

Internasjonale porteføljeinvesteringer

Lars Sundell

Statistikk over internasjonale porteføljeinvesteringer viser betydelige avvik mellom samlede utgående og inngående betalingsstrømmer på verdensbasis. På denne bakgrunn ble det i 1998 gjennomført en undersøkelse av internasjonale porteføljefordringer. Denne artikkelen presenterer noen resultater fra undersøkelsen.

Innledning

Internasjonale porteføljeinvesteringer har økt sterkt i omfang siden begynnelsen av 1980-tallet. Viktige drivkrefter bak denne utviklingen har vært dereguleringene av finansmarkedene, utviklingen av ny teknologi og næringslivets generelle internasjonalisering. Statistikken over internasjonale porteføljeinvesteringer har i flere år vist betydelige statistiske avvik, idet de samlede finansielle gjeldstransaksjonene har oversteget de samlede fordringstransaksjonene med betydelige beløp. Porteføljeinvesteringene i aksjer og obligasjoner hører til de raskest voksende finansinvesteringene, og en betydelig del av avvikene i statistikken skyldes svakheter i rapporteringen av slike transaksjoner.

På denne bakgrunn ble medlemslandene i Det internasjonale valutafond (IMF) i 1995 invitert til å delta i en kartlegging av internasjonale porteføljefordringer, Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS). Undersøkelsen kartla internasjonale porteføljefordringer i aksjer og obligasjoner ved utgangen av 1997. Innledningsvis presenteres noen hovedresultater fra undersøkelsen. Videre omtales avvikene i statistikken, og noen mulige forklaringer på avvikene blir drøftet i lys av undersøkelsesresultatene.

Hovedresultater

I alt 29 land deltok i undersøkelsen, blant disse de fleste viktige industriland. Tyskland og finansielle sentra som Luxembourg og Sveits deltok imidlertid ikke. Tabell 1 viser deltakerlandenes internasjonale porteføljefordringer etter finansobjekt. Deltakerlandenes samlede porteføljefordringer i aksjer og obligasjoner utgjorde 5240,8 milliarder USD ved utgangen av 1997. USA, Storbritannia og Japan hadde størst fordringer, med andeler på henholdsvis 33, 18 og 17 prosent av de samlede fordringene.

Frankrike, Italia og Nederland utgjorde en mellomgruppe med andeler av de totale investeringene på mellom 4 og 6 prosent hver. Norge stod for 0,7 pro-

sent av porteføljefordringene og Sverige for 1,3 prosent. Danmark og Finland stod for henholdsvis 0,8 og 0,2 prosent.

Det ble rapportert lave porteføljefordringer for flere sør-amerikanske og sørøst-asiatiske land. Dette hadde til dels sammenheng med begrensninger i noen lands rapporteringssystemer.

I flere land lå de Internasjonale porteføljefordringene på et nivå rundt 20 prosent av BNP. Dette gjaldt Norge og flere andre vesteuropeiske land samt Japan og USA. Betydelig høyere andeler ble rapportert for

Tabell 1. Internasjonale porteføljefordringer

Etter kreditorland og finansobjekt. 1997. Milliarder USD

	Aksjer	Obligasjoner	Portefølje fordringer
Argentina	10,1	18,0	28,1
Australia	32,9	7,4	40,3
Belgia	64,8	86,7	151,5
Bermuda	46,9	82,9	129,8
Canada	105,9	17,5	123,4
Chile	0,4	0,1	0,5
Danmark	21,8	21,3	43,1
Finland	3,1	7,9	11,0
Frankrike	99,6	205,9	305,5
Indonesia	0,0	0,7	0,7
Irland	36,5	59,1	95,6
Island	0,4	0,1	0,5
Israel	1,1	2,1	3,2
Italia	75,2	172,3	247,5
Japan	158,8	712,2	870,9
Malaysia	1,4	0,3	1,7
Nederland	127,3	115,4	242,7
New Zealand	5,0	1,5	6,5
Norge	9,3	25,4	34,7
Portugal	4,8	14,1	18,9
Singapore	16,2	4,5	20,7
Spania	22,3	24,8	47,1
Sverige	52,4	16,4	68,8
Storbritannia	461,5	483,4	944,9
Sør-Korea	1,0	8,1	9,1
Thailand	0,2	0,0	0,3
USA	1 197,4	542,9	1 740,3
Venezuela	0,0	2,4	2,4
Østerrike	11,5	39,4	50,9
Total	2 567,8	2 673,0	5 240,8

Kilde: IMF, Results of the 1997 Coordinated Portfolio Investment Survey.

