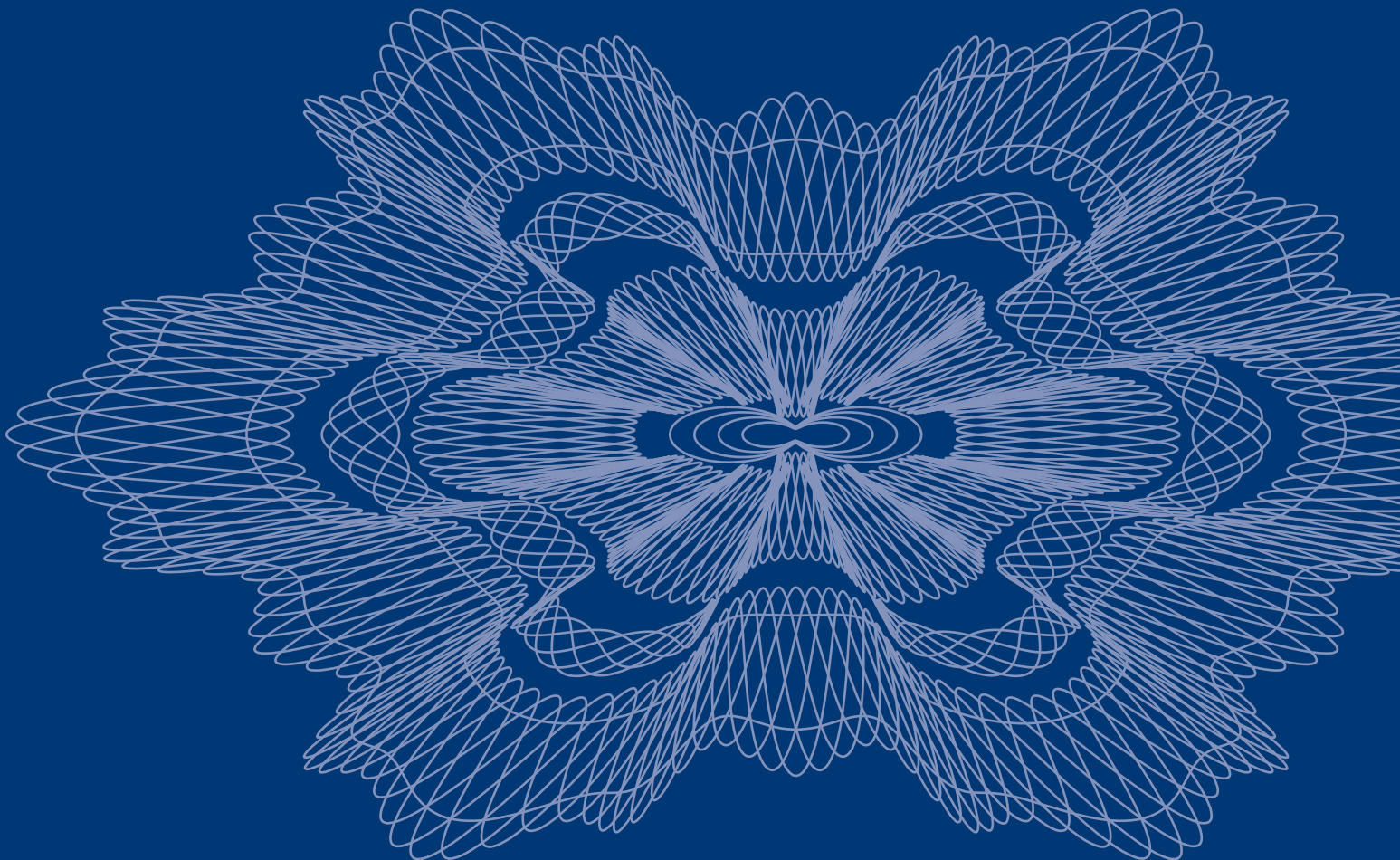




Penger og Kreditt

1
03

m a r s



Penger og Kreditt utgis hvert kvartal
av Norges Bank, Oslo

Abonnement: Kr 250 pr. år (inkl. mva)

Bestilling kan foretas over Internett: norges-bank.no, under «publikasjoner» eller ved innbetaling på
bankgiro 0629.96.26.820

eller ved henvendelse til :

Norges Bank, Abonnementservice

Postboks 1179 Sentrum

0107 Oslo

Telefon: 22 31 63 83

Telefaks: 22 41 31 05

E-post: central.bank@norges-bank.no

Ansv.redaktør: Svein Gjedrem

Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastøyl

Redaksjonsutvalg: Audun Grønn, Statistikkavdelingen (leder)
Arild J. Lund, Avd. for verdipapirmarkeder og internasjonal finans
Ingvild Svendsen, Pengepolitisk avdeling
Brynjolv Vollan, Informasjonsavdelingen
Bent Vale, Forskningsavdelingen
Sigbjørn Atle Berg, Norges Bank Kapitalforvaltning

Redaksjonens adresse:

Norges Bank, Informasjonsavdelingen

Boks 1179 Sentrum

0107 Oslo

Telefaks: 22 31 64 10

Telefon: 22 31 60 00

Internett: www.norges-bank.no

Standardtegn i tabeller:

.	Tall kan ikke forekomme
..	Oppgave mangler
...	Oppgave mangler foreløpig
-	Null
0	} Mindre enn en halv av den brukte enhet
0,0	

De synspunkter som fremkommer i signerte artikler
i denne publikasjonen, representerer artikkelforfatterens
egen oppfatning og kan ikke tas som uttrykk for
Norges Banks standpunkt til de forskjellige spørsmål.

Ettertrykk med kildeangivelse er tillatt.

Omslag og grafisk utforming: Grid Strategisk Design AS

Sats og trykk: Reclamo grafisk senter AS

Teksten er satt med 10½ pkt. Times

Penger og Kreditt trykkes på miljøvennlig svanemerket papir

ISSN-0332-5598

Norges Banks adresser m.v.

	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Telefaks</i>
Hovedkontoret, Oslo	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	22 41 31 05
New York	17 State Street, New York NY 1004	21 2269 8050	
London	Ryder Court, 14 Ryder Street London SW1Y 6QB England	20 7968 2000	20 7321 2060

Seddel- og myntproduksjon

Norges Banks Seddeltrykkeri	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	22 31 66 58
Den Kongelige Mynt AS	Postboks 53, 3601 Kongsberg	32 29 95 30	32 29 95 50

Artikkeldel

Økonomiske perspektiver	4
Sentralbanksjef Svein Gjedrems foredrag ved Norges Banks årsmøte 20. februar	
I foredraget drøfter sentralbanksjefen utviklingen i kronekursen, situasjonen i norsk og internasjonal økonomi, og enkelte trekk ved lønnsdannelsen i Norge. I tillegg diskuteres investeringsvalg for statens petroleumsformue.	
Etterprøving av Norges Banks anslag for 2001 og 2002	13
Heidi Lohrmann	
Norges Bank legger vekt på at anslagene i inflasjonsrapporten skal være etterprøvbare, og at det skal være åpenhet om hvordan vi kommer fram til anslagene. Vi legger spesiell vekt på å analysere våre anslag for konsumprisveksten. Analysen understreker at det har vært behov for å legge større vekt på utviklingen i skjærmede næringer i forståelsen av lønnsdannelsen.	
Globalisering – måling og utviklingstrekk	21
Karsten Stæhr	
I hvilken grad er verdensøkonomien blitt globalisert? Artikkelen drøfter hvordan en kan måle globalisering og beskriver deretter utviklingen på områder som handel, kapitalstrømmer, migrasjon, informasjonsspredning og utenlandsk eierskap.	
Finanskriser og sammensetningen av ekstern gjeld	33
Jon Bergundhaugen	
Sammensetningen av utenlandsgjelden kan ha betydning for hvordan finanskriser i fremvoksende økonomier utløses og forløper. Vi ser her på fem kriseland fra det siste tiåret og deres utenlandsgjeld. Artikkelen går også inn på hvordan de negative virkningene av ulike gjeldstyper søkes redusert.	
Renteforventninger og betydningen av løpetidspremier	41
Siri Valseth	
Artikkelen tar for seg betydningen av risikopremier når en anslår renteforventninger på kort sikt. Spesielt behandles den type risikopremie som omtales i litteraturen som løpetidspremie, og det benyttes en enkel metode for å anslå størrelsen på denne premien.	

Oversikter og tabelldel

Nytt på nett fra Norges Bank	48
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	50
Auksjonskalendere og opplegg for statspapirene 2003	52
Tabeller	53

Redaksjonen avsluttet: 15. mars 2003

Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 20. februar 2003

Verdensøkonomien er i ulage. Den er tyngnet av tidligere feilinvesteringer, av fall i verdiene i aksjemarkedene og av terror og krigsfrykt. I Norge har arbeidstakerne tatt ut den sterkeste økningen i reallønningene på en generasjon. Oljepengene har gitt grobunn for overoptimisme. Spenningen mellom de dårlige tidene ute og det norske kostnadsnivået gir tap av arbeidsplasser og økt arbeidsledighet.

Hvorfor er kronen sterk?

Kronen er sterk. Den gir prisfall på de varene vi importerer. Det har gitt lav og stabil inflasjon til tross for kraftig vekst i lønningene. Det er utsikter til at prisstigningen vil holde seg nede også i årene framover.

Kronekursen svinger. Det er ikke uventet, for det gjør også andre lands valutaer (figur 1). Den svenske kronen falt kraftig i 1992. Siden har den holdt seg svak, men med store variasjoner. Britiske pund styrket seg med over 20 prosent fra 1996 til 1998. Det gjenspeiler den gode veksten i britisk økonomi fra midten av 1990-tallet. En valuta som går mer opp og ned enn de fleste, er New Zealands dollar. En kraftig styrking fram til midten av 1990-tallet ble senere snudd. De to siste årene har denne valutaen utviklet seg parallelt med den norske kronen.

Kronekursen er prisen på våre penger målt i utenlandske. Det som skjer i andre land, betyr like mye for kronen som utviklingen i norsk økonomi.

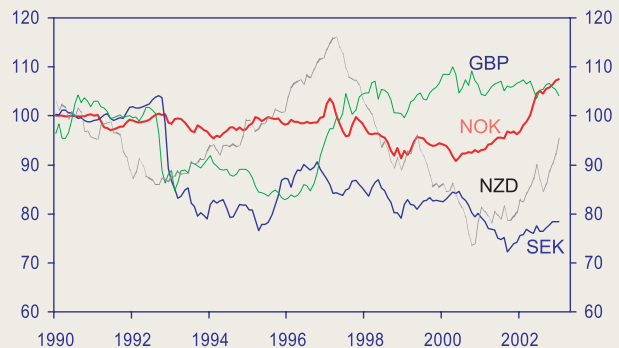
Kapitalen flyter fritt. Strømmene kan endre seg raskt. Det kan smitte over på valutakurser og renter, og på produksjon og sysselsetting.

Svingninger i valutakursene blir drevet fram av kapitalbevegelser over landegrensene. Jakten på avkastning i aksjemarkedene styrte kapitalstrømmene fram til nedgangen satte inn. I USA ble aksjekursene nesten tredoblet fra 1995 til 2000 (figur 2). Børsene i andre land fulgte etter. Kapitalinngangen til aksjemarkedet ga en sterk dollar. Men forventningene til den framtidige inntjeningen i foretakene var høyere enn det senere viste seg å være grunnlag for. Da forventningene ble justert, falt kursene. Fallet er blitt dypere etter at svikten i verdensøkonomien ble forsterket av terror og krigsfrykt. Kapitalen søkte seg bort fra risikoen i aksjemarkedet. Etterspørselen etter obligasjoner økte. Det har gitt lave langsiktige renter.

Med høy usikkerhet og krigsfrykt har tradisjonelle «trygge havner» for kapitalen – som plasseringer i sveitsiske franc og i gull – fått ny oppmerksomhet. Kursen på sveitsiske franc økte etter terroranslagene 11. september 2001 og mot slutten av fjoråret (figur 3). Gullprisen fikk et særlig løft etter vedtaket av resolusjon 1441 i FNs sikkerhetsråd 8. november i fjor.

Oljeprisen falt kraftig etter 11. september 2001. Siden har den økt igjen. Frykten for krig i Irak har gjort utsiktene

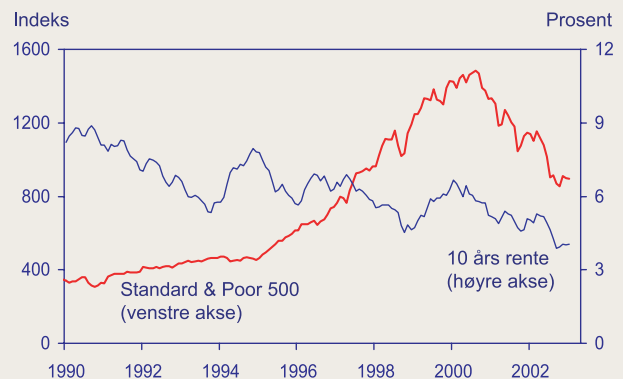
Figur 1. Effektive valutakurser
1990 = 100



Kilde: EcoWin

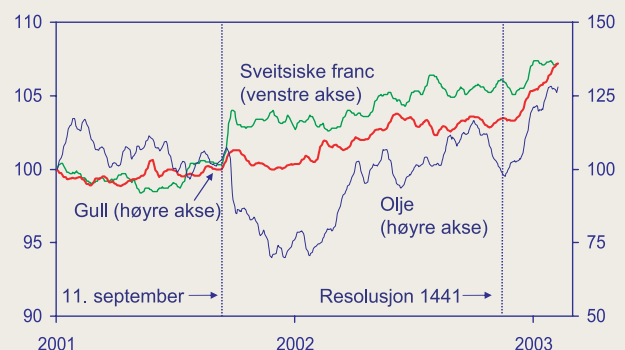
Figuren viser utviklingen i effektive nominelle valutakurser for Norge, Sverige, Storbritannia og New Zealand. Stigende kurve i diagrammet viser sterkere kurs. Månedstall.

Figur 2. Aksjekurser og lange renter i USA



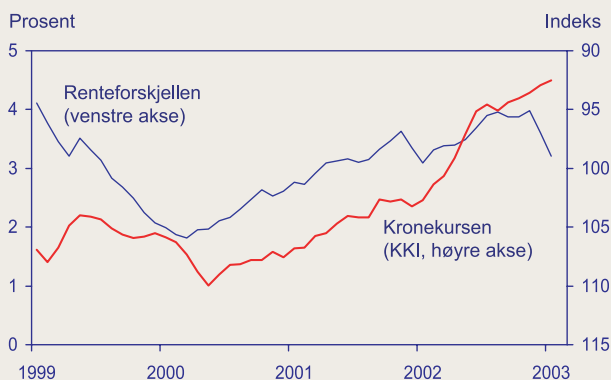
Kilde: EcoWin

Figur 3. Krigsøkonomi?
Indeks. Januar 2001 = 100



Kilde: EcoWin

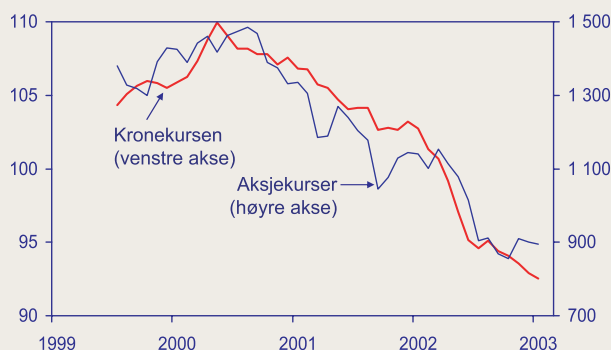
Figur 4. Kronekursen og renteforskjellen



Kilde: Norges Bank

Figuren viser forskjellen i tre måneders pengemarkedsrenter mellom Norge og handelspartnere. Rentene hos handelspartnere etter konkurransevekter. Utviklingen i kronekursen er målt ved konkurransekursindeksen (1990 = 100). Stigende kurve betyr sterkere kronekurs. Månedstall.

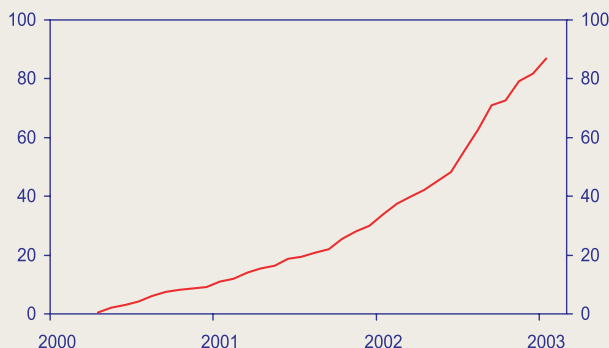
Figur 5. Kronekursen og amerikanske aksjekurser



Kilde: EcoWin og Norges Bank

Figuren viser utviklingen i aksjeindeksen Standard & Poor 500 samt utviklingen i konkurransekursindeksen (1990 = 100). Fallende kurve for kronekursen viser sterkere krone. Månedstall.

Figur 6. Kroneobligasjoner i utlandet
Samlede lån i milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

for verdens oljeforsyning usikre. Lagrene av olje for strategiske formål har økt, mens de private oljelagrene er lave. Det har presset oljeprisen opp. I tillegg har streik i Venezuela bidratt.

Det er stagnasjon og frykt for nedgang i toneangivende land som USA, Tyskland og Frankrike. Omfattende skattelettelser og lave renter bidrar til å holde aktiviteten oppe i Amerika. Japansk økonomi har lenge vært i nedgang med deflasjon.

De siste årene har kronekursen fulgt forskjellen i de kortsiktige rentene mellom Norge og utlandet (figur 4). Derfor er kronen sterk nå. I tillegg ser det ut til at den høye oljeprisen har bidratt. Virkningen av renteforskjellen på kronen er blitt forsterket av forholdene i kapitalmarkedene. Aktørene har søkt rentegevinster. Spekulasjon i svingninger mellom hovedvalutaene har i mindre grad vært et tema.

Mens aksjekursene falt, søkte investorene etter alternative plasseringer. Det har bidratt til å gjøre kronerenten mer attraktiv. Kronen styrket seg samtidig som aksjemarkedene falt ute og hjemme (figur 5). Det er særlig obligasjoner og andre rentebærende papirer som har vært etterspurt.

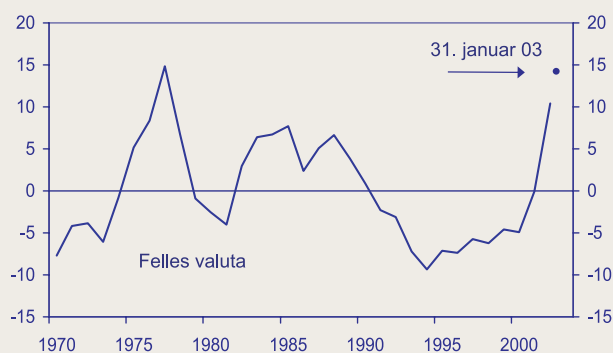
Et uttrykk for dette finner vi i det internasjonale markedet for obligasjoner utstedt i norske kroner. I fjor ble det tatt opp slike lån for over 50 milliarder kroner (figur 6). Både utenlandske og norske selskaper var låntakere. En rekke små og store utenlandske investorer og norske virksomheter – i første rekke livselskaper – var långivere.

Sammenhengene i valutamarkedene er ustabile. Nye skift i verdensøkonomien kan føre til at interessen for kroner igjen avtar.

Den sterke kronen og et høyt lønnsnivå har ført til at konkurranseevnen i næringslivet er nær 15 prosent svakere enn gjennomsnittet de siste 30 årene (figur 7). Tidligere har konkurranseevnen ved slike betydelige avvik alltid

Figur 7. Relative lønnskostnader

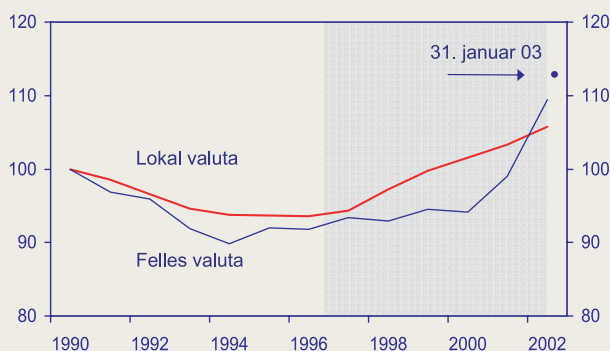
Avvik fra historisk gjennomsnitt. Prosent



Kilde: TBU/IMF, Finansdepartementet og Norges Bank

Figuren viser relative timelønnskostnader i industrien i Norge og hos Norges handelspartnere, regnet i felles valuta. Serien viser avviket i prosent fra gjennomsnittet for perioden 1970 – 2002. Anslag fra TBU for 2002. Årsgjennomsnitt. Punktet merket 31. januar 2003 viser relative timelønnskostnader i 2002, omregnet til felles valuta med konkurransekursindeksen 31. januar 2003 (93,64)

Figur 8. Relative lønnskostnader



Kilde: TBU/IMF, Finansdepartementet og Norges Bank

Figuren viser relative timelønnskostnader i industrien i Norge og hos Norges handelspartnere. Indeksverdi lik 100 i 1990. Anslag fra TBU for 2002. Årsgjennomsnitt. Kurven *lokal valuta* viser indeks for relative timelønnskostnader, uten å ta hensyn til valutakursutviklingen. Kurven *felles valuta* viser relative timelønnskostnader når det også tas hensyn til valutakursutviklingen. Denne kurven uttrykker utviklingen i konkurranseevnen. Stigende kurve indikerer svekket konkurranseevne. Punktet merket 31. januar 2003 viser relative timelønnskostnader i 2002, omregnet til felles valuta med konkurransekursindeksen 31. januar 2003 (93,64)

vendt tilbake mot gjennomsnittet i løpet av nokså kort tid. Markedsaktørene avveier forholdet mellom renteforskjellen til utlandet på den ene siden, og på den andre siden utsiktene til at kronen skal svekke seg i framtiden. Forskjeller i konjunktorene kan føre til at kronekursen på kort sikt skyter over sitt framtidige nivå. Men i lengden kan kronen ikke holde seg så sterk. Da måtte vår evne til å skape inntekter ha bedret seg vesentlig.

Hvorfor er renteforskjellen stor?

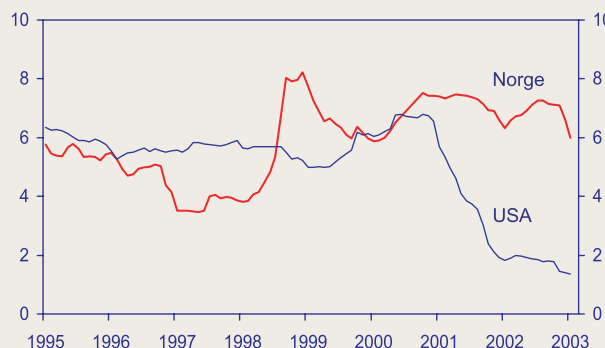
Med det nivået kronekursen nådde i slutten av januar, hadde konkurranseevnen svekket seg med noe under 25 prosent siden 1996 (figur 8). Kronen var nesten 10 prosent sterkere.

Lønningene i norsk industri vokste i samme periode knapt 15 prosent mer enn lønningene hos handelspartnerne. I årene rundt årtusenskiftet bidro utviklingen i kronekursen til å skjule denne underliggende svekkelsen i konkurranseevnen. I mai 2000 nådde kronekursen sitt laveste nivå på seks år¹. Siden da har kronen styrket seg, og virkningen av den høye lønnsveksten kom etter hvert til syne i bedriftenes regnskaper.

I de ti årene som har gått siden bank- og valutakrisen i 1992, hadde vi lenge en balansert økonomisk utvikling. Men mot slutten av oppgangen ble det mangel på arbeidskraft, lønnsveksten tiltok og vi fikk en kraftig økning i husholdningenes forbruk og gjeldsoptak. Renten i Norge måtte holdes oppe.

Mens omslaget ute kom for to år siden, har den norske høykonjunktoren vart ved. Derfor ble renteforskjellen

Figur 9. Ulike konjunkturfaser
Kortsiktige renter i USA og Norge



Kilde: EcoWin

Figuren viser gjennomsnittlige månedstall for tre måneders pengemarkedsrenter i Norge og USA.

mot utlandet etter hvert stor. Den store renteforskjellen skyldes ikke at renten i Norge er høy, men at rentene i utlandet er historisk lave (figur 9). Vi må tilbake til begynnelsen av 1960-årene for å finne like lave renter i USA som i dag.

Et nytt lønnsjopp i 2002 forsterket ubalansene i økonomien og ga impulser til økt prisvekst på varer og tjenester som produseres i Norge. Derfor har pengepolitikken vært stram.

Realrenten – renten justert for inflasjonen – økte i 2000 og var etter det noe høyere enn gjennomsnittet de siste tretti årene (figur 10). Etter at renten ble satt ned nå i vinter, er realrenten ikke spesielt høy. Pengepolitikken er stram gjennom den sterke kronen.

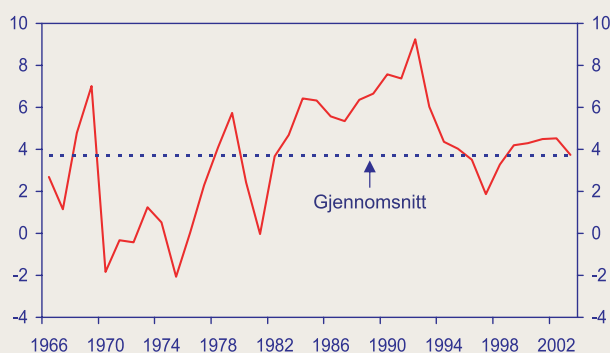
Er det fare for en langvarig stagnasjon?

USA har vært drivkraften i verdensøkonomien. Den amerikanske økonomien har tidligere vist seg å være svært fleksibel. Veksten har gjerne tatt seg raskt opp etter korte nedgangsperioder. Mest sannsynlig vil det gjenta seg også nå. Det er en styrke at tilliten til det finansielle systemet ikke er svekket. Det er enkelte tegn til ny oppgang i investeringene.

Men vi kan heller ikke utelukke at verdensøkonomien står foran en ganske lang periode med stagnasjon. De lave rentene i USA og Europa er et uttrykk for denne risikoen. I USA var investeringsnivået høyt gjennom oppgangen. Det kan ha skapt overkapasitet i næringslivet. Fallet i aksjeverdiene rammer husholdningenes formuer. Amerikanske husholdninger sparer dessuten lite og er blitt stimulert av lave renter til å bygge opp gjeld. Fall i verdien av dollaren kan bidra, men veksten i næringslivet er ennå ikke selvdrevet, og nedgangen i dollarkursen svekker andre lands eksport. Impulsene fra amerikansk økonomi kan bli svake i flere år framover.

¹ Målt ved månedsgjennomsnitt av importveid valutakurs mot 44 land var kronen i mai 2000 den svakeste siden mai 1994. Målt ved månedsgjennomsnitt av konkurransekursindeksen var kronen i mai 2000 den svakeste som er registrert siden tallserien starter i januar 1971. For begge indeksene var det imidlertid noen enkeltdager høsten og vinteren 1998 da kronen var svakere enn i mai 2000.

Figur 10. Realrente
Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Realrenten er nominell 3 måneders pengemarkedsrente (NIBOR) deflatert med inflasjonen samme år. For inflasjonen benyttes årsveksten i KPI-JAE i perioden 1980-2002 (beregnet av Norges Bank fram til 2000). For årene 1966-1979 er renten deflatert med årsveksten i KPI. For 2003 er det antatt uendret rentenivå ut året fra og med 13. februar 2003. Den nominelle renten er deflatert med Norges Banks anslag for årsveksten i KPI-JAE i 2003 fra inflasjonsrapport 3/02. Gjennomsnittlig realrente fra 1966 til 2003 er 3,71.

Heller ikke i resten av verden er det klare tegn til snarlig oppgang. Japan bidrar til å holde veksten i verdensøkonomien nede. De store økonomiene på det europeiske kontinentet – særlig den tyske – stagnerer. Det er mange ledige hender, men vekstevnen er trolig lav.

Rentene i USA og Japan er satt så lavt at det er lite rom for ytterligere stimulans. De pengepolitiske myndighetene kan anvende mer uortodokse virkemidler. Et eksempel kan være at sentralbanken massivt kjøper langsiktige obligasjoner – slik vi har sett i Japan – eller eventuelt andre aktiva. Det er usikkert hvor effektive slike virkemidler er. Tradisjonell finanspolitikk kan også være lite virkningsfull når underskuddene i de offentlige budsjettene stiger mye. Det kan skape forventninger om framtidige innstramminger og skatteskjerpelser.

Skulle stagnasjonen i verdensøkonomien vare lenge ved, vil den også virke inn på norsk økonomi. Nedgangen i vår tradisjonelle eksport vil i så fall fortsette. Før eller senere vil oljemarkedet også merke nedgangen, og oljeprisen gi etter. Hvis verdensøkonomien stagnerer lenge og kronen holder seg sterk, vil en klart lavere rente være egnet til å svekke kronen og dempe utslagene i Norge. Å slippe opp i offentlige budsjetter ville derimot låse inn den sterke kronen.

