

Kristofer Lehmkuhl Forelesning 1968

BANKENES ROLLE
I DET INTERNASJONALE
PENGE-
OG KAPITALMARKED

av Managing Director

O. R. NORLAND

Hambros Bank Limited



Norges Handelshøyskole

Satt med 10 pkt. Garamond skrift
Trykt på 120g matt Kremfarget Spezial
Omslaget 130g grå Reflexkartong
A Garnæs Boktrykkeri A.s
Bergen

Trykt ved midler fra
Det Bergenske Dampskibsselskabs Handelshøyskolefond

Bankenes rolle i det internasjonale penge- og kapitalmarked

av Managing Director

O. R. NORLAND

Hambros Bank Limited

Kristofer Lehmkuhl Forelesning
Norges Handelshøyskole

Bergen 26. september 1968

De fleste av oss føler en egen begeistring og beundring for de store oppdagelsesreiser fra Columbus til Fram over Polhavet. De fleste av oss føler det krible i blodet ved tanken på å forberede og å sette ut på våre egne oppdagelsesreiser. Utfordringen er like stor for en industrialist som for en lege, for en økonom som for en bankmann, for en ingeniør som for en lektor.

Den annen industrielle revolusjon innebærer for hver enkelt av oss like store utfordringer som de store oppdagelsesreiser. Vi ser nye industrier som krever en verden som marked. Vi ser hvorledes våre norske storbedrifter som Borregaard, Norsk Hydro og Elektrokjemisk kjemper for å være med på utviklingen, til selv å spille en aktiv og skapende rolle i verdensmarkedet. Utfordringen er skremmende stor. Bedriftene må investere millionbeløp i anlegg og utstyr som kan binde bedriften i fem eller femten år uten noen sikkerhet for at investeringen er riktig. Marginene i den internasjonale konkurransen er blitt meget små, og feilinvestering derfor meget kostbarere enn tidligere.

Kravene til ny tenkning er ikke mindre for banker og andre finansieringsinstitusjoner. Finansieringen er blitt en viktig og i mange tilfelle en avgjørende faktor for de nye investeringer. Få bedrifter er sterke nok til å mestre oppgavene med egne midler. Banker hjemme og ute møter derfor spørsmål om finansielle løsninger som kan holde mål med helt nye behov.

Hvis industrien trenger verden som marked, må finansieringsløsningen også være global. Hvorledes aksepterer bankene denne utfordring til nytenkning, til handledyktighet og samarbeide? Noe av svaret finner vi i det nye internasjonale kapital- og pengemarked. Disse markeder vokste frem som et marked mellom europeiske banker og bærer derfor fremdeles de populære navn Euro-bond markedet og Euro-valuta eller Euro-dollarmarkedet. I denne fremstilling vil jeg benytte fellesbetegnelsen Euromarked.

Euro-markedene er kommet ut av de to siste års dramatiske begivenheter som de ledende markeder for finansiering av verdenshandelen og av internasjonale investeringer. Euro-markedene har overtatt den hovedrolle Storbritannia hadde før krigen og U.S.A. har hatt etter krigen. De nye markeder skiller seg ut ved at de ikke er geografisk bestemt, at de ikke har noen kontrollerende myndighet eller sentralbank, og ved at de domineres av internasjonale banker.

I denne forelesning vil jeg trekke opp perspektivene fra en bankmanns synsvinkel. Feltet er så stort at jeg må velge noen få illustrasjoner på de utfordringer bankene står overfor og hvorledes bankene søker å løse dem. Først skal vi se på den økende verdenshandel og det vi kan kalle integrasjonsalderen. Vi skal se hvilket press denne utvikling har lagt på de enkelte kapital- og pengemarkeder og på den internasjonale likviditet og hvorfor de fleste nasjoner må innføre strammere valuta-restriksjoner. Investeringskrav på den ene side og valuta-restriksjoner på den annen side ga Euro-bond og Euro-valuta markedene den store sjanse, og vi vil se hvorledes bankene har benyttet denne sjanse. For å klargjøre begrepene vil vi se nærmere på hva en Euro-dollar egentlig er, og til slutt vil vi analysere noen av de muligheter de nye markeder gir bankene til å yte internasjonal service og til å finansiere sine kunder.

Integrasjonsalderen

Det er vel kjent at de amerikanske storbedrifter i flere år har investert milliarder av dollars i utlandet, og det er ikke uten grunn at Servan-Schreibers bok «Den amerikanske utfordring» er blitt bestseller i avis kiosker over hele Europa. Den har gjort mest inntrykk i Frankrike og minst i Storbritannia. Noen europeiske bedrifter er fullt på høyde med sine amerikanske konkurrenter med suksess også på det amerikanske hjemmemarked, men mere iøynefallende er den mangel på initiativ og omstillingsevne som kjennetegner mange kjente europeiske selskaper. Noen søker å øve press på de nasjonale regjeringer for ad politisk vei å holde konkurransen ute. Dette er en ufeilbar metode å sørge for å holde seg selv og sitt eget land utenfor utviklingen. Utviklingen ruller så fort at det er livsfarlig å regne med at man kan hoppe på toget igjen etter å ha ryddet opp på sitt eget kammer.

Servan-Schreibers bok burde derfor oppfattes som en vekkerklokke; som en journalists levende oppfattelse av hva det er som skjer rundt oss og hvilke muligheter vi går glipp av hvis vi ikke hopper på toget med en gang.