Lars Sundell er førstekonsulent ved Seksjon for offentlige finanser og kredittmarked. (lars.sundell@ssb.no)

Noen definisjoner

Porteføljeinvesteringer er plasseringer i omsettelige verdipapirer med hensikt å oppnå høyest mulig avkastning på plasseringene. Plasseringer i aksjer som representerer en eierandel lavere enn 10 prosent klassifiseres konvensjonelt som porteføljeinvesteringer. Aksjeinvesteringer i utenlandske selskaper som representerer eierandeler på 10 prosent eller mer klassifiseres som direkte investeringer i tilknyttede selskap eller datterselskap. Plasseringer i omsettelige gjeldsinstrumenter som obligasjoner klassifiseres som porteføljeinvesteringer, med mindre utstederen er et tilknyttet selskap eller et datterselskap. Når det gjelder finansinstitusjoners kjøp og salg av verdipapirer utstedt av andre finansinstitusjoner, skal tilfeldige svingninger i volumene ikke gi utslag i klassifiseringen. Investeringer mellom finansinstitusjoner skal, uavhengig av eierandelens størrelse, ikke klassifiseres som direkte investeringer, med mindre investeringen representerer et langsiktig eierforhold.

Bermuda, Irland, Nederland og Storbritannia. Høye andeler porteføljefordringer i forhold til BNP, har ofte sammenheng med forekomsten av finansielle sentra innen landene, jf. avsnittet om finansielle sentra nedenfor. Storbritannia er tradisjonelt et viktig internasjonalt finanssenter og både Irland og Nederland har aktivt satset på å etablere seg som finansielle sentra i senere år. Resultatene for disse landene innebar en betydelig oppjustering av de samlede porteføljefordringene i forhold til tidligere rapportering eller anslag. Bermuda og flere andre finansielle sentra har tidligere ikke rapportert data over finansielle transaksjoner eller beholdninger.

De totale internasjonale porteføljefordringene var jevnt fordelt mellom aksjer og obligasjoner. USA stod for nærmere 47 prosent og Storbritannia og Japan for henholdsvis 18 prosent og 6 prosent av de internasjonale porteføljefordringene i aksjer. Australias og Canadas utenlandske porteføljefordringer bestod hovedsakelig av plasseringer i aksjer. Når det gjelder internasjonale obligasjonsplasseringer var eierstrukturen noe mer spredt. Japan, USA, Storbritannia og Frankrike stod for henholdsvis 27, 20, 18 og 8 prosent av disse fordringene. Japans og Sør-Koreas utenlandske porteføljer bestod hovedsakelig av obligasjonsplasseringer. Andre land med betydelige plasseringer i obligasjoner og andre langsiktige gjeldsinstrumenter var Frankrike, Italia og Norge.

De viktigste fordringshaverne var som nevnt USA, Storbritannia og Japan. Tabellene 2, 3 og 4 viser disse landenes porteføljefordringer etter debitorland og finansobjekt. Tabell 4 viser at 36,5 prosent av Japans samlede porteføljeinvesteringer var plassert i USA. Tilsvarende andel var 25,8 prosent for Storbritannia. USA hadde store plasseringer i Storbritannia og Japan, men fremstod samtidig som ett av de landene i undersøkelsen med størst geografisk spredning på fordringene. USA hadde nærmere 70 prosent av de internasjonale porteføljefordringene i aksjer, mens

Tabell 2. USA. Internasjonale porteføljefordringer
Etter finansobjekt og debitorland. 1997. Milliarder USD

Debitorland	Aksjer	Obligasjoner	Porteføljefordringer	Andel
Storbritannia	215,6	54,5	270,1	15,5
Canada	70,2	105,9	176,1	10,1
Japan	135,3	30,1	165,4	9,5
Nederland	106,0	13,1	119,1	6,8
Tyskland	64,5	43,2	107,7	6,2
Frankrike	84,3	14,7	99,0	5,7
Mexico	34,7	28,5	63,2	3,6
Sveits	61,5	1,2	62,7	3,6
Øvrige	425,4	251,6	677,1	38,9
Total	1 197,4	542,9	1 740,3	100,0

Kilde: IMF, Results of the 1997 Coordinated Portfolio Investment Survey.

Tabell 3. Storbritannia. Internasjonale porteføljefordringer
Etter finansobjekt og debitorland. 1997. Milliarder USD

Debitorland	Aksjer	Obligasjoner	Porteføljefordringer	Andel
USA	117,6	126,0	243,6	25,8
Japan	62,8	39,9	102,7	10,9
Tyskland	29,4	62,6	92,0	9,7
Italia	22,4	65,8	88,2	9,3
Frankrike	42,1	17,5	59,6	6,3
Nederland	24,4	11,5	35,9	3,8
Spania	26,5	8,4	34,9	3,7
Sveits	24,3	1,7	26,0	2,8
Øvrige	112,1	149,9	262,0	27,7
Total	461,6	483,3	944,9	100,0

Kilde: IMF, Results of the 1997 Coordinated Portfolio Investment Survey.

