	190,6	252,7

Kilde: Norges Bank

Innlendingers adgang til å yte/ta opp krone-lån til/fra utlendinger ble liberalisert i desember 1989. Vi har ikke datagrunnlag for å kunne se på utviklingen i slike lån.

Pengemarkedsinstrumenter

Pengemarkedet er gjerne definert som markedet for fordringer på store beløp med løpetid på opptil ett år. I hovedsak er det interbankinnskudd og valutawapper, særinnskudd og sertifikater som utgjør instrumentene. Det norske pengemarkedet har lenge vært knyttet

til utlandet via swap-markedet og bankenes adgang til å ta opp valutalån (kun begrenset av posisjonsreguleringen). Handel i penge-markedsinstrumenter generelt ble imidlertid først liberalisert i juli 1990. Det innebar at utlendinger fikk fri adgang til handel med norske sertifikater, og innlendinger fikk fri adgang til handel i utenlandske sertifikater. Utlendinger fikk samtidig fri adgang til å ha kroneinnskudd i norske banker, mens de tidligere kun hadde hatt adgang til å holde arbeidskonti. Tilsvarende ble innlendingers adgang til å ha innskudd i utenlandske banker frigitt, mens det tidligere var lisensplikt. Også innlendingers adgang til terminmarkedet for kroner ble helt frigitt i 1990, etter at kurssikring av eiendeler og gjeld hadde blitt tillatt i desember 1989. Innlendingers adgang til å inngå terminkontrakter hadde vært begrenset siden 1986, da man innførte restriksjoner for å bremse kapitalinngangen over dette markedet.

Utlendingers kjøp av norske sertifikater har hatt lite omfang etter liberaliseringen i 1990. Utlendingenes beholdning av sertifikater emittert i det norske markedet var pr 30.09.92 726 millioner kroner, eller 1,2 prosent av totalbeholdningen (se tabell 6).

Utlendinger emitterte krone-sertifikater i det norske markedet for 110 millioner kroner i 1991, og 400 millioner kroner i 1992. Disse emisjonene utgjorde henholdsvis 1,0 og 0,2 prosent av totalemisjonene på det norske markedet.

Volumet av bankenes terminkontrakter i kroner mot norske kunder økte markert etter liberaliseringen i juli 1990. Bankene kan skaffe seg kronefinansiering via swap-markedet ved at de låner i valuta, veksler valutaen om til kroner, og kjøper valuta på termin for å sikre seg mot kurstap på valutagjelden. Ved utgangen av årene 1987-89 var bankenes brutto termingjeld i kroner overfor innlendinger (valuta kjøpt på termin) stabil på 28-29 milliarder kroner (se tabell 4). Fra juli 1990 til desember 1990 økte termingjelden (brutto) med 9,4 milliarder. Ved utgangen av 1991 var brutto termingjeld mot innlendinger på 44,4 milliarder kroner. På samme måte som bankenes kronegjeld på termin, økte også bankenes kronefordringer på termin overfor norske kunder fra midten av 1990. Økningen i bruttollene er en rimelig følge av dereguleringen.

Tabell 4. Bankenes terminkontrakter i valuta mot norske og utenlandske kunder. Beholdningstall, milliarder kroner pr 31.12.

	Norske kunder			Utenlandske kunder		
	Krone-gjeld	Krone-fordr.	Netto	Krone-gjeld	Krone-fordr.	Netto
1987	28,4	17,4	10,9	94,0	51,1	42,9
1988	29,6	20,5	9,1	94,9	65,5	29,4
1989	28,3	17,7	10,6	86,3	73,9	12,5
1990	37,4	22,5	14,8	67,5	55,7	11,9
1991	44,4	20,7	23,7	61,9	80,8	-18,9
1992	60,7	29,6	31,1	76,7	124,3	-47,6

Kilde: Norges Bank

Netto har bankenes krongjeld på termin overfor norske kunder økt siden liberaliseringen av innlendingenes adgang til dette markedet. Bankenes terminposisjoner overfor utenlandske kunder har utviklet seg i motsatt retning. Det kan derfor se ut til at en del av bankenes sikring av valutagjeld i terminmarkedet ble flyttet fra utenlandske motparter til innenlandske motparter i forbindelse med liberaliseringen. Dette er en reversering av utviklingen en fikk ved *innføringen* av restriksjonene på innlendingers handel med valuta på termin, en effekt av dereguleringen som også virker rimelig. Fra juli/august til desember i 1992 økte både bankenes brutto krongjeld og krongjeld på termin overfor innenlandske og utenlandske kunder som følge av valutauroen. Generelt er bankenes krongjeld på termin kraftig redusert siden 1987.