En tydelig registrering av den integrasjon som pågår ser vi i den raske vekst av verdenshandelen. Stigningen er i år beregnet til over 8 prosent, som er 2—3 prosent mer enn de fleste eksperter spådde så sent som i januar i år.

En annen registrering av integrasjonsalderen er den betydning den økonomiske situasjon i det enkelte land har fått. Det gjelder spesielt for de større land, og krisene i fjor og i år i Storbritannia har demonstrert at kampen for den britiske økonomi i virkeligheten er kampen for å opprettholde den vestlige verdens økonomiske utvikling. Situasjonen i Frankrike er et ferskere, men like relevant eksempel. Både Storbritannia og Frankrike må akseptere internasjonale støtteordninger og blir til gjengjeld også nødt til å innrette seg etter internasjonale spilleregler. Dette er en enorm politisk belastning for regjeringene og kan derfor føre til indrepolitiske kriser, som vi ser

eksempel på i Storbritannia. Selv Amerika har måttet ta store doser av samme medisin. Isolasjonismens tid er ubønnhørlig slutt; verden er for liten til at noe land har råd til å stenge portene.

Valutarestriksjoner

Hvorledes finansieres integrasjonsalderen? Vi tenker straks på de store reservevalutaer og gull, vi tenker på valutarestriksjoner og på diskusjonen om behovet for øket internasjonal likviditet.

Internasjonal finans har i etterkrigstiden vært båret av de store reservevalutaer dollar og pund sterling. Marshall-hjelp og direkte kapitaleksport fra U.S.A. og Storbritannia har iallfall til 1966 vært avgjørende for verdensøkonomien. Etter at de fleste europeiske og enkelte andre valutaer ble fritt konvertible i 1957 kom Gylden, D-Mark og Sveitserfranc sterkere med i billedet, og i de siste ti år har lån og støtteordninger fra Det Internasjonale Pengefond og Verdensbanken løst en rekke likviditetsproblemer.

I over ti år har ledende økonomer pekt på at gull sammen med reservevalutaene dollars og pund ikke ville kunne holde tritt med verdenshandelen, selv ikke med tillegg av støtteordninger og trekkrettigheter som ble planlagt av de forutseende skapere av Bretton Woods avtalen i 1946.

Fordi kapitaleksporten førte til stadig større underskudd på betalingsbalansen, måtte først Storbritannia og deretter Amerika innføre valutarestriksjoner som måtte skjerpes fra år til år. Pund sterling er fremdeles den mest anvendte valuta i verdenshandelen etter dollars, men det er nå knapt mulig å låne eller å utføre sterling til utlandet for andre formål enn finansiering av britisk eksport og av utvalgte britiske investeringer som hurtig vil bringe inn valutainntekter. Amerika har innført renteskatt og hårde retningslinjer for banklån til utlandet, samt sterk begrensning av all direkte kapitaleksport.

På den lysere side har vi D-Mark som for tiden er verdens

hårdeste valuta og tilbys på det internasjonale marked til relativt gunstige vilkår. Låntakerne kvier seg imidlertid for å låne D-Mark av frykt for forandring av valuta-paritetene.

Mens de nasjonale finanssentre som New York og London er sterkt hemmet av restriksjoner, har de enkelte valutaer lett for å bli isolert; enten fordi valutaen er for svak eller fordi den er for sterk. Her ligger der en latent stor fare idet selvforsvarsinstinktet i de enkelte land og hos den enkelte bedrift kan føre til handels- og valutarestriksjoner med drastiske konsekvenser.

Internasjonal likviditet

Det praktiske samspill mellom valutaene og behovet for internasjonale kapitaloverføringer var jo hovedinspirasjonen for Det Internasjonale Pengefond og Verdensbanken. Det ene lands underskudd er det annet lands overskudd, og Pengefondet kunne forvalte disse underskudd og overskudd som en bank forvalter utlån og innskudd. Spillereglene ble etterhvert for kompliserte og administrasjonen for tungrodd til at Pengefondet og Verdensbanken har kunnet spille den rolle de var tiltenkt.

Betydningen av denne tilstand kom ikke frem så lenge verden aksepterte dollars og pund uten spørsmål. Likviditet betyr tillit, og internasjonal likviditet har i de siste ti år vært nesten ensbetydende med tillit til Amerika og de amerikanske gullbeholdninger. Fra og med 1963 er denne tillit blitt gradvis undergravet, inntil vi nådde kulminasjonen i den store dollar-krise i mars 1968. Først nå kommer fakta frem i all sin gru, og det er skremmende å måtte erkjenne at i marsdagene var der en overhengende fare for at hele det internasjonale valuta- og tillits-system skulle bryte sammen. Det kan også uttrykkes som at mars 1968 betød slutten på en epoke som har vart i over tyve år.

I mars 1968 besluttet sentralbanksjefene i et møte i Basel å suspendere den automatiske gullinnløsning av dollars i Federal

Reserve. Samtidig ble det besluttet at sentralbankene inntil videre ikke skulle kjøpe mere gull i det åpne marked. Dermed fikk verden et begrenset sentralbankmarked for gull til \$ 35 per ounce og et metallmarked for gull med børsnotering i Zürich, Paris og London. Den frie markedspris for gull har siden variert mellom 37 og 45 dollars.