Tabell 4. Japan. Internasjonale porteføljefordringer
Etter finansobjekt og debitorland. 1997. Milliarder USD

Debitorland	Aksjer	Obligasjoner	Porteføljefordringer	Andel
USA	87,1	231,1	318,2	36,5
Storbritannia	18,9	70,4	89,3	10,3
Tyskland	8,7	57,6	66,3	7,6
Caymanøyene	3,8	50,6	54,4	6,2
Australia	2,1	27,3	29,4	3,4
Canada	2,3	26,7	29,1	3,3
Frankrike	7,0	19,7	26,7	3,1
Int. organisasjoner	-	26,7	26,7	3,1
Øvrige	28,9	202,0	230,9	26,5
Total	158,8	712,2	870,9	100,0

Kilde: IMF, Results of the 1997 Coordinated Portfolio Investment Survey.

Storbritannias fordringer var forholdsvis jevnt fordelt mellom aksjer og obligasjoner. Over 80 prosent av Japans fordringer bestod av obligasjonsplasseringer.

Generelt viste undersøkelsen at landenes porteføljefordringer hovedsakelig var plassert i de store finans-

Om undersøkelsen

Den obligatoriske rapporteringen i undersøkelsen omfattet porteføljefordringer i finansobjektene aksjer, eierandeler i verdipapirfond og obligasjoner ved utgangen av 1997. Rapporteringen omfattet således ikke gjeldsinstrumenter med løpetid på ett år eller mindre og heller ikke porteføljegyld som f.eks. utestående obligasjonslån. Til objektsgruppen obligasjoner klassifiseres alle omsettelige gjeldsinstrumenter med opprinnelig løpetid over ett år. Aksjer føres sammen med andeler i verdipapirfond. Utover den obligatoriske rapporteringen av utestående fordringer i aksjer og obligasjoner rapporterte åtte land data over porteføljegyld, og et mindre antall land data over kortsiktige porteføljebeholdninger og finansielle derivater.

Alle resultater av undersøkelsen er rapportert i markedsverdier. Porteføljefordringene er fordelt på debitorland, dvs. ideelt sett på land hvor den opprinnelige utstederens virksomhet er registrert. Noen rapporteringssystemer gir kun informasjon om landet hvor verdipapirene omsettes og erverves. Når det gjelder verdipapirer utstedt av flernasjonale selskaper vil det også kunne oppstå feil i rapporteringen pga. usikkerhet angående selskapenes faktiske landtilhørighet.

Den norske delen av undersøkelsen ble gjennomført av Statistisk sentralbyrå i samarbeid med Norges Bank. Detaljerte talopplysninger over norske porteføljefordringer overfor utlandet i 1996 og 1997 ble publisert i Ukens Statistikk 10/99. Undersøkelsen var et ledd i en utvidet og forbedret rapportering av finansielle posisjoner innen rammene for IMF's internasjonale investeringsposisjonsprosjekt (IIP) og "The Special Data Dissemination Standard (SDDS)".

markedene og i regionale markeder i landenes geografiske nærhet. USA hadde i tillegg til plasseringene i de store finansmarkedene store plasseringer i Canada og i mindre utstrekning i Mexico. Storbritannia hadde utenom plasseringene i USA store porteføljefordringer overfor Japan, Tyskland og Italia. Japan hadde forholdsvis små plasseringer i asiatiske markeder sett i forhold til landets totale plasseringer. Japan hadde imidlertid betydelige obligasjonsplasseringer i f.eks. Kina, Malaysia og Singapore målt i forhold til debitorlandenes totale obligasjonsgjeld. Ellers var Storbritannia og USA de viktigste investorene i de asiatiske markedene.

Ulike finansielle sentra som Caymanøyene, Hong Kong SAR, Luxembourg, Nederland og Sveits var samlet sett også viktige debitorer. Plasseringer i framvoksende økonomier utgjorde om lag 12 prosent av de samlede porteføljefordringene. Mexico var det viktigste enkelte debitorland blant framvoksende økonomier, fulgt av Brasil og Hong Kong SAR. Det viktigste kreditorlandet overfor framvoksende økonomier var USA. USA hadde spesielt store plasseringer i de søramerikanske landene, målt i forhold til de totale plasseringene i disse landene. Flere land, blant disse Norge, hadde ubetydelige plasseringer i framvoksende økonomier.