Som nevnt over ble innlendingers bankinnskudd i utlandet og utlendingers bankinnskudd i Norge først fullstendig liberalisert i juli 1990. Da ble lisensplikt ved etablering av konto i utenlandsk bank erstattet med meldepikt og innsynserklæring til Norges Bank, husholdninger fikk fri adgang til å ha valutakonto, og utlendingers krongjeld i Norge var ikke lenger begrenset til arbeidskonti. Utenlandske krongjeld i norske banker (brutto) falt med 1,6 milliarder kroner fra juni 1990 til desember 1990. Liberaliseringen gav altså ikke noen økning i krongjeld fra utlendinger, men tvert imot en reduksjon (se tabell 5).

Vi har ikke totaltall for husholdningenes valutakonti i Norge og utlandet for årene før 1991, men det var i prinsippet forbudt for pri-

Tabell 5. Bankinnskudd. Beholdningstall, millioner kroner pr 31.12.

	Kroneinnskudd fra utlandet i norske banker	Innenlandske husholdningers valutainnskudd	
		I norske banker	I utenlandske banker
1988	12 898	588	-
1989	11 889	1 480	-
1990	10 778	1 645	-
1991	9 078	1 968	139
1992 (30.11)	9 705	(30.11) 3 047	183

Kilde: Norges Bank

vatpersoner å ha konti i utlandet før dereguleringen i 1990. Tall for deres valutakonti i innenlandske banker viser at innskuddene ikke økte vesentlig gjennom 1990. De har økt en del i ettertid, men volumet er svært lite i forhold til husholdningenes totale finansielle fordringer. Husholdningenes valutainnskudd i utenlandske banker økte også noe fra 1991 til 1992, men det er usikkert hvor mye av denne økningen som skyldes at meldepikten er blitt bedre kjent og overholdt. Økningen i husholdningenes valutainnskudd i 1992 må sees i sammenheng med valutauroen.

Dereguleringen i perioden 1988-1990 har sannsynligvis ikke påvirket *netto* kapitalbevegelser i stor grad, fordi rentedifferansen i utgangspunktet var lav og dereguleringsprosessen allerede var kommet svært langt. Utviklingen i totale netto kapitalbevegelser på kort sikt er imidlertid vanskelig å vurdere i forhold til dereguleringen, på grunn av den nære sammenhengen med konjunkturutviklingen. Endringer i *brutto* kapitalbevegelser kan mer direkte sees i lys av avviklingen av reguleringen.

Utlendingenes tilpasning. Dereguleringen av utlendingenes adgang til det innenlandske obligasjonsmarkedet i 1989 kan se ut til å ha gitt økt kjøp av norske obligasjoner de første årene. Utlandet ser imidlertid ikke ut til å ha engasjert seg mye i det norske sertifikatmarkedet etter liberaliseringen av pengemarkedet i 1990, og deres krongjeld i norske banker er redusert de siste årene. Bankenes krongjeld på termin overfor utlendinger er videre i noen grad flyttet over mot innlendinger,

etter at disse fikk fri adgang til dette markedet i 1990. Det kan derfor se ut til at utenlandske investorer har vridd sine kroneplasseringer vekk fra pengemarkedet, over mot obligasjonsmarkedet - og også aksjemarkedet - i de siste årene (se tabell 6). Det kan ha vært dereguleringen som har åpnet for dette, men det er sannsynligvis samtidig et resultat av endringer i forventede lønnsomhetsforhold. Forventet rentefall i Norge kan ha trukket interessen over mot obligasjonsmarkedet. Den fallende rentedifferansen kan på den andre siden ha bidratt til at utlandet har trukket seg ut av pengemarkedet. Porteføljeskiftet er således rimelig i forhold til avkastningsutviklingen. Bankenes tap, dårlige driftsresultat og generelle balansereduksjoner de siste årene ville nok ha bidratt til en slik utvikling uansett. Tabell 7 viser at en vesentlig del av kapitalutgangen som følger av driftsbalanseoverskuddene fra og med 1989 har skjedd via bankene.