Det er vanskelig å forestille seg en langvarig ordning med to parallelle gullmarkeder, og de fleste regner med at verden bare har kjøpt seg et pusterom. Vi lever bokstavelig talt i dette historiske pusterom, og har allerede to ganger fått sjokk, først under krisen i Frankrike og siden kom frykten for en ny pundkrise i juni som ble avverget i tide ved hjelp av nye lånegarantier for i alt 2000 millioner dollars fra andre lands sentralbanker.

Gull-tilhengere i Sveits, Frankrike og Syd-Afrika hevder at «likviditet skapt av ingenting vil åpne veien til ødeleggelse av vår sivilisasjon». Samlemaniaen i Midt-Østen, India og i mange andre land bekrefter at troen på papirpenger er på retur og ikke i vekst. De siste tre år er hele netto-tilveksten til verdens gullbeholdninger forsvunnet i private gjemmer.

Selv om verden forlanger et solidere verdibegrep enn amerikanske presidenter, er det imidlertid fullt mulig å konstruere overbygninger over det nåværende system, med det mål for øyet at verdens likviditetsbehov må løses, at gullets rolle må begrenses og at dollaren må bort fra sin nåværende utsatte posisjon. Det store spørsmål er om vi har tid nok.

Det viktigste skritt hittil er den avtale som ble truffet i Det Internasjonale Pengefond i oktober 1967 og som i sommer forelegges for de respektive nasjonalforsamlinger til godkjenning. Rapporten ble utgitt i april 1968 og heter «Establishment of a Facility Based on Special Drawing Rights in the International Monetary Fund and Modifications in the Rules and Practices of the Fund». Først og fremst for å tilfredsstillte franskmennene unngår teksten å gi inntrykk av at SDR er en ny pengeenhet, og en mulig fremtidig erstatning for gull. Det er imidlertid ingen tvil om at det er nettopp dette som er

hensikten med SDR. Den foreslåtte ordning er komplisert og begrenset, men åpner adgangen til en politisk akseptabel utvidelse av pengesystemet. Nødvendigheten av en løsning ble demonstrert med stor dramatikk i mars i år, og SDR-ordningen ventes å tre i kraft i 1969.

Internasjonal likviditet skulle derfor flytte langsomt over fra gull og dollars til internasjonale pengeavtaler med dollars og kanskje D-Mark som hovedvalutaer inntil vi får en ny internasjonal valuta-enhet. Hvis overgangen går for langsomt, kan en ny krise velte hele systemet og tvinge frem en oppskrivning av gullprisen og en drastisk overhaling av de någjeldende pariteter. Spesielt Amerika er redd for at en slik situasjon vil utløse en verdenskrise og knuse det tillitsforhold som er møysommelig bygget opp etter krigen.

Euro-valuta markedet

Under forutsetning av at de nasjonale og internasjonale myndigheter kan bli enige om løsninger som kan forhindre plutselige såvel som langvarige likviditetskriser, så har verden i Euro-valuta og Euro-bond markedene funnet svaret på *hvor* den annen industrielle revolusjon kan finansieres: Det er dette marked som har muliggjort de amerikanske milliardinvesteringer i Europa, og den raske økning i verdenshandelen. I dette marked finner ledige midler fra syd-amerikanske potentater veien til norske skip bygget i Norge eller Sverige; i dette marked finansierer ledige midler i Sveits de store malmskipninger fra Australia til Japan.

Allerede tidlig i 1950-årene opptrådte de første Euro-dollartransaksjoner i form av lån fra øst-europeiske nasjonalbanker til Paris og Londonbanker som et politisk mottrekk mot New York. Paris- og Londonbankene anvendte midlene til å finansiere internasjonal varehandel med 1—3 måneders import/eksportkreditter.

Fra denne spede begynnelse er Euro-valutamarkedet utvidet til et stort og fleksibelt penge- og kapitalmarked. Bank of

International Settlements i Basel forsøker å holde oversikt over Euro-valutamarkedet og i sin siste årsrapport utgitt 10. juni 1968 anslås størrelsen av markedet til 19 milliarder dollar ved utgangen av 1967, hvorav 16 milliarder i U.S.-dollars. Ved utgangen av 1965 var tallet 10 milliarder for U.S.-dollars vedkommende, og 1966 13 milliarder dollars. Disse tall er beregnede netto-tall som betyr at transaksjoner bankene imellom ikke er inkludert.

Det er viktig å være klar over at vi snakker om et marked, ikke om et pengesentrum, eller om en ny valuta eller om nye institusjoner. Det er et marked som gjør det mulig å omsette og å formidle de fleste konvertible valutaer uten vesentlige restriksjoner og formaliteter. Markedet er helt avhengig av tilgang på og etterspørsel etter konvertible valutaer, og effektiviteten i markedet er avhengig av bankenes medvirkning og dyktighet, og av at de enkelte lands myndigheter tillater sine banker å delta aktivt i formidling av Euro-valutalån.

Det er naturligvis mulighetene for å tjene gode renter som har vært og er den største drivkraft i veksten av Euro-valutamarkedet. Etter hvert som banker og forretningsforetagender hele verden over oppdager og forstår mulighetene for å tjene renter på selv meget kortsiktige plasseringer, øker pengeflommen og det er all grunn til å tro at markedet vil fortsette å vokse raskt. Et moment som tillegges stor vekt etter punddevalueringen i fjor er at de foretagender eller land som har store forpliktelser i valuta ønsker å holde sine pengereserver i den samme valuta for å redusere valutarisikoen. Norske skipsredere har lenge holdt likviditetsreserver i dollars som motvekt mot sine store opplånninger i dollars.