For at det skal være mulig å dempe en eventuell nedgangskonjunktur gjennom lettelse i pengepolitikken, er det en forutsetning at veksten i lønnskostnadene avtar. Pengepolitikken kan ikke motvirke en økning i ledigheten som skyldes at lønnskostnadene i Norge øker vesentlig mer enn i utlandet.

Stagnasjonen ute har bidratt til at utsiktene for inflasjonen her hjemme har endret seg de siste månedene. Verdens aksjemarkeder har fortsatt nedturen. Det ser ikke

ut til at rentene i USA og Europa skal gå opp med det første. Kanskje vil de bli enda lavere før oppgangen starter. Også i Norge er renten satt ned. Samtidig stimulerer statsbudsjettet aktiviteten. Det skjer dels gjennom skattelettelse og vekst i offentlige bevilgninger, og dels fordi statsfinansene svekkes når økonomien vokser lite og arbeidsledigheten øker. Men den sterke kronen gjør at den samlede økonomiske politikken likevel er stram. Med en like stram politikk framover, ville inflasjonen trolig blitt lavere enn inflasjonsmålet tilsier. Det ligger derfor an til gradvise lettelse i pengepolitikken.

Bidrar inflasjonsmålet til stabilitet?

Det operative målet som Regjeringen har fastlagt for pengepolitikken, er en inflasjon som over tid er nær 2,5 prosent. Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for sine valg om sparing, investeringer, budsjetter og lønn. Husholdninger, bedrifter, offentlige virksomheter, lønnstakere og arbeidsgivere kan legge til grunn at prisstigningen i Norge over tid vil være 2½ prosent.

Gjennomføringen av pengepolitikken er delegert til sentralbanken. Slik er det også i de landene vi kan sammenlikne oss med. Norges Bank skal utøve et saklig, avgrenset skjønn innenfor sitt mandat. Vurderingene av den økonomiske utviklingen og grunnlaget for beslutningene om renten legges fram for offentligheten. Det gjør det mulig for andre å sette seg inn i hvilke forutsetninger og analyser vedtakene om renten bygger på.

Det operative målet er veldefinert. Utøvelsen av bankens skjønn kan derfor vurderes i ettertid. Norges Bank rapporterer om denne skjønnsutøvelsen i sin årsberetning. Bankens rapporteringsplikt har sin bakgrunn i grunnlovens § 75 bokstav c om at Stortinget skal føre tilsyn med rikets pengevesen. Fram til 1950 ble årsberetningen sendt direkte til Stortinget. Den blir nå – i tråd med sentralbankloven – sendt til Finansdepartementet, forelagt Kongen i statsråd og meddelt Stortinget i Regjeringens kredittmelding. Slik legger loven til rette for at statsmyndighetene kan følge opp hvordan den delegerte myndigheten i pengepolitikken blir utøvd.

Norges Bank setter renten slik at framtidig inflasjon skal være lik inflasjonsmålet på 2½ prosent. Hvis etterspørselen etter varer og tjenester er høy og det er mangel på arbeidskraft, vil det normalt være utsikter til høyere inflasjon i framtiden. Når renten settes opp, reduseres etterspørselen og inflasjonen holdes nede. Hvis etterspørselen er liten og arbeidsledigheten øker, vil det være utsikter til lavere inflasjon. Da settes renten ned. Inflasjonsmålet er en ramme, ikke et hinder, for at pengepolitikken vil bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Dette formålet kommer også til uttrykk i forskriften for pengepolitikken.

Målet om en inflasjon på 2½ prosent er om lag på linje med tilsvarende mål for inflasjonen hos våre handelspartnere. Det er et ankerfeste også for utviklingen i krone-

kursen. Kronen svinger. Vi har åpen handel med utlandet og frie kapitalbevegelser. Vi har ikke virkemidler til å finstyre kronekursen. Men så lenge inflasjonen holdes lav og stabil, kan det ikke være vesentlige avvik i kronekursen over tid uten store konsekvenser for aktiviteten i næringslivet. Derfor vil det være en tendens til at kursen etter store avvik vender tilbake mot utgangspunktet. Det beste bidraget pengepolitikken kan gi til stabilitet i kronekursen, er nettopp å sikte mot lav og stabil inflasjon.

Store forskjeller i konjunktturene eller i lønnsdannelsen mellom Norge og utlandet har alltid ført til utslag i kronekursen og i konkurranseevnen. Det er ikke mulig å styre valutakursen gjennom de virkemidlene sentralbanken rår over alene.

I de årene fast eller stabil valutakurs var målet for pengepolitikken, hadde finanspolitikken ansvaret for å jevne ut svingningene i økonomien. Samtidig skulle inntektspolitikken bidra til å holde veksten i lønningene på linje med veksttakten ute. Målet om stabil valutakurs ga derfor et rammeverk for den økonomiske politikken.

Når renten i utlandet økte, måtte renten i Norge også gå opp for å hindre en svekkelse av kronen. Tilsvarende ble våre renter ofte satt ned i etterkant av rentereduksjoner i utlandet.

Det er mulig å tenke seg hvordan en slik arbeidsdeling kunne blitt gjennomført med de forstyrrelsene norsk økonomi ble utsatt for i 2001 og 2002. Tendensen til sterkere krone ville ført til reduksjoner i renten ned mot det internasjonale rentenivået. Det ville i så fall ha gitt også Norge et historisk lavt rentenivå. Den lave renten ville i utgangspunktet ført til mye sterkere utlånsvekst, et nytt løft i boligprisene og enda større mangel på arbeidskraft. For å motvirke en slik ny boble i norsk økonomi, måtte finanspolitikken vært strammet kraftig til både i 2001, i 2002 og i 2003.

Handlingsregelen for finanspolitikken sier at underskuddet på statsbudsjettet over tid skal svare til den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Regelen er robust overfor svingninger i statens inntekter og gir samtidig stabile vilkår for den økonomiske utviklingen. Handlingsregelen er blitt fulgt. Det gir i seg selv et godt bidrag til stabilitet.

Pengepolitikken har fått en klar rolle i å stabilisere den økonomiske utviklingen. Fare for økt prisstigning møtes på en annen måte enn tidligere. Pengepolitikken holder inflasjonen i sjakk. Det kan slå ut i høye renter og tidvis i en sterk krone.

Alternativt kunne vi fått høyere inflasjon, med fortsatt kamp om realressursene og fortsatt høy lønnsvekst. Da ville næringslivets konkurranseevne i stedet blitt svekket år etter år gjennom en særnorsk pris- og kostnadsvekst. Erfaringene fra 1970- og 1980-årene viser at inflasjonen og veksten i lønningene ikke har noe stabilt ankerfeste under slike forhold. Inflasjonen og veksten i lønnskostnadene vil fortsette å øke helt til pengepolitikken strammes inn. Å slippe inflasjonen løs er ikke en farbar vei.

Hvorfor øker arbeidsledigheten?

Høye lønnskostnader, sterk krone og stagnasjon i utlandet setter spor i vårt konkurranseutsatte næringsliv. Mange bedrifter vil ikke kunne holde oppe aktiviteten slik markedene og kostnadene er nå. Lønnskostnadene presser også marginene i deler av privat tjenesteyting. Flere bedrifter møter konkurranse fra utlandet. Og dessuten: Selv om bevilgningene vokser, har offentlige virksomheter begrenset mulighet til å øke sysselsettingen, fordi lønnsutgiftene har steget så markert.

Arbeidsledigheten har gått opp i det siste. Dagens ledighet – på 4 prosent – er omtrent på linje med ledigheten i 1997 (figur 11). Den er også 2 prosentenheter lavere enn gjennomsnittet i 1990-årene av antallet ledige og de på tiltak. I industrien har vi ennå ikke sett virkningene av den svake lønnsomheten fullt ut. Vi venter derfor at ledigheten vil øke noe framover.

Til tross for den høye veksten i lønningene, er inflasjonen lav. Forholdene ligger til rette for at forskjellen i rentene mellom Norge og utlandet etter hvert kan reduseres. Hvor stram pengepolitikken vil bli, avhenger i stor grad av hvor raskt veksten i lønnskostnadene kan avta.

De målene vi og våre handelspartnere har for inflasjonen, innebærer at en samlet lønnsvekst på rundt 4½ prosent er forenlig med om lag uendret konkurranseevne for næringslivet. Det bygger på at veksten i produktiviteten i Norge er rundt 2 prosent – lik gjennomsnittet de siste tjue årene. Både bedriftene og lønnstakere kan legge til grunn at inflasjonen over tid vil være 2½ prosent. Det reduserer usikkerheten og gjør det mulig for partene å se bort fra korte perioder med noe lavere eller noe høyere inflasjon.

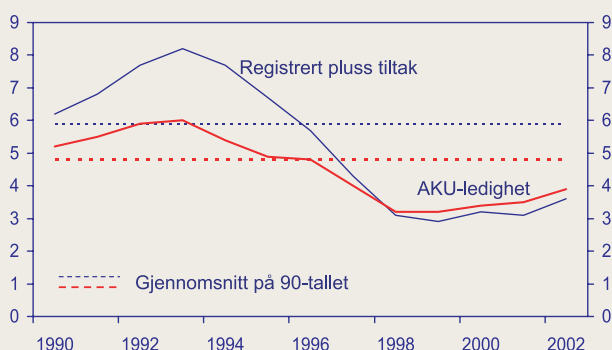
Vi behøver ikke ha en høyere inflasjon i Norge enn 2½ prosent for å oppnå vekst og høy sysselsetting. Det viser erfaringene gjennom 1990-tallet. Da gikk arbeidsledigheten ned og veksten var sterk. Selv med store omstillinger og endringer i næringsstrukturen var inflasjonen nær 2½ prosent.

Veksten i reallønningene er nå langt høyere enn den underliggende veksten i produktiviteten. Derfor øker arbeidsledigheten. Bedrifter og virksomheter må tilpasse arbeidsstokken slik at lønnsomheten holdes oppe. Det fører til lavere sysselsetting, men også til at bedriftene fortsetter sin virksomhet i Norge. Alternativet er at bedriftene ikke makter å tilpasse arbeidsstokken raskt nok. Hvis de økte kostnadene heller ikke kan veltes over på kundene, faller inntjeningen og lønnsandelene går opp. Det kan føre til at produksjonen legges ned eller flyttes.

Lønnsandelene i norsk industri har økt (figur 12). I tjenesteytende næringer er bildet mer blandet. Marginene i importfirmaer har økt. Vi vet at sysselsettingen i deler av tjenestesektoren har falt. Det kan tyde på at mange bedrifter i tjenesteytende næringer har tilpasset arbeidsstokken. I noen grad kan de økte kostnadene her også lettere veltes over på kundene gjennom økte priser.

Dette bildet er typisk for sluttfasen av en høykonjunktur. Et stramt arbeidsmarked og kamp om realressursene

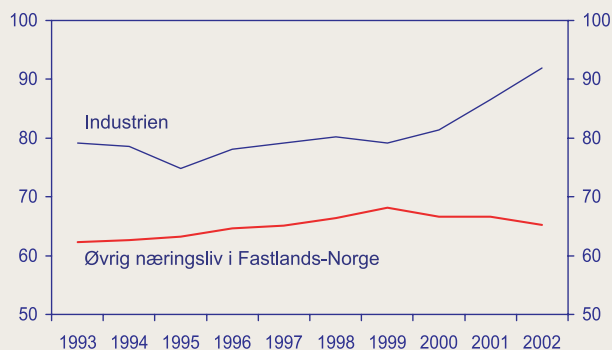
Figur 11. Arbeidsledighet
Prosent



Kilde: Aetat, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser summen av registrert arbeidsledige og deltakere på ordinære arbeidsmarkedstiltak i prosent av arbeidsstyrken. I tillegg vises arbeidsledigheten målt ved arbeidskraftsundersøkelsen (AKU) i prosent av arbeidsstyrken. Årsgjennomsnitt. De stiplede linjene angir gjennomsnittet for perioden 1990-1999.

Figur 12. Lønnsandeler
Lønnskostnader i prosent av faktorinntekt



Kilde: TBU og Statistisk sentralbyrå

Lønnsandeler er lønnskostnadenes andel av verdiskapingen etter skatter og avgifter på produksjonen (faktorinntekten). Øvrig næringsliv i Fastlands-Norge tilsvarer begrepet Øvrig markedsrettet virksomhet i Fastlands-Norge i Rapport nr. 1, 2003 fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene. TBUs anslag for 2002.

fører til kraftig økning i reallønningene. Det gir høy vekst i husholdningenes inntekter, forbruk og boliginvesteringer. Låneviljen øker og boligprisene vokser sterkt. Næringslivet preges derimot av press på lønnsomheten, et høyt kostnadsnivå og fall i investeringene. Prisene på næringseiendommer faller. Samtidig fører bedriftenes tilpasning til at veksten i sysselsettingen stopper opp. Når kostnadsnivået er høyt nok, begynner sysselsettingen å falle. Da er høykonjunkturen over. Kostnadsnivået må justeres før arbeidsmarkedet igjen kommer i balanse.

Lønnsdannelsen i Norge foregår innenfor institusjonelle og lovmessige rammer og avtaler som er utviklet over flere tiår. Resultatet av forhandlingene blir påvirket av lover og regler om stillingsvern og arbeidsrett, trygd ved arbeidsledighet og av de spillereglene som gjelder for samarbeid og for løsning av konflikter.

I viktige deler av arbeidsmarkedet kan det ha skjedd en forskyvning av partenes strategiske posisjon i forhandlingene i favør av arbeidstakerne. Teknologiske endringer, økte krav til stabile leveranser og økt internasjonal konkurranse har gjort bedriftene i mange næringer stadig mer sårbare for selv korte driftsopphold. Arbeidsgivernes evne og vilje til å ta åpne arbeidskonflikter er derfor blitt redusert. På den annen side står styrene og ledelsene i bedriftene for beslutninger om å etablere og legge ned virksomhet, om å rasjonalisere eller øke sysselsettingen. Her har organisasjonene liten direkte innflytelse. Stiger kostnadene for en virksomhet, må enten produktiviteten øke eller produksjonen legges ned eller flyttes ut. Dette er bedriftenes arena. Deres valg om drift, investeringer og lokalisering blir igjen bestemt av det krav til avkastning eiere setter for å holde sin kapital i virksomheten.

Med disse rammevilkårene vil utviklingen i lønnskostnadene i det vesentlige gjenspeile arbeidstakernes og organisasjonenes avveining mellom reallønnsvekst og sysselsetting. Når de vurderer hvor sterk lønnsvekst de skal ta ut, kan organisasjonene ikke legge til grunn at andre kan ivareta hensynet til arbeidsplassene.

Et særlig trekk ved utviklingen er den sterke økningen i lønningene til funksjonærer i næringslivet og finanssektoren og til akademikere i offentlig virksomhet. Lenge var dette et speilbilde av en sterk vekst i inntektene i frie yrker, i rådgivningsfirmaene og i advokat- og IT-bransjen. Men lønnsveksten for funksjonærer og akademikere ser ut til å holde seg oppe også etter at arbeidsmarkedet for disse gruppene er svekket. Mange steder i landet vårt blir lønningene i offentlig virksomhet høyere enn hva det lokale næringslivet har evne til å bære i dårligere tider.

Det kan se ut til at lønningene for funksjonærer først gis et påslag på linje med andre grupper, og at det deretter fastsettes individuelle tillegg for gode prestasjoner og verdiskaping. De samlede lønnstilleggene ser verken ut til å være tilpasset den situasjonen mange bedrifter nå er oppe i, eller den gode tilgangen på arbeidskraft. Systemet for å fastsette disse gruppenes lønninger kan være unødig kostnadsdrivende for bedriftene og de offentlige virksomhetene.

Fjoråret ga store forskjeller i lønnsveksten mellom ulike grupper. Det kan gi opphav til nye spenninger mellom grupper av arbeidstakere og tilløp til nye lønnsspiraler. Fordi det også ble avtalt betydelige tillegg med virkning fra 2003, blir lønnsveksten høy også i år, selv uten nye store tillegg. Det kan ta tid og koste næringslivet og offentlige virksomheter dyrt å nøste opp i de problemene fjorårets lønnsoppgjør skapte. Først et stykke ut i 2004 vil vi ha sikrere holdepunkter for hvor høy arbeidsledigheten vil bli i denne konjunkturbølgen.

Ett av verdens rikeste land?

Utviklingen i lønningene og husholdningenes optimisme og iver etter å ta opp nye lån kan være påvirket av Norges posisjon som eksportør av olje og gass. Risikoen for at arbeidsplasser kan gå tapt og ledigheten stige kan ha vært undervurdert. Pengestrømmen fra oljevirksomheten kan skape forestillinger om Norge som ett av verdens aller rikeste land.

Den store kontantstrømmen fra oljevirksomheten kommer til uttrykk i offisielle tall for inntektsnivåer. Målt etter brutto nasjonalprodukt per innbygger er Norge høyt oppe på statistikkene. Men disse tallene gir ikke et riktig bilde av verdiskapingen.

I beregninger av brutto nasjonalprodukt og nasjonalinntekt måles kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten som all annen inntekt. Det at vi pumper olje og gass opp fra havbunnen regnes på lik linje med all annen produksjon. Dette overvurderer Norges inntekter. Olje og gass er en formue under havbunnen. Når oljen og gassen selges, flytter vi formuen til plasseringer i utlandet. Denne transaksjonen gir oss ikke i seg selv inntekter, selv om nasjonalregnskapene måler den slik. Inntektene tilsvarende ikke hele kontantstrømmen, bare avkastningen av formuen.

Vi får et mer dekkende bilde av våre inntekter når BNP justeres for omplasseringen av formue fra petroleum til finansinvesteringer i utlandet. For å beregne avkastningen kan vi ta utgangspunkt i den såkalte «permanent-inntekten» fra oljevirksomheten. Den omfatter avkastningen både av dagens petroleumsfond og av våre framtidige investeringer. I tillegg kommer verdien av arbeidsinnsatsen i oljesektoren.

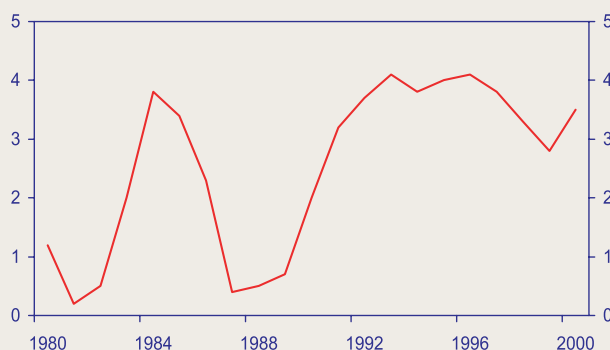
Med et slikt mer dekkende bilde har Norge ikke et spesielt høyt inntektsnivå. Våre inntekter er omtrent på linje med nivået i andre vestlige land som Australia og Tyskland, mens verdiskapingen i for eksempel Canada og Danmark er vesentlig høyere².

Norges inntekter skapes av vårt arbeid. Inntektene vokste uvanlig mye på 1990-tallet. Bak denne veksten lå kraftige forbedringer i produktiviteten, i tillegg til en sterk økning i sysselsettingen. Foruten store teknologiske gjennombrudd i vår petroleumsnæring, var produktivitetsveksten i privat tjenesteyting spesielt høy – og særlig i varehandelen, i finansiell tjenesteyting og i tele og post (figur 13). I varehandelen bidro de landsdekkende kjedene til økt effektivitet. Ny teknologi og bedre tjenester ga finansnæringen et løft. Tele og post ble vanlig næringsdrift.

Flere forhold lå til rette på 1990-tallet. Lønnsveksten var lenge moderat, og rentene var lave. Bankene gjenvant kraft etter bankkrisen. Skattereformen stimulerte nyskaping og arbeid. Ny organisering av statens forretningsdrift bidro til effektivitet og verdiskaping. Det skal godt gjøres å oppnå like store gevinster i dette tiåret.

Trolig er det innenfor de offentlige tjenestene vi nå finner det største potensialet for nye og store forbedringer. Norge bruker svært mye ressurser på skole og utdanning

Figur 13. Produktivitet i privat tjenesteyting
Årlig vekst i prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Produktiviteten er målt som bruttoprodukt pr. timeverk. I beregningene er det benyttet nasjonalregnskapstall for utførte timeverk og volumvekst i bruttoprodukt i basisverdi fordelt på hovednæringer. Privat tjenesteyting er her definert som Fastlands-Norge utenom industri, bergverk, boligjenester, kraftforsyning, vannforsyning, offentlig forvaltningsvirksomhet, jordbruk og skogbruk, fiske, fangst og fiskeoppdrett. Figuren viser tre års glidende gjennomsnitt av årlige vekstrater (sentrert).

sammenliknet med andre land. Det er også godt dokumentert at potensialet for økt effektivitet er stort i den offentlige administrasjonen, og særlig i kommunene. Ny organisering av helseforetakene gir løfte om økt effektivitet. Like fullt er de organisatoriske utfordringene vesentlig større her enn de var for Telenor og Posten. I helseforetakene får pasienten dekket regningen av staten, og konkurransen er – av naturlige årsaker – sterkt begrenset. Her kreves derfor andre virkemidler for å fremme effektivitet. Foretakene må over tid ha rimelig mulighet til å gi publikum et godt tilbud. Det er nok samtidig ganske krevende for staten å sette rammer som virksomhetene og deres ansatte oppfatter som bindende og troverdige. Det er derfor trolig en særlig utfordring å få foretakene til å søke de mest effektive løsningene.

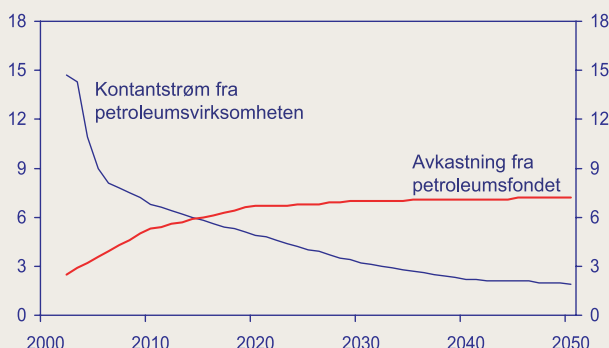
Er det fornuftig å investere i aksjer?

Kontantstrømmen fra oljevirksomheten til statskassen førte i fjor til et overskudd i statens finanser – slik det måles – på nær 10 prosent av BNP. Gjennom Petroleumsfondet plasserer staten dette beløpet i utlandet. Det gir kapitalutgang og overskudd i utenriksøkonomien. Staten bygger opp fordringer, men også forpliktelser gjennom trygdesystemet. Selv om en stor del av oljepengene blir satt av, ser det ut til at staten på lang sikt minst må opprettholde skatte- og avgiftsnivået for å kunne dekke forpliktelsene.

Oljepengene gir i utgangspunktet en stor valutainngang til Norge. Hadde vi brukt disse pengene innenlands, måtte valutaen veksles om til kroner. Den etterspørselen det ville gitt etter kroner, hadde ført til et ekstra kraftig løft i kronekursen. Kapitalutgangen gjennom Petroleumsfondet bidrar til å holde kronekursen nede. Når produk-

² Analysen var basert på foreløpige tall for 2000 fra OECD. Reviderte tall fra OECD, basert på nye beregninger av kjøpekraftspareiteter, viser et høyere inntektsnivå for Norge. Når det justeres for omplasseringen av petroleumformuen, var BNP pr. innbygger i Norge lavere enn i USA, men fortsatt noe høyere enn i andre europeiske land.

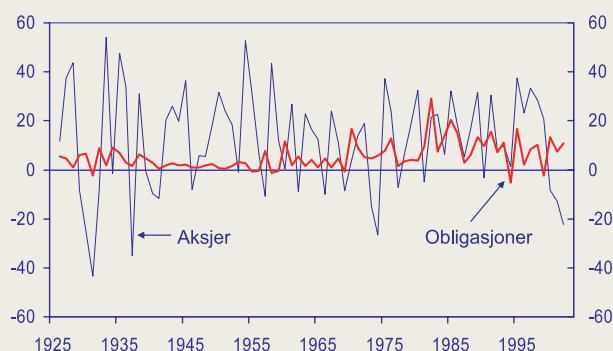
Figur 14. Fra olje til fond
Prosent av BNP for Fastlands-Norge



Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Figuren viser anslag for netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten og realavkastningen fra Petroleumsfondet.

Figur 15. Årlig avkastning i USA
Prosent



Kilde: Ibbotson Associates og Datastream

Figuren viser årlig avkastning for amerikanske aksjer (S&P Composite Index) og statsobligasjoner med 5 års løpetid.

sjonen av olje og gass nå er nær toppen, har Norge – og må Norge ha – et betydelig overskudd i utenriksøkonomien.

Avkastningen fra Petroleumsfondet vil i noen grad erstatte fallet i oljeinntektene i årene framover. Om rundt 15 år kan avkastningen fra fondet bli større enn kontantstrømmen fra oljevirksomheten (figur 14). Fra da av kan Norges posisjon som internasjonal investor overskygge vår posisjon som produsent av olje og gass. Opp- og nedturene i kapitalmarkedene kan komme til å bety mer for statens finanser enn svingningene i oljeprisen.

Vi er nå inne i en fase der oljeformuen omplasseres til investeringer ute og hjemme. Norge er – og må være – en internasjonal investor. Investeringene må plasseres i utlandet for å bevare oljeformuen og opprettholde et bredt næringsliv. Det vil også gjelde dersom vi i framtiden skulle velge å organisere vårt pensjonssystem på en annen måte, med større grad av fondering i offentlig eller privat regi. Hensynet til å spre risiko taler også for å plassere midlene i utlandet. Staten er allerede en dominerende eier i mange av våre største selskaper. Statens framtidige skatteinntekter avhenger også i stor grad av vekstevnen til norsk økonomi.

Den sikreste plasseringen en privatperson eller en liten bedrift kan gjøre, er å sette pengene i banken. Avkastningen på bankinnskudd kan være liten, men for mindre beløp er den trygg. Men staten kan ikke sikre seg ved å plassere flere titalls milliarder kroner i bankinnskudd. Den kan investere i to hovedtyper av kapital: obligasjoner og aksjer. Internasjonalt er markedet for obligasjoner omtrent like stort som aksjemarkedet.

I utgangspunktet framstår statsobligasjoner som en relativt sikker investering, men avkastningen er lav. For tiden er de langsiktige rentene i USA og Europa rundt 4 prosent. For en ny investering gir det en realavkastning i størrelse 1½-2 prosent i året. Til sammenlikning bygger

myndighetene sitt uttak av oljepenger til bruk over statsbudsjettet på at fondet kan oppnå en langsiktig realavkastning på 4 prosent. Det er ikke sannsynlig at avkastningen kan bli så høy dersom vi bare investerer i obligasjoner.

På lang sikt kan det dessuten være risiko knyttet selv til investeringer i statsobligasjoner. Dette har også den norske staten erfart. Statens reservefond – som ble opprettet i 1904 – tapte store deler av sin kapital under første verdenskrig på investeringer i tyske og franske statsobligasjoner³.

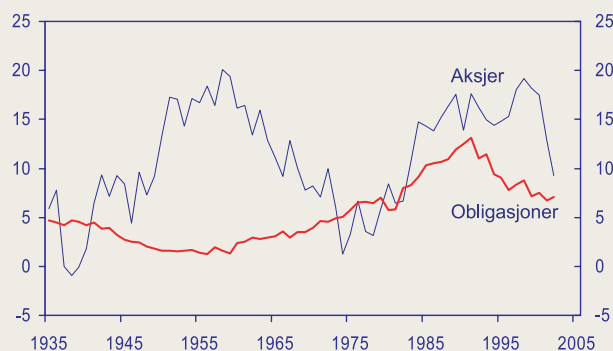
Å kjøpe en obligasjon er å gi lån til andre. Å kjøpe aksjer er en investering i realverdier. Når vi kjøper aksjer, får vi direkte eiendomsrett til produksjonsmidlene i verdens næringsliv. Denne eiendomsretten gir mye tilbake når bedriftene går godt, men har sitt motstykke i at aksjonærer er de første som tar tap når bedrifter går over ende. Avkastningen på aksjer svinger derfor mye mer enn på obligasjoner (figur 15). Det gjenspeiler den høyere risikoen. Gjennom de siste 75 årene har avkastningen på aksjer vært negativ nesten hvert tredje år i det amerikanske markedet.

En investor vil bare investere med høy risiko hvis det er rimelig å regne med en kompensasjon for risikoen. Motstykket til den høye risikoen i aksjemarkedet er derfor en langt høyere gjennomsnittlig avkastning enn for obligasjoner. Siden 1926 har forskjellen i gjennomsnitt vært 4,8 prosentpoeng.

Også i de fleste tiårsperioder har det lønnet seg å investere i aksjer i USA (figur 16). Unntakene er depresjonen i 1930-årene og siste halvdel av 1970-årene. Bare for årene mellom 1928 og 1938 – altså for investeringer i aksjer året før det store børskraket – har aksjer gitt negativ avkastning etter ti år. Det kan også være verd å merke seg at kjøp av aksjer i nedgangstider – som i midten av 1930-årene og i midten av 1970-årene – gav solid forrentning ti år senere. Dette bildet er det samme også for de fleste andre land.