Tabell 6. Utenlandske investeringer i Norge, millioner kroner ved utgangen av året*)

Pr. utg. av:	1988	1989	1990	1991	1992**
Obligasjoner (markedsverdi)	7085	16095	21523	23797	15514
-andel av totalverdi	3,0	5,6	7,3	8,5	5,8
Aksjer (markedsverdi)	24992	47976	45274	41918	42006
-andel av totalverdi	23,4	27,1	27,2	28,2	32,7
Sertifikater (pålydende)	-	-	680	988	726
NOK-innskudd fra utlandet	11899	10617	7850	7178	4423
Bankenes NOK termin-gjeld til utlandet	29414	12456	11870	-18926	-46793

*) Utenlandskeid andel (prosent) av total verdi på obligasjonsbeholdning og aksjebeholdning registrert i VPS er angitt under volumtallene.

***) Tallene for obligasjoner, aksjer og sertifikater er pr utgangen av tredje kvartal.

Kilde: VPS, Norges Bank

Tabell 7. Kapitalinnngang (+) og kapitalutgang (-) 1985-1991*)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Driftsbalansen	-26682	33443	27338	25220	-1652	-24119	-33100
Forretnings- og sparebanker	21791	-9337	29012	-1534	-11186	-4166	-37413
Andre private finansinstitusjoner	319	2444	1645	10171	-564	14 957	-2743
Husholdninger og private	-5406	17746	-1139	16408	29778	-1151	-12720
Øvrige sektorer **)	-33086	34787	6292	7103	-10326	-16244	20719
Andre kortsiktige trans./statistiske avvik	-10300	-12193	-8472	-6929	-9354	-17516	-943

*) Transaksjonstall i millioner kroner. Valutalån via finansinstitusjonene er fordelt på endelig låntakersektor.

***) Statskassen, Norges Bank, statsbankene, kommuner, kommuneforetak og statsforetak.

Kilde: Norges Bank

Innlendingenes tilpasning. Økningen i innlendingers opptak av valutalån som vi hadde fram til 1990, har flatet ut. Husholdningssektorens valutalån tatt opp innenlands har likevel økt siden utgangen av 1989. Dette kan være et utslag av liberaliseringen for denne sektorens del, som skjedde i desember 1989 og juli 1990. Liberaliseringen for øvrige sektorer skjedde tidligere. Husholdningenes valutainnskudd har også økt siden liberaliseringen i 1990, men innskuddene ligger på et lavt nivå. Innlendingenes netto porteføljeinvesteringer i aksjer i utlandet kan videre se ut til å ha økt etter 1989, da lisensplikt for aksjer/andeler i verdipapirfond falt bort, men de har falt tilbake igjen fra slutten av 1991. Virkningen av den siste dereguleringen av innlendingers kjøp av utenlandske obligasjoner i 1990 er vanskelig å vurdere, idet variasjonene i nettostrømmene har vært store. Akkumulert har det likevel vært en relativt kraftig kapitalutgang over dette markedet siden midten av 1990.

Del 2: Dereguleringens betydning for valuta-statistikk og kontroll ²⁾

Både valutastatistikken og valutakontrollen har sitt utspring i valutareguleringen. Valutakontrollen skal sikre at valutabestemmelsene blir etterlevd, og var tidligere (med omfattende valutaregulering) en betydelig oppgave for Norges Bank. Valutastatistikken var opprinnelig nærmest et biprodukt av den rapporteringen av utenlandstransaksjoner til Norges Bank som var nødvendig for valutakontroll, men er i dag et hovedformål med

2) Formålet med og grunnlaget for valutastatistikken er nærmere behandlet i artikkel av Trond Munkeud Johansen i Penger og Kreditt 1991/1.

rapporteringen. (Valutastatistikken er en hovedkilde for utenriksregnskapet, som publiseres av Statistisk sentralbyrå). På den annen side er kontroll siden kommet tilbake som et andre hovedformål, men nå først og fremst ved at den skal støtte opp om den kontrollen av utenlandstransaksjoner som andre etater enn Norges Bank har bruk for, primært skatte- og tollmyndighetene. Dette skyldes at transaksjoner som tidligere var forbudt, nå fritt kan gjennomføres. Dermed oppstod et nytt kontrollbehov, spesielt for å sikre skatte- og avgiftsgrunnlaget.