De fleste banker som deltar aktivt i internasjonal finansiering er nå engasjert i Euro-valuta markedet, og tar i sine likviditetskalkyler direkte hensyn til plasserings- og opplåningsmulighetene i dette marked. Dette er av spesiell betydning for de banker som ikke har fordelen av et aktivt nasjonalt pengemarked, og de ledende banker i Bergen og Oslo spiller for eksempel en

meget aktiv rolle både på egne og kunders vegne. Markedet ble også et naturlig felt for de internasjonale banker i London, og enkelte britiske banker som for eksempel Hambros har nå større omsetning i dollars enn i sin egen nasjonalvaluta pund sterling. Derimot vakte det oppsikt da Federal Reserve nylig opplyste at ca. 6 milliarder Euro-dollars var plasert i banker i U.S.A. i vinter hovedsakelig som innskudd via amerikanske bankers London-avdelinger. Dette likviditetstilskudd har hjulpet de amerikanske banker til øket utlåning i U.S.A., og har faktisk forrykket de planer Federal Reserve hadde for kontroll med det amerikanske pengemarked.

Den store aktivitet og konkurranse i Euro-valutamarkedet har naturligvis ført til en effektivitet som er nesten på høyde med de store pengemarkeder i London og New York. Dertil er Euro-markedet velsignet fritt for formaliteter og innblanding fra nasjonale myndigheter. Rentenivået i Euro-valutamarkedet har hittil stort sett fulgt det amerikanske nivå og som regel ligget noe høyere. Denne direkte avhengighet er blitt mindre etter hvert, men til gjengjeld har renten i Euro-valutamarkedet fått direkte innflytelse på rentenivået i andre land, og vi kan spore en gradvis utjevning av renten i land som Sveits, Frankrike, Tyskland, Holland og U.S.A. Det gjelder også Storbritannia, men frykten for pund-devaluering har de siste par år overskygget rentens innflytelse. Marginen mellom innlåns- og utlånsrente er vesentlig mindre i Euro-valutamarkedet enn i de fleste nasjonale markeder. Banker imellom kan marginen være helt nede i 1/16 prosent og for vanlige utlån til kunder er marginen gjerne 1/2—2 prosent mens 2—4 prosent er vanlig i de fleste banker på hjemmemarkedet. Denne store forskjell skyldes delvis at Euro-valutamarkedet fremdeles i stor utstrekning følger juletreprinsippet — det vil si at hver utlånsgren balanseres av en tilsvarende innlåns gren og de vanlige krav til likviditetsreserver derfor unngås. Den frie konkurransen mellom amerikanske, engelske, franske og norske banker osv. er imidlertid hovedårsaken til de små rentemarginer.

Et spørsmål som alltid kommer frem i diskusjonen om Euro-

markedet er: hvor kommer pengene fra? Hvor er de tilsynelatende uuttømmelige kilder?

Den største kilde har vært kapitaleksporten fra Amerika, som tallmessig kan påvises ved underskuddet i den amerikanske betalingsbalanse. Denne kilde er fortsatt av betydning, men eksperter hevder at markedet forlengst er forbi det trinn i utviklingen da en enkelt kilde er avgjørende, og at markedet vil fortsette å vokse selv om den amerikanske betalingsbalanse kommer over på pluss-siden. Andre store kilder er Italia og Vest-Tyskland, men de fleste nasjoner er nå med og de syd-amerikanske land antas å holde 3—4 milliarder dollars i Euro-markedet. Dertil kommer de store pengesummer som ikke har noen direkte adresse eller hjemland, og som øker raskt hver gang nye valutarestriksjoner innføres. Kanskje Princeton University som interesserer seg spesielt for Euro-markedene kan finne frem til en internasjonal Greshams lov om relasjonen gode penger som drives ut av kontrollerte penger!

For å kunne forstå mere av vekselvirkningen mellom det internasjonale marked og de nasjonale markeder er det naturlig å analysere i mere detalj hva egentlig en Euro-valuta er. For eksemplets skyld holder vi oss til Euro-dollars.

Hva er en Euro-dollar?

Bank of International Settlements bruker følgende formel for sine kalkyler: —

«En Euro-dollar kan defineres som en dollar som er anskaffet av en bank utenfor De forenede Stater og som direkte eller etter omveksling til annen valuta er anvendt for utlån til en kunde som ikke selv er bank, eventuelt etter en eller flere plaseringer fra en bank til en annen».

Hva skjer i praksis? La oss si at en amerikansk eller fransk bedrift bestemmer seg for å overføre midler fra sin foliokonto

i en New York bank til en finansinstitusjon utenfor U.S.A., for eksempel en Londonbank, for å tjene mere renter enn ved plasering i U.S.A. Beløpet overføres fra bedriftens konto til Londonbankens konto i New York-banken. Altså, i den amerikanske bank er innskuddene de samme. I Londonbanken derimot er der nå på passivasiden et rentebærende innskudd fra bedriften og på aktivasisden et folio-tilgodehavende i New York-bank. Mens aktiva og passiva i New York-banken er uforandret, er aktiva og passiva i den europeiske bank øket med et beløp som tilsvare bedriftens innskudd.