³ For en nærmere omtale vises til Hylland (1991): «Statens Reservefond – et forsøk fra politikerne på å binde sin egen handlefrihet?» Upublisert notat, Universitetet i Oslo.

Figur 16. Gjennomsnittlig avkastning i USA
Rullerende 10-års perioder. Prosent



Kilde: Ibbotson Associates og Datastream

Figuren viser avkastningen over rullerende 10-års perioder for amerikanske aksjer (S&P Composite Index) og statsobligasjoner med 5 års løpetid. Rullerende 10-års perioder betyr at figuren for hvert år viser den gjennomsnittlige, årlige avkastningen av en investering i aksjer eller obligasjoner gjort ti år tidligere. Gjennomsnittlig årlig avkastning for obligasjoner i hele perioden var 5,4 prosent. Gjennomsnittlig årlig avkastning for aksjer var 10,2 prosent.

Siden de kortsiktige svingningene i aksjekursene er vanskelige å forutsi, kan en fornuftig strategi være å holde andelen av aksjer konstant over tid. Med en slik strategi vil en kjøpe særlig mye aksjer når aksjekursene er lave, og kjøpe mindre – eventuelt selge – når aksjekursene er høye. Det er en slik strategi som ligger til grunn for forvaltningen av Petroleumsfondet.

Optimisme og pessimisme, tro og tvil påvirker prisen på aksjer. Noen ganger er markedet preget av optimisme og tro på framtiden. Da kan aksjene være dyre. Andre ganger er markedet preget av pessimisme og frykt. Da kan aksjer være billige. Den faktiske inntektsstrømmen fra aksjer – det utbyttet aksjer gir – er mer avhengig av hvordan verdensøkonomien utvikler seg over tid. Det er en langt mer stabil størrelse enn kursene. Når vi i tillegg investerer en god del av midlene i obligasjoner, sprer vi risikoen ytterligere.

Et spørsmål er likevel om vi nå er inne i en lang periode med meget lav eller negativ avkastning på investeringer i verdens næringsliv. Det må i så fall gjenspeile uvanlig liten vekstkraft i verdensøkonomien, for eksempel som i 1930-årene.

Det er lite vi kan gjøre for å oppnå høy avkastning på investeringer hvis det er svak utvikling i verdiskapingen

i verden. Heller ikke investeringer i vårt eget næringsliv – eller for den saks skyld investeringer i langsiktige obligasjoner eller infrastruktur – ville da gi særlig mye igjen. Selv i en økonomi som vokser lite, kan vi i utgangspunktet vente å få betalt for å ta risiko.

Verdens næringsliv må i lengden være lønnsomt. Det må bety at investeringer i aksjer på lang sikt kan gi god avkastning sammenliknet med andre alternativer.

Dersom utsiktene til å oppnå avkastning skulle være svekket, er et annet spørsmål om vi bør spare mindre og heller bruke mer nå. Gode grunner taler for å holde spareandelen oppe, fordi det vil bli enda mer krevende å finansiere framtidige pensjoner under eldrebølgen hvis verdiskapingen stagnerer.

Avslutning

Verdensøkonomien er i ulage. Opp- og nedturene i kapitalmarkedene slår kraftig ut i verdien på den formuen staten bygger opp. Det skal likevel mye til at investeringer i verdens næringsliv ikke skal lønne seg i lengden, og med en god del av formuen i obligasjoner er risikoen spredt.

Det skal godt gjøres å oppnå like store forbedringer i produktiviteten som på 1990-tallet. Næringslivet i Norge preges av press på lønnsomheten, et høyt kostnadsnivå og fall i investeringene. Veksten i reallønningene er langt høyere enn den underliggende veksten i produktiviteten. Derfor øker arbeidsledigheten. Bedrifter og virksomheter må tilpasse arbeidsstokken slik at lønnsomheten holdes oppe, eller legge ned eller flytte produksjonen.

Inflasjonsmålet er rammen for hvordan pengepolitikken bidrar til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Til tross for den høye veksten i lønningene har den sterke kronen holdt inflasjonen lav. Stagnasjonen ute har bidratt til at utsiktene for inflasjonen her hjemme har endret seg de siste månedene. Pengepolitikken er stram gjennom den sterke kronen. Det ligger an til gradvise lettelser i pengepolitikken.

Så lenge inflasjonen holdes lav og stabil, kan det ikke være vesentlige utslag i kronekursen uten at det får konsekvenser for næringslivet. Derfor vil det være en tendens til at kursen vender tilbake mot utgangspunktet. Renteforskjellen mellom Norge og utlandet har gitt en sterk krone. Den store renteforskjellen skyldes at rentene i utlandet er historisk lave. Hvis verdensøkonomien stagnerer lenge og kronen holder seg sterk, vil en klart lavere rente være egnet til å svekke kronen og dempe utslagene i Norge. Å slippe opp i offentlige budsjetter ville derimot låse inn den sterke kronen.

Etterprøving av Norges Banks anslag for 2001 og 2002

Heidi Lohrmann, rådgiver i Avdeling for makroøkonomisk analyse*

Norges Banks anslag for utviklingen i norsk og internasjonal økonomi er et viktig grunnlag for pengepolitiske beslutninger. Norges Bank legger vekt på at anslagene i inflasjonsrapportene skal være etterprøvbare og at det skal være åpenhet om hvordan vi kommer fram til anslagene¹. Analyser av anslagsfeil er viktig for å kunne lage bedre og mer treffsikre anslag. I tillegg til artikkelserien med etterprøving av våre anslag rapporterer Norges Bank også om vurderingene som lå til grunn for de pengepolitiske beslutningene i sin årsberetning. Fra mars 2001 har Norges Bank hatt lav og stabil inflasjon som operativ målsetting for pengepolitikken. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. En optimal pengepolitikk er fremoverskuende og tar hensyn til den tid det tar fra de pengepolitiske beslutninger tas og til disse virker inn på økonomien. Derfor bruker sentralbanker med inflasjonsmål anslag for prisveksten fremover som grunnlag for beslutninger i pengepolitikken.

I denne artikkelen analyserer vi Norges Banks anslag for 2001 og 2002, slik de ble presentert i Inflasjonsrapport 4/2000. Vi legger spesiell vekt på våre anslag for konsumprisveksten, men ser også på anslagene for andre makroøkonomiske variable gitt betydningen de har for utviklingen i konsumprisveksten.

Konsumprisveksten, målt ved KPI-JAE², ble om lag som ventet i 2001 og 2002. Lønnsveksten ble høyere enn ventet. Når anslaget på konsumprisveksten likevel traff bra, har det sammenheng med at prisveksten på importerte varer ble lav fordi kronekursen ble sterkere enn lagt til grunn. Analysen understreker at det har vært behov for å legge større vekt på skjermede næringer i forståelsen av lønnsdannelsen.

1. Innledning

I likhet med andre sentralbanker som har et inflasjonsmål for pengepolitikken, bruker Norges Bank anslag for konsumprisveksten som utgangspunkt for rentesettingen. Beregninger presentert i Norges Banks inflasjonsrapporter tyder på at en vesentlig del av virkningen på inflasjonen kommer i løpet av to år etter en renteendring. Styringsrenten (foliorenten) blir satt ut fra en samlet vurdering av utsiktene for inflasjonen, normalt med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent to år fram i tid. I utgangspunktet skal det ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i skatter, avgifter eller særskilte midlertidige forhold. Vi ser derfor spesielt på hvordan den underliggende prisveksten, målt ved KPI-JAE, har utviklet seg sammenliknet med våre prognoser.

Anslagene i inflasjonsrapportene er betingede anslag. Vi legger blant annet til grunn beregningstekniske forutsetninger for utviklingen i rente og valutakurs. I Inflasjonsrapport 4/2000 var anslagene basert på en forutsetning om uendret valutakurs og at renten endret seg i tråd med forventningene blant markedsaktørene. Disse forutsetningene vil ikke nødvendigvis avspeile den mest sannsynlige utviklingen. Våre anslag vil dermed heller ikke alltid være det beste anslaget på den økonomiske utviklingen. Formålet med Norges Banks anslag er å være et beslutningsgrunnlag for pengepolitikken. Skulle for eksempel det betingede anslaget for konsumprisveksten to år fram i tid ligge over inflasjonsmålet, vil renten normalt bli satt opp med sikte på å bringe inflasjonen til målet. I en slik situasjon blir renten endret nettopp for å oppnå en annen utvikling enn prognosen. Når anslagene i ettertid

skal etterprøves, er det viktig å ta hensyn til at anslagene ikke nødvendigvis representerer Norges Banks oppfatning om den mest sannsynlige utviklingen.

For at pengepolitikken skal oppfylle det operative målet om stabil inflasjon, er det avgjørende at forståelsen av inflasjonsutviklingen er god. I ettertid vil det ofte vise seg at den økonomiske utviklingen ikke ble som anslått. De viktigste årsakene til slike prognosefeil er:

- Forutsetningene som inngår i analysen, kan være feil. Norges Bank gjør beregningstekniske forutsetninger for renten og valutakursen.
- Anslagene bygger også på andre sentrale forutsetninger om blant annet den internasjonale økonomiske utviklingen, oljepris, offentlige utgifter, skatter og avgifter. En annen utvikling enn det som legges til grunn for disse størrelsene, vil bidra til at anslagene ikke treffer den faktiske utviklingen.
- Økonomien utsettes til stadighet for uventede hendelser det ikke er mulig å forutse på tidspunktet prognosene legges fram. Eksempler på slike hendelser kan være forhandlingsdrevne kostnadssjokk, uventede endringer i oljeprisen, eller lite nedbør og kraftige uforutsette økninger i strømprisen som følge.
- De økonomiske modellene som benyttes i anslagsarbeidet, kan være feil. Prognosefeil kan oppstå dersom historiske sammenhenger endrer seg, eller dersom det viser seg at vår forståelse av sammenhengene i økonomien i utgangspunktet ikke har vært korrekte.

* Takk til kolleger i Norges Bank for nyttige kommentarer

¹ Se tidligere artikler (Madsen 1996, Jore 1997, Jore 1999, Jore 2000 og Sturød 2002)

² KPI-JAE er konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

- Ethvert anslag innehar elementer av skjønn. Anslagene som modellene gir, skiller seg fra de endelige prognosene. Blant annet korrigerer vi modellanslagene der de har vist seg å være systematisk feil over tid. I tillegg benyttes skjønn til å vurdere rimeligheten av de anslagene som modellen gir, med utgangspunkt i vår samlede kunnskap om økonomiens virkemåte. Det kan i ettertid vise seg at skjønnsutøvelsen ikke har vært god nok.
- Det er i tillegg usikkerhet om den faktiske tilstanden i økonomien på det tidspunkt anslagene gis. Dette skyldes dels at det tar tid før statistikken blir publisert, og dels at statistikken ofte er gjenstand for betydelige revisjoner i ettertid. Et galt utgangspunkt for analyser av utviklingen fremover vil kunne føre til anslagsfeil. Dersom for eksempel foreløpig statistikk indikerer at det er stort press i økonomien og mangel på ressurser, men virkeligheten senere viser seg å være det motsatte, vil dette gi opphav til at politikktutforming blir feil.

Det kan være vanskelig å gi en helt presis analyse av hvorfor anslagene ga et annet forløp for den økonomiske utviklingen enn den faktiske. En annen utvikling enn lagt til grunn i enkeltvariable vil påvirke alle størrelser fordi økonomiske variable avhenger av hverandre gjennom ulike mekanismer. Også de variablene som inngår som forutsetninger i våre analyser, vil i realiteten bestemmes av den økonomiske utviklingen. I tillegg til å forklare forskjellene, er siktemålet med etterprøvnings-

arbeidet å gi bedre innsikt og forståelsen av økonomiens virkemåte. En rimelig beskrivelse av etterspørsels- og produksjonsutviklingen vil gi et godt utgangspunkt for å anslå prisveksten to år fram. Lønn inngår både som en direkte faktor i prisen på en del tjenester og som en viktig kostnadskomponent i produksjonen av andre varer og tjenester. Vi vil se nærmere på hvordan anslagene fra desember 2000 traff den økonomiske utviklingen både internasjonalt og i Norge i 2001, og i den grad det foreligger data, også for 2002. Anslagene fra Inflasjonsrapport 1, 2 og 3 i 2000 var ikke vesentlig forskjellige fra anslagene i desemberrapporten. Gjennom 2000 økte vi anslaget for konsumprisveksten i 2001 med $\frac{3}{4}$ prosentpoeng. Dette skyldtes i hovedsak høyere anslag for lønnsveksten. For 2002 holdt vi anslaget for konsumprisveksten om lag uendret gjennom 2000.

Vi ser i tillegg spesielt på hvordan lønnsutviklingen var sammenliknet med de anslag vi ga. Dette fordi lønnsveksten er en svært viktig faktor i bestemmelsen av den innenlandske konsumprisveksten.

2. Hvordan traff anslagene for 2001 og 2002 gitt i desember 2000?

Utgangspunktet for anslagene i desember 2000 var en økonomi preget av høy kapasitetsutnyttning, et stramt arbeidsmarked og høy vekst i lønnskostnadene. I løpet av 2000 var renten blitt satt opp med totalt $1\frac{1}{2}$ prosentpoeng.

Tabell 1. Anslag og faktisk utvikling i makroøkonomiske hovedstørrelser for norsk økonomi i 2001 og 2002. Prosentvis endring fra året før der ikke annet er angitt.

	2001			2002		
	Anslag	Faktisk	Anslagsfeil ¹⁾	Anslag	Faktisk ²⁾	Anslagsfeil ¹⁾
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	$1\frac{1}{2}$	1,8	$-\frac{1}{4}$	$2\frac{1}{4}$	$2\frac{1}{4}$	0
Privat konsum	$1\frac{1}{2}$	2,5	-1	$2\frac{1}{2}$	$3\frac{3}{4}$	$-1\frac{1}{4}$
Offentlig konsum	3	2,0	+12	2	$\frac{1}{2}$	$-\frac{1}{2}$
Realinvesteringer	$-1\frac{3}{4}$	-4,6	+2 $\frac{1}{2}$	$1\frac{1}{4}$	-2 $\frac{1}{4}$	+3
Oljeinvesteringer	-4	-7,4	+3 $\frac{1}{2}$	-2	2	-4
Eksport tradisjonelle varer	$3\frac{1}{4}$	4,0	$-\frac{3}{4}$	$3\frac{3}{4}$	1	+2 $\frac{3}{4}$
Import tradisjonelle varer	$2\frac{1}{2}$	4	-1 $\frac{1}{2}$	4	$2\frac{1}{2}$	+1 $\frac{1}{2}$
BNP Fastlands-Norge	$1\frac{1}{4}$	1,2	0	$1\frac{3}{4}$	$1\frac{1}{4}$	+ $\frac{1}{2}$
Sysselsetting	$\frac{3}{4}$	0,5	+ $\frac{1}{4}$	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$	0
Registrert ledighetsrate (nivå)	$2\frac{3}{4}$	2,7	0	$2\frac{3}{4}$	$3\frac{1}{4}$	$-\frac{1}{2}$
Årslønn ³⁾	5	5 $\frac{1}{2}$	$-\frac{1}{2}$	$4\frac{1}{2}$	$5\frac{3}{4}$	-1 $\frac{1}{4}$
Utbetalt lønn per time	5	6	-1	$4\frac{1}{2}$	$5\frac{3}{4}$	-1 $\frac{1}{4}$
Konsumpris ⁴⁾	3	3	0	$2\frac{1}{2}$	1,3	+1 $\frac{1}{4}$
KPI-JAE	$2\frac{3}{4}$	2,6	0	$2\frac{1}{2}$	2,3	+ $\frac{1}{4}$

¹⁾ Positivt tall betyr at anslaget er for høyt. Prosentpoeng

²⁾ Det foreligger ikke endelige tall for 2002, med unntak av for registrert ledige og konsumprisveksten. For de andre størrelsene er våre anslag fra Inflasjonsrapport 1/03 benyttet.

³⁾ Inkluderer kostnader knyttet til utvidelsen av ferien med 2 dager.

⁴⁾ For 2002 la vi til grunn at den samlede konsumprisveksten året sett under ett ville følge den underliggende prisveksten. I anslagene for 2002 så vi således bort fra den isolerte og midlertidige virkningen av at momsen på matvarer ble halvert fra 1. juli 2001.

Blant annet som følge av renteoppgangen vi hadde bak oss, ventet vi at pris- og lønnsveksten ville avta noe i 2001 og 2002. Vi la også vekt på at kapasitetsutnyttningen i utgangspunktet var høy og tilgangen på arbeidskraft liten. Det ville i seg selv kunne bidra til noe lavere vekst i norsk økonomi. Internasjonalt ventet vi også en vekstavmatning i 2001.

Tabell 1 viser anslag og den faktiske utviklingen for 2001 og for 2002. For 2002 foreligger imidlertid kun foreløpige nasjonalregnskapstall til og med 3. kvartal. Vi har derfor benyttet våre seneste anslag for den realøkonomiske utviklingen i 2002 som grunnlag for å vurdere de anslagene vi ga ved utgangen av 2000. Konsumprisveksten, målt ved KPI-JAE, ble om lag som ventet i 2001 og i 2002. Dette må riktig nok ses i lys av at utviklingen i flere av de variable som lå til grunn for anslaget for konsumprisveksten, ikke ble realisert:

- Veksten internasjonalt ble markert svakere enn anslått, men konsumprisveksten ble høyere enn ventet.
- Arbeidsledigheten holdt seg som ventet lav gjennom 2001, men økte mer enn ventet i 2002.
- Lønnsveksten ble betydelig høyere enn anslått både i 2001 og 2002.
- Rentenivået ble høyere enn forutsatt. Som beregnings-teknisk forutsetning hadde vi lagt til grunn en renteutvikling i tråd med markedets forventninger.
- Den importveide kronekursen styrket seg med rundt 15 prosent fra desember 2000 til desember 2002, mens det til grunn for anslagene lå en teknisk forutsetning om uendret kronekurs.

Kraftig undervurdering av veksten internasjonalt

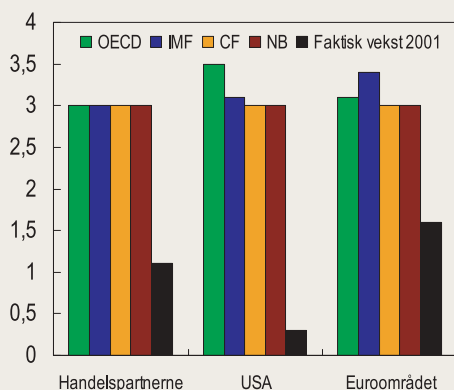
Den internasjonale utviklingen er en viktig forutsetning for våre anslag. I våre prognoser hadde vi lagt til grunn en avmatning i veksten internasjonalt. Både Norges Bank og andre prognosemakere undervurderte det internasjonale tilbakeslaget gjennom 2001, se figur 1.

Først og fremst skyldtes dette et uventet kraftig tilbakeslag i USA. BNP-veksten falt fra 4,1 prosent i 2000 til 0,3 prosent i 2001. Dette ble i første rekke utløst av utviklingen i investeringene, særlig i informasjons- og telekommunikasjonssektoren (IKT-sektoren). Etter kraftig vekst gjennom hele 1990-tallet hadde det bygget seg opp en betydelig overkapasitet i sektoren. Forventningene til den fremtidige inntjeningen i foretakene var høyere enn det senere viste seg å være grunnlag for. En svakere profitttrapportering i en rekke amerikanske selskaper i første halvår av 2000 førte til et skifte i aksjemarkedet. Investeringsviljen i bedriftene ble betydelig svekket, og aksjekursene falt kraftig.

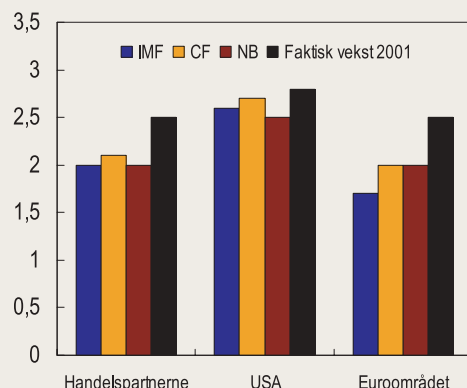
Etter hvert ga utviklingen i USA smittevirkninger over på de øvrige økonomiske regionene og førte til den første sammenfallende nedgangsperioden i internasjonal økonomi siden 1974. Den svake utviklingen fortsatte i 2002.

Til tross for klart svakere utvikling i internasjonal økonomi ble konsumprisveksten internasjonalt noe høyere enn ventet i 2001, se figur 2. Oljeprisen hadde steget fra 10 USD i begynnelsen av 1999 til over 30 USD ved utgangen av 2000. Til tross for at oljeprisen gjennom 2001 avtok om lag i tråd med hva som var lagt til grunn for anslagene, synes annenrundeeffekter av oljeprisoppgangen å ha bidratt til å trekke opp prisveksten mer enn ventet. I første halvdel av 2001 ble samtidig europeisk jordbruk rammet av en rekke dyresykdommer som førte til høyere matvarepriser. For 2002 traff anslagene på konsumpris-

Figur 1 Anslag på BNP-vekst hos handelspartnerne i 2001 gitt i 2000 av ulike institusjoner. Årsvekst. Prosent.



Figur 2 Anslag på KPI hos handelspartnerne i 2001 gitt i 2000 av ulike institusjoner. Årsvekst. Prosent.



veksten internasjonalt den faktiske utviklingen. Utviklingen i internasjonale produsentpriser ble heller ikke vesentlig annerledes enn lagt til grunn i desember 2000.

Veksten i norsk økonomi lite påvirket av det internasjonale tilbakeslaget

Det internasjonale tilbakeslaget i 2001 ble mye kraftigere enn ventet. Dette satte imidlertid i liten grad preg på norsk økonomi i 2001. Til tross for den svake internasjonale utviklingen ble eksporten av tradisjonelle varer høyere enn anslått i 2001.

Både veksten i BNP for Fastlands-Norge og arbeidsledigheten ble som anslått i 2001, se tabell 1. Veksten i etterspørselen fra Fastlands-Norge ble imidlertid noe høyere og sysselsettingen noe lavere enn anslått. En litt sterkere vekst i produktiviteten enn lagt til grunn, særlig for privat tjenesteytende sektor, bidro til at veksten i norsk økonomi likevel ble som anslått.

Veksten i privat konsum ble undervurdert, og veksten i offentlig konsum ble overvurdert. Dette kan ha sammenheng med at lønnsveksten ble høyere enn ventet. En høyere andel av de offentlige utgiftene gikk til lønnskostnader, og dermed høyere private inntekter, og det var mindre rom for økt aktivitet i offentlig sektor.

Den viktigste årsaken er likevel å finne i utviklingen i spareringen. Spareringen falt noe fra 2000 til 2001, mens vi hadde anslått en økning.

Veksten i etterspørselen fra Fastlands-Norge tok seg som ventet noe opp mot slutten av 2001 og inn i 2002. Foreløpige kvartalstall fra nasjonalregnskapet til og med 3. kvartal 2002 indikerer imidlertid at veksten i BNP for Fastlands-Norge ble noe lavere enn ventet i 2002. Veksten i sysselsettingen ble som anslått, men arbeidsledigheten steg mer enn ventet.

Den direkte effekten av svak utvikling internasjonalt satte fortsatt lite preg på utviklingen i norsk økonomi ved inngangen til 2002. Den internasjonale utviklingen fikk likevel betydning for deler av norsk næringsliv, ikke minst gjennom valutakursen. Kraftige rentereduksjoner internasjonalt bidro til at rentedifferansen tiltok fra et i utgangspunktet høyt nivå. Kronen styrket seg jevnt gjennom 2001. Trenden forsterket seg i 2002. Utviklingen bidro til en kraftig forverring av den kostnadmessige konkurransevnen for eksportrelatert industri og annen næringsvirksomhet utsatt for internasjonal konkurranse. For 2002 ble eksporten av tradisjonelle varer betydelig lavere enn anslått.

Arbeidsledigheten tiltok noe gjennom 2002 og var ved utgangen av året nærmere $\frac{3}{4}$ prosentpoeng høyere enn vi hadde anslått to år før. Selv om sysselsettingen i industrien falt, holdt arbeidsledigheten blant industriarbeidere seg lav. Den økte ledigheten i 2002 kom i hovedsak i tjenestesektoren. Mange bedrifter i IKT-bransjen, i reiselivs-næringen, i mediebransjen og i deler av varehandelen nedbemant og kuttet kostnader. Aktiviteten og bemanningen ble særlig redusert i IKT-sektoren og flynæringen.

Lønnsveksten høyere enn ventet

Årslønnsveksten ble forventet å gå ned fra rundt 5 prosent i 2001 (inkludert kostnader knyttet til utvidelse av ferien) til $4\frac{1}{2}$ prosent i 2002. Enkelte forhold pekte i retning av avtakende lønnsvekst. Lønnsomheten i næringslivet var blitt svekket over flere år, spesielt i industrien. Vi antok at dette ville bidra til å moderere lønnsveksten. Anslagene var basert på at lønnsdannelsen fungerte på samme måte som vi hadde erfaring med på 1990-tallet, med industrien som lønnsleder.

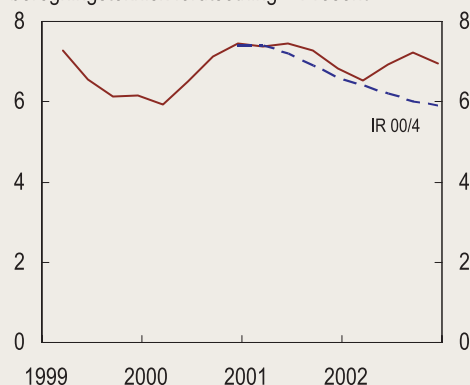
Årslønnsveksten i 2001, som var et år med mellomoppgjør, ble undervurdert med $\frac{1}{2}$ prosentpoeng, til tross for riktige anslag for ledighetsutviklingen og til tross for at de sentrale lønnstilleggene i all hovedsak var kjent. Lønnsglidningen gjennom 2001 ble dermed høyere enn antatt. Veksten i timelønnskostnadene ble ytterligere undervurdert blant annet som følge av en uventet sterk økning i sykefraværet. Høyere lønnsvekst enn anslått kan trolig bidra til å forklare at veksten i privat konsum ble anslått noe for lavt. Til tross for ledighetsoppgangen tydet lønnsoppgjøret i 2002 på at partene i arbeidslivet fortsatt vurderte arbeidsmarkedet som stramt. Foreløpige tall indikerer en årslønnsvekst samlet sett på $5\frac{3}{4}$ prosent i 2002, betydelig høyere enn anslått.

Renten ble høyere enn lagt til grunn

I desember 2000 tydet prisingen av fremtidige renteaftaler på at det var forventninger om at foliorenten skulle ned fra 7 prosent til $6 - 6\frac{1}{4}$ prosent ett år senere og $5\frac{3}{4}$ prosent to år senere. Dette ble valgt som forutsetning i anslagene. Pengemarkedsrenten ble i gjennomsnitt 0,2 prosentpoeng høyere i 2001 og 0,9 prosentpoeng høyere i 2002 enn den beregningstekniske forutsetningen, se figur 3.

Dette må ses i sammenheng med at ressursknappheten i økonomien viste seg å vedvare, noe som blant annet

Figur 3 Kortsiktig pengemarkedsrente og beregningsteknisk forutsetning¹⁾. Prosent



¹⁾ Tremåneders terminrenter er estimert ut fra fire pengemarkedsrenter og fem statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 14. desember 2000.

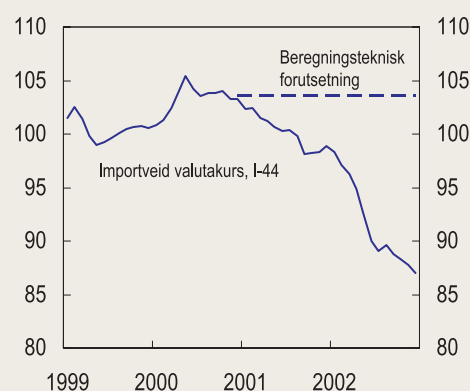
Kilde: Norges Bank

kom til uttrykk gjennom den uventet høye lønnsveksten. Gjennom 2001 og i første halvdel av 2002 ble det klart at inflasjonsutsiktene to år fram i tid var høyere enn tilsvarende anslag fra 2000. Pengepolitikken ble dermed strammere enn forutsetningen fra den gang.

Kronen styrket seg

Denne utviklingen gjenspeilte seg i kronekursen. Den importveide kronekursen styrket seg med rundt 15 prosent fra desember 2000 til desember 2002, se figur 4. Kronestyrkingen var særlig markert i 2002. Utviklingen må ses i lys av høy og økende rentedifferanse mot utlandet, hovedsakelig som følge av betydelige rentereduksjoner internasjonalt. Kraftig fall på internasjonale aksjemarkeder, og dermed økt interesse for renteplasseringer, samt høy oljepris bidro trolig også til kronestyrkingen³.