Tabell 5. Norge. Internasjonale porteføljefordringer

Etter finansobjekt og debitorland. 1997. Milliarder NOK

Debitorland	Aksjer	Obligasjoner	Porteføljefordringer	Andel
USA	19,6	45,1	64,7	25,5
Tyskland	2,3	39,1	41,4	16,3
Storbritannia	10,3	18,1	28,4	11,2
Sverige	9,9	16,2	26,1	10,3
Japan	2,6	19,7	22,3	8,8
Frankrike	1,8	12,4	14,2	5,6
Danmark	2,2	6,3	8,5	3,3
Finland	4,5	2,9	7,4	2,9
Canada	0,5	6,6	7,1	2,8
Italia	0,7	4,6	5,3	2,1
Øvrige	13,4	14,8	28,2	11,1
Total	67,9	185,8	253,7	100,0

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Resultatet av undersøkelsen innebar en økning av de samlede internasjonale porteføljefordringene i forhold til foreløpige anslag fra IMF, basert på kumulerte transaksjonsdata fra landenes utenriksregnskap. I samband med undersøkelsen gjennomgikk og forbedret de deltakende landene metodene for datainnsamling og kontroll. I flere land medførte dette en vesentlig økning av de rapporterte fordringene i forhold til anslagene. I tillegg bidro bedret rapportering av internasjonale porteføljefordringer fra finansielle sentra til økningene.

IMF har på grunnlag av undersøkelsesresultatet og tilleggsopplysninger fra Bank for International Settlements (BIS), beregnet nye anslag på totale utestående porteføljefordringer og porteføljegyld inkludert land som ikke deltok i undersøkelsen. Ifølge disse anslagene oversteg den samlede globale porteføljegyld fordringene med om lag 22 prosent ved utgangen av 1997.

Norske porteføljefordringer overfor utlandet

Tabell 5 viser norske porteføljefordringer overfor utlandet etter debitorland og finansobjekt.

Tabellen viser at de norske porteføljefordringene overfor utlandet var konsentrert til de store internasjonale finansmarkedene og til de øvrige nordiske landene. Ved utgangen av 1997 utgjorde norske porteføljefordringer overfor utlandet 253,7 milliarder kroner. Fordringene i utenlandske aksjer og andeler i verdipapirfond var 67,9 milliarder kroner, og beholdningene av obligasjoner og andre langsiktige gjeldsinstrumenter utstedt av utlendinger var 185,8 milliarder kroner.

Ved utgangen av 1996 utgjorde de norske porteføljefordringene overfor utlandet 140,4 milliarder kroner. Fordringene i aksjer og andeler i verdipapirfond var 33,5 milliarder kroner og obligasjonsplasseringene 106,9 milliarder kroner. Norske porteføljefordringer

Tabell 6. Norge. Internasjonale porteføljefordringer

Etter investor og finansobjekt. 1997. Milliarder NOK

Investor	Aksjer	Obligasjoner	Porteføljefordringer	Andel
Statsforvaltningen	1,4	105,9	107,3	42,3
Livsforsikringsselskaper	29,0	44,6	73,6	29,0
Skadeforsikringsselskaper	5,9	9,3	15,2	6,0
Verdipapirfond	12,7	1,3	14,0	5,5
Forretnings- og sparebanker	0,7	10,6	11,3	4,5
Finansieringsforetak mv.	0,3	10,7	11,0	4,3
Ikke-finansielle foretak	9,3	1,4	10,7	4,2
Husholdninger	6,2	0,6	6,8	2,7
Pensjonskasser og pensjonsfond	2,3	1,4	3,7	1,5
Total	67,9	185,8	253,7	100,0

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

overfor utlandet økte dermed med 81 prosent i løpet av 1997. Fordringene i aksjer og andeler i verdipapirfond økte med 103 prosent og obligasjonsfordringene med 74 prosent. En betydelig del av økningen har sammenheng med statsforvaltningens (Statens petroleumsfonds) plasseringer i obligasjoner utstedt av utlendinger i 1997. Fratrasket statsforvaltningens plasseringer var økningen i obligasjonsfordringene 26 prosent og økningen i de totale porteføljefordringene ville dermed blitt 51 prosent.

Beholdningene er verdsatt til markedsverdier. Økningene gjennom året avspeiler således både nyinvesteringer og verdiendringer av inngående og nyinvesterte beholdninger i løpet av året. I 1997 innebar både oppgangen i aksjekurser og den stigende USD-kursen at verdiendringer bidro til en betydelig vekst i de norske porteføljefordringene overfor utlandet.

USA, Storbritannia og Sverige var de viktigste debitorlandene for norske porteføljefordringer i aksjer og verdipapirfond ved utgangen av 1997. Andelene for de tre landene var henholdsvis 28,9 15,2 og 14,6 prosent av de samlede aksjeplasseringene.

Tyskland og USA var de viktigste debitorlandene for norske plasseringer i obligasjoner utstedt av utlendinger. Andelene for disse landene var ved utgangen av 1997 henholdsvis 21,0 prosent og 24,3 prosent av de samlede obligasjonsplasseringene, og investeringene i begge landene økte betydelig i løpet av året. Fordringene i japanske obligasjoner økte også betydelig i løpet av året, fra 6,2 milliarder kroner til 19,7 milliarder kroner.