La oss fortsette eksemplet: Londonbanken betaler høyere rente på innskuddet fra bedriften enn den kortsiktige rente i New York, og Londonbanken skynder seg derfor å låne dollarbeløpet til en norsk bank. Dermed overføres beløpet nok en gang i New York, nå til en norsk banks konto, men innskuddsmassen i New York er fortsatt den samme. Londonbanken har fortsatt øket innskudds- og utlånssiden med dollarbeløpet, bare nå med tilgodehavende i norsk bank istedenfor i amerikansk bank. Imidlertid har den norske bank også øket sine passiva med innskuddet fra London. Den norske bank låner nå pengene i dollar til en norsk skipsreder som betaler pengene til en svensk bank for regning av et svensk verft. I og med at beløpet er lånt til en ikke-bank kunde, nemlig skipsrederen, kvalifiserer nå — og ikke før — beløpet for Euro-dollarstatistikken. Det svenske verft får antakelig svenske kroner i den svenske bank, som kanskje for å skaffe likvider selger dollarbeløpet til Riksbanken. Dermed er beløpet flyttet fra norsk konto i New York til svensk banks konto i New York og deretter til Riksbankens konto i New York. Riksbanken ønsker kanskje å øke sin gullbeholdning og innløser beløpet mot gull i Federal Reserve Bank. Dermed — og ikke før — er ringen sluttet, og Eurodollaren har ført til en tapning av amerikanske reserver.

Dette eksempel viser at så lenge dollarbeløpet flyttes fra konto til konto i New York, er der ingen forandring i den amerikanske posisjon, uansett hvor mange ganger pengene brukes utenfor U.S.A. Der må derfor være en sammenheng

mellom totale utenlandske folioinnskudd i amerikanske banker og størrelsen av Euro-dollarmarkedet.

Etter hvert øket kjennskapet til Euro-dollarens funksjon og pålitelighet, og Euro-dollar ble akseptert som en naturlig penge-enhet, nemlig en dollar med samme rettigheter overfor Federal Reserve som en New York-dollar. En dollar er en dollar og tilliten til den henger helt sammen med tilliten til amerikansk økonomi og politikk. Anvendelsen av Euro-dollar tok etter hvert tre hovedformer: —

- 1) Lån til finansiering av internasjonal varehandel, for eksempel London-banks kjøp av vareveksler for eksport fra Norge til Tyskland.
- 2) Lån til kommersielle kunder, som eksemplet norsk banks lån i dollar til norsk skipsreder. Den norske bank kunne alternativt veksle om dollarinnskuddet mot kroner og dermed styrke sin likviditet og øke mulighetene for å finansiere norsk virksomhet i kroner.
- 3) I stedet for å holde sin likviditet i hjemmevalutaen, holder banker dollars som et pengemarkedsinstrument.

Et spørsmål som opptar sentralbanker og universiteter, ikke minst Federal Reserve, Princeton University i U.S.A. og Cambridge i England, er spørsmålet om multiplikatoreffekten i Euro-valutamarkedet. Hvor mange ganger lånes Euro-dollaren til kommersielt formål før dollaren finner veien til amerikansk lomme i Amerika? Hittil antar man at multiplikatoreffekten er meget liten, til tross for at potensialen er enorm. Dette er et viktig moment i vurderingen av ekspansjonsmulighetene for Euro-dollarmarkedet.

Bankenes rolle

Det internasjonale penge- og kapitalmarked er dominert av de internasjonale forretningsbankene. Sentralbankene benytter også markedet i økende utstrekning delvis for plassering av sine valutareserver og delvis for å oppnå en viss regulerende innflytelse på markedet. Sentralbankaktiviteten koordineres via

Bank of International Settlements, som er på vei til å bli en uoffisiell sentralbank for Euro-valutamarkedet.

Vi skal se litt nærmere på hvilke banker som er toneangivende i markedet, og deretter vurdere enkelte sider av bankenes rolle: —

- 1) Formidling av kortsiktige og mellomlange inn- og utlån.
- 2) Avdekning av valutarisiko og multi-valutalån.
- 3) Langsiktige lån og Euro-bondmarkedet.

I praksis skjer omsetningen der det tekniske apparat og miljø er best utviklet, nemlig London som tar hånd om ca. 80 % av det internasjonale pengemarkedet. Over 160 banker og diskontohus i London tar imot innskudd og låner ut penger uttrykt i andre valutaer enn pund sterling.

De amerikanske bankers Londonavdelinger har langt den største andel i Euro-dollaromsetningen, og bare siden 1960 har 9 amerikanske banker opprettet avdelinger i London og flere følger. Ifølge Bank of England var de totale innskudd i alle banker i England ca. 18 milliarder pund i mars 1968, hvorav hele 8 milliarder pund i oversjøiske og utenlandske banker i London. Over 6 milliarder pund representerte andre valutaer enn sterling, og to tredjedeler av denne sum var innskudd i amerikanske banker i London — altså tilsvarende ca. 10 milliarder dollars. Merchant banks som Rothschilds, Lazard Brothers og Hambros Bank sto for ca. 3,9 milliarder dollars.