Figur 4 Faktisk utvikling i kronekursen (I-44) og den beregningstekniske forutsetning lagt til grunn i IR4/00.



Kilde: Norges Bank

3. Nærmere om konsumprisveksten - en modellteknisk gjennomgang

Anslagene for konsumprisveksten traff nokså godt både for 2001 og 2002. En grundig etterprøving må imidlertid se nærmere på de faktorene som har påvirket konsumprisveksten. Lønnsveksten ble uventet høy både i 2001 og 2002 og bidro isolert sett til høyere prisvekst enn anslått. Styrkingen av kronekursen fra desember 2000 til utgangen av 2002 bidro isolert sett til lavere prisvekst enn anslått. Disse

to forholdene kan imidlertid ikke ses uavhengig av hverandre. Den uventet sterke lønnsveksten har trolig ført til forventninger om høyt rentenivå i Norge. Forventninger om høy rentedifferanse mot utlandet ser ut til å ha vært en viktig forklaringsfaktor bak styrkingen av kronen.

Det er derfor grunn til å reise to spørsmål:

- 1) Hva er årsaken til at vi undervurderte lønnsveksten?
- 2) Ville vi truffet den faktiske prisutviklingen dersom vi hadde kjent utviklingen i valutakursen og lønnsveksten?

Ad 1)

Da anslagene ble gitt, hadde den makroøkonomiske modellen RIMINI, som er et viktig verktøy i arbeidet med anslagene til inflasjonsrapportene⁴, underpredikert lønnsveksten for de forutgående årene, særlig oppgjørene i 1998 og 2000. Dette reiste spørsmål om modellen igjen ville underpredikere lønnsveksten for 2001 og 2002. På den annen side tilsa flere år med høy lønnsvekst at lønnsomheten i næringslivet var presset, noe som skulle trekke lønnsveksten ned. Lønnsanslagene i Inflasjonsrapport 4/2000 var noe høyere enn en nøytral bruk av RIMINI-modellen tilsa, men oppjusteringen i lønnslikningen var vesentlig mindre enn det som måtte til for å forklare de forutgående lønnsoppgjørene. Lønnsanslagene kunne dermed i stor grad betraktes som en forventning om tilbakevending til en mer normal lønnsutvikling etter flere år med uforklart høy lønnsvekst. Den faktiske lønnsutviklingen, særlig i 2002, viste at modellen tvert imot fortsatte å underforklare denne størrelsen i økende grad⁵. Dette reiser spørsmål om det kan ha skjedd en endring i lønnsdannelsen, eller om oppgjøret i 2002 var enkeltstående og bør betraktes som et sjokk.

I et eget skiftalternativ i Inflasjonsrapport 4/2000 illustrerte vi en mulig utvikling for lønns- og prisveksten, der svak lønnsomhet i industrien ikke i samme grad virket modererende på lønnsutviklingen.⁶ Vi pekte på at todelingen av norsk økonomi, med fallende industrisysselsetting og fortsatt vekst i sysselsettingen i offentlig og privat tjenesteyting, kunne bidra til spenninger mellom sektorene og føre til endringer i lønnsdannelsen, hvor forholdene i skjermet sektor i større grad ble bestemmende for den samlede lønnsveksten. En slik utvikling kunne i så fall innebære at lønnsveksten i større grad ble bestemt ut fra

³ Se egen utdyping: «Faktorer bak utviklingen i kronekursen», Inflasjonsrapport 1/2003.

⁴ For en nærmere redegjørelse av RIMINI-modellen og vår bruk av den, se Olsen og Wulfsberg (2001)

⁵ Etter revisjonen i nasjonalregnskapet sommeren 2002 er modellens forklaringssevne noe bedret for siste halvdel av 1990-tallet. Likevel underpredikerer modellen fortsatt lønnsveksten de siste årene, særlig for 2002.

⁶ Rent beregningsteknisk fremkom resultatene ved å ta bort det negative bidraget fra feilkorreksjonsleddet i lønnslikningen. Dette ble gjort ved å heve likevektslønnsandelen til det anslåtte nivået i referansebanen i 2002.

⁷ Senere revisjoner i nasjonalregnskapet har vist at produktivitetsveksten var høyere og lønnsandelen lavere enn det som var kjent høsten 2000.

Tabell 2. Prognosefeil i 2001 og 2002 og virkninger av endrede forutsetninger. Positive tall betyr at anslaget er for høyt. Prosentpoeng.

	Vekst i KPI-JAE		Årslønnsvekst	
	2001	2002	2001	2002
Samlet feil	0	¼	-½	-1¼
Gjenstående feil				
– etter riktige eksogene variable 1)	-0,1	-½	-¾	-2
– og etter riktig anslag på lønnsveksten (årslønnsvekst og timelønnsvekst)	+0,1	0	0	0
Memo: Isolert virkning av riktig valutakurs	-0,1	-0,6	-0,1	-0,6

1) Rente, valutakurs, finanspolitikk, oljepris, internasjonale produsentpriser og arbeidstid.

stramheten i arbeidsmarkedet. I dette skiftalternativet ble lønnsveksten rundt 1 prosentpoeng høyere fra og med 2002. Dette samsvarer i stor grad med den faktiske lønnsutviklingen.⁷

Basert på de siste års erfaringer har vi sett på ulike empiriske modeller for lønnsveksten. I Inflasjonsrapport 1/2002 redegjorde vi for en alternativ lønnslikning. Den viktigste forskjellen fra hvordan lønnsdannelsen er beskrevet i RIMINI-modellen, er at den alternative lønnslikningen modellerer lønnsveksten for norsk økonomi under ett, uten å gå veien om industrien som lønnsleder. De samlede forholdene på arbeidsmarkedet spiller en relativt større rolle enn lønnsomhet. Anvendt isolert høsten 2000 ville den alternative lønnslikningen ha anslått lønnstakernes utbytte fra lønnsoppgjørene til 5½ prosent både i 2001⁸ og 2002. Dette samsvarer nokså bra med den faktiske utviklingen. I de siste rapportene er denne likningen blitt tillagt større vekt i våre prognoser.

Ad 2)

For å svare på spørsmålet om vi ville ha truffet den faktiske utviklingen om vi hadde kjent lønnsveksten og kursutviklingen, kan vi ta utgangspunkt i RIMINI-modellen, slik den ble brukt i desember 2000⁹. Den første linjen i tabell 2 viser prognosefeilen for konsumprisveksten og lønnsveksten for både 2001 og 2002. Det fremgår at anslagene for KPI-JAE traff om lag den faktiske utviklingen for 2001 og 2002. Anslagene for lønnsveksten lå for lavt begge årene.

Den andre linjen viser den gjenstående prognosefeilen etter at vi har lagt inn den faktiske utviklingen for en rekke sentrale eksogene variable som rente, valutakurs, finanspolitikk, oljepris, produsentpriser og arbeidstiden. Valutakursutviklingen gir det viktigste bidraget til at anslaget på prisveksten for 2002 nå blir ½ prosentpoeng for lavt. I modellen vil sterkere valutakurs bidra til lavere priser på importerte varer, som i sin tur demper lønnsveksten og i neste runde prisveksten. Derfor øker

anslagsfeilen både for lønns- og prisveksten når riktige eksogene størrelser legges inn i modellen. Erfaringene fra de siste to årene tyder ikke på at en slik valutakurseffekt har vært særlig fremtredende.

Den tredje linjen viser gjenstående prognosefeil etter at vi også har lagt inn den faktiske utviklingen for lønnsveksten. Vi ser at dersom både valutakurs og lønnsvekst hadde vært kjent, ville prognosefeilen i all hovedsak ha blitt eliminert i modellen.

I en egen ramme i Inflasjonsrapport 2/2002 redegjorde vi nærmere for sammenhengen mellom valutakurs og inflasjon. Eventuelle effekter på lønningene, og derigjennom på prisene, av endringer i kronekursen vil trolig avhenge av hvordan lønnsdannelsen fungerer og av hvilke inflasjonsforventninger partene i arbeidslivet legger til grunn for lønnsoppgjørene. Med et troverdig inflasjonsmål for pengepolitikken kan det være grunn til å anta at partene i større grad legger til grunn en forventet inflasjon nær 2½ prosent som utgangspunkt for lønnsforhandlingene. I så fall kan det være mindre sannsynlig at en sterkere kronekurs setter i gang en nedadgående pris-lønns spiral.

4. Oversikt over anslag fra 1994-2001

I tillegg til å studere anslagene gitt i én rapport, er det viktig å se på om vi gjør systematiske feil over tid. I figur 5 til 10 sammenlikner vi de realiserte størrelsene for perioden 1994-2001 med anslagene fra henholdsvis Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank gitt ved utgangen av året før anslagsåret. Det har vært en tendens hos alle institusjonene at oppgangsperioden på 1990-tallet ble undervurdert. Både veksten i etterspørsel, sysselsetting og BNP ble høyere enn ventet i alle årene fra 1994 til 1998. Til tross for dette var anslagene for arbeidsledigheten nokså treffsikre. Det har likevel vært et gjennomgående trekk at lønnsveksten er blitt undervurdert. Anslagene på konsumprisveksten målt ved KPI-JAE har vært relativt gode.

⁸ Inklusive kostnader ved utvidet ferie i 2001 på om lag ¾ prosentpoeng.

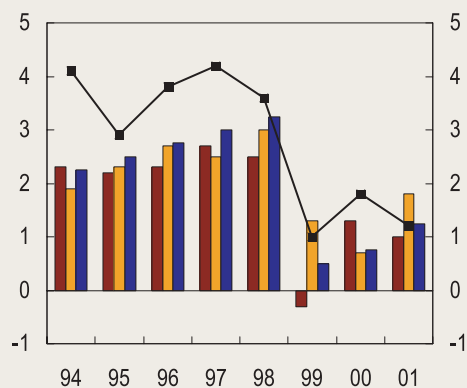
⁹ Inklusive den samme restleddsbruken.

Figur 5-10 Anslag på vekst fra Statistisk sentralbyrå (SSB), Finansdepartementet (FIN) og Norges Bank (NB), sammen med faktisk vekst. Prosent 1994 til 2000

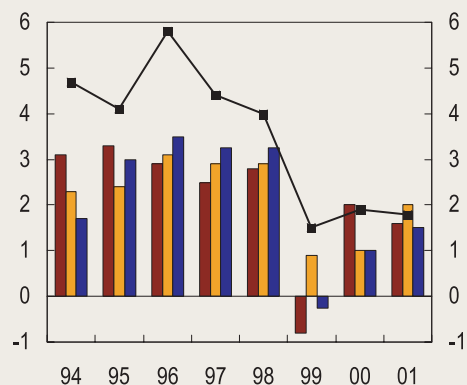
Statistisk sentralbyrå Finansdepartementet Norges Bank Faktisk vekst

■ ■ ■ —■—

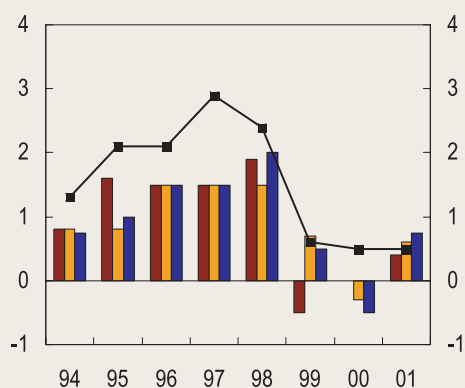
Figur 5 BNP Fastlands-Norge



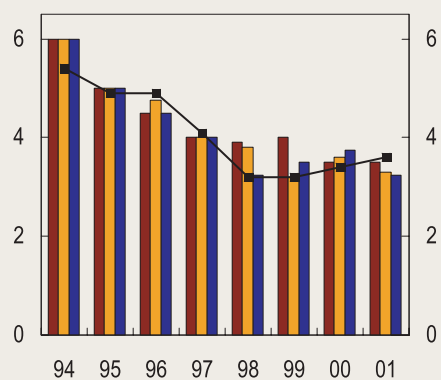
Figur 6 Etterspørsel fra Fastlands-Norge



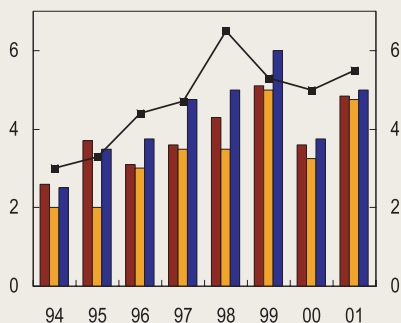
Figur 7 Sysselsetningsvekst



Figur 8 Arbeidsledighetsrate

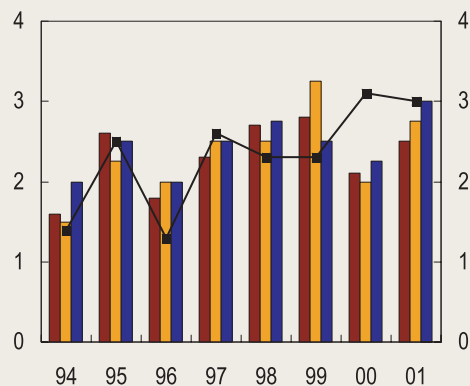


Figur 9 Årslønnsvekst¹⁾



¹⁾ Tallet for 2000 og 2001 inkluderer kostnader ved utvidet ferie

Figur 10 Konsumprisvekst



I tabell 3 gjengis gjennomsnittlig feil, gjennomsnittlig absoluttfeil (AAE¹⁰) og gjennomsnittlig relativ feilprosent (RRMSE¹¹). Dette er mål som gir en pekepinn om hvor gode eller dårlige prognosene har vært over hele perioden. AAE er en indikasjon på hvor stor den faktiske prognosefeilen er i prosentpoeng i gjennomsnitt over årene, uten at prognosefeil med motsatt fortegn oppveier hverandre. RRMSE straffer store prognosefeil mer enn små prognosefeil, og gir uttrykk for feilens størrelse i forhold til den faktiske veksten. Det gir en mulighet til å sammenlikne størrelsen på prognosefeil over forskjellige variable.

Tabellen oppsummerer den informasjonen som ligger i figurene. Vi ser at prognosefeilen er minst for lønns- og prisveksten. Det er liten forskjell i anslagsfeil mellom de tre institusjonene når det gjelder konsumprisveksten. Norges Bank har gjennomgående vært mest treffsikker på lønnsveksten.

5. Konklusjoner

Anslagene for konsumprisveksten som ble gitt i desember 2000, traff den faktiske utviklingen nokså godt. Det kan likevel trekkes enkelte konklusjoner som har ført til at vårt syn på enkelte økonomiske sammenhenger, og våre fremstillinger i inflasjonsrapporten det seneste året, er blitt justert.

Norges Bank undervurderte lønnsveksten både for 2001 og 2002. Etter flere år med lønnsvekst høyere enn anslått, reiste dette spørsmål om Norges Bank hadde en riktig forståelse av de mekanismer som ligger til grunn for lønnsdannelsen. På bakgrunn av dette ble det satt i gang arbeid for å se på andre forklaringsmodeller for lønnsutviklingen. En drøfting av dette ble gitt i en egen ramme i Inflasjonsrapport 1/2002. Erfaringene fra de siste årene kan indikere at de generelle forholdene på arbeidsmarkedet spiller en større rolle og lønnsomhetsforholdene i industrien en mindre rolle enn det erfaringene fra en lengre tidsperiode skulle tilsi.

Utviklingen i kronekursen ble vesentlig sterkere enn den beregningstekniske forutsetningen i Inflasjonsrapport 4/2000. Likevel traff anslagene våre for konsumprisveksten svært bra. I de senere rapportene har vi systematisk forsøkt å illustrere virkningen av alternative utviklingsbaner for kronekursen. I Inflasjonsrapport 2/2002 ga vi også en ny vurdering av hvordan vi tror valutakursen påvirker inflasjonen på to-tre års sikt. Analysene våre indikerer at valutakursendringer i mindre grad påvirker prisutviklingen for innenlandsk produserte varer og tjenester enn det vi tidligere har lagt til grunn.

¹⁰ AAE (Gjennomsnittlig absoluttfeil) er definert som $(1/N) \sum_{n=1}^N |y_n - \hat{y}_n|$ der y_n representerer den realiserede vekstraten og $\hat{y}_n$ er anslaget på vekstraten.

¹¹ RRMSE (Gjennomsnittlig relativ feilprosent) er definert som $\sqrt{(1/N) \sum_{n=1}^N \left((y_n - \hat{y}_n) / y_n \right)^2}$ der y_n representerer den realiserede vekstraten og $\hat{y}_n$ er anslaget på vekstraten.

Tabell 3. Gjennomsnittlig feil, gjennomsnittlig absoluttfeil (AAE) og gjennomsnittlig relativ feilprosent (RRMSE). Statistisk sentralbyrå (SSB), Finansdepartementet (FD) og Norges Bank (NB). 1995 til 2001

	SSB	FD	NB
Vekst i BNP Fastlands-Norge			
Gj.snittlig feil	-1,08	-0,80	-0,79
AAE	1,08	1,03	0,81
RRMSE	0,55	0,41	0,35
Vekst i sysselsetting			
Gj.snittlig feil	-0,65	-0,66	-0,61
AAE	0,65	0,71	0,68
RRMSE	0,79	0,67	0,80
Arbeidsledighet			
Gj.snittlig feil	0,12	0,21	0,07
AAE	0,36	0,26	0,28
RRMSE	0,13	0,09	0,08
Vekst i etterspørsel fra Fastlands-Norge			
Gj.snittlig feil	-1,35	-1,34	-1,41
AAE	1,38	1,39	1,41
RRMSE	0,62	0,39	0,54
Vekst i årslønn			
Gj.snittlig feil	-0,96	-1,44	-0,44
AAE	1,06	1,44	0,68
RRMSE	0,24	0,33	0,16
Vekst i konsumpriser			
Gj.snittlig feil	-0,01	0,03	0,13
AAE	0,44	0,46	0,36
RRMSE	0,22	0,28	0,27

Kilde: Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Referanser:

- Jore, Anne Sofie (1997): «Etterprøving av Norges Banks anslag for 1994 til 1996», *Penger og Kreditt* 1997/4, s. 493-502
- Jore, Anne Sofie (1999): «Etterprøving av Norges Banks anslag», *Penger og Kreditt* 1999/1, s. 92-99
- Jore, Anne Sofie (1999): «Etterprøving av Norges Banks anslag», *Penger og Kreditt* 1999/4, s. 555-562
- Jore, Anne Sofie (2000): «Etterprøving av Norges Banks anslag for 1999», *Penger og Kreditt* 2000/4, s. 247-254
- Madsen, Robert (1996): «Norges Banks prognoser 1987-94: hvor godt traff de?», *Penger og Kreditt* 1996/1, s. B58-B64
- Olsen, Kjetil og Wulfsberg, Fredrik (2001): «Hvilken rolle spiller vurderingen og skjønn i bruken av den makroøkonomiske modellen RIMINI?», *Penger og Kreditt* 2001/1, s. 49-57
- Sturød, Marianne (2002): «Etterprøving av Norges Banks anslag for 2000», *Penger og Kreditt* 2002/1, s. 11-19

Globalisering – måling og utviklingstrekk

Karsten Stæhr, seniorrådgiver i Internasjonal avdeling*

Globalisering er blitt et hverdagsord, men hva betyr det egentlig? Denne artikkelen drøfter hvordan en kan beskrive og måle graden av globalisering. Videre gjennomgås utviklingen på områder med internasjonalt økonomisk samkvem, slik som handel, kapitalstrømmer, migrasjon, informasjonsspredning og utenlandsk eierskap. Artikkelen viser at flere land er blitt integrerte i den globale økonomien i løpet av de siste 10-20 årene, og at integrasjonen er «dypere» og mer gjensidig enn tidligere. På visse områder har det imidlertid i liten grad funnet sted noen globalisering. Flere viktige markeder er fortsatt nasjonale eller regionale, og en rekke land faller utenfor globaliseringsprosessen.

1. Innledning

Globalisering er et av tidens viktige temaer. Debatten preges av et bredt folkelig engasjement og er samtidig på den politiske dagsordenen.¹ Temaet har også betydelig interesse blant forskere innenfor samfunnsvitenskapene. Felles for de fleste bidragene er at de tar som gitt at verden er blitt globalisert (O'Rourke & Williamson 2002).

Men er dette korrekt? Er verden globalisert? Eller mer presist, i hvilken grad? Hvordan måler man i det hele tatt globalisering? Kan man veie sammen utviklingstrekk som vedrører handel, kapitalbevegelser, folkevandring og informasjonsflyt i mange land? Er det meningsfullt å snakke om globalisering som *ett* begrep?

Denne artikkelen legger fram en mulig forståelsesramme for begrepet globalisering og drøfter de mange dimensjonene ved globalisering. Vi belyser utviklingstrekk innenfor fem områder: handel, kapitalbevegelser, migrasjon, kunnskapsspredning og utenlandsk eierskap. Drøftingen fokuserer på de siste 10-20 årene, men trekker også paralleller tilbake til andre halvdel av 1800-tallet, en «gullalder» med få restriksjoner på handel, kapital og migrasjon.² Presentasjonen av statistisk informasjon er ikke uttømmende, men heller ment som illustrasjon av poenger. Mulige årsaker til utviklingsmønstret drøftes kortfattet i et vedlegg.

Artikkelen går ikke inn i diskusjonen om ønskelighet – fordeler og ulemper – ved globalisering. Med andre ord, utgangspunktet er deskriptivt, ikke normativt. Artikkelen antar en bred global synsvinkel, og norske forhold blir bare unntaksvis berørt. Flere utredninger har tatt opp globaliseringens konsekvenser for Norge. Utenriksdepartementet ferdigstilte sommeren 2002 sitt Globaliseringsprosjekt med publikasjon av i alt 15 utredninger.³ Flere av rapportene fra Makt- og demokratiutredningen belyser også aspekter ved globalisering, blant andre Mundaca & Strand (2002) og Tranøy & Østerud (2001). I en rapport utgitt av Finansdepartementet drøfter Tveit m.fl. (1999) internasjonale finanskriser og valutaregulering i lys av økende integrasjon av finansmarkedene.

2. Globaliseringens mange dimensjoner

Begrepet globalisering har ikke noen entydig definisjon, noe som bidrar til en viss uklarhet. Nedenfor presenterer vi den forståelsen av globalisering som legges til grunn i denne artikkelen.

Globalisering er et relativt nytt ord både internasjonalt og på norsk. Fram til slutten av 1980-tallet snakket man om *internasjonalisering* eller internasjonal *integrasjon* (Tranøy 1997). Integrasjon betegner at den økonomiske eller generelle samfunnsmessige utviklingen i ett land er knyttet sammen med utviklingen i andre land. Den økonomiske betydningen av et lands nasjonale grenser minker.

Ordet *globalisering* ble alminnelig først på 1990-tallet. Globalisering betegner at tilnærmevis alle land i verden er knyttet tett sammen. Med andre ord: globalisering er det samme som global integrasjon. Mens integrasjon eller internasjonalisering relaterer seg til enkeltland, er globalisering rettet mot hele – eller tilnærmevis hele – verdensøkonomien. Når ordet globalisering ble alminnelig på 1990-tallet, var årsaken blant annet at mange land i Asia, Latin-Amerika og Øst-Europa åpnet sine økonomier i denne perioden.

Integrasjonsområder

Et land kan integreres med omverdenen på mange områder. Innen det økonomiske feltet er det hensiktsmessig å skille mellom fem til dels sammenfallende hovedområder:

- Handel med varer og tjenester
- Valutatransaksjoner og kapitalstrømmer
- Arbeidskraft og migrasjon
- Informasjon, kunnskap og teknologispredning
- Utenlandsk eierskap og multinasjonale selskaper

De «tradisjonelle» kanalene for økonomisk integrasjon er internasjonal handel, internasjonale kapitalbevegelser og migrasjon. Spredning av teknologi, informasjon og kunnskap er vanskelig å måle, men av stor økonomisk betydning. Ved utenlandsk eierskap følges det økono-

* Takk til Anne-Berit Christiansen, Asbjørn Fidjestøl og Brynjulv Volla for nyttige kommentarer. Alle synspunkter er forfatterens og ikke nødvendigvis sammenfallende med Norges Banks.

¹ Se Bhagwati (2002) og Stæhr (2001) for kortfattede drøftinger av skillelinjer i globaliseringsdebatten.

² De største verdensdelene ble først kjedet sammen i forbindelse med oppdagelsen av det amerikanske kontinentet og sjøveien til India om lag 1500. En omfattende litteratur drøfter når det gir mening å snakke om en global økonomi: allerede etter de store oppdagelsene, fra midten av 1800-tallet eller først mot slutten av 1900-tallet? Se for eksempel O'Rourke & Williamson (2002), Baldwin & Martin (1999) og Bordo m.fl. (1999).

³ Forskningsrapportene er tilgjengelige på: <http://odin.dep.no/ud/norsk/handelspolitikk/032091-991349/index-dok000-b-n-a.html>.

miske engasjementet av overføring av formell beslutningsmyndighet til utlandet.

Det er andre former for globalisering, som vi – av plasshensyn – ikke drøfter i denne artikkelen. Turisme og reisevirksomhet får økende omfang. Bedre reise- og kommunikasjonsmuligheter bidrar til spredning av kultur og livssyn. Smittsomme sykdommer, kriminalitet og terrorisme føres over grensene. Forurensing og risiko for klimaendring betraktes i stigende grad som globale problemer (EBRD 2001, kap. 1).

Graden av integrasjon

En annen viktig dimensjon er «graden» eller «dybden» av integrasjon. De tre viktigste metodene for å måle dette er (O'Rourke & Williamson 2002):

- a) Regler og lovgivning som regulerer økonomisk integrasjon
- b) Det faktiske omfanget av handel, kapitalstrømmer, arbeidskraft osv
- c) Effekten på variabler som påvirkes av integrasjonsgraden

Metode a) fokuserer på det formelle rammeverket, dvs. hvilke regler som regulerer eller understøtter økonomisk integrasjon. I mange tilfeller vil fravær av restriksjoner indikere åpenhet, selv om åpenhet ikke nødvendigvis fører til økt transaksjonsomfang. Det kreves også et institusjonelt rammeverk som understøtter handel, kapitalbevegelser og investeringer, for eksempel beskyttelse av varemerker, regler vedrørende kontrakter og eiendomsrettigheter, internasjonale skatteavtaler m.v. (Bordo m.fl. 1999). Motsatt er manglende liberalisering ikke alltid et hinder for integrasjon. For eksempel kan smugling og annen omgåelse føre til integrasjon på tross av restriksjoner.

Metode b) måler det faktiske omfanget av handel, kapitalstrømmer osv. og gir således et direkte mål for det økonomiske samkvemmet. Også her må data fortolkes med forsiktighet. For eksempel er handelen med oljeprodukter mellom Norge og Saudi-Arabia begrenset, men landenes oljemarkeder er likevel knyttet sammen gjennom eksport til verdensmarkedet. Markeder i land kan også være knyttet sammen selv om produksjonen bare går til hjemmemarkedet, for eksempel hvis mulig utenlandsk konkurranse påvirker de innenlandske produsentene.

Metode c) måler omfanget av integrasjon via priser, renter eller andre variabler som påvirkes av graden av åpenhet. For eksempel kan samme pris på en vare i to land indikere at markedene for varen i de to landene er tett forbundne. Tilsvarende, hvis rentene i ulike land er tett korrelerte, kan det avspeile integrasjon av kapitalmarkedene. Denne målemetoden «fanger opp» integrasjon selv om den ikke fører til store vare-, kapital- eller arbeidskraftsbevegelser. Det er imidlertid en risiko for at

tilfeldig samvariasjon kan tolkes som integrasjon. Videre kan priser være forskjellige uten at det skyldes manglende integrasjon. Når for eksempel renten på statspapirer i Argentina er høyere og mer volatil enn i USA, er dette primært en konsekvens av spesielle forhold ved Argentina.

For alle tre målemetoder ovenfor gjelder at det er vanskelig å finne dekkende og pålitelige data, ikke minst i et lengre tidsperspektiv (Wiig 1999). Samtidig er det ingen av metodene som gir et fullstendig bilde. En får trolig det beste bildet ved å la de tre målemetodene supplere hverandre (O'Rourke & Williamson 2002).