Norske investorer

Tabell 6 viser norske porteføljefordringer overfor utlandet etter investor og finansobjekt.

Ved siden av statsforvaltningen (ved Statens petroleumsfond) var institusjonelle investorer som forsik-

Tabell 7. Internasjonale porteføljefordringer overfor Norge

Etter kreditorland og finansobjekt. 1997. Milliarder NOK

Kreditorland	Aksjer	Obligasjoner	Porteføljefordringer	Andel
USA	68,8	34,6	103,4	47,8
Storbritannia	17,4	31,3	48,7	22,5
Japan	0,8	17,5	18,3	8,5
Danmark	3,8	6,4	10,2	4,7
Sverige	5,4	3,6	9,0	4,1
Frankrike	2,5	4,2	6,7	3,1
Nederland	2,1	2,3	4,4	2,0
Canada	3,6	:	3,6	1,6
Belgia	0,2	2,5	2,7	1,3
Finland	0,9	1,3	2,2	1,0
Bermuda	0,2	1,9	2,1	1,0
Andre CPIS land ¹	2,5	2,7	5,2	2,4

¹ Øvrige deltakende land i undersøkelsen.

Kilde: IMF, Results of the 1997 Coordinated Portfolio Investment Survey.

ringsselskaper og verdipapirfond de viktigste norske investorene på det internasjonale verdipapirmarkedet i 1997. Statsforvaltningens porteføljefordringer overfor utlandet var 107,3 milliarder kroner, og dette utgjorde 42 prosent av de samlede porteføljefordringene overfor utlandet ved utgangen av 1997. Forøvrig stod livsforsikringsselskaper for 29 prosent og skadeforsikringsselskaper og verdipapirfond for henholdsvis 6,0 og 5,5 prosent av de samlede fordringene.

Livsforsikringsselskaper, verdipapirfond og ikke-finansielle foretak var de viktigste norske investorene i utenlandske aksjer i 1997. Livsforsikringsselskaper hadde beholdninger av porteføljeaksjer på 29,0 milliarder kroner, verdipapirfond 12,7 milliarder kroner og ikke-finansielle foretak 9,3 milliarder kroner ved utgangen av 1997.

Statsforvaltningens beholdninger av obligasjoner utstedt av utlendinger utgjorde 105,9 milliarder kroner ved utgangen av 1997. Livsforsikringsselskaper var også en viktig investor i obligasjoner, med plasseringer i dette finansobjektet på 44,6 milliarder kroner. Disse fordringene utgjorde henholdsvis 57 og 24 prosent av de samlede obligasjonsplasseringene. Andre viktige investorer i langsiktige gjeldsinstrumenter var banker, skadeforsikringsselskaper og finansieringsforetak.

De fleste investorsektorene hadde store andeler av plasseringene i Japan, Storbritannia og USA. Statsforvaltningen hadde dessuten forholdsvis store plasseringer i Tyskland. Livsforsikringsselskapene hadde store andeler av plasseringene i Storbritannia, Sverige, Tyskland og USA, mens skadeforsikringsselskapene hadde lavere plasseringer i Tyskland og betydelig høyere andeler i USA. De nordiske landene spilte en viktig rolle for verdipapirfondenes plasseringer. Banker, finansieringsforetak og ikke-finansielle foretak hadde store porteføljefordringer overfor Sverige og USA.

Utenlandske porteføljefordringer overfor Norge

Tabell 7 viser porteføljefordringer overfor Norge rapportert av kreditorlandene. Tabellen viser ikke de totale internasjonale porteføljefordringene, idet viktige land som f.eks. Tyskland ikke er inkludert i materialet. Tallopplysningene referer seg videre til kreditorsiden og ikke til norske debitors opplysninger om utestående gjeld. Det kan være betydelige forskjeller i landfordelingen rapportert fra kreditorsiden og debitorsiden, jf. avsnittet om gjeldsdata nedenfor.

USA og Storbritannia hadde de største utenlandske porteføljeplasseringene i norske aksjer og obligasjoner. USA hadde spesielt store eierposter i norske aksjer. Sammenholdt med tabell 5 hadde begge landene også store totale nettofordringer overfor Norge. USA hadde betydelige nettofordringer i aksjer mens Norge hadde nettofordringer overfor USA i obligasjoner. Storbritannia hadde nettofordringer overfor Norge i begge objektsgruppene. Norge hadde store nettofordringer i obligasjoner overfor Sverige og Frankrike.