Kortsiktige og mellomlange lån

Euro-markedets opprinnelige og vesentligste funksjon er finansiering av kortsiktige transaksjoner, og 30 dager, 3 måneder og 6 måneders kreditter utgjør den største del av omsetningen. Konkurransen banker imellom har skapt et nett av varianter av kortsiktige kreditter, fra akseptkreditter til rene kassakreditter og spranget er kort til mellomlange kreditter med ett til fem års varighet og med rente som fastsettes for 6 måneder av gangen.

Vi var tidligere inne på juletreprinsippet, der bankenes utlån oppveies av innlån på samme beløp og periode. «Borrow short and lend long» var spesielt i Euro-markedet regnet som spekulasjon og som en av de største tabber en bank kunne begå. Amerikanske banker vant sterke posisjoner fordi Londonavdelingene kunne falle tilbake på moderselskapene i Amerika hvis Euro-markedet skulle tørke ut, og vi har sett at i praksis er det faktisk det omvendte som har skjedd idet moderselskapene i Amerika styrker sin likviditet fra London.

Mulighetene for nytenkning i dette marked er legio, og den frie konkurranse har tvunget banker verden over ut av gamle vaneforestillinger.

De amerikanske banker er toneangivende, og vi ser i år en rask vekst av forskjellige typer mellomlange eller 1—7 årslån. Analyser fra California i depresjonsårene viste at mellomlange selv-likviderende lån, altså lån med fast nedbetalingsplan over 5—7 år fra en kartlagt eller påviselig cash-flow, er langt mer likvide enn de fleste såkalte kassakreditter som i prinsippet er tilbakebetalbar på dagen, i formen fornyes fra år til år og i praksis sjelden eller aldri innløses. Amerikanske banker er derfor vant til å se på cash-flow som den reelle sikkerhet, mens eventuelle pantelån i anlegg og eiendommer overlates til forsikringsselskaper og pensjonsfond. De internasjonale selskaper gir som regel ikke pant til noen långiver.

Europeiske banker er i løpet av de siste to år kommet med på de mellomlange kreditter, som regel ikke alene, men som partisipant enten i en annen banks lån eller i en klubb eller et syndikat som formidler slike lån. Amerikanske banker har tatt initiativet til de fleste klubber, og spiller hovedrollen i klubbene. Ofte er lånene store, kanskje 20—30 millioner dollar for amerikanske investeringer i Europa, og lånet fordeles på 3—20 banker. Enkelte av bank-grupperingene dekkes av en ramme-avtale og med en megler eller representant som formidler lån og sørger for fordelingen mellom bankene. Andre grupperinger er fastere, med en felles institusjon med betydelig innbetalt kapital, og kontor i Sveits eller annet sentrum. Disse

former for samarbeide bringer bankene i de forskjellige land meget nærmere sammen enn tidligere, og vil sikkert med tiden føre til sammenslutninger av banker over landegrensene. I London var det mange som hevdet at en sammenslutning av Barclays, Lloyds og Martins Bank ikke var noe svar på tidens krav, og at bankene istedet burde søke seg partnere på kontinentet.

De mellomlange kreditter opptrer som nevnt i mange former og forskjellig utstyr. Det vanlige er fortsatt lån i én valuta med fast rente med fastsatt amortiseringsplan. En ny variant inkluderer multi-valuta klausul, for eksempel med fornyelse av lånet hver sjette måned, minus avdrag, og med valg av valuta ved hver fornyelse. Renten vil da også bli fastsatt bare for seks måneder av gangen. Hva formen angår kan en bank utstede partisipasjons-sertifikater som kan selges til andre banker eller institusjoner, og et spesielt eksempel er omsettelige seks-måneders shipping-notes som selges til banker over hele Europa. Et eksempel på slike shipping-notes er ihendehaverpapir utstedt av en norsk reder, med garanti av svensk verft, og med sikkerhet i pantobligasjon som holdes av London-bank på vegne av ihendehaveren av shipping-notes.

Disse eksempler gir et innblikk i noen av de muligheter som foreligger i et internasjonalt pengemarked og som har fylt igjen mesteparten av det gap som inntil nylig eksisterte mellom de kortsiktige kreditter og de langsiktige obligasjonslån.

Valutarisiko og multi-valutalån

Før vi går over til å se på Euro-bondmarkedet, faller det naturlig å stoppe et øyeblikk ved problemet valutarisiko som har opptatt ikke minst norske bedrifter etter pund-devalueringen i november i fjor. Det faktum at den norske krone ikke fulgte pundet er i seg selv en milepel av stor betydning. At avgjørelsen var riktig, er forlengst bevist, og samtidig har norske skipsrederier og eksportbedrifter måttet ta opp hele sin valutafinansiering til ny overveielse.

Den enkleste løsning er valuta-termin forretning med forhåndssalg eller kjøp av valuta til fast kurs. Fordi Bank of England etter å ha brent seg så ettertrykkelig i november i fjor ikke lenger deltar aktivt i terminmarkedet, har omkostningene for sikring mot ny devaluering av pund vært meget høye. For seks måneders dekning har omkostningene således variert mellom 1½ og 10 prosent p. a. hittil i år. Overfor andre valutaer har svingningene vært mindre, men omkostningene har reflektert den meget større risiko som forretningsmenn anser er til stede for forandringer i relasjonen mellom de forskjellige valutaer.