Den geografiske dimensjonen

Globalisering krever ikke bare at land åpner seg internasjonalt, men at det skjer i global målestokk. Den geografiske dimensjonen er viktig ved måling av globalisering. Er tilnærmelsesvis alle land i verden knyttet sammen i en grad som gjør det meningsfullt å tenke på én verdensøkonomi? To momenter er viktige i denne sammenhengen:

- De tidligere koloniene i Asia og Afrika var ofte knyttet tett sammen med den europeiske kolonimakten, men hadde få kontakter til andre land. Fra selvstendighet og fram til 1980-tallet valgte landene ofte en isolasjonistisk økonomisk politikk. De kommunistiske landene i Øst-Europa avskar seg i stor grad fra kontakter med den ikke-kommunistiske verdenen. Et viktig spørsmål er i hvilken grad utviklingslandene og overganglandene i Øst-Europa er blitt integrert i verdensøkonomien de siste 10-20 årene.
- De økonomiske relasjonene er i noen grad blitt «regionalisert» siden andre verdenskrig. Tallrike, til dels regionale, økonomiske samarbeidsorganisasjoner har sett dagens lys, for eksempel EU, OECD og APEC (landene rundt Stillehavet). Slike organisasjoner kan føre til integrasjon og samarbeid internt i organisasjonen, men også stenge ute andre land. Spørsmålet er om økonomiske samarbeidsfora har bidratt til global integrasjon eller har ført til en fragmentering og regionalisering av verdensøkonomien.⁴

3. Internasjonal handel

a) Regler og lovgivning

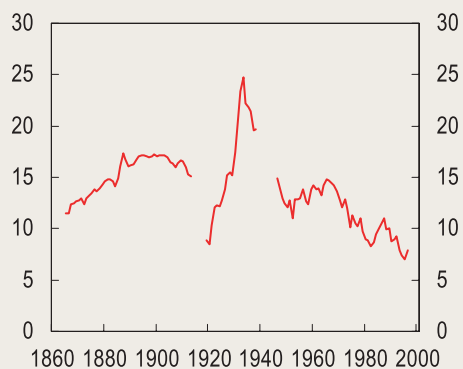
En viktig integrasjonskanal er den internasjonale handelen med varer og tjenester. Restriksjoner på dette området består typisk av toll, kvantitative begrensninger på handelen (kvoter) eller innenlandsk regulering med handelspolitisk formål.

Figur 1 viser den gjennomsnittlige tollsatsen for 35 land siden 1865.⁵ Etter Napoleonskrigene ble handelen i Europa gradvis liberalisert, slik at det fra midten av 1800-tallet var igjen få restriksjoner (Baldwin & Martin 1999). De europeiske landene innførte igjen restriksjoner

⁴ Problemstillingen diskuteres fra ulike vinkler i Dunning (2002). Krugman (1993) analyserer effektene av tollunioner.

⁵ Gruppen av land består av både industriland og fremvoksende økonomier. De 35 landene er: Argentina, Australia, Brasil, Burma, Canada, Chile, Colombia, Danmark, Egypt, Filippinene, Frankrike, Hellas, India, Indonesia, Italia, Japan, Kina, Kuba, Mexico, New Zealand, Norge, Peru, Portugal, Russland, Serbia, Spania, Sri Lanka, Storbritannia, Sverige, Thailand, Tyrkia, Tyskland, Uruguay, USA og Østerrike.

Figur 1. Gjennomsnittlig importtoll for 35 land, 1865-1996. Prosent av importpris



Kilde: Clemens & Williamson (2002) s. 37

på slutten av 1800-tallet, dels som «beskyttelse» mot billig import fra USA og Russland, dels som reaksjon på USAs økte toll etter borgerkrigen. De europeiske kolonimaktens handel med sine kolonier forble relativt fri, og generelt hadde de fattigste landene få handelsrestriksjoner (Bourguignon m.fl. 2002).

De to verdenskrigene og det økonomiske tilbakeslaget i mellomkrigstiden førte til markert høyere tollsatser og økt bruk av kvantitative restriksjoner. På 1930-tallet var for eksempel 58 prosent av Frankrikes import underlagt kvantitative restriksjoner, mens det var ingen før første verdenskrig (Crafts 2000, s. 22). En rekke land – blant andre Tyskland, Italia og Sovjetunionen – innførte statshandel med bilaterale avtaler som fastla handelsomfang og betaling.

Perioden siden andre verdenskrig har generelt vært preget av liberalisering av utenrikshandelen. Det er to parallelle utviklingslinjer, dels multilateralt samarbeid i regi av GATT og WTO, dels regionalt handelssamarbeid.

I 1948 inngikk 23 land handelssamarbeidet GATT. Under periodevisse forhandlingsrunder forpliktet medlemslandene seg til spesifikke liberaliseringstiltak. GATT ble i 1995 avløst av WTO (World Trade Organisation) med et utvidet liberaliseringsmandat. Per 1. februar 2003 hadde WTO 145 medlemsland. Kina ble medlem i desember 2001, mens Russland forhandlet om medlemskap i februar 2003.⁶

Hovedhjørnesteinen i GATT og WTO er prinsippet om ikke-diskriminering. Hvis et medlemsland gir «innrømmelser» overfor ett land, må tilsvarende liberalisering innrømmes alle medlemsland. Under Tokyo-runden som

sluttet i 1979, ble det avtalt å legge om kvoter og tekniske handelshindringer til toll, mens Uruguay-runden, som sluttet i 1993, fokuserte på handel med tjenester og regler for patentbeskyttelse og andre rettigheter. I desember 2001 ble Doha-runden innledet med forhandlinger om blant annet ytterligere liberalisering av tjenestehandel, regler for handel med landbruksvarer samt tiltak mot konkurransevridning.

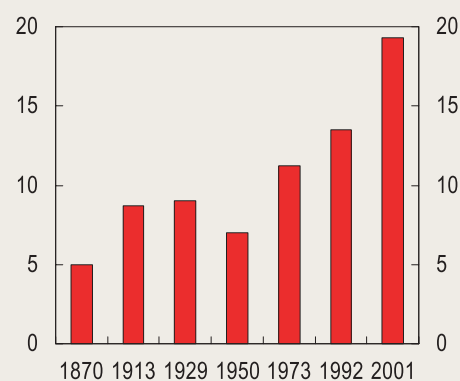
Det er ett unntak fra WTOs regel om ikke-diskriminering: liberalisering overfor deltakere i et handelssamarbeid behøver ikke å bli utstrakt til andre medlemmer av WTO. Siden andre verdenskrig har regionalt handelssamarbeid fått økende utbredelse. Blant de viktigste er EU med 15 land; NAFTA med USA, Canada og Mexico; ASEAN med 10 asiatiske land og MERCOSUR med Brasil, Argentina, Uruguay og Paraguay.

I det brede utsnittet av land som ligger bak figur 1, skjer en stor del av tollreduksjonen i perioden 1965-80. På 1990-tallet var det primært fremvoksende økonomier, dvs. utviklingslandene og overgangslanene i Øst-Europa, som reduserte tollbarrierene. Tabell 1 illustrerer denne utviklingen, men viser også at enkelte land økte tollsatsene. Nesten alle eksportskatter ble avskaffet på 1990-tallet (Clemens & Williamson 2002).

b) Omfang

Omfanget av verdenshandelen har i store trekk utviklet seg parallelt med de formelle rammevilkårene som er omtalt over. Figur 2 viser at den globale varehandelen som andel av BNP har økt markert siden 1870 og i 2001

Figur 2. Global vareeksport, utvalgte år 1870-2001. Prosent av BNP



Kilder: Maddison (1995) s. 32, for 2001 WTO (2002) s. 66-67 og 105, IMF (2002) s. 167, egne beregninger

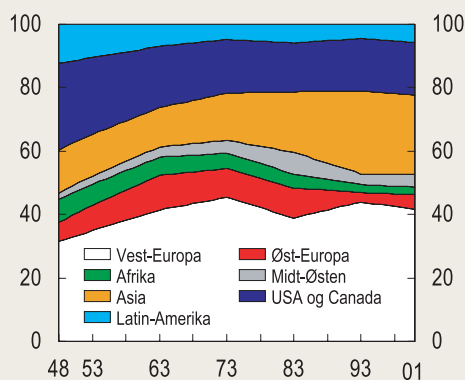
Tabell 1. Gjennomsnittlig importtoll i utvalgte land, ca. 1990 og 2000, prosent av importpris

	Kina	India	Bangladesh	Brasil	Argentina	Kenya	Algerie	USA	EU
Ca. 1990	41,0	79,0	106,6	42,2	12,2	31,9	22,5	5,6	4,1
Ca. 2000	16,3	32,5	21,3	14,4	12,6	19,3	24,6	4,0	2,4

Kilde: WDI (2002) s. 348-350.

⁶ Opplysninger om WTO og forhandlingsrundene er fra organisasjonens hjemmeside www.wto.org.

Figur 3. Vareeksport fordelt på regioner, utvalgte år 1948-2001. Prosent av global vareeksport



Kilde: WTO (2002) s. 34

nådde om lag 19 prosent. Økningen kan primært knyttes til perioden etter 1950 og ikke minst det siste tiåret. Handelen som andel av BNP falt fra 1913 til 1950 som følge av verdenskrigene og 1930-tallets depresjon.

Data for tjenestehandel er usikre. Tjenestehandel inkluderer transport, reiser og turisme samt øvrig tjenestehandel, men ikke rente- og stønadsbetalinger. Tjenestehandelen har økt relativt mer enn varehandelen de siste tiårene. I 1980 utgjorde tjenester 17,9 prosent av varehandelen, i 1990 22,7 prosent og i 2001 23,7 prosent.⁷

Figur 3 viser ulike regioners andel av den globale vareeksporten siden andre verdenskrig. I gjenoppbyggingsperioden styrket Europa sin posisjon, men Nord-Amerika fikk forholdsmessig mindre betydning. Asias økende vekt fra midten av 1970-tallet er bemerkelsesverdig. Latin-Amerika og Afrika har gradvis mistet betydning i verdenshandelen og inntar i økende grad en marginal posisjon i verdensøkonomien.

En stor del av den globale handelen finner sted innen de store handelsblokkene. I 2001 utgjorde den interne varehandelen i EU 23 prosent av den globale varehandelen, mens det tilsvarende tallet for NAFTA var 10,4 prosent. Det er imidlertid lite som indikerer at den interne handelen i de regionale handelsblokkene innenfor de siste 10-20 årene har økt mer enn den globale handelen (WTO 2002).

Et viktig utviklingstrekk er økende handel som følge av internasjonal integrasjon av produksjonsprosessene. Varehandelen består i stigende grad av halvfabrikata og i mindre grad av råvarer (Feenstra 1998). Produksjon splittes opp («vertikal spesialisering») og de enkelte produksjonsprosessene legges i ulike land. Fly, datautstyr, leketøy og tennissko er blant eksemplene. I handelsstatistikken avleses den vertikale spesialiseringen som økende næringsintern handel. Analyser viser at alle regioner av fremvoksende land med unntak av Afrika har hatt økende næringsintern handel på 1990-tallet (IMF 2002, s. 124-127).

c) Effekt

Globalisering av handel kan gi tilnærming av prisene i ulike land, med bedre ressursutnytting og betydelige velferdsgevinster som resultat (Norman 1993, kap. 8). I praksis er det vanskelig å sammenlikne prisene i ulike land. En rekke lokale eller midlertidige faktorer kan medføre at varer handles til forskjellige priser. Priskonvergens behøver heller ikke bety at de spesifikke markedene er tett knyttet sammen. Generelle likevekts-effekter kan føre til prisutjevning på varer til tross for at de ikke handles.⁸

Det er veldokumentert at prisene på en rekke varer solgt i Europa og Nord-Amerika nærmet seg hverandre på 1800-tallet (O'Rourke & Williamson 2002). Betrakter en de siste 10-20 årene, gjelder det at det fortsatt er stor forskjell på prisene i ulike land, også for varer som handles internasjonalt (Hufbauer m.fl. 2002). Forskjellene er spesielt markerte mellom industriland og fremvoksende økonomier, men også mellom flere industriland. For eksempel er det store prisforskjeller mellom USA og Japan, selv om prisene har konverget noe de siste 20 årene (Parsley & Wei 2001).

En analyse basert på et bredt utvalg av land viser at færre handelsbarrierer generelt er forbundet med mindre prisforskjeller (Parsley & Wei 2002). Det har likevel bare vært begrenset priskonvergens mellom NAFTA-landene på 1990-tallet, noe som muligens kan forklares med store valutakurssvingninger (Rogers & Smith 2001).

Analyser av prisutviklingen innen EU indikerer at etableringen av det indre marked har bidratt til priskonvergens. Land med initialt lavt prisnivå har hatt høyere inflasjon på 1990-tallet enn andre land. Prisene på varer som handles internasjonalt, har nærmet seg hverandre siden innføring av det indre marked i EU, mens dette ikke er tilfellet for andre varer (Rogers 2001).

En mulig global priskonvergens innenfor de siste 10-20 årene er det generelt bare svake tendenser til (Findlay & O'Rourke 2001). Likevel er det mye som taler for at lavere toll og færre restriksjoner har bidratt til – og fremover vil bidra til – priskonvergens. Det er imidlertid lang vei til egentlig global prisdannelse (se også IMF 2002, s. 112-113).

4. Internasjonale kapitalbevegelser

a) Regler og lovgivning

Internasjonale finanstransaksjoner består oftest av to deler, nemlig veksling mellom innenlandsk og utenlandsk valuta pluss oppgjør av den underliggende transaksjonen. Men det behøver ikke være valutaveksling, for eksempel hvis begge land bruker samme valuta.

I utenriksregnskapet er transaksjoner med utlandet klassifisert under enten drifts- eller kapitalbalansen. Driftsbalansen omfatter oppgjør vedrørende handel i tillegg til rente- og stønadsbetalinger. Kapitalbalansen består av utenlandske direkte investeringer, porteføljeinvesteringer,

⁷ Egne beregninger basert på data fra WTOs hjemmeside: www.wto.org/english/res_e/statis_e/webpub_e.xls, www.wto.org/english/res_e/statis_e/service_e.xls.

⁸ Et velkjent eksempel er faktorprisutjevningsteoremet (Norman 1993, kap. 6). Selv om produksjonsfaktorene ikke handles internasjonalt, kan faktorprisene likevel bli utjevnet hvis det er internasjonal handel med ferdigvarer.

lån m.v. samt endring i valutareservene. Direkte investeringer er betalinger knyttet til grensekryssende handel med bedrifter (der kjøper får bestemmende eierinnflytelse), mens porteføljeinvesteringer består av handel med verdipapirer, slik som aksjer og obligasjoner (uten bestemmende innflytelse). Underskudd på driftsbalansen må per definisjon finansieres av tilsvarende overskudd på kapitalbalansen, slik at fordringsposisjonen overfor utlandet endres tilsvarende.

Regulering av internasjonale finanstransaksjoner (kapitalkontroll) kan knyttes til valutaveksling eller til den underliggende transaksjonen (Bakker & Chapple 2002). Restriksjoner kan ta mange former avhengig av transaksjonstypen, for eksempel fullstendig forbud, kvoter, deponering av beløp i sentralbank eller egentlig skatt. Noen land bruker forskjellige valutakurser for ulike typer transaksjoner.

Slutten av 1800-tallet var en periode med få restriksjoner på internasjonale finanstransaksjoner. De dominerende landene hadde fullt konvertible valutaer, dvs. innenlandsk valuta kunne uansett formål fritt veksles til utenlandsk. I tillegg var valutaene knyttet til gull (gullstandard) slik at vekslingskursene var helt stabile. Under verdenskrigene og depresjonen på 1930-tallet fikk mange land «valutamangel», og myndighetene opphevet konvertibiliteten for transaksjoner knyttet til både drifts- og kapitalbalansen.

Etter andre verdenskrig var det viktig å få i gang handelen, noe som krevde stabile valutaforhold. Til dette formålet ble Det internasjonale pengefondet (IMF) opprettet i 1945.⁹ Medlemsland må tilstrebe full driftsbalanskonvertibilitet og bruk av bare én valutakurs. IMF har global rekkevidde med sine 184 medlemsland per 1. februar 2003.

De vestlige landenes økonomiske samarbeidsorganisasjon, OECD, har gjennom lengre tid arbeidet for integrasjon av medlemslandenes finansmarkeder. Medlemslandene er forpliktet til å liberalisere alle kapitalbe-

vegelsler (OECD 2002). EU – og det europeiske økonomiske samarbeidet EØS, som Norge deltar i – går på enkelte områder lenger enn OECD og åpner blant annet for grenseoverskridende banktjenester.¹⁰ Andre samarbeidsorganisasjoner, blant andre ASEAN, søker å koordinere liberalisering av kapitalbevegelsene.

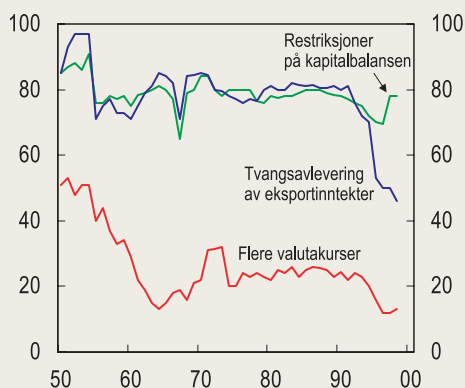
Figur 4 viser utviklingen siden 1950 i antall land som praktiserer ulike former for kapitalkontroll. Fra begynnelsen av 1990-tallet sees en vesentlig nedgang i andelen av IMFs medlemsland som opprettholder restriksjoner på internasjonale finanstransaksjoner. Industrielandene har utviklet tilnærmevis all kapitalkontroll, mens de fleste fremvoksende økonomier har beholdt noen restriksjoner. Gjenværende restriksjoner er i mange tilfeller lempet eller gjort mer markedsvennlige i løpet av 1990-tallet.

b) Omfang

Figur 5 viser en hyppig anvendt indikator, nemlig det daglige volumet av valutaveksling, rapportert av medlemslandene til Den internasjonale betalingsbanken BIS. Tallet er en rimelig approksimasjon av den globale valuta-handelen. Vekslingen økte eksponensielt fram til 1998. Fallet fra 1998 til 2001 skyldes euroens innføring og bortfall av veksling mellom de 12 deltakerlandene, men fallet betyr naturligvis ikke at den finansielle integrasjonen avtok mellom 1998 og 2001. Tallene i figur 5 omfatter ikke valutahandel utenfor børs (OTC) og i så måte under- vurderes omfanget av den faktiske valutavekslingen.¹¹

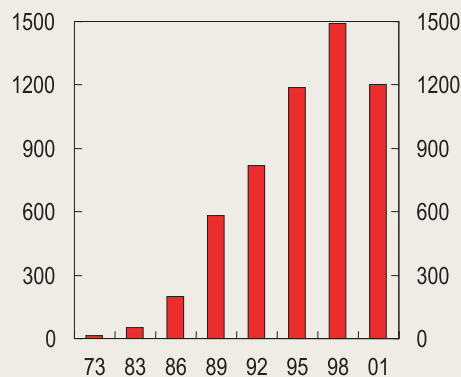
Det store vekslingsomfanget sier lite om endringer i fordringsposisjonen. Veksles én krone til euro og tilbake igjen, er det valutahandler for 2 kroner, men omfanget av norske fordringer på utlandet er uendret. Figur 6 viser brutto aktiva og brutto passiva som prosent av BNP for alle land i verden. Tallene er til dels anslått og svært usikre, noe som også viser seg ved at tallene for globale aktiva og passiva ikke er lik hverandre. Fordringene var betydelige

Figur 4. Land med kapitalkontroll, 1950-1998. Prosent av IMFs medlemsland



Kilde: IMF (2002) s. 168

Figur 5. Global daglig valutahandel, utvalgte år 1973-2001. Milliarder dollar



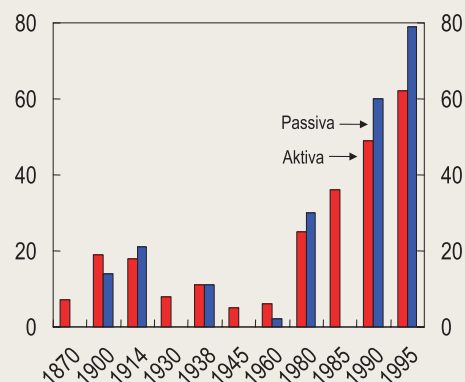
Kilder: Brunvatne & Vikøren (1996) s. 181 og BIS (2002)

⁹ Opplysningene om IMF er fra organisasjonens hjemmeside: www.imf.org/external/about.htm.

¹⁰ Se også Tveit m.fl. (1999) for en drøfting av Norges forpliktelser vedrørende liberalisering av kapitalbevegelsene.

¹¹ Den økende bruken av derivater og andre nye finansprodukter gjør det stadig vanskeligere å samle inn pålitelig statistikk (Garber 1998).

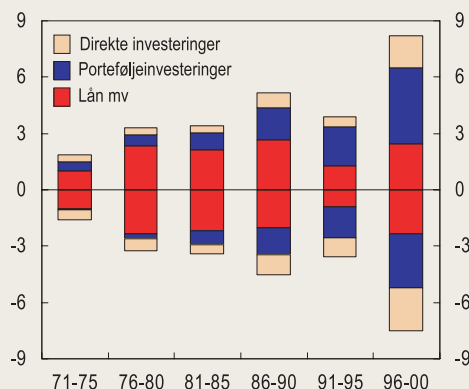
Figur 6. Brutto fordringsposisjon for hele verden, utvalgte år 1870-1995. Prosent av globalt BNP



Manglete søyle for passiva indikerer at data ikke er tilgjengelige dette året.

Kilde: Obstfeld & Taylor (2002) s. 22-24

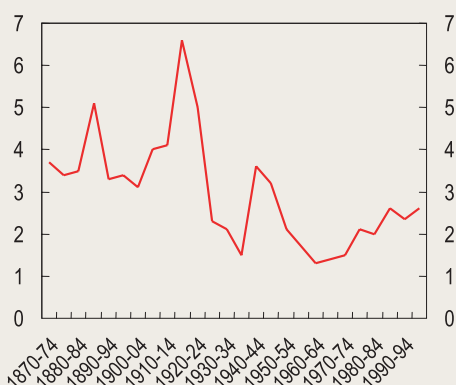
Figur 7. G7-landenes brutto kapitalstrømmer¹⁾, femårs gjennomsnitt 1971-2000. Prosent av landenes BNP



¹⁾ Positive verdier representerer kapitalinngang, negative verdier angir kapitalutgang

Kilde: Stæhr (2001) s. 3

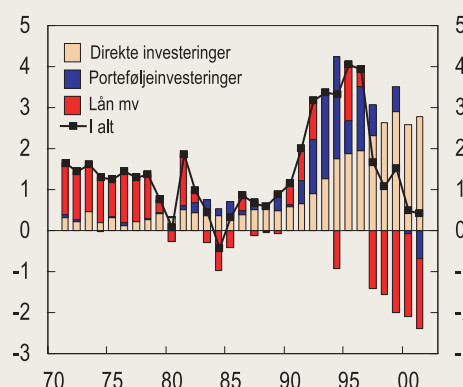
Figur 8. Indeks for omfang av netto kapitalstrømmer for 15 land¹⁾, femårsperioder 1870-1999. Prosent av BNP



¹⁾ Uvektet gjennomsnitt for 15 land av femårs gjennomsnitt av absolutt driftsbalansesaldo i prosent av BNP. De 15 landene er: Argentina, Australia, Canada, Danmark, Finland, Frankrike, Italia, Japan, Nederland, Norge, Spania, Storbritannia, Sverige, Tyskland og USA.

Kilder: Taylor (2002) s. 6. Egne beregninger for 1990-99 på grunnlag av data fra OECD og IMF

Figur 9. Netto privat kapitalinnngang til fremvoksende økonomier, 1971-2001. Prosent av landenes BNP



Kilder: IMF World Economic Outlook database, mai 2001 og sept. 2002, egne beregninger

før første verdenskrig, da europeiske land, spesielt Storbritannia, eksporterte kapital. I det etterfølgende halve århundret var kapitaloverføringen begrenset. De siste 10-20 årene har de globale fordringsposisjonene økt markert, hvilket primært avspeiler at de fleste industri-land har bygget opp betydelige aktiva og passiva.

De siste tiårenes fordringsøkning betyr også større kapitalstrømmer. Figur 7 viser utviklingen i brutto kapitalstrømmene til og fra de største industrilandene siden 1970. Både inngående og utgående kapitalstrømmer har økt markert, spesielt direkte investeringer og porteføljeinvesteringer.

Økende kapitalstrømmer avspeiler seg imidlertid ikke i tilsvarende nettooverføring av ressurser mellom land.

Figur 8 viser en hyppig anvendt indeks for netto kapitalstrømmer mellom 15 land. På slutten av 1800-tallet finansierte store driftsbalanseunderskudd moderniseringen av de nord- og søramerikanske landene, mens nettokapitaloverføringen mellom de 15 landene 100 år senere er betydelig lavere, målt som andel av landenes BNP.

Figur 9 viser privat nettokapitalinnngang til fremvoksende økonomier siden 1971. Ressursoverføringen er begrenset og kommer ikke før første halvdel av 1990-tallet over 2 prosent av fremvoksende økonomiers BNP. Det er betydelige svingninger i samlet kapitalinnngang, med store fall i forbindelse med Latin-Amerikas gjeldskrise på 1980-tallet og etter Asia-krisen i 1997. De siste 10 årene har de direkte investeringene økt markert. Fremvoksende økonomier avskjæres i perioder fra kapital og er i så måte ikke fullt integrerte i de internasjonale finansmarkedene.

c) Effekt

En mulighet for å måle globalisering av finansmarkedene er via avledede effekter på renten. Fullt integrerte finansmarkeder betyr at rentene i to land er identiske hvis det korrigeres for forventning om valutakursendring og risiko-premie (renteparitet). Samvarierende renteendringer kan dermed også være et tegn på integrasjon.

En omfattende litteratur undersøker gyldigheten av renteparitet. Renteforskjellen mellom de store landene var bemerkelsesverdig liten i perioden fra 1870 til første verdenskrig, vanligvis under 1 prosentpoeng. I den etterfølgende perioden og fram til om lag 1980 var det betydelige og varierende renteforskjeller, men deretter er renteforskjellene igjen forholdsvis små. Økonometriske analyser som tester om rentene i ulike land er kointegrerte, bekrefter dette bildet. Rentene i industriland har fulgt hverandre nært de siste 20 årene (se Obstfeld & Taylor 2002).¹²

Finansiell integrasjon betyr også at rentene på innenlandske og utenlandske («offshore») finansmarkeder er tilnærmalesvis like. Renteforskjellen mellom innenlandske og offshore dollarlån minket markert gjennom 1980-tallet, noe som avspeiler økende integrasjon (Mussa & Goldstein 1993). Forskjellen mellom rentene i fremvoksende økonomier og i USA er generelt større nå enn for hundre år siden, men til gjengjeld samvarierer rentene i ulike fremvoksende økonomier mer i dag. Fremvoksende økonomier er ikke fullt finansielt integrerte, men globale begivenheter har fått større betydning for rentedannelsen i disse landene (Mauro m.fl. 2000).

Avkastningen på aksjer i de store industrilandene samvarierer i økende utstrekning, mens dette i mindre grad gjør seg gjeldende for et utvalg av 22 land som inkluderer fremvoksende økonomier (Obstfeld & Taylor 2002). Konklusjonen er at industrilandenenes aksjemarkeder i økende grad er integrerte, mens dette trolig ikke er tilfellet for fremvoksende økonomier – kanskje som følge av informasjonsproblemer og små markeder.

Fullt integrerte finansmarkeder åpner i prinsippet for fullstendig frikopling mellom et lands sparing og investering, ettersom renten bestemmes utenfra (i hvert fall for små økonomier). Feldstein & Horioka (1980) undersøkte korrelasjonen mellom sparing og investering (som andel av BNP) for 21 OECD-land i perioden 1960-74. Korrelasjonskoeffisienten var tett på 1, dvs. at det var stort sett ingen frikopling, noe som er blitt oppfattet som et paradoks. En analyse over en lengre årrekke viser at korrelasjonen var relativt liten før første verdenskrig, høy i mellomkrigstiden og i Bretton Woods-perioden 1945-1970, men deretter klart fallende (Hogendorn 1998). Andre analyser bekrefter vår hypotese om økende integrasjon mellom industrilandenenes finansmarkeder spesielt de siste 10-20 årene (se også Mussa & Goldstein 1993). Til gjengjeld er det i litteraturen svært ulike estimater av korrelasjonen mellom inntekt og sparing i fremvoksende økonomier.

5. Arbeidskraft og migrasjon

a) Regler og lovgivning

På 1800-tallet var det få restriksjoner på migrasjon, og de «nye landene» i Nord- og Sør-Amerika og Oceania oppmuntret i perioder til innvandring (Bourguignon m.fl. 2002). Mot slutten av 1800-tallet innførte de fleste land restriksjoner på innvandring, ofte basert på innvandrernes opprinnelsesland (Williamson 1998). Verdenskrigene førte til ytterligere restriksjoner.

Siden andre verdenskrig har nesten alle land hatt betydelige restriksjoner på innvandring, for eksempel i form av direkte forbud, kvoter eller krav om familiebånd eller spesielle kvalifikasjoner. De kommunistiske landene forbød også utvandring. Mange land har regler som gir asylsøkere et rettskrav på asyl forutsatt at spesifikke kriterier er oppfylt, jf. FN's folkerettslige regler (The Economist 2002). De østeuropeiske landene har åpnet for utvandring og mottak av flyktninger på 1990-tallet. Internt i EØS er det etablert tilnærmalesvis fri bevegelighet, og USA har i en rekke enkelttilfeller gitt ulovlige innvandrere amnesti.