Gjeldsdata

Et viktig formål med undersøkelsen var å gi grunnlag for en evaluering av data over bilaterale fordrings- og gjeldsposisjoner. Sammenlignbare data over fordringer og gjeld på bilateral nivå er bl.a. viktige på bakgrunn av de globale ubalansene i statistikken. Rapportering av gjeldsdata var ikke obligatorisk, men åtte land i undersøkelsen rapporterte data over utestående porteføljegjeld fordelt på finansobjekt og kreditorland. Med debitor- og kreditorland menes land hvor opprinnelig utsteder av verdipapirinstrumenter og sluttinvestor driver registrert virksomhet.

Japan var et av de land som rapporterte data over porteføljegjeld. I rapporteringen fra Japan var Storbritannia og USA de to viktigste kreditorlandene. Sammenholdt med de bilaterale fordringene som ble rapportert vis-à-vis Japan, var det meget store avvik mellom fordringer og gjeld. Rapporteringen av porteføljefordringer overfor Japan var i tillegg langt mer spredd på ulike kreditorland enn rapporteringen av utestående porteføljegjeld fra Japan.

Et grunnleggende problem ved fordelingen av verdipapirgjeld på kreditorland er at debitorerne i mange tilfeller ikke har kjennskap til sluttinvestorenes identitet. Debitorerne forholder seg først og fremst til de oppgjørssentraler og verdipapirforvaltere som sørger for utstedelse av verdipapirer i førstehåndmarkedet. Forvalterne svarer for oppbevaring og omsetning av verdipapirene og kan i tillegg administrere betalinger av renter og utbytte mv.

Resultatet for Japan antyder at betydelige volumer av japanske verdipapirer blir utstedt via forvaltere i Stor-

britannia men at sluttinvestorene er hjemmehørende i andre land. Japans bilaterale porteføljegjeld vis-à-vis Storbritannia var mer enn to ganger Storbritannias rapporterte fordringer overfor Japan. Tilsvarende gjaldt for andre land som rapporterte data over utestående porteføljegjeld. For eksempel ble betydelige andeler av Nederlands og Spanias porteføljegjeld registrert på Belgia hvor en viktig europeisk oppgjørssentral er lokalisert.

Et viktig metodespørsmål i undersøkelsen gjaldt rapportering fra verdipapirforvaltere i forhold til rapportering fra sluttinvestorer. Flere land har løpende rapportering av verdipapirtransaksjoner foretatt av verdipapirforvaltere på vegne av andre. Rapporteringen fra verdipapirforvaltere er med nåværende nasjonale og internasjonale regelverk begrenset til nasjonale forvaltere i de ulike landene. Når det gjelder de verdipapirer som erverves eller utstedes direkte via internasjonale forvaltere faller disse helt utenfor statistikken med mindre de blir fanget opp i rapporteringen fra sluttinvestorer.

Statistiske avvik

I det følgende vil de statistiske avvikene i den internasjonale rapporteringen av porteføljeinvesteringer og noen mulige årsaker til avvikene bli omtalt.

Statistikk over porteføljeinvesteringer i utlandet inngår i utenriksregnskapet. Renter og utbytte på porteføljeinvesteringer vises i driftsregnskapet og transaksjoner i finansobjektene i kapitalregnskapets konto for finanstransaksjoner. Ufordelte transaksjoner og statistiske avvik i utenriksregnskapene gir bl.a. uttrykk for rapporteringsfeil og manglende samsvar mellom ulike statistikkilder som handelsstatistikken og valutastatistikken. Ufordelte transaksjoner og statistiske avvik vil gi utslag ved internasjonale sammenligninger av kapitalstrømmene mellom ulike land. Et lands transaksjoner vis-à-vis omverden skal ideelt sett registreres likt av debitor og kreditor, dvs. en gitt transaksjon skal registreres med lik verdsetning og på tilsvarende poster i de ulike lands utenriksregnskap. I en sammenstilling som omfatter samtlige land skal de totale utgående og inngående transaksjonene i utenriksregnskapenes ulike deler ideelt sett balansere. Slike sammenstillinger viser imidlertid betydelige avvik både i driftsregnskap og kapitalregnskap.

Tabell 8 viser en sammenstilling av finanstransaksjoner på verdensbasis for årene 1994-98. Finanstransaksjonene er delt på direkte investeringer, porteføljeinvesteringer, andre finansinvesteringer og transaksjoner i internasjonale reserver. I porteføljeinvesteringer er her samtlige verdipapirer og finansielle derivater inkludert, unntatt aksjer og eventuelle gjeldsinstrumenter som er klassifisert som direkte investeringer. Andre finansinvesteringer omfatter hovedsakelig låne-

Tabell 8. Konto for finanstransaksjoner
Globale ubalanser 1994-1998. Milliarder USD

	1994	1995	1996	1997	1998
Konto for finanstransaksjoner	62,1	118,7	154,7	144,0	110,3
Direkte investeringer	-18,5	-8,0	2,1	17,3	26,3
Porteføljeinvesteringer ¹	66,8	187,9	175,9	280,0	-119,1
Andre finansinvesteringer ¹	55,4	-12,8	10,7	-109,0	206,0
Transaksjoner i internasjonale reserver ¹	-41,6	-48,4	-34,0	-44,3	-2,9
Konto for finanstransaksjoner ubalanser som andel brutto-transaksjoner i alt	3,1	3,6	3,8	2,7	2,6

¹ Korrigert for gjeldstransaksjoner i internasjonale reserver.
Kilde: IMF, Balance of payments statistics yearbook 1999.