På grunn av Euro-markedets innflytelse på rentenivået i mange land, er der en sammenheng mellom rentesats og over- eller underkurs for vedkommende valuta for samme periode. En Londonbank kan således låne ut 6 måneders dollars til 7 prosent og D-Mark til 5½ prosent med samme fortjenestemargin for banken. Banken kan nemlig selge D-Mark med levering om 6 måneder til en kurs 1½ prosent p. a. høyere enn det koster å kjøpe D-Mark mot dollars i dag. For bedriften som låner pengene er det ikke så enkelt. Hvis bedriften har tilgodehavender i D-Mark, er det naturligvis riktig å låne D-Mark, men hvis bedriften har tilgodehavender i dollars, kan D-Mark opplåning bli en dyr affære. Det er med andre ord ikke uten videre riktig å si at det er «billigere» å låne D-Mark enn dollars eller sveitser-franc istedenfor pund sterling.

Det er denne konstellasjon som har ført til multi-valutalån, der en bank er villig til å låne ut hvilken som helst konvertibel valuta til markedskurs pluss bankens fortjenestemargin. Det er naturligvis en forutsetning at vedkommende valuta kan skaffes, og det er ikke i dag for eksempel mulig å låne svenske eller norske kroner direkte fra bank i London.

For bedriftene er det derfor blitt nødvendig å sette opp valutabudsjetter og å sørge for best mulig overensstemmelse mellom forventede ut- og innbetalinger i de enkelte valutaer.

Bedriftene har tre metoder å løse valutarisikoproblemet på:

for det første ved vanlig valutatermin-forretning, for det annet ved opptagelse av lån i samme valuta som varene selges i, og for det tredje ved å holde tilstrekkelige likvider innestående i bank i den valuta hvor bedriften er sårbar for kursforandring.

Euro-bond markedet

De betraktninger som gjelder mellomlange lån og valutarisiko er naturligvis enda vesentligere for langsiktige lån med varighet fra 10—25 år. De fleste langsiktige lån legges ut som ihendehaverobligasjonslån, med børsnotering i et eller flere sentre som Frankfurt, London, Paris og Luxembourg — sistnevnte er meget populær for å spare skatt og stempelavgifter.

Euro-bond markedet har hatt en meget rask vekst og er i dag langt det største kapitalmarked i verden for internasjonale lån, altså lån til utenlandske låntagere. I 1968 er der reist betydelige internasjonale lån i D-Mark i Tyskland, og i andre år i Sveits og Holland, men tallene blekner i forhold til dollarobligasjonslån i Euro-bond markedet. Allerede i 1965 utgjorde lån i Euro-bond markedet 735 millioner dollars mot 528 millioner til utenlandske låntagere i alle andre markeder til sammen. I 1967 var tallet 1886 millioner dollars i Euro-markedet og dette tall er allerede passert i første halvdel av 1968 slik at mange venter et totalbeløp nærmere 3000 millioner dollars i år.

Praktisk talt alle dollar obligasjonslån lagt ut i første halvdel av 1968 er konvertible lån, med rettighet for obligasjonseieren til innen angitte frister å innløse obligasjonene mot aksjer til en pris stipulert i obligasjonen. De stramme valuta-restriksjoner som ble annonsert av president Johnson i januar i år førte til en strøm av nye lån for de internasjonale amerikanske selskaper som ville sikre seg kapital for internasjonale investeringer. Lånene fikk god mottakelse, og mens man for to år siden hevdet at 25 millioner dollars var absolutt maksimum av hva markedet kunne absorbere for et enkelt lån, har vi i år sett enkelt-lån på 50, 60, 75 og nylig — for Phillips —

100 millioner dollars. Dette røper at kapasiteten er stor nok til å måle seg også med de største nasjonale markeder, og gir en tankevekkende indikasjon om mulighetene for fortsatt ekspansjon for de store forretningskonserner i årene fremover. Betingelsene for slike konvertible lån avhenger av selskapets navn og planer og forventningene om aksjenes vekstmuligheter. Renten blir derfor av mindre betydning enn konverteringskursen. 5—6 prosent rente og en konverteringspris 10—15 prosent over børskursen i New York når lånet legges ut har vært vanlig. Det er få europeiske konserner som kan eller vil legge ut konvertible lån, og Skandinavia angår, tillater ikke selskapslovgivningen konvertible lån. Det siste vil formodentlig bli rettet på i år eller i 1969.

Suksessen for konvertible lån har imidlertid i stor grad i år utelukket vanlige fast-rente lån, selv om den effektive rente kunne settes i over 8 prosent. Der er meget som tyder på at den amerikanske opplåning nå dabber av, og samtidig er der tegn på at renten vil falle, og i høst venter derfor mange at de rene obligasjonslån vil komme tilbake. Mobil-konsernet er allerede fremme med fast-rente lån. Norge og Danmark har vært spesielt aktive tidligere, for Norges vedkommende hovedsakelig til vannkraftsutbyggingen. Behovet i Norge for slik opplåning er ikke i øyeblikket så presserende som før, men de store industribedrifter i Norge er nødt til å være interessert fordi de må sikre seg egenkapital og lånekapital for å kunne være med i den internasjonale dans, og det norske kapitalmarked er for lite.