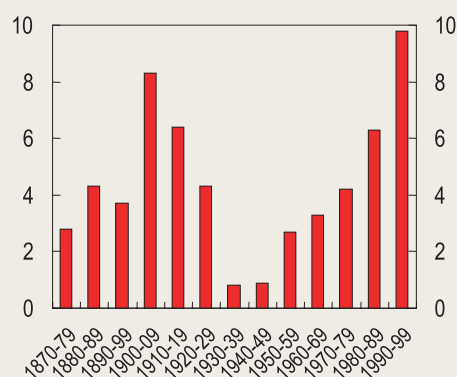
Samlet sett bød 1990-tallet på få endringer med hensyn til regulering av migrasjon. Det er få land som har liberale innvandringsregler, og arbeidsmarkeder er formelt – med unntak av blant annet EØS-området og enkelte oljestater – fortsatt nasjonale.

b) Omfang

Historisk er USA det viktigste innvandringslandet. Figur 10 viser innvandringen til USA siden 1870. Det halve århundret før første verdenskrig betegnes ofte som masseinnvandringens epoke. Selv om antall innvandrere var mindre enn på 1990-tallet, utgjorde innvandrerne en langt større andel av USAs befolkning (Mussa 2000). Hele det amerikanske kontinentet, Sibir, Oceania og Sør-Afrika tiltrakk innvandrere i perioden, primært fra Europa og Asia. Innen det britiske imperiet var det også betydelige folkeflytninger (Chiswick & Hatton 2002).

Etterkrigstiden førte til store endringer i migrasjons-

Figur 10. Innvandring til USA, 1870-1999.
Millioner per tiår



Kilde: Mussa (2000) s. 17

¹² Økende samvariasjon av for eksempel renter eller aksjeavkastning kan imidlertid også skyldes hyppigere eller kraftigere felles sjokk (se Obstfeld & Taylor 2002, Stæhr & Brunvatne 2002).

Tabell 2. Andel utlendinger* i utvalgte OECD-land, prosent av total befolkning

	Frankrike	Tyskland	Italia	UK	Norge	USA	Canada**	Japan
1990	6,3	8,4	1,4	3,2	3,4	7,9	16,1	0,9
1999	5,6	8,9	2,2	3,8	4,0	10,3	17,4	1,2

* For USA og Canada er utlendinger definert som personer født utenfor landet. For de øvrige landene er utlendinger definert som personer med utenlandsk statsborgerskap.

** For Canada er årstallene 1991 og 1996.

Kilde: OECD (2001) s. 281-282.

mønsteret. Europa endret status og ble en region med netto innvandring, samtidig som de tradisjonelle innvandringslandene fortsatt har stor tilgang, jf. tabell 2. Innvandringen består i økende grad av personer fra utviklingsland (Chiswick & Hatton 2002).

Et interessant utviklingsmønster er at bruttotallene for migrasjon i mange tilfeller øker mer enn endringer i netto-migrasjonen skulle tilsi. For eksempel har Norge siden 1970-tallet hatt nettoinnvandring, men likevel har brutto-utvandringen økt i perioden (SSB 2002).

c) Effekt

Omfattende migrasjon påvirker folketall og arbeidsstyrke i både utvandrings- og mottakerland. For eksempel ble den svenske arbeidsstyrken gjennom andre halvdel av 1800-tallet redusert med nesten 20 prosent, hvilket bidro til å redusere forskjellen mellom lønnsnivået i Sverige og USA. Tilsvarende konvergens er funnet for Storbritannia og Irland (O'Rourke 1996). Mye taler for at migrasjon spilte en avgjørende rolle for at de globale lønnsforskjellene falt fram til første verdenskrig (Williamson 1998). Migrasjon kan også ha betydelig effekt på inntektsfordelingen innen land med stor inn- eller utvandring.

Det er fortsatt store lønns- og inntektsforskjeller mellom land, og en mulig faktor er nettopp fravær av arbeidsmarkedsintegrasjon. Forskningen finner generelt at inntektsforskjeller er en viktig årsak til migrasjon (Rotte & Vogler 1998, Chiswick & Hatton 2002). Mer liberale innvandringsregler ville trolig øke migrasjonen fra fattige til rike land og bidra til å utjevne inntektsforskjeller mellom landene (Faini 2001). Det er imidlertid en risiko for «hjerneflukt», der høyt utdannede utvandrer fra fattige til rike land, med mulige negative effekter for fattige land.

6. Ideer, kunnskap og informasjon

a) Regler og lovgivning

Fra midten av 1800-tallet var det demokratisk styre med tilnærmet fri informasjonsflyt i toneangivende europeiske og nordamerikanske land. Etter andre verdenskrig var det ikke noen klar trend i retning frie styreformer og uhindret informasjonsflyt. De nye kommunistiske landene la mange restriksjoner på informasjonstilgangen. Mange tidligere kolonier ble selvstendige, men fikk etter en tid

autokratiske styreformer. Den amerikanske organisasjonen Freedom House anslår at bare 29 prosent av alle land hadde helt frie styreformer i 1972.¹³ På 1980-tallet innfører en rekke latinamerikanske og asiatiske land demokrati, mens mange tidligere kommunistiske land følger etter på 1990-tallet. Freedom House vurderer at 46 prosent av alle land hadde et helt fritt styresett i 2002. Også land med delvis autokratiske styreformer har innenfor det siste tiåret åpnet for friere informasjonsflyt, ikke minst overfor utlandet (Marthoz 1999).

b) Omfang

Spredning av religion, alfabeter og tallsystemer har en tusenårig historie, men informasjonsspredningen ble raskere på 1800-tallet på grunn av nye teknologier som dampskip, telegraf og telefon. De siste 20 årene har oppfinnelser som faks, mobiltelefon og ikke minst internett bidratt til enda raskere kunnskapsflyt. Mens prisene på informasjons- og kommunikasjonsteknologi (IKT) har falt, har informasjonsbruken økt betydelig (IMF 2001, kap. 3). FNs organisasjon for handel og utvikling, UNCTAD, anslår at telekommunikasjonsutstyr, computere og computerbrikker utgjorde 4,1 prosent av den globale vareeksporten i 1980, og hele 12,9 prosent i 2000.¹⁴ Tabell 3 viser den globale utbredelsen av radio, TV og internett.

c) Effekt

Globalisering av informasjonsflyten vurderes trolig positivt av de fleste og har i så måte verdi i seg selv. I tillegg kan ny IKT og raskere kunnskapsflyt tenkes å påvirke produktivitet og vekst i positiv retning, men anslag er nødvendigvis svært usikre (IMF 2001, kap. 3).

7. Utenlandsk eierskap og multinasjonale selskaper

a) Regler og lovgivning

Utenlandske privatpersoner eller bedrifter kan kjøpe seg innflytelse over innenlandske bedrifter ved direkte investeringer. Det kan være tale om nyetablering eller kjøp av en eksisterende bedrift. Kapitaloverføring fra utlandet regnes som direkte investering hvis det oppnås bestemmende innflytelse (vanligvis regnes det å gjelde ved eierskap av mer enn 10 prosent av aksjekapitalen).¹⁵

¹³ Data fra www.freedomhouse.org/research/freeworld/2002/xtracharts.pdf. Se også Freedom House (2002).

¹⁴ Opplysninger fra UNCTAD. Data er tilgjengelige på organisasjonens hjemmeside på adressen: www.unctad.org/templates/webflyer.asp?intitemid=2211&lang=1.

¹⁵ Lån til utenlandske datterselskaper og gjeninvestert fortjeneste regnes også som direkte investeringer.

Tabell 3. Antall radio- og Tv-apparater samt personer med tilgang til internett på verdensbasis, per 100 innbyggere

	1970	1980	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Radio	25	31	39	41	42	42	..	42	42	..	..
TV	8	13	21	23	24	24	25	27	27	..	..
Internett	..	..	..	0,4	0,9	2,5	3,7	4,8	7,4	9,1	10,0

Kilder: Data for antall radio og fjernsyn til og med 1997 fra UNESCOs hjemmeside: www.uis.unesco.org/en/stats/statistics/yearbook/tables/cultand-com/table_iv_s_3.html. Data for de følgende årene fra WDI (2000) s. 300, WDI (2001) s. 308 og WDI (2002) s. 318. Data for internettbrukere gjelder for desember eller siste tilgjengelige måned og er fra www.nua.ie/surveys/how_many_online/.

Direkte investeringer inngår i kapitalbalansen, men reguleres ikke nødvendigvis på samme måte som andre poster på kapitalbalansen. Før første verdenskrig var det få begrensninger på direkte investeringer, mens verdenskrigene førte til omfattende regulering. Etter andre verdenskrig liberaliserte industrilandene relativt raskt, blant annet etter tilskyndelse fra OECD, mens fremvoksende økonomier var mer tilbakeholdne (Bakker & Chapple 2002). Fremvoksende økonomier har gradvis åpnet for direkte investeringer, og på 1990-tallet søkte flere overgangsland aktivt å tiltrekke direkte investeringer ved hjelp av subsidier eller skattefrihet. Mange land opprettholder restriksjoner innen spesifikke sektorer, for eksempel militærindustri, landbruk og råstoffutvinning.

b) Omfang

Multinasjonale selskaper opererte allerede i kolonitiden. Før første verdenskrig var Storbritannia og Frankrike økonomiske makter med betydelige direkte investeringer i utlandet, spesielt i koloniene (Wiig 1999). Derimot besto Europas investeringer i USA hovedsakelig av porteføljeinvesteringer i denne perioden (Bordo m.fl. 1999).¹⁶

Omfanget av direkte investeringer tok seg bare langsomt opp etter andre verdenskrig. Med få unntak spilte multinasjonale selskaper en begrenset rolle i verdensøkonomien fram til ca. 1980, men har siden fått større betydning (Wiig 1999). G7-landenes direkte investeringer som andel av BNP har økt markert (jf. figur 7 i kapittel 4). Tallene for 1996-2000 påvirkes av uvanlig store bedriftsoppkjøp over grensene. Fusjoner og oppkjøp utgjorde om lag 50 prosent av alle direkte investeringer på slutten av 1980-tallet, men 80 prosent på slutten av 1990-tallet (Haaland m.fl. 2002). Figur 9 viser at direkte investeringer fra midten av 1990-tallet er blitt den viktigste formen for netto kapitalinngang til fremvoksende økonomier.

En økende beholdning av direkte investeringer betyr at en større andel av verdenshandelen finner sted internt i multinasjonale selskaper. Opp mot en tredjedel av verdenshandelen er handel mellom filialer av multinasjonale selskaper (Haaland m.fl. 2002).

Den geografiske eierstrukturen for de multinasjonale selskapene representerer et annet interessant utviklingstrekk. Mens den overveiende delen av selskapene tidligere var hjemmehørende i få industriland (blant andre Stor-

britannia og USA), er det nå multinasjonale selskaper med hovedsete i mange land. Koreanske bedrifter har etablert europeiske og amerikanske datterselskaper der biler og elektronikk produseres. Østeuropeiske selskaper har også begynt å etablere seg i andre land. Direkte investeringer krysser grensene i et stadig tettere siksakkmønster.

c) Effekt

Et multinasjonalt selskap er på sett og vis innbegrepet av globalisering fordi det innen bedriften finner sted grensekryssende bytte av varer, kapital, personell og teknologi. Direkte investeringer vil derfor kunne påvirke priser og mengder, som diskutert i tidligere kapitler. En omfattende litteratur drøfter om direkte investeringer er gunstigere enn tilsvarende investeringer i form av porteføljeplasseringer eller lån. Hovedpoenget her er nettopp om de kunnskapene og de internasjonale kontaktene som multinasjonale selskaper bringer inn i et land, sprer seg til innenlandske bedrifter og i så måte har positive eksterne effekter (Lim 2001). Et annet omdiskutert emne er mulige politiske konsekvenser av utenlandsk eierskap og multinasjonale selskaper.

8. Avsluttende merknader

Slutten av 1900-tallet vil blant økonomer bli husket for flere begivenheter: en historisk oppgangskonjunktur i USA, åpningen av Øst-Europas økonomier etter kommunismens sammenbrudd og finanskrisene i Asia og mange andre fremvoksende økonomier. Aller sterkest – men ikke uten sammenheng med disse begivenhetene – står kanskje inntrykket av en verden som ble globalisert og hvor nasjonale grenser fikk mindre betydning. Denne artikkelen har undersøkt om dette inntrykket er korrekt. (Se også vedlegg for en diskusjon av bakenforliggende årsaker.)

Siden midten av 1800-tallet har den globale økonomien gjennomgått tre distinkte perioder (Baldwin & Martin 1999, Bordo m.fl. 1999). Perioden fram til utbruddet av første verdenskrig var karakterisert av få formelle restriksjoner, raske teknologiske fremskritt innen transport og kommunikasjon og et stabilt pengesystem med Storbritannia som ankernasjon. Det var betydelig handel, kapitaleksport og migrasjon. Råvarer fra (datidens) fremvoksende økonomier ble eksportert til spesielt

¹⁶ I 1914 utgjorde beholdningen av direkte investeringer i USA om lag 3-4 prosent av BNP, mens det tilsvarende tallet var 1 prosent i 1960 og 16 prosent i 1996 (Bordo m.fl. 1999, s. 62).

Europa, og industrivarer kom i retur. De rike landene eksporterte kapital til utbygging av jernbaner, miner og plantaser i «den nye verden». Folk utvandret fra Europa til Amerika, Sibir, Sør-Afrika og Oceania.

Utviklingen ble avbrutt med første verdenskrig. Forsøk på å vende tilbake til det tidligere økonomiske systemet brøt sammen på 1920-tallet, og resultatet ble mer nasjonal isolasjonisme. Andre verdenskrig førte til ytterligere kutt av økonomiske bånd.

Perioden siden andre verdenskrig er en periode med gradvis økende integrasjon. Avgjørende nytt var etableringen av internasjonale organisasjoner som arbeidet for økonomisk samarbeid mellom land, blant andre GATT/WTO, IMF og andre FN-organisasjoner. Regionale organisasjoner har også fått økt betydning, spesielt innen handel.

Mindre beskyttelse i form av toll og andre restriksjoner har bidratt til en markert økning av verdenshandelen. Liberalisering og fremskritt innen IKT har ført til økende kapitalstrømmer og større spredning av formuer. Tross få endringer i lovene, har migrasjonen økt de siste tiårene. Multinasjonale selskaper har fått større betydning i verdensøkonomien. Kunnskap og ideer flyter raskere og mer globalt blandt annet på grunn av rimeligere IKT. Innenfor flere enkeltområder er det i dag meningsfullt å snakke om ett verdensmarked. Markeder for elektronikk, datautstyr og biler, visse finansielle produkter, arbeidstakere med spesialkompetanse (for eksempel oljeeksperter) samt programvare er i dag tilnærmedesvis globale.

Likevel er det områder hvor det i liten grad har funnet sted noen globalisering. Det er fortsatt mange restriksjoner på handel med landbruksvarer og tjenester. Mange land har ikke åpnet sine finansmarkeder, samtidig som skatteproblemer hindrer integrasjon og skaper vridninger. Innvandring reguleres i nesten alle land. Dessuten innebærer globalisering integrasjon på global skala. Mens nye regioner – Asia og etter hvert Øst-Europa – er blitt integrert i den globale økonomien, faller andre land utenfor. Dette gjelder spesielt de fattigste landene i Afrika, men også enkelte land i Latin-Amerika og Asia.

Er verden blitt globalisert, spurte vi i innledningen. Som ovenstående viser, er svaret et betinget ja. Likevel er dette ikke et nytt trekk, men en fortsettelse av en utvikling siden andre verdenskrig. På 1990-tallet ble tendensen mer markert, blant annet fordi nye regioner fikk innpass i den globale økonomien.

Den nåværende utviklingen representerer imidlertid en «dypere» form for globalisering enn vi har sett tidligere. Handelen har økt, og i betydelig grad i form av halvfabrikata mellom bedrifter i ulike land, slik at produksjonsprosesser i ulike land er blitt internasjonalt integrerte. Nettokapitalstrømmene (målt i forhold til BNP) er i dag ikke større enn for 100 år siden, men bruttostrømmene har økt markert. Tidligere var noen land utvandringsland og andre innvandringsland, men nå er vandringsmønsteret mer komplisert, og folk vandrer i økende grad inn og ut

av samme land. Kunnskap spres med økende fart, og informasjon strømmer både til og fra tilnærmedesvis alle områder i verden. Direkte investeringer hadde tidligere hovedsakelig én retning, mens det i dag er et tett nett av investeringer fram og tilbake mellom land.

For alle integrasjonskanalene kan en litt overforenklet si at mens de globale «nettostrømmene» ikke har endret seg markert, har «bruttostrømmene» økt sterkt innenfor de siste 10-20 årene (se også Baldwin & Martin 1999, Bordo m.fl. 1999). Strømmene beveger seg i økende grad i sikksakk-mønster. Grensene har fått mindre betydning, og de økonomiske kontaktene er blitt mer gjensidige. I så måte er verden blitt mer globalisert enn noen gang tidligere.

Litteratur

- Bakker, Age & Bryan Chapple (2002): «Advanced country experiences with capital account liberalization», *Occasional Paper*, nr. 214, International Monetary Fund.
- Baldwin, Richard & Philippe Martin (1999): «Two waves of globalisation: Superficial similarities, fundamental differences», i Horst Siebert (red.): *Globalization and labor*, Mohr Siebeck.
- Bhagwati, Jagdish (2002): «Globalization and appropriate governance», WIDER Annual Lectures, nr. 4. Kan lastes ned fra www.wider.unu.edu.
- BIS (2002): «Foreign exchange and derivatives market activity in 2001», Bank of International Settlements, www.bis.org/publ/rpfx02t.pdf.
- Bordo, Michael, Barry Eichengreen & Douglas Irwin (1999): «Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?», NBER Working Paper, nr. 7195.
- Bourguignon, Francois m.fl. (2002): «Making sense of globalisation. A guide to the economic issues», CEPR *Policy Paper*, nr. 8.
- Brunvatne, Kari-Mette & Birger Vikøren (1996): «Bør vi være bekymret for den kraftige veksten i de internasjonale finansmarkedene», *Norsk Økonomisk Tidsskrift*, bind 110, s. 177-198.
- Chiswick, Barry & Timothy Hatton (2002): «International Migration and the Integration of Labor Markets», IZA Discussion Paper, nr. 559.
- Clemens, Michael & Jeffrey Williamson (2002): «Why did the tariff-growth correlation reverse after 1950?», NBER Working Paper, nr. 9181.
- Crafts, Nicholas (2000): «Globalization and growth in the twentieth century», i *World Economic Outlook Supporting Studies*, International Monetary Fund.
- Dunning, John (red., 2002): *Regions, globalization, and the knowledge-based economy*, Oxford University Press.
- EBRD (2001): *Transition Report 2001*, European Bank for Reconstruction and Development.
- The Economist (2002): «The longest journey», *The Economist*, vedlegg, 2. november.

- Faini, Riccardo (2001): «Development, trade, and migration», bakgrunnspapir, Verdensbanken.
- Feenstra, Robert (1998): «Integration of trade and disintegration of production in the global economy», *Journal of Economic Perspectives*, bind 12, nr. 4, s. 31-50.
- Feldstein, Martin & Charles Horioka (1980): «Domestic saving and international capital flows», *Economic Journal*, bind 90, s. 314-29.
- Findlay, Ronald & Kevin O'Rourke (2001): «Commodity market integration, 1500-2000», NBER Working Paper, nr. 8579.
- Freedom House (2002): *Freedom in the world 2002: Freedom gains despite global Threats*, Freedom House.
- Garber, Peter (1998): «Derivatives in international capital flows», NBER Working Paper, nr. 6623.
- Haaland, Jan m.fl. (2002): «Assessing the economic interdependence between states and regions: Risks and benefits», Globaliseringsprosjektet, rapport nr. 13, Utenriksdepartementet.
- Hogendorn, Christiaan (1998): «Capital mobility in historical perspective», *Journal of Policy Modeling*, bind 20, nr. 2.
- Hufbauer, Gary, Erika Wada & Tony Warren (2002): «The Benefits of Price Convergence: Speculative Calculations», Policy Analyses in International Economics, nr. 65, Institute for International Economics.
- IMF (2000): *World Economic Outlook*, mai 2000, International Monetary Fund.
- IMF (2001): *World Economic Outlook*, oktober 2001, International Monetary Fund.
- IMF (2002): *World Economic Outlook*, september 2002, International Monetary Fund.
- Krugman, Paul (1993): «Regionalism versus multilateralism: Analytical notes», i de Melo, Jaime & Arvind Panagariya (red.): *New Dimensions in Regional Integration*, Cambridge University Press.
- Lim, Ewe-Ghee (2001): «Determinants of, and the relation between, foreign direct investment and growth: a summary of the recent literature», IMF Working Paper, nr 01/175.
- Maddison, Angus (1995): *Monitoring the world economy 1820-1992*, OECD.
- Marthoz, Jean-Paul (1999): «Freedom of the media», *World communication and information report 1999-2000*, Unesco Publishing.
- Masson, Paul (2001): «Globalization facts and figures», IMF Policy Discussion Paper, nr. 01/4.
- Mauro, Paulo, Nathan Sussman & Yishay Yafeh (2000): «Emerging market spreads: Then versus now», IMF Working Paper, nr. 00/190.
- Mundaca, Gabriela & Jon Strand (2002): «Globaliseringen og norsk økonomi», Makt- og demokratiutredningen 1998-2003, Rapportserien, nr. 38.
- Mussa, Michael (2000): «Factors driving global economic integration» i *Global economic integration: opportunities and challenges*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Mussa, Michael & Morris Goldstein (1993): «The integration of world capital markets», i *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 245-330.
- Norman, Victor (1993): *Næringsstruktur og utenrikshandel*, Universitetsforlaget, Oslo.
- Obstfeld, Maurice & Alan Taylor (2002): «Globalization and capital markets», NBER Working Paper, nr. 8846.
- OECD (2001): *Trends in International Migration*, SOPEMI, OECD.
- OECD (2002): «Overview to the OECD codes of liberalisation», OECD.
- O'Rourke, Kevin (1996): «Trade, migration and convergence: An historical perspective», CEPR Discussion Paper, nr. 1319.
- O'Rourke, Kevin & Jeffrey Williamson (2002): «When did globalization begin?», *European Review of Economic History*, bind 6, nr. 1, s. 23-50.
- Parsley, David & Shang-Jin Wei (2001): «Explaining the border effect: The role of exchange rate variability, shipping costs, and geography», *Journal of International Economics*, bind 55, nr. 1.
- Parsley, David & Shang-Jin Wei (2002): «Currency arrangements and goods market integration: A price based approach», memo, The Brookings Institution.
- Rogers, John, Gary Hufbauer & Erika Wada (2001): «Price level convergence and inflation in Europe», Institute for International Economics Working Paper, nr. 01-1.
- Rogers, John & Hayden P. Smith (2001): «Border effects within the NAFTA countries», International Finance Discussion Papers, nr. 698, Board of Governors of the Federal Reserve System
- Rotte, Ralph & Michael Vogler (1998): «Determinants of international migration: Empirical evidence for migration from developing countries to Germany», CEPR Discussion Paper, nr. 1920.
- SOPEMI (2001): *Trends in international migration*, OECD.
- SSB (2002): Flyttinger fra og til utlandet, www.ssb.no/emner/02/02/20/flytting/tab-2002-08-27-02.html.
- Stæhr, Karsten (2001): «Globalisering og internasjonale finanskriser», *Hvor Hender Det?* (NUPI), nr. 1.
- Stæhr, Karsten & Kari-Mette Brunvatne (2002): «Internasjonal smitte av finanskriser – en oversikt over teori og erfaringer fra 1990-tallet», *Norsk Økonomisk Tidsskrift*, bind 116, nr. 1.
- Taylor, Alan (2002): «A century of current account dynamics», NBER Working Paper, nr. 8927.
- Tranøy, Bent (1997): «Globalisering - hele verden som nabo», *Hvor Hender Det?* (NUPI), nr. 20.
- Tranøy, Bent & Øyvind Østerud (red., 2001): *Mot et globalisert Norge?*, Gyldendal Akademisk.
- Tveit, Yngvar m.fl. (1999): *Valutareguleringer og internasjonale finanskriser*, rapport utarbeidet av en arbeidsgruppe, Finansdepartementet, Oslo.
- WDI (x): *World development indicators*, Verdensbanken. x angir årstall.

Wiig, Henrik (1999): «How much globalisation? Reassessing the growth of international trade and investment in the OECD», NUPI rapport, nr. 241.

Williamson, Jeffery (1998): «Globalization, labor markets and policy backlash in the past», *Journal of Economic Perspectives*, bind 12, nr. 4, s. 51-72.

WTO (2002): *International trade statistics 2002*, World Trade Organisation.

[Internettadresser gyldige per 4. februar 2003.]

Vedlegg: Hvorfor globalisering?

Det er to hovedforklaringer på globaliseringen, nemlig teknologisk utvikling og politiske beslutninger om liberalisering og markedsåpning. Mer presist er spørsmålet hvilken av de to forklaringene som har størst betydning for økningen i handel, kapitalstrømmer og multinasjonalt eierskap, jf. kapitlene 3-7. Dette vedlegget redegjør for den overordnede diskusjonen (Mussa 2000).

Den teknologiske utviklingen har gjennom århundrer gjort transport og kommunikasjon billigere. Indikatorer for kostnadsutviklingen er vist i tabell V1. Mens kostnaden ved sjøtransport har endret seg lite siden 1960, har flytransport og særlig telekommunikasjon falt markert i pris. I 1996 utgjorde flyfrakt 19 prosent av USAs importverdi og nesten en tredjedel av eksportverdien (Bordo m.fl. 1999, s. 17). Bedre kommunikasjonsmidler reduserer informasjons- og transaksjonskostnadene. Det har fremmet internasjonale finanstransaksjoner og muligheten for å legge produksjon til utlandet.

Den teknologiske utviklingen kan imidlertid også indirekte fremme globalisering via strukturendringer. Ved en rekke «nye» produkter er det så vesentlige stor-driftsfordeler at den globale produksjonen må samles på ganske få enheter. Dette gjelder for eksempel fly, computerprogrammer, elektroniske kretsløp og noe teleutstyr. Teknologiske fremskritt kan altså forårsake konsentrasjon av produksjonen og føre med seg handel, kapitalstrømmer og kunnskapsoverføring (Feenstra 1998).

Liberalisering og politikktiltak som understøtter markeds-tilgang, er den andre faktoren som kan påvirke omfanget av grensekryssende transaksjoner. Som omtalt har det særlig innen handel og kapitalbevegelser funnet sted liberalisering.

Det er vanskelig å trekke konklusjoner om den relative betydningen av de to forklaringene. Mye taler imidlertid for at liberaliseringstiltak har hatt vesentlig betydning. Teknologisk utvikling innen transport og IKT har gjort handel, kapitalflyt og migrasjon rimeligere, men de samme teknologiene kan også brukes til å hindre bevegelser

over grensene. For eksempel taler mye for at økningen i industrilandenenes brutto kapitalstrømmer i betydelig grad skyldes liberalisering av kapitalbevegelsene siden 1970-tallet (Obstfeld & Taylor 2002).

I denne sammenhengen må en understreke samspillet mellom innovasjon og politikk (Mussa 2000). For eksempel kan innovasjoner nødvendiggjøre ny regulering eller endret håndhevelse hvis «beskyttelsesnivået» skal opprettholdes. Velger myndighetene å ikke innføre nye regler eller kanskje liberalisere, kan dette åpne for enda en runde med innovasjoner. Utviklingen på finansmarkedene siden 1980 avspeiler trolig i betydelig grad dette samspillet mellom teknologi og politikktiltak.

Andre faktorer enn teknologisk utvikling har også stimulert til liberalisering og markedsåpning. Gunstige erfaringer med deregulering, blant annet i USA, har hatt betydning. Utilfredsstillende økonomiske resultater i Latin-Amerika og de tidligere kommunistiske landene svekket samtidig støtten til isolasjonisme. Det spiller også inn at mange land i Øst-Europa, Latin-Amerika og Asia etablerte demokrati i denne perioden. For en rekke land i Øst-Europa har ønsket om liberalisering og åpning mot utlandet vært et uttalt politisk mål, blant annet for å bryte med tidligere kommunistisk ideologi og knytte bånd til Vest-Europa.

Etableringen av regionale og internasjonale samarbeidsfora har også spilt inn. Institusjoner som EU, WTO, OECD, IMF osv. har ført til økt internasjonalt samarbeid og gjort det lettere å koordinere liberalisering og åpning av økonomiene. Handelskonflikter og uenigheter kan løses i disse fora, noe som reduserer sannsynligheten for isolasjonisme og andre politiske tilbakeslag (Bordo m.fl. 1999).

Mussa (2000) understreker at innovasjoner og markedsåpning bare fører til større transaksjonsomfang hvis befolkningen faktisk etterspør produkter fra utlandet. Åpning for import av thailandske biller vil trolig ikke føre til noen stor norsk import av denne delikatessen!