Grunnlaget for tabellen er de ulike lands utenriksregnskapsrapportering til IMF. Tabellen summerer samtlige lands rapporterte nettotransaksjoner for hvert år. Summen av samtlige lands nettofinansinvesteringer overfor omverden skal ideelt være lik null. Slik transaksjonene konvensjonelt blir registrert i utenriksregnskapene, angir et negativt fortegn i tabellen at fordringstransaksjoner er større enn gjeldstransaksjoner. De totale finansielle gjeldstransaksjonene er således gjennomgående rapportert til høyere verdier enn fordringstransaksjonene i perioden. Ubalansene i de samlede finanstransaksjonene utgjør i disse årene om lag 3 prosent av de totale brutto-transaksjonene. Ubalansene i rapporteringen av f.eks. kortsiktige lånetransaksjoner isolert, vil kunne være betydelig større målt i forhold til brutto lånetransaksjoner, noe som er viktig sett i sammenheng med gjeldsopbyggingen i kriserammede økonomier.

Porteføljeinvesteringer og andre finansinvesteringer er viktigst og står for om lag 3/4 av de samlede transaksjonsvolumene årlig. Det er store svingninger mellom årene, noe som spesielt gjaldt i 1997 og 1998. Bruttovolumene i andre finansinvesteringer gikk kraftig ned i 1998. Volumene av nye obligasjonslån gikk også ned slik at gjeldstransaksjonene i porteføljeinvesteringer ble betydelig redusert i 1998.

Porteføljeinvesteringene viser de tallmessig største avvikene i de fleste år. En kvalitetsheving av statistikken over porteføljeinvesteringer vil også kunne bidra til å bedre statistikken over andre finansinvesteringer og direkte investeringer. Noen rapporteringssystemer skiller f.eks. ikke mellom lån og obligasjonslån. Korrekt klassifisering av aksjer under porteføljeinvesteringer er dessuten avgjørende for riktig klassifisering av direkteinvesteringer.

Bakgrunnen for ubalansene har i ulike sammenhenger vært drøftet av IMF. Når det gjelder porteføljeinvesteringer har framveksten av verdipapirforvaltere med internasjonal virksomhet antakelig ført til at handels-

kjeden mellom den opprinnelige utstederen av verdipapirene og sluttinvestor har blitt mindre gjennom-siktig. Nye finansielle instrumenter og avtalekonstruksjoner på verdipapirmarkedet kan ha ført til svekket rapportering.

En potensielt viktig kilde til avvik er ufullstendig rapportering av finanstransaksjoner kanalisert via finansielle sentra. Betydelige transaksjoner i bl.a. kortsiktige lån og obligasjonslån kanaliseres årlig via finansielle sentra (jf. neste avsnitt).

Husholdningssektorens plasseringer i utenlandske verdipapirer skjer hovedsakelig via institusjonelle investorer som forsikringsselskaper, private pensjonskasser og verdipapirfond. Plasseringer via institusjonelle investorer i hjemlandet vil normalt bli fanget opp i den nasjonale statistikken. Plasseringer i utlandet foretatt direkte av husholdningene eller via utenlandske institusjonelle investorer vil sannsynligvis ikke bli rapportert i statistikken. Omfanget av slike transaksjoner er stort sett ukjent. I land som Belgia og Tyskland har imidlertid husholdningssektoren i stor utstrekning verdipapirplasseringer direkte i Luxembourg. I den norske delen av undersøkelsen ble det beregnet anslag på husholdningssektorens porteføljefordringer overfor utlandet. Ifølge anslaget utgjorde disse fordringene om lag 2,4 prosent av de totale norske porteføljefordringene overfor utlandet.

Finansielle sentra

Med finansielle sentra menes her spesielle jurisdiksjoner tilrettelagt for finansielle tjenester. Virksomheten i finansielle sentra er ikke underlagt samme regelverk og kontroll som gjelder for annen finansiell virksomhet i vertslandene. Finansinstitusjoner og andre selskaper etablerer seg i finansielle sentra med filialer og datterselskaper. Datterselskapenes mellomværende med utlandet skal ideelt sett rapporteres i vertslandenes utenriksregnskap.