Bankene og finansmeglerne i London og andre sentre konkurrerer iherdig om å ta hånd om slike obligasjonslån. Provisjonene er sterkt redusert som følge av konkurransen, men en god del prestisje hefter ved å kunne lede et garantikonsortium. Daglig står der store annonser i Time, Financial Times osv. over utleggelsen av slike lån og med en liste på opptil 100 banker. Der skal atskillig ekspertise og erfaring til for å mestre alle problemer ved slike lån, og det gjelder også meglervirk-somheten etter at lånet er plasert. Det antas at 50—60 prosent

av lånene plasseres i Sveits, som regel gjennom sveitsiske banker på vegne av navnløse og rike kunder.

For de europeiske bedrifter må denne utvikling være gunstig. Bortsett fra London er nemlig de nasjonale markeder for små, der er for lite volum av utestående obligasjoner og der er for stor tendens hos myndighetene til å bestemme kvantitet og kvalitet — eller endog rente — for nye obligasjonslån, og derved berøve markedet dets selvregulerende funksjon. Europeiske banker har, delvis som følge av mangelen på kapitalmarked, vennet seg til å yte langsiktige lån til sine kunder, ofte i en form som skjuler at det er langsiktig kreditt. Til tross for iherdige forsøk synes det ikke som de nasjonale kapitalmarkeder får dampen opp, og løsningen ligger forhåpentlig i det internasjonale kapitalmarked. På samme måte som pengemarkedene nærmer seg til hverandre vil de nasjonale kapitalmarkeder merke økende innflytelse fra det internasjonale kapitalmarked. Blant annet må mellomstore industrikonserner som finner det vanskelig å komme inn på det internasjonale kapitalmarked, kunne gjøre regning med å reise den nødvendige kapital i det nasjonale kapital- og pengemarked.

Konklusjon

Kontroll av kapitaloverføringer og valutarestriksjoner i Amerika og Storbritannia har fremtvunget og ansporet en meget rask vekst i Euro-valuta og Euro-obligasjonsmarkedet. De internasjonale konserner tenker og handler globalt, og hverken kan eller vil være avhengig av et enkelt lands tilfeldige bestemmelser. De kortsiktige og langsiktige midler som sirkulerer i verden utenfor valutamyndighetenes kontroll er meget betydelige og øker fra dag til dag. Euro-markedet er sterkt og stort, men der lurar farer som blant annet skyldes mangel på oversikt og at markedet ikke har noen sentralbank eller sentralinstitusjon som kan dempe eventuelle sjokkvirkninger. Bank of International Settlements, på en typisk beskjeden og anonym måte, har ved flere anledninger tatt aktivt del i markeds-

operasjonene, og det er overveiende sannsynlig at sentralbankene gjennom denne Basel-institusjon gradvis vil oppnå en virkelig stabiliserende innflytelse på markedet.

Den virkelige fare er imidlertid spørsmålet om internasjonal tillit eller likviditet, og om de ledende nasjoner i tide finner løsninger som kan forhindre at en ny dollar- eller gullkrise slår over i et sammenbrudd av vårt nåværende pengesystem eller i handelsrestriksjoner som kan gjøre uanet skade på den internasjonale økonomi.

I Euro-markedene har bankene skapt et instrument som nå inntar en sentral plass i verdensøkonomien. Dette er i dag ikke en hypotese, men et faktum, og det som er det store spørsmål er om verden kan bruke instrumentet til å løse den annen industrielle revolusjons krav. Foran alle oppdagelsesreiser skremmer farene like meget som mulighetene lokker. Det er denne utfordring bankene står overfor, og aldri har der vært større muligheter for de store oppdagelsesreiser i finansverdenen.

Statsråd

KRISTOFER LEHMKUHL

(1855—1949)

var en utrettelig forkjemper for Norges Handelshøyskole. Kanskje mer enn noen annen har han æren av at NHH ble opprettet, og helt til sin død fulgte han virksomheten med en aldri sviktende interesse. Han er derfor med rette blitt kalt «Høyskolens far».

Norges Handelshøyskole har villet hedre Kristofer Lehmkuhl ved å knytte hans navn til den forelesning, som fra 1958 har vært holdt ved Høyskolens kandidatfest.

Fra 1968 har høyskolekollegiet besluttet å henlegge forelesningen til Kristofer Lehmkuhls fødselsdag den 26. september.

Tidligere KRISTOFER LEHMKUHL FORELESNINGER:

- 1958 *Sjur Lindebrække*: Kapitalbehov, kredittrestriksjoner og forretningsbankenes utlånspolitikk
med forord av rektor, professor Rolf Waaler og en biografi over Kristofer Lehmkuhl av prof. dr. Anton Mohr.
- 1959 *O. T. Jarlsby*: Perspektiver og problemer i papirindustrien.
- 1960 *Frithjof Bettum*: Hvalfangstens utvikling og dens hovedproblem i dag.
- 1961 *Fredrik Vogt*: Vannkraftens plass i vår økonomi.
- 1962 *Harald Throne-Holst*: Aktuelle problemer i forbindelse med omsetning av næringsmidler.
- 1963 *S. Walter Rostoft*: Samarbeidet mellom staten og næringslivet.
- 1964 *E. Wærenskjold*: Noen tanker om administrativ ledelse i dag og i morgen.
- 1965 *Erling D. Næss*: Tankfartens problemer og utsikter.
- 1966 *Aage W. Owe*: En industribedrift blir til. Erfaringer fra oppbyggingen av A/S Årdal og Sunndal Verk.
- 1967 *Rolf Østbye*: Strukturproblemer og industriforpliktelser.