Tabell V1. Realpris for ulike transport- og kommunikasjonstjenester i USA, indeks 1960 = 100

	1920	1930	1940	1950	1960	1970	1980	1990	2000
Sjøtransport	357	232	239	136	100	104	89	107	110
Fly, passasjertransport	..	283	192	125	100	67	42	46	47
Telefon, New York – London	..	..	..	..	100	69	10	7	1,4

Kilde: Masson (2001) s. 5-6. Transportpriser oppdatert for 2000 fra IMF (2002) s. 116, egne beregninger

Finanskriser og sammensetningen av ekstern gjeld

Jon Bergundhaugen, rådgiver i Avdeling for verdipapirmarkeder og internasjonal finans¹

Det har vært flere finansielle kriser internasjonalt det siste tiåret. Krisene er ofte utløst ved at kapitalinngangen til et land brått stopper opp og snur til utgang. En stor del av kapitalinngangen består av gjeldssøkning i form av banklån eller utstedelse av obligasjoner og sertifikater.² Denne artikkelen belyser sammenhenger mellom forløpet av finanskriser og sammensetningen av de berørte landenes eksterne gjeld. Gjelden deles opp etter to dimensjoner: løpetid og type kredittkilde.³

Kortsiktig gjeld fra utenlandske banker blir i en krisesituasjon trukket tidlig ut, og dette kan bidra til å akselerere kriseforløpet, uavhengig av gjeldssammensetningen for øvrig. Slik gjeld er også vanligvis knyttet til finansielle mellomledd innenlands og har derfor bidratt til å trekke finansiell sektor inn i krisene. På den annen side er bankgjeld enklere å restrukturere enn obligasjonsgjeld. Bedre kapitaldekningsregulverk vil kunne redusere problemene knyttet til ekstern bankgjeld. Helt entydige konklusjoner om gjeldssammensetning og kriseforløp kan ikke trekkes, fordi en rekke økonomiske og politiske faktorer spiller ulikt inn i hvert tilfelle.

1. Innledning

Banklån er ofte mer kortsiktige enn obligasjonslån, og kan derfor trekkes tilbake raskere. Dette kan ha stor betydning for hvordan en finansiell krise rammer økonomien, graden av smitte til andre land, konsekvenser for det finansielle systemet og hvor lenge problemene varer. Erfaringen er at de kortsiktige kapitalstrømmene er spesielt prosykliske ved negative sjokk og kan forsterke økonomiske nedgangstider i utsatte land (Verdensbanken 2000). Når eksterne banklån formidles gjennom det nasjonale bankvesenet, kan det gi høy likviditets- og valutarisiko.

Obligasjonsgjeld er på sin side vanligvis knyttet direkte til et stort antall långivere og innebærer derfor en større spredning av risikoen til långivere utenfor finansiell sektor. Uro i obligasjonsmarkedet slår ut i økte rentebetalinger til utlandet, eventuelt også kapitaltørke, først når behovet for refinansiering eller nye lån blir vesentlig.

Når en krise har oppstått, vil det i tilfellet med bankgjeld normalt være et begrenset antall aktører som skal bli enige om hvordan gjelden kan restruktureres og videreføres. Det kan gjøre det lettere å komme til enighet og dermed også gi landet mulighet til å normalisere den økonomiske situasjonen. Når det gjelder obligasjonslån, vil imidlertid det store antall långivere gjøre det vanskeligere å komme fram til en konstruktiv håndtering av gjeldsmassen. Dette øker den enkelte kreditors insentiv til å forfølge egne interesser, uavhengig av en «kollektiv fornuft».

Artikkelen drøfter tre aktuelle «kriseområder»: Sørøst-Asia, Russland og Sør-Amerika. Landene som analyseres, er Sør-Korea, Thailand, Russland, Argentina og Brasil. Sør-Korea og Thailand vurderes samlet, mens krisene i Brasil (1998/99) og Argentina drøftes hver for

seg. Først gis det en gjennomgang av kriser og gjeldsforhold i de tre områdene. Deretter diskuteres felles-trekk og ulikheter. Avslutningsvis drøftes også det eksisterende regelverket for kapitaldekning som mulig årsak til gjeldssammensetning, og aktuelle tiltak for å redusere problemene med ustabil kapitalinngang.

Diskusjonen i denne artikkelen fokuserer kun på gjeld som en mulig forklaring på enkelte trekk ved de krisene som analyseres. Det må understrekes at krsedynamikk også avhenger av en rekke andre faktorer. Et viktig poeng er likevel at gjeldens sammensetning mer generelt kan påvirke et lands sårbarhet for skift i kreditorenes oppfatning av landets kredittverdighet.

2. Sammensetningen av kapitalbevegelsene til noen fremvoksende økonomier

Fra 1990 og fram til Asia-krisen i 1997 ble utestående gjeld med løpetid under ett år, fra banker i industrialiserte land⁴ til fremvoksende økonomier, nær tredoblet. Veksten var raskest i Sørøst-Asia og Latin-Amerika. Fram til omtrent 1995 falt imidlertid andelen av direkte bankfinansiering i fremvoksende økonomiers samlede utenlandsgjeld, til fordel for direkte investeringer og obligasjonsgjeld. Veksten i kortsiktig bankgjeld var altså lavere enn veksten i andre typer finansiering, og den mer langsiktige bankgjelden gikk klart tilbake i samme periode. I løpet av 1990-årene økte fremvoksende økonomiers utestående obligasjonsgjeld fra 1169 til 4499 milliarder amerikanske dollar. I forhold til dette generelle bildet har det imidlertid vært store variasjoner i de enkelte lands gjeldssammensetning. I det følgende gjennomgås utviklingen for noen land som har hatt kriser det siste tiåret.

¹ Takk til Gunnvald Grønvik, Arild J. Lund, Knut Sandal, Karsten Stæhr, Bent Vale og Pål Winje for svært nyttige kommentarer til tidligere utkast.

² Andre former for kapitalinngang omtales ikke i artikkelen. Gjeld til utenlandske banker omfatter gjeld til nasjonale filialer av disse. Gjeldsbegrepet i artikkelen tilsvare eksterne gjeld slik det vanligvis defineres, med unntak av offentlige lån, se fotnote 3.

³ Artikkelen tar utgangspunkt i den internasjonale finansmarkedsstatistikken fra Bank for International Settlements (BIS). Obligasjonsstatistikken og nyere bankstatistikk er kvartalstall, mens bankstatistikk fram til 2000 er halvårlig. Statistikken omfatter ikke lån gitt fra internasjonale institusjoner.

⁴ Omfatter banker som rapporterer til BIS. For alle praktiske formål dekker de rapporterende banker alle internasjonale banklån.

a) Sørøst-Asia: Sør-Korea og Thailand

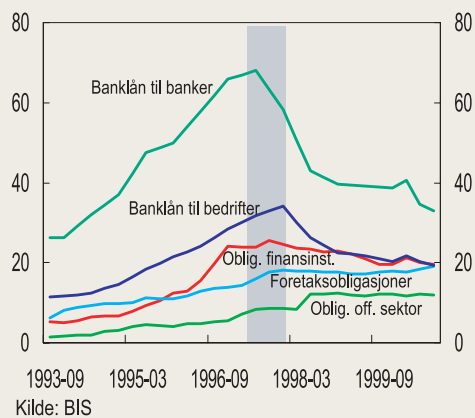
Asiakrisen fant sted i 1997-98. Kapitalinngang og over-investeringer tidlig på 1990-tallet ble snudd til kapital-utgang og press på landenes faste valutakurser. Thailand var det første landet som ga opp den faste valutakursen og slapp sin valuta fri i juli 1997. Devalueringsforventningene økte dermed ytterligere også for andre valutaer i regionen. Sør-Korea gav opp forsvaret av sin valuta i november samme år. Berg (1999) gir en kronologisk gjennomgang og bred diskusjon av Asia-krisen.

Både i Sør-Korea og Thailand kom det meste av kapitalinngangen på 1990-tallet i form av banklån, jf. figur 1 og 2.⁵ I Sør-Korea kom en dominerende del av dette i form av at nasjonale banker lånte fra utenlandske banker.⁶ Men i stor grad lånte utenlandske banker også direkte til koreanske foretak. I Thailand var disse to gruppene av låntakere omvendt rangert, men til sammen enda mer dominerende i forhold til andre låntakere. Fordelingen

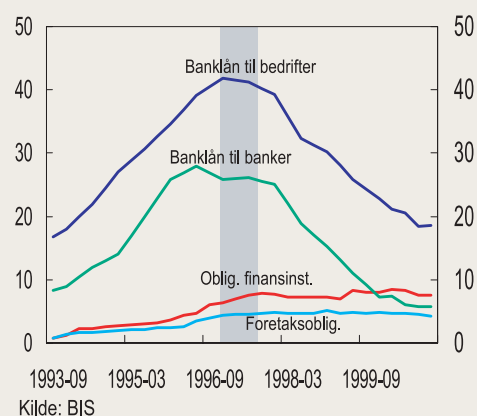
mellom kredittkildene holdt seg relativt stabil i begge landene helt til krisen inntraff.

Banklånene var i stor grad kortsiktige, og utestående lån med gjenstående løpetid under ett år økte raskt under oppgangen først på 90-tallet i begge landene, se figur 3 og 4. De innenlandske bankene var som nevnt mellomledd mellom internasjonale långivere og produksjonsbedriftene. Som det fremgår av figurene, gjaldt dette særlig i Sør-Korea. Lånene til innenlandsk næringsliv hadde lengre løpetid enn innlånene fra utlandet, og bankene opererte derfor med høy likviditetsrisiko. I tillegg pådro bankene seg valutarisiko, som skyldtes høy opplåning i fremmed valuta og mangelfull valutasikring basert på tillit til fastkursregimene. Dessuten kan låneprosjektene generelt ha vært for lavt priset i forhold til risikoen (BIS 1998a). Alle disse faktorene gjorde at bankene senere ble trukket direkte inn i krisen. Tidlig i 1996 bestod 57 prosent av den koreanske utenlandsgjelden av banklån med løpetid

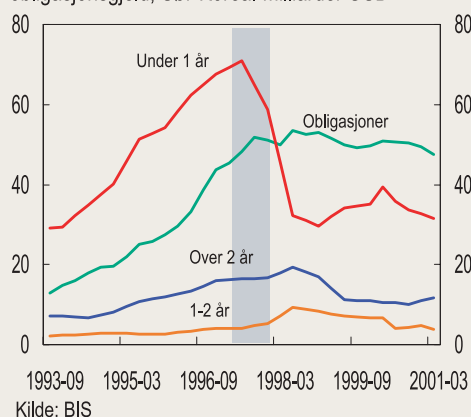
Figur 1 Sammensetning av ekstern gjeld i Sør-Korea etter kilde. Milliarder USD



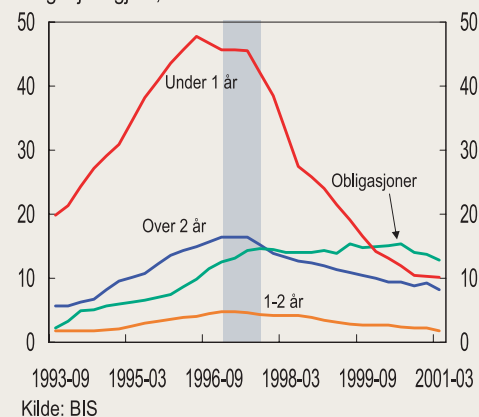
Figur 2 Sammensetning av ekstern gjeld i Thailand etter kilde. Milliarder USD



Figur 3 Ekstern bankgjeld etter løpetid, samt obligasjonsgjeld, Sør-Korea. Milliarder USD



Figur 4 Ekstern bankgjeld etter løpetid, samt obligasjonsgjeld, Thailand. Milliarder USD



⁵ I figurene 1-11 er en periode på 3 måneder før og etter krisen (opphevet av valutaordning) markert. Unntaket er figur 5, der etårssperioden mars 1997 til mars 1998 er markert. Kategoribetegnelsene er forenklet. Eksempler: «Banklån til banker» betyr lån fra utenlandske til innenlandske banker. «Oblig. finansinst.» betyr obligasjoner utstedt av innenlandske finansinstitusjoner i det internasjonale obligasjonsmarkedet.

⁶ I figurene over gjeldssammensetning er de minste kategoriene utelatt av hensyn til lesbarhet. Dette gjelder også gjeldspapirer med løpetid mindre enn ett år (sertifikater).

på under ett år, mens det samme tallet for Thailand var 63 prosent.

Figur 5 viser hvordan kapitalinngangen gjennom bank- og obligasjonslån til Sør-Korea og Thailand bremsset raskt opp og snudde i perioden 1996-97. Dette skjedde parallelt i de to landene.⁷ I løpet av siste halvår 1997 falt den utestående gjelden til utlandet med vel 16 % både i Thailand og Sør-Korea. Denne reverseringen var spesielt alvorlig, fordi den økonomiske veksten i stor grad var drevet av investeringer finansiert utenfra. De foregående figurene viser at det særlig var banklånene som ble redusert i forhold til andre typer lån. Eksterne banklån til foretakssektoren falt ikke like kraftig i Sør-Korea som i Thailand, noe som kan støtte hypotesen om at denne krisen i større grad var relatert til finansiell sektor og ikke like mye til fundamentale makroøkonomiske forhold.

b) Russland

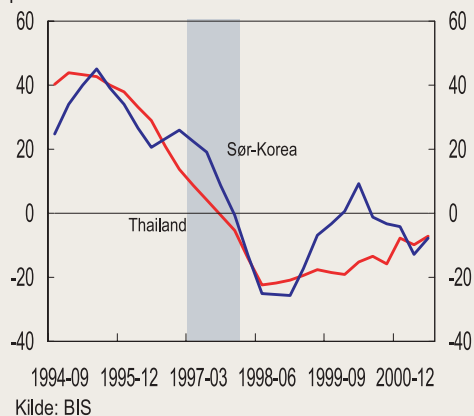
Den russiske krisen ble i stor grad skapt av store offentlige budsjettunderskudd, ikke minst på grunn av svært dårlig skatteinngang opp gjennom 1990-tallet.⁸ Gjennom hele perioden bygget banker og private selskaper opp stor gjeld til utlandet. Statens svake finansielle stilling skapte frykt for betalingsproblemer og devaluering, noe som førte til tørke i kapitalinngangen og kraftig fall i valutareservene. Den 17. august 1998 erklærte russiske myndigheter betalingsstans på privat utenlandsgjeld og restrukturering av statsgjeld, og sentralbanken intervenerte ikke lenger for å fastholde rubelens internasjonale verdi.

Private aktører i den tidlige russiske markedsøkonomien fikk i stor grad utenlandsfinansiering gjennom at nasjonale banker lånte inn penger fra utenlandske banker og kanaliserte dette videre, se figur 6. Dette var i stor grad lån gitt med offentlige garantier fra nasjonale myndigheter i långiverlandene. I 1998 hadde for eksempel tyske banker 31 milliarder USD i fordringer på Russland, hvorav 60 prosent var gitt med offentlige garantier, se Lund (1998). Statens eksterne låneopptak var relativt lavt helt fram til 1996. IMF etablerte imidlertid en fast låneavtale med Russland i 1995. Denne lånemuligheten ble senere utvidet i 1996 og i juni 1998.

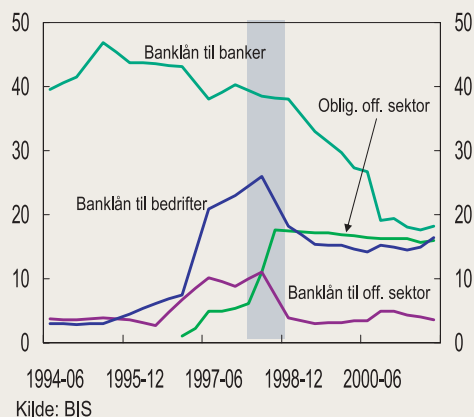
De russiske bankenes rolle i formidlingen av kreditt falt gradvis, særlig fra 1995 da bedrifter begynte å låne mer direkte fra utenlandske banker. Fram til midten av 1996 utgjorde de innenlandske bankenes innlån over 80 prosent av all ekstern gjeld, men andelen var innen utgangen av 1997 falt ned mot 45 prosent. Sviktende internasjonal tillit til bankene var trolig en viktig drivkraft, jf. BIS (1998b). Veksten i kreditt til russiske foretak fortsatte helt fram til krisen. Figur 6 viser også at finansieringen av statens budsjettunderskudd etter hvert ble lagt ut i det internasjonale obligasjonsmarkedet.⁹

Som det fremgår av figur 7 begynte reduksjonen i kortsiktig bankinnlån allerede ett år før krisen var et

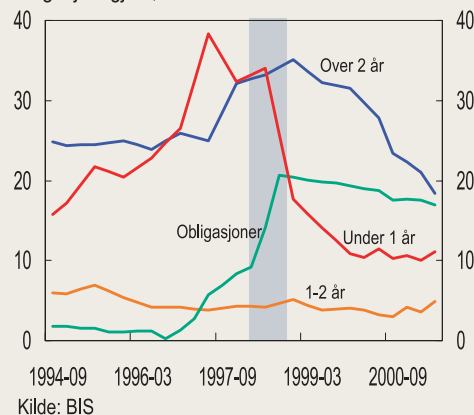
Figur 5 Bank- og obligasjonsgjeld. Årlig endring i prosent



Figur 6 Sammensetning av ekstern gjeld i Russland etter kilde. Milliarder USD



Figur 7 Ekstern bankgjeld etter løpetid, samt obligasjonsgjeld, Russland. Milliarder USD



⁷ Likevel ble krisen først klart synlig i Thailand.

⁸ For en grundig gjennomgang av krisen i Russland, se Stæhr (1999).

⁹ Sommeren 1998 ble dessuten store mengder innenlandske statssertifikater konvertert til dollardenominerte obligasjoner med 7 og 20 års løpetid, noe som økte mengden ekstern obligasjonsgjeld kraftig.

faktum.¹⁰ Fra første til tredje kvartal 1998 ble disse lånene nær halvert. Banklån med lengre løpetid fortsatte imidlertid å vokse, også under og rett etter krisen. Dette skjedde parallelt med at russiske bankers rolle som formidlere av kapitalinngang avtok (jf. figur 6).

Figurene 6 og 7 sammenholdt viser at fallet i kortsiktige banklån i stor grad går sammen med fallet i lån gitt direkte til bedrifter og til staten. Russiske bankers opplåning i utenlandske banker falt mindre i denne perioden. Dels kan dette forklares med at mye av bankenes utenlandsopplåning var dekket av statlige garantier i långiverlandene. Mer generelt er dette et eksempel på at likviditetsproblemer knyttet til kortsiktig gjeld til utenlandske banker ikke alltid rammer finansiell sektor sterkest. Også foretakssektoren kan komme i lignende problemer, dersom finansiell sektor ikke har noen sterk rolle som mellomledd.

c) Latin-Amerika

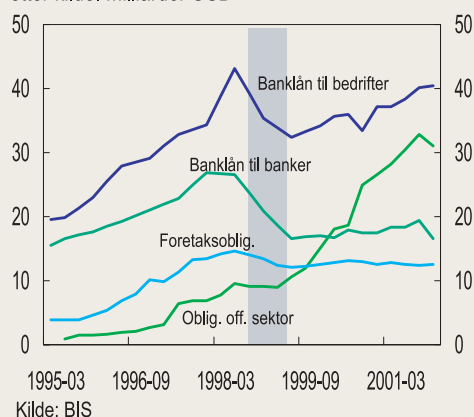
Krisene i Argentina (2001/02) og Brasil (1998/99) kan ikke uten videre betraktes under ett. De fant sted til ulik tid og i ulike internasjonale sammenhenger. Krisen i Brasil hevdes ofte i stor grad å ha vært et utslag av smitte fra Russland gjennom globale investorer. Krisen i Argentina var mer relatert til indre økonomiske forhold. Når det gjelder utenlandsgjeld har de to krisene likevel interessante fellestrekk.

Brasil¹¹

Krisen i Russland sommeren 1998 og sammenbruddet i det store amerikanske hedge-fondet Long Term Capital Management (LTCM) i september samme år skapte stor uro i finansmarkedene over hele verden. Dette var trolig viktige årsaker til at også Brasil opplevde stor kapitalutgang. De høye rentene som fulgte i forsvaret av landets «crawling peg» fastkurspolitikk skapte store problemer innenlands og tvil om landet ville kunne holde depresieringen innenfor en kontrollert rate over tid. Samtidig økte utgiftene til betjening av statsgjelden. Fallet i valuta-reservene svekket tilliten til valutaen, og valutakursmålet ble forlatt i januar 1999. Valutaen depresierte deretter 41 prosent på 17 dager.

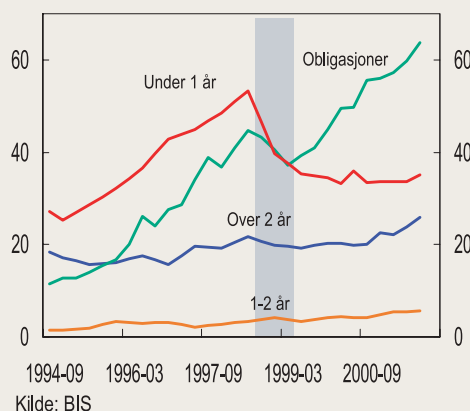
Også i Brasil var det banklån som dominerte kapitalinngangen på 1990-tallet, se figur 8.¹² Innslaget av obligasjonslån var imidlertid større enn både i Asia og i Russland. Statens eksterne gjeld ble mer enn firedoblet fra september 1996 til september 1998, men utgjorde likevel bare 10 prosent av Brasils totale eksterne gjeld før krisen. Denne gjelden har imidlertid også fortsatt å vokse i tiden etter krisen. Som det fremgår av figuren, spilte brasilianske banker en relativt beskjeden rolle i kanaliseringen av eksterne banklån til nasjonale foretak

Figur 8 Sammensetning av eksterne gjeld i Brasil etter kilde. Milliarder USD



Kilde: BIS

Figur 9 Eksterne bankgjeld etter løpetid og obligasjonsgjeld i Brasil. Milliarder USD



Kilde: BIS

sammenlignet med de sørøstasiatiske landene. Kapitalinngangen til foretakssektoren kom i stor grad direkte fra utenlandske banker. Et karakteristisk trekk er den relativt raske reduksjonen i eksterne banklån også før Russlands moratorium og LTCM-krisen. Siden det ikke var framme spesielt negative nyheter om makroøkonomiske fundamentale forhold i Brasil på denne tiden (ut over en generell skepsis til den økonomiske styringen over tid), kan det tyde på at markedene var «nervøse» i hele perioden etter Asia-krisen, og at kapitalflukten ikke bare var en umiddelbar panikkreaksjon etter det russiske moratoriet.

Fokus på bankgjeldens løpetid viser en viss likhet med Russland, se figur 9. Et markert fall i de korteste banklånene faller sammen med reduksjonen i lån gitt direkte

¹⁰ Data omkring midten av 1997 er preget av en statistikkomlegging og kan derfor vise noe overdrevne utslag.

¹¹ En fylldig gjennomgang av tiden før og under krisen finnes i Eide og Stæhr (1999)

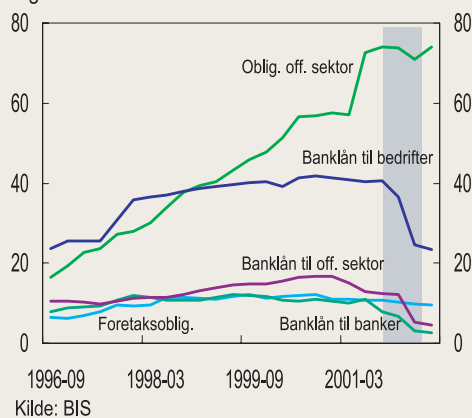
¹² Eksterne banklån til offentlig sektor falt svakt gjennom hele den perioden som i figuren dekker, fra 16 til 11 mrd. USD. Internasjonale obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner lå relativt stabilt mellom 15 og 20 mrd. USD fra midten av 1996 og ut perioden. Begge kategorier er utelatt av hensyn til figurens lesbarhet.

til foretakssektoren. Også her ser det ut til at mye av den kortsiktige eksterne bankgjelden var knyttet direkte til foretakene.

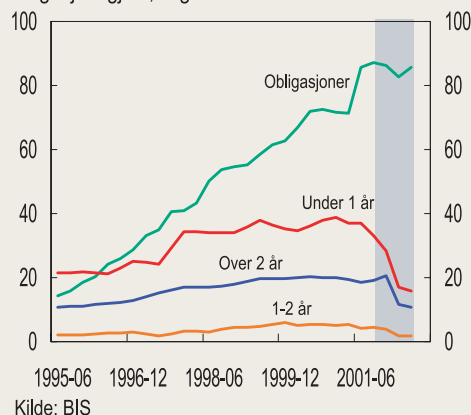
Argentina

Som i Russland hang Argentinas problemer sammen med tvil om den offentlige budsjettpolitikken kunne opprettholdes over tid. Høy internasjonal tillit til valutakursordningen gjorde det relativt billig å finansiere underskuddene ved å ta opp obligasjonslån i utenlandsk valuta helt fram til midten av 2001.¹³ Offentlig sektors utenlandske obligasjonsgjeld vokste i årene 1996 - 2000 med en gjennomsnittlig årlig rate på 40 prosent, se figur 10. Gjeldsbyrden ble etter hvert ansett som uholdbar, og renten på nye lån økte dramatisk. Rentedifferansen mellom amerikanske og argentinske statspapirer var 6,6 prosentpoeng i januar 2001, og økte til 55 prosent 11 måneder senere.

Figur 10 Sammensetning av ekstern gjeld i Argentina etter kilde. Milliarder USD



Figur 11 Ekstern bankgjeld etter løpetid, samt obligasjonsgjeld, Argentina. Milliarder USD



Like etter oppga myndighetene fastkurspolitikken og valutaen deprimerte kraftig.

Foretakssektorens tilgang til ekstern kreditt falt brått midt i 2001. Først og fremst var dette trolig en konsekvens av uroen omkring statens gjeldssituasjon og valutakursordningen. Den høye andelen direkte lån til foretakene kan trolig i stor grad forklares med den sterke representasjonen av utenlandske banker i Argentina gjennom filialer. Disse lånte blant annet til datterselskaper av foretak i hjemlandet.

For øvrig fremgår det av figur 11 at de kortsiktige banklånene til Argentina ble raskt redusert rett før krisen, på samme måte som i de andre landene. Dette til tross for at finansiell sektor ikke ble oppfattet som svak i utgangspunktet. Den argentinske krisen oppstod først og fremst gjennom offentlig sektors obligasjonslån og reaksjonene i de internasjonale rentemarkedene på en vedvarende uansvarlig finanspolitikk (Mussa 2002). En høy opplåning i utenlandsk valuta, både fra privat og offentlig sektor, bidro til at landet ble oppfattet som svært sårbart etter hvert som fastkurspolitikken kom under press. De høye rentene som oppstod, rammet først og fremst offentlig sektor ved rulling og utleggelse av nye lån. De virkelige prøvelsene for privat sektor kom først da disse problemene manifesterte seg i press mot, og senere sammenbrudd av fastkursregimet.¹⁴

3. Sammenligninger

a) Gjeldssammensetning

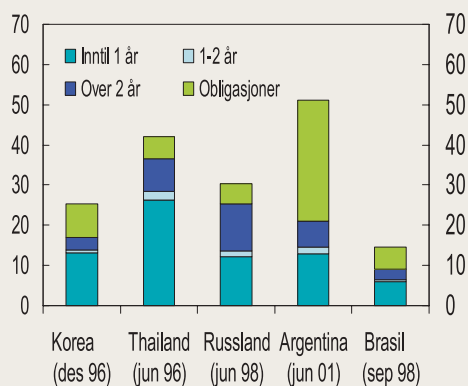
Korea, og særlig Thailand, peker seg ut med spesielt høy og raskt voksende kortsiktig gjeld fra utenlandske banker. Disse landene ble da også utsatt for den raskeste og dypeste likviditetstørken, fordi en svært høy andel av gjelden forfalt i løpet av krisen. På den annen side ble virkningene på renter og valutakurs mindre og kortere, jf. avsnitt 3b. Dette underbygger at det er en sammenheng mellom gjeldsstruktur og kriseforløp. Selv om en rask kapitaltørke i markedet for kortsiktige banklån kan ha store negative effekter på kort sikt, synes det å føre til en raskere avklaring av forholdet mellom debitor og kreditor. Når en større del av den eksterne gjelden består av internasjonale obligasjoner, kan en lengre periode med gradvis økende gjeldskostnader og senere konkurs etterfølges av lange forhandlinger om restrukturering med en svært fragmentert gruppe långivere. For alle landene er det imidlertid klart at det er raske fall i bankgjeld som er en hovedfaktor når krisene utløses. Obligasjonsgjeldens effekter er generelt mer langsiktige. De store forskjellene i gjeldssammensetning ved utbruddet av de enkelte krisene vises i figur 12.

Det er uklart i hvilken grad sammensetningen av ekstern gjeld har hatt betydning for smitte av uro til andre land. Under Asia-krisen var det klare tegn på slik regional smitte ved at utenlandske banker stengte kapitaltilførselen til hele regionen basert på usikkerhet i noen land. Disse

¹³ Valutaordningen i Argentina var et strengt fastkursregime knyttet til amerikanske dollar, men med flere mangler i forhold til et rent «seddelfond».