Rapportgrunnlaget

Når en skal vurdere virkningen av den nedbygging av valutareguleringen som fant sted gjennom åttiårene, kan det være noe problematisk å vurdere statistikk og kontroll under ett. Dette skyldes noe forskjellig vektlegging av rapportene. For kontroll vil ofte utenlandstransaksjoner utført av privatpersoner være de interessante, mens statistikken har sin hovedinteresse knyttet til foretakenes (og da gjerne store foretaks) transaksjoner. For begge formål er det imidlertid behov for å ha kontroll med at rapporteringen dekker alle utenlandstransaksjoner, selv om små transaksjoner for statistikk kan behandles summarisk. Det var derfor et hovedpunkt å sikre at et slikt fullstendig rapportgrunnlag ble opprettholdt etter dereguleringen. Dette mener en å ha greid ved at ordningen med godkjenning av banker som kan drive betalingsformidling overfor utlandet (valutabanksystemet) ble videreført, og ved at det ble tatt inn klare bestemmelser i valutaforskriften om melde- og rapportplikt for foretaks og privatpersoners egne konti i utlandet. Dette ble fulgt opp med ulike former for informasjon overfor allmennheten. Det er ikke noe som tyder på større rapportbortfall nå enn før dereguleringen.

Tilleggsrapporter for tidligere regulerte kapitaltransaksjoner

For statistikken spesielt er det to andre virkninger av dereguleringen som også kan vurderes. Det ene er bortfallet av lisensinformasjon

om lån, utlån og direkte investeringer. Denne informasjonskilden er nå i stor grad erstattet av krav om månedlige tilleggsrapporter fra «store aktører» om lån og utlån. For direkte investeringer er det lagt opp til årlige totaltelinger. Også her har det vært viktig at valutaforskriften har så sterke og klare rapporteringsbestemmelser.

Rapportvillighet og -disiplin

Den andre statistikkvirkningen gjelder muligheten for svekket rapportvillighet og -disiplin når den tradisjonelle valutareguleringen er avskaffet. Sterke og klare rapportbestemmelser kan vise seg å være utilstrekkelig, dersom oppfatningen brer seg om at «rapportene bare gjelder statistikk». Dette må ses i sammenheng med rapportørens ønske om generelle kostnadsreduksjoner. Den offentlige debatt viser da også at næringslivet er opptatt av at det offentlige ikke stiller unødvendig belastende krav om rapportering. Kostnadselementet har nok i den senere tid vært spesielt relevant for bankene, som i en innsparings-tid har vært pålagt overgang fra papirskjemaer til maskinlesbare rapporter. Maskinell rapportering gir imidlertid kostnadsreduksjoner på sikt.

Kontroll med utenlandstransaksjoner

Som nevnt dreier ikke rapporteringen til Norges Bank seg bare om statistikk. En forutsetning fra myndighetenes side for den store dereguleringen i 1990, var at den tradisjonelle valutakontrollen skulle erstattes og styrkes med annen kontroll av utenlandstransaksjoner, jf. regjeringens 10-punkts program for skjerpet skattekontroll ved utenlandstransaksjoner som ble lagt fram i Revidert nasjonalbudsjett 1990. Valutastatistikken skal støtte opp om denne kontrollen, blant annet i form av datagrunnlag. Valutaforskriften gir nå både Skattedirektoratet og Tolldirektoratet rett til innsyn i valutastatistikkens databaser, og det er etablert spesielle søkerutiner for oppdrag fra disse etatene. Forøvrig medfører også Norges Banks egen statistiske kontroll en viss kontroll med utenlandstransaksjoner som kommer andre etater til gode.

Valutastatistikkens kvalitet

Når det gjelder valutastatistikkens kvalitet generelt før og etter dereguleringen, er det vanskelig å måle en eventuell endring. Perioden med deregulering har falt sammen med omfattende endringer i innrapporterings- og bearbeidingsrutinene, f. eks. det nye systemet for bankenes rapporter (BRAVO). Dette har bidratt til å gjøre sammenligninger av situasjonen før og etter dereguleringen vanskelig. Men sikkert er det at dereguleringen har stilt valutastatistikken overfor nye og store utfordringer, både i form av økt transaksjonsvolum, mer kompliserte transaksjonstyper, og behov for tilleggsrapporter for visse deler av

statistikken. Det har også vært behov for å styrke samarbeidet med andre etater for å få et mest mulig rasjonelt opplegg både av hensyn til myndighetenes rapportbehov, og av hensyn til belastningen på rapportørene.

Referanser:

- Oslo Børs (1993), «Aksjonærstrukturen i Europa», *Oslo Børs perspektiver Nr.2 1993*.
- Ask, Ø.L. og Arve Eidsvik jr., (1992)
«Integrasjon kontra segmentering i det norske aksjemarkedet: en empirisk studie», *Beta nr. 2 1992*.