Praksis for rapporteringen av slike transaksjoner varierer. De kan ha blitt utelatt fra utenriksregnskapene med begrunnelsen at virksomheten i de finansielle sentra savner tilknytning til vertslandenes øvrige økonomi. Svakere lov- og regelverk for tilsyn og kontroll kan i tillegg vanskeliggjøre eller hindre rapportering av statistiske opplysninger fra selskaper med virksomhet i finansielle sentra.

Virksomheten i finansielle sentra har meget stort omfang. Finansielle sentra finnes i Japan, Storbritannia og USA og i flere andre land. IMF regner med at det fantes minst 69 ulike finansielle sentra i 1999. Banker er de viktigste utenlandske institusjonene med virksomhet i finansielle sentra. Ifølge data fra BIS utgjorde de samlede internasjonale bankfordringene i de viktigste finansielle sentra drøyt 54 prosent av de globale internasjonale bankfordringene, og 55 prosent

av gjelden ved utgangen av 1997.¹ Banker i finansielle sentra er særlig aktive innen det kortsiktige låne-marked, men også innen obligasjons- og derivat-markedene.

Betydningen av de finansielle sentra vises av undersøkelsesresultatet for Bermuda. Bermuda er et senter for utenlandske forsikringsselskaper. Porteføljefordringene i Bermuda var på nivå med Canada og utgjorde 2,5 prosent av samlede fordringene i undersøkelsen. Selskapene på Bermuda foretar plasseringer i internasjonale verdipapirer på vegne av forsikringsselskaper i andre land. Overføringer av kapital fra morselskapene til Bermuda vil kunne bli registrert som løpende overføringer eller kapitaloverføringer i utenriksregnskapet i morselskapets hjemland. Overføringene vil ikke bli registrert i Bermuda som ikke rapporterer aktiviteter i finansielle sentra i utenriksregnskapet. Investeringer i utenlandske verdipapirer foretatt fra Bermuda vil kunne bli registrert og rapportert i debitorlandenes konto for finanstransaksjoner. Ubalanser vil her oppstå i den samlede utenriksregnskapsrapporteringen fordi kapitalstrømmene skifter art eller formål.

Avvik vil i tillegg oppstå hvis nettofordringer overfor andre land i finansielle sentra blir utelatt fra rapporteringen. Eventuelle nettobeholdninger i finansielle sentra kan f.eks. ha opphav i renteinntekter og utbytte som ikke blir tilbakeført til morselskapene. De legale forhold rundt organisering av virksomheten i finansielle sentra vil i de fleste tilfeller være langt mer komplisert enn den enkle modellen med et morselskap og et heleid datterselskap. Dette vanskeliggjør i tillegg en fullstendig og korrekt rapportering av finansielle transaksjoner kanalisert via finansielle sentra.

Konklusjoner

Internasjonale porteføljefordringer er konsentrert til Japan, Storbritannia og USA, som til sammen stod for 68 prosent av de totale utestående porteføljefordringene ved utgangen av 1997. Storbritannias porteføljefordringer lå på et høyt nivå i forhold til BNP, mens Japans og USAs investeringer i forhold til BNP var på nivå med flere andre land. Ved utgangen av 1997 utgjorde norske porteføljefordringer overfor utlandet 253,7 milliarder kroner eller 0,7 prosent av de samlede fordringene rapportert i undersøkelsen. Målt i forhold til BNP lå de norske fordringene på nivå med andre land.

En omfattende verdipapirhandel og høye andeler internasjonale porteføljefordringer i forhold til BNP, har ofte sammenheng med forekomsten av finansielle sentra innen landene. Finansielle transaksjoner foretatt via finansielle sentra blir ofte utelatt fra utenriksregnskapstatistikken med begrunnelsen at finansielle sentra savner tilknytning til vertslandenes øvrige

økonomi. I samband med undersøkelsen ble det rapportert betydelige internasjonale porteføljefordringer fra finansielle sentra som tidligere ikke er blitt rapportert i statistikken. Slike transaksjoner og transaksjoner foretatt direkte via internasjonale verdipapirforvaltere utgjør viktige forklaringer til de globale ubalanser som forekommer i statistikken over internasjonale finanstransaksjoner.

Referanser

International monetary fund (1992): Report on the Measurement of International Capital Flows.

International monetary fund (1996): Coordinated Portfolio Investment Survey Guide.

International monetary fund (1999): Offshore Banking-An Analysis of Micro- and Macro-Prudential Issues, Working Paper WP/99/5.

International monetary fund (1999): Balance of payments statistics yearbook 1999.

International monetary fund (2000): Results of the 1997 Coordinated Portfolio Investment Survey.

1 Offshore Banking: An Analysis of Micro- and Macro-Prudential Issues, IMF Working Paper WP/99/5.