¹⁴ Se også Krueger (2002a).

Figur 12 Ekstern bankgjeld etter løpetid, samt ekstern obligasjonsgjeld. Prosent av BNP på krisetidspunktet



Kilde: BIS, IMF

landenes åpenhet medførte også sterkere fall i konkurranseevne når nabolandene depresierte. Selv om smitten etter krisen i Argentina foreløpig har vært karakterisert som lav, er det ikke nødvendigvis slik at obligasjonsmarkedet alltid er i stand til å diskriminere mellom låntakerland på noen bedre måter enn banker.

Den kraftige smitten i Asia-krisen kan langt på vei tilskrives landenes store åpenhet mot de samme markedene og deres relativt like næringsstruktur. I tillegg kan konsentrasjonen av kreditorer være viktig i slike tilfeller. Kombinasjonen av kortsiktig gjeld og relativt like långivere kan øke graden av flokkatferd. Kaminsky og Reinhardt (2000) analyserer blant annet kreditor-konsentrasjon som smittekana1 mellom flere grupper av land. Studien finner støtte for at felles kreditorer og samhandel i verdipapirer trolig er viktigere enn lik struktur på utenrikshandelen.

b) Åpenhet og valutakurser

Krisene i Sørøst-Asia, Russland og Latin-Amerika var på mange måter svært forskjellige. Det samme var gjeldssammensetningen i forkant av krisen. Det er svært mange andre variable som kan tenkes å forklare et kriseforløp. Tabell 1 oppsummerer enkelte andre sentrale variable. Tabellen viser størrelsene i hvert enkelt land rett før krisene inntraff.

Et lands åpenhet er av stor betydning for hvordan en krise virker på økonomien, sett i sammenheng med hvordan gjelden er sammensatt. Som det fremgår av tabellen, hadde både Sør-Korea og Brasil en relativt lav gjeldsbelastning i forkant av krisene, men for øvrig var økonomiene svært forskjellige. Korea var en langt mer åpen økonomi med en eksport på om lag 30 prosent av BNP. Det tilsvarende tallet for Brasil var drøyt 8 prosent. Gjelden i Brasil var derfor mye høyere i forhold til eksportinntektene enn tilfellet var i Sør-Korea. En økning i risikopremien på brasiliansk gjeld førte derfor til en relativt mye sterkere forverring av driftsbalansen for Brasil, og dermed et press på valutakursen. Dette kan ha gjort Brasil spesielt sårbar for den nervøsiteten som rådet i markedet høsten 1998, særlig når det gjelder tilliten til valutakursregimet. Brasils betydelige valuta-reserver synes ikke å ha vært tilstrekkelig til å opprettholde tilliten.

I likhet med Brasil var også Russland og Argentina relativt lukkede økonomier ved utbruddet av krisene. Sammen med en spesielt høy utenlandsgjeld var de derfor svært utsatt for finansieringsproblemer og høyere rentenivå. Samtidig var statsfinansene generelt svake, noe som isolert sett bidro til å svekke tilliten til de faste valutakursene. Den statlige eksterne opplåningen gikk spesielt kraftig opp før krisene både i Russland og Argentina. Dette kan ha bidratt til at renteutslagene var klart størst for disse landene.

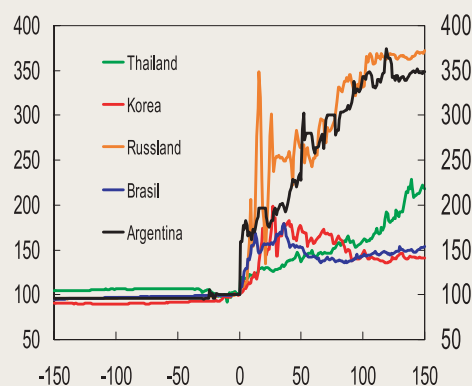
Også valutakursene viser store ulikheter i volatilitet rundt krisene. Figur 13 viser at utslagene i thailandske baht og koreanske won var relativt små, i alle fall i forhold til russiske rubler og argentinske pesos. En mulig hypotese er at også dette knytter seg til landenes åpenhet. En valutadepresiering i land med stor gjeld i utenlandsk valuta og lukket økonomi vil gi en relativt ensidig effekt i form av økte utgifter til gjeldsbetjening. De får liten hjelp av bedret bytteforhold og handelsbalanse, som normalt vil bidra til en raskere stabilisering av valutakursen, økt økonomisk vekst og styrket skatteinngang gjennom eksportnæringen. Eller sagt på en annen måte; de trenger en større depresiering for å oppnå ekstern balanse. Calvo m.fl. (2002) identifiserer og utdyper denne typen eksterne ubalanser som en viktig forklaring på krisen i Argentina, sammen med høy grad av dollarisering og høy ekstern statsgjeld.

Tabell 1: Nøkkeltall for gjeld og eksport. Alle tall i prosent.

	Korea 1996	Thailand 1996	Russland 1998	Brasil 1998	Argentina 2001
Ekstern gjeld / BNP	22,0	41,8	33,2	18,8	50,8
Ekstern bankgjeld / ekstern gjeld	73,9	87,8	89,1	63,2	49,5
Eksport / BNP	29,6	30,2	7,6	8,4	10,8
Ekstern gjeld / eksport	74	138	435	225	472
Valutareserver / ekstern gjeld	52,4	80,7	37,9	95,2	68,0

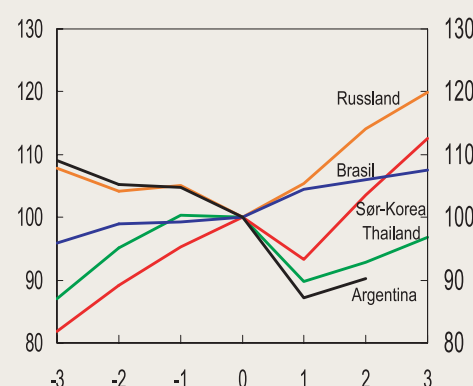
Kilder: BIS, Datastream, Verdensbanken

Figur 13 Valutakurser mot USD. 150 handledager før og etter krisetidspunkt. Indeksert, krise = 100



Kilde: EcoWin

Figur 14 Reelt BNP. 3 år før og etter krisetidspunkt. Indeksert, krise = 100



Kilde: IMF, Datastream

c) Virkningen på nasjonal produksjon

Landene hadde svært forskjellig utvikling i innenlandsk produksjon rundt krisene. Figur 14 viser utviklingen i økonomisk aktivitet i forhold til tidspunktet for når de finansielle krisene inntraff. En naturlig forklaring på ulikhetene er at finanskrisene kom på ulike tidspunkt i forhold til oppbyggingen av økonomiske ubalanser og påfølgende nedgangstider.

Thailand og Sør-Korea hadde høy økonomisk vekst helt fram til krisen, men det var likevel store underliggende ubalanser. Krisen avdekket ubalansene og utløste et kraftig, men kortvarig realøkonomisk tilbakeslag og betydelige reformer. Som en klar motsetning var krisen i Russland enden på en lang periode med økonomisk stagnasjon. Her var det altså svak økonomisk utvikling som til slutt førte til kapitaltørke og moratorium. Den økonomiske veksten kom relativt raskt tilbake etter krisen, selv om rentene ikke normaliserte seg før to år senere. Brasil kjennetegnes ved en mindre alvorlig valutakrise som ikke i samme grad påvirket den økonomiske aktiviteten over tid. Blant landene som omtales her hadde Brasil den minste effekten på årlig produksjon, noe som i stor grad gjenspeiler den relativt lave eksterne gjelden, jf. tabell 1. Depresieringen brakte ikke landet inn i en klart negativ bane med stadig økte utgifter og opplåning til gjelds-betjening. Argentina har likheter både med Russland (offentlige budsjettunderskudd undergraver fastkurs-politikken), og med Sørøst-Asia (valutakrise gir store virkninger på gjeldsbetjeningen og markedet for nye lån, og dermed den økonomiske aktiviteten). Misligholdet på statsgjelden synes å bli etterfulgt av en stadig kraftigere nedgang i produksjonen.

4. Tiltak for å styrke stabiliteten

Andelen kortsiktig ekstern bankgjeld (jf. figur 12) kan ha vært så høy i noen av landene vi ser på, fordi det

internasjonale kapitaldekningsregelverket (Basel-reglene) kan ha gitt incentiver til kortsiktige banklån til land utenom OECD (Greenspan 1998). Basel-reglene gir 20 prosent vekt til fordringer kortere enn ett år til banker i ikke-OECD-land ved beregning av det risiko-veide beregningsgrunnlaget¹⁵. Fordringer med løpetid lengre enn ett år har en vekt på 100 prosent. Det innebærer at banker som står overfor en annen bank utenfor OECD med en gitt risiko, vil kreve lavere rente ved kortsiktig enn ved langsiktig lån fordi det gir minst kostnad i forbindelse med kapitaldekningen. Problemstillingen er spesielt relevant for de sørøstasiatiske landene, fordi bankene der hadde en sterk posisjon som mellomledd mellom internasjonale investorer og det nasjonale kredittmarkedet. Liberaliseringer av finansmarkedene i samme tidsperiode spilte også en rolle for omfanget. Tankegangen bak Basel-reglene er at et kortsiktig lån er mindre risikofylt for långiver, fordi det gir mulighet til å avslutte eksponeringen når risikoen tilknyttet låntaker endres. Problemet er at en enkelt banks mulighet til å trekke seg raskt ut, vil øke risikoen for øvrige långivere. Dette kan øke graden av flokkadferd i tilfeller der det oppstår usikkerhet om låntakers soliditet eller landets generelle økonomiske stilling.

I forslaget til nytt kapitaldekningsregelverk (Basel II) er disse uheldige incentivene noe redusert. Den ene av to alternative regelverksmodeller inneholder en mulighet for nasjonale myndigheter til å gi preferanse for fordringer på 3 måneder eller kortere. Dette vil imidlertid bare gjelde for fordringer på banker med relativt lav rating, og vektingsforskjellen mellom kortsiktig og langsiktig gjeld blir uansett mindre enn i dagens regelverk. Den andre modellen gir imidlertid banker anledning til å benytte egne modeller for risikomåling, noe som kan tenkes å føre til fortsatt lavere kapitaldekning for kortsiktige lån.

¹⁵ Sør-Korea ble medlem av OECD i 1996.

Basel-reglene er utformet med hovedformål å sikre långiverne i forhold til risikoen de påtar seg. Dette har stor betydning for finansiell stabilitet i långiverlandene. Det kan derfor argumenteres mot at disse reglene i tillegg skal ta hensyn til de eksterne effektene som oppstår ved kortsiktig finansiering av utenlandske banker. Kan hende må det andre typer regler til for å sikre låntakerne mot kapitalflukt og likviditetssvikt. Det må i så fall være regler rettet mot låntakerne og ikke långiverne. Slike eksplisitte regler vil kunne flytte risikoen for finanskriser fra myndigheter og internasjonale institusjoner og over til banksektoren selv, og således begrense omfanget av «moralsk hasard» der aktørene implisitt forventer ulike former for redningsaksjoner med offentlige midler.

Som nevnt har størrelsesforholdet mellom obligasjonsgjeld og bankgjeld stor betydning for finansiell stabilitet i et globalt perspektiv. Gjennom obligasjonsmarkedet kan risiko kanaliseres direkte fra informerte investorer til låntakere. Dette vil generelt øke tilgangen på kreditt til prosjekter i land på lavt utviklingsnivå. Et problem med obligasjonsgjeld oppstår om lånet misligholdes. Den fragmenterte kreditorstrukturen vanskeliggjør restrukturering og gir få insentiver til kollektive løsninger. Enkeltkreditorer vil da kunne velge å forfølge sine krav mot et land uavhengig av internasjonale initiativ for å få til restruktureringer som kan bringe landet videre. Dette koordineringsproblemet har bidratt sterkt til de langvarige virkningene av misligholdt obligasjonsgjeld. Den senere tids debatter omkring ordninger for effektiv restrukturering av obligasjonsgjeld er et skritt i retning av å gjøre krisevirkningene mer kortvarige, se for eksempel Krueger (2002b). Felles for disse forslagene er at de søker å binde kreditorene til en allmenn restrukturering som vil være bedre både for kreditorene samlet sett og for landet selv, gitt at krisen allerede er oppstått.¹⁶

Sammen med revideringen av Basel-reglene vil dette arbeidet kunne bidra til at konsekvensene av en krise blir mindre, enten fordi kapitalstrømmene blir mer langsiktige eller fordi kreditorene kan opptre mer ordnet. Konsekvensen vil imidlertid måtte være at lånekostnadene for fremvoksende økonomier vil øke. Det vil gjenspeile den enkelte kreditors økte kapitalkrav eller reduserte mulighet til å «redde seg selv». I utgangspunktet kan dette virke negativt. For global finansiell stabilitet vil det imidlertid være ønskelig med en slik håndtering av de eksterne effektene som har ført til høy og kortsiktig utlåning til disse landene. Også landene selv vil i det lange løp kunne nyte godt av at kapitalstrømmene blir mindre volatile, selv om det kan bety høyere kostnader.

Referanser

- Berg, Andrew (1999): «The Asia Crisis: Causes, Policy Responses, and Outcomes». *IMF Working Paper* nr. 99/138
- BIS (1998a): «Financial intermediation and the Asian crisis». *68th Annual Report*, kapittel VII. Bank for International Settlements, Basel, juni 1998
- BIS (1998b): *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, first half 1997. Bank for International Settlements, Basel, januar 1998
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo og Ernesto Talvi (2002): «Sudden Stops, The Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons». Artikkel til seminaret «*The Resurgence of Macro Crises: Causes and Implications for Latin America*», Inter-American Development Bank.
- Eide, Jostein og Karsten Stæhr (1999): «Brasils finanskriser i et historisk perspektiv – statsfinanser, inflasjon og stabilisering». *Penger og Kreditt* nr. 2/1999
- Greenspan, Alan (1998): Tale til Federal Reserve Bank of Chicagos konferanse «34th Annual Conference on Bank Structure and Competition», 7. mai. *BIS Review*, 18. mai 1998.
- Kaminsky, Graciela L. og Carmen M. Reinhart (2000): «On Crises, Contagion and Confusion». *Journal of International Economics*, bind 51(1) (juni 2000), s. 145-68
- Krueger, Anne (2002a): «Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina» tale på konferanse om «*The Argentina Crisis*» i regi av National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, juli 2002. (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/071702.htm>)
- Krueger, Anne (2002b): «New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking». Tale på *Conference on «Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards»* ved Institute for International Economics, Washington DC, april 2002 (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/040102.htm>)
- Lund, Arild J. (1998): «Uroen på de internasjonale finansmarkedene høsten 1998». *Penger og Kreditt* nr. 4/1998
- Mussa, Michael (2002): «Argentina and the fund: from triumph to tragedy». *Policy Analyses in International Economics* 67, Institute of International Economics, Washington DC
- Stæhr, Karsten (1999): «Russlands finanskriser – bakgrunn og perspektiver». *Penger og Kreditt* nr. 1/1999
- Verdensbanken (2000): *Global Development Finance*, kapittel 4, «The Benefits and Risks of Short-Term Borrowing».
- Winje, Pål (2002): «Gjeldsordning for land». *Penger og Kreditt* nr. 4/2002

¹⁶ En utfyllende drøfting av problematikken rundt ordninger for restrukturering av obligasjonsgjeld og alternative forslag er gitt i Winje (2002).

Renteforventninger og betydningen av løpetidspremier

Siri Valseth, seniorrådgiver i Markedsoperasjonsavdelingen¹

I den økonomiske litteraturen har det i de senere år vært fokus på eksistensen av risikopremier i prisene på ulike finansielle aktiva. Denne artikkelen tar for seg betydningen av risikopremier i renteinstrumenter når en skal anslå markedets renteforventninger. Spesielt ser vi på den type risikopremier som omtales i litteraturen som løpetidspremier. Det benyttes en enkel metode for å beregne et anslag på denne premien, og det vises at anslaget på markedets renteforventninger under visse forutsetninger vil påvirkes av størrelsen på løpetidspremien.

1. Innledning

I utformingen av pengepolitikken er det av interesse for en sentralbank å vite hvilken styringsrente markedet² forventer det nærmeste året eller to. Forventet fremtidig styringsrente gir blant annet informasjon om markedsaktørenes vurdering av de økonomiske utsiktene og konsekvensene av disse for pengepolitikken. Denne informasjonen vil kunne gi sentralbanken en indikasjon på om en renteendring vil komme overraskende på markedet, og på hvilke markedsreaksjoner en kan vente seg. For Norges Bank er det derfor viktig å ha kjennskap til renteforventningene i Norge og internasjonalt.

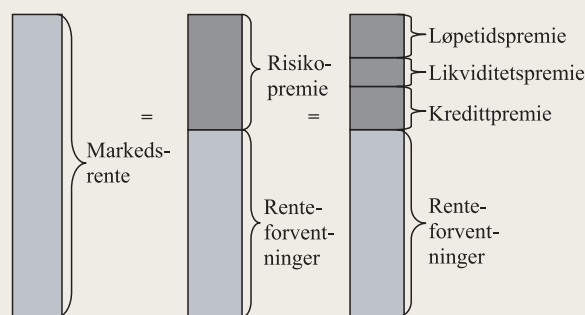
Renteforventningene blir vanligvis anslått på bakgrunn av de renter som observeres i markedet. En må imidlertid utvise forsiktighet i tolkningen av disse rentene, da de kan inneholde risikopremier. Risikopremier oppstår fordi markedsaktører står overfor ulike typer risiko ved investeringer i renteinstrumenter. For å påta seg risiko, vil en risikoavers investor kreve en kompensasjon i form av et risikotillegg.

Risikopremier er ikke direkte observerbare, og det er derfor vanskelig å anslå størrelsen på disse. I det følgende vil vi se nærmere på hvilke risikopremier markedsrentene kan inneholde. Videre vil vi se på betydningen av risikopremier i ulike teorier for sammenhengen mellom markedsrentene og renteforventningene. Deretter forsøker vi å kvantifisere størrelsen på den såkalte løpetidspremien. Til slutt viser vi hvordan man på en enkel måte kan ta hensyn til risikopremier ved anslag på markedets forventninger til fremtidig styringsrente.

2. Risikopremier

Ifølge finansteorien består en rente av ulike elementer. Dette er illustrert i figur 1. I tillegg til forventninger om fremtidig rente kan renten inneholde en risikopremie. Risikopremien kan tenkes å kompensere for ulike typer risiko. Vi ser her på tre typer risiko: løpetidsrisiko, likviditetsrisiko, og kredittisiko.

Figur 1 Elementene i markedsrenten



Løpetidspremien skal kompensere for renterisikoen, risikoen for at rentenivået skal utvikle seg ugunstig for investor i løpet av den perioden han eier renteinstrumentet. Renterisiko kan oppstå når en investors investeringshorisont er forskjellig fra rentens løpetid, og det eksisterer usikkerhet med hensyn til den fremtidige renteutviklingen. Dersom en investor har bundet renten i to år ved å kjøpe en toårig statsobligasjon, og investeringshorisonten er ett år, står vedkommende overfor en prisrisiko/renterisiko når obligasjonen må selges om ett år. Dersom vedkommende har samme investeringshorisont (ett år), men kjøper et seks måneders statssertifikat, vil investoren stå overfor en reinvesteringsrisiko når statssertifikatet forfaller om seks måneder. I litteraturen omtales løpetidspremien ofte som «term-premium». Investorer har gjerne en kort investeringshorisont, slik at de vil ønske en kompensasjon for å binde renten i en lengre periode («term»).

Likviditetspremien skal kompensere for risikoen forbundet med å eie et lite likvid renteinstrument. Et lite likvid renteinstrument kjennetegnes ved at markedet er

¹ Takk til Helge Eide, Jannecke Ebbesen, Morten Jonassen, Knut Eeg, Randi Næs, Ketil Rakkestad og Dagfinn Rime for nyttige kommentarer.

² Med markedet menes her markedsaktører i vid forstand: de som sitter og handler i markedet, analytikere, økonomer mv. De enkelte markedsaktørene kan tenkes å tolke økonomisk informasjon på ulik måte og derved ha ulike renteforventninger. Med markedets renteforventninger mener vi her et gjennomsnitt av disse forventningene.

relativt lite, omsetningen er lav, og at det er stor forskjell mellom kjøps- og salgspriser. Dette instrumentet kan derfor være vanskelig å omsette i annenhåndsmarkedet. Generelt gjelder at renten på instrumenter som er lite likvide, er høyere enn renten på mer likvide instrumenter.

Kredittpremien skal kompensere for risikoen for at motparten ikke kan gjøre opp for seg. Størrelsen på kredittpremien vil variere avhengig av hva slags rente vi ser på. Generelt vil kredittpremien øke når kredittvurderingen til låntager synker. En interbankrente vil derfor være høyere enn en statspapirrente med samme løpetid, da en bank vanligvis har lavere kredittverdighet enn staten³. Det er vanlig å anta at kredittpremien øker med rentens løpetid, da risikoen for mislighold vil øke med bindingstiden.

3. Terminrenter og teorier for tolkning av terminrentene

Renteforventninger blir vanligvis anslått på bakgrunn av terminrenter. En terminrente er en rente som begynner å løpe på et fremtidig tidspunkt. Terminrenter kan beregnes implisitt eller observeres direkte i markedet. Implisitte terminrenter beregnes på bakgrunn av markedsrenter med ulik løpetid. For eksempel kan en ved hjelp av en seks månedersrente og en nımånedersrente beregne implisitt tremånedersrente som begynner å løpe om seks måneder.

Observerte terminrenter fremgår av prisen på rentederivater som omsettes i markedene, og kan derfor observeres direkte. Renten på en tremåneders futureskontrakt er et eksempel på en observert tremåneders terminrente. (Se egen ramme for en nærmere beskrivelse av korte rentederivater.) Vanligvis vil nivået på implisitte og observerte terminrenter stemme godt overens, og i anslagene som presenteres senere i artikkelen, har vi benyttet terminrenter observert i markedene for korte rentederivater.

Det finnes flere teorier som søker å forklare sammenhengen mellom terminrenter og renteforventninger. De to dominerende hypotesene er forventningshypotesen og løpetidspremiehypotesen.⁴ Forskjellen mellom disse ligger i behandlingen av løpetidspremie og hvilke forutsetninger som gjøres om denne.

Hvis $r_{t+i,t+i+k}$ er en gitt rente med løpetid k som løper fra tidspunkt $t+i$ til tidspunkt $t+i+k$, kan sammenhengen mellom terminrenten, $f_t(r_{t+i,t+i+k})$, renteforventningen, $E_t(r_{t+i,t+i+k})$, og risikopremien, π_t^{t+i} , uttrykkes ved

$$(1) f_t(r_{t+i,t+i+k}) = E_t(r_{t+i,t+i+k}) + \pi_t^{t+i}$$

³ Det finnes flere kredittvurderingsbyråer (bl.a. Standard & Poors, Moody's Investor Service og Fitch) som vurderer kredittverdigheten til ulike låntagere. Vanligvis har staten høyere kredittvurdering enn private banker, som igjen har bedre kredittvurdering enn private selskaper.

⁴ Det finnes også en hypotese som sier at man ikke kan definere noen sammenheng mellom terminrenter og renteforventninger i det hele tatt. Denne hypotesen, «markedssegmenteringshypotesen», forklarer terminrentene ved at ulike typer investorer har klare preferanser for et spesielt løpetidssegment, uavhengig av hva de mener om fremtidig renteutvikling. Offentlig regulering kan være en mulig kilde til slik segmentering. Terminrentene skyldes da segmenteringseffekter, og kan ikke leses som markedsforventninger til fremtidig renteutvikling.

⁵ Dersom terminrenten er en futures-rente, vil løpetidspremie kompensere for usikkerheten i perioden fra futureskontrakten kjøpes til den forfaller, likviditetspremie skal kompensere for risikoen for at det kan være vanskelig å selge kontrakten før forfall, og kredittpremien skal kompensere for risikoen for at en ikke får oppgjør når kontrakten selges/forfaller. Da markedene for tremåneders rentefutures er meget likvide i USA og euroområdet, og da kontraktene handles over børs med avregning av gevinst/tap daglig, kan det være rimelig å anta at både likviditets- og kredittpremien er liten. Løpetidspremie vil derfor utgjøre mesteparten av risikopremien i disse rentene. I Norge – hvor vi ser på FRA-kontrakter i mindre likvide markeder, og hvor kontraktene handles utenom børs og gjøres opp først ved salg/forfall – kan disse premiene tenkes å utgjøre en noe større del av den totale risikopremien. I implisitte terminrenter vil likviditets- og kreditttrisikoen være tilnærmet lik forskjellen i henholdsvis likviditets- og kreditttrisikoen mellom de to rentene de utledes fra, mens løpetidsrisikoen vil avhenge av lengden av perioden fra idag fram til terminrenten begynner å løpe.

Korte rentederivater

Terminrentene som benyttes i våre beregninger, er rentene på rentederivater som omsettes i markedet. For Norge benyttes tremåneders FRA-renter, og for USA og euroområdet benyttes renten på tremåneders rentefutures-kontrakter.

FRA står for «forward rate agreement». Det er en avtale mellom to parter om å fastlåse rentesatsen på et fremtidig innlån eller utlån. FRA-kontrakter handles utenom børs. I Norge gjøres kontraktene opp til gjeldende interbankrenter (NIBOR), med løpetider på tre eller seks måneder, på det tidspunkt avtalen forfaller og den avtalte renten begynner å løpe. Det utveksles ingen hovedstol, og avregningen foretas ved forfall. Det eksisterer kun 4 kontrakter for hver løpetid, med forfall i henholdsvis mars, juni, september og desember. Norske FRA-kontrakter gir derfor tremåneders terminrenter som begynner å løpe om ett år eller før.

Tremåneders rentefutures er standardiserte terminkontrakter som gjøres opp til gjeldende tremåneders interbankrente på det tidspunkt kontrakten forfaller. Kontraktene handles over børs, og gevinst/tap avregnes daglig. De mest likvide kontraktene forfaller i mars, juni, september eller desember, og for USA og euroområdet er det kontrakter som forfaller de nærmeste to årene, som er de mest likvide.

Rentefutures og FRA-kontrakter benyttes både til spekulasjon og sikring mot fremtidige rentebevegelser.

Ligning (1) sier at på tidspunkt t er terminrenten lik summen av forventet rente med løpetid k på tidspunkt $t+i$ og risikopremien som kompenserer for risikoen som løper fra tidspunkt t fram til terminrenten begynner å løpe på tidspunkt $t+i$. Denne risikopremien vil inkludere alle typer risikopremier knyttet til terminrenten. Den vil i tillegg til løpetidspremie også kunne bestå av en likviditetspremie og en kreditttrisikopremie. I det følgende vil vi imidlertid forutsette at løpetidspremie utgjør mesteparten av denne risikopremien⁵, og vi vil omtale π_t^{t+i} som løpetidspremie.

Den rene forventningshypotesen legger til grunn at det ikke eksisterer noen løpetidspremie, det vil si at $\pi_t^{t+i} = 0$. Dette innebærer at aktørene er risikoneutrale. En modifisert utgave forutsetter konstant løpetidspremie, det vil si

at $\pi_t^{t+i} = L$. Ifølge forventningshypotesen reflekterer da en stigende terminrentekurve⁶ en forventet økning i rentene.

Ifølge løpetidspremiehypotesen, som forutsetter risiko-averse aktører, eksisterer det en løpetidspremie som øker med lengden av løpetiden, det vil si at $\pi_t^{t+i} = L(i)$ og $L'(i) > 0$. En stigende terminrentekurve indikerer derfor ikke nødvendigvis forventninger om stigende renter i fremtiden, men kan reflektere løpetidspremier som øker, da usikkerheten øker med rentenes løpetid.

En kan tenke seg at løpetidspremien for en bestemt løpetid er konstant eller at den varierer over tid. En tidssvarierende løpetidspremie kan uttrykkes som $\pi_t^{t+i} = L(i, z_t)$, der variabelen z_t representerer ulike faktorer som påvirker investors risikoaversjon eller vurdering av renteusikkerheten fremover.

Flere studier indikerer at forventningshypotesen ikke holder, spesielt gjelder dette for løpetider opp til fire år⁷. Nyere studier indikerer videre at løpetidspremien kan variere betydelig over tid⁸. Varierende løpetidspremier innebærer at sammenhengen mellom terminrentene og renteforventningene ifølge løpetidspremiehypotesen ikke vil være konstant over tid. Eksistensen av løpetidspremier innebærer altså at forventningshypotesen kan gi et misvisende bilde av utviklingen i markedets renteforventninger i de perioder løpetidspremien er av betydelig størrelse.

4. Hvordan kan løpetidspremier beregnes?

Tradisjonelt har en beregnet løpetidspremier som gjennomsnittlig differanse mellom terminrentene og de realiserte rentene⁹ over en lengre periode. Dette innebærer at en finner gjennomsnittlig løpetidspremie i ettertid.

Dersom denne differansen er positiv, tolkes det som at det eksisterer løpetidspremier. Flere undersøkelser har funnet belegg for dette. Blant annet har Bank of England gjennomført en analyse¹⁰ hvor de konkluderer med at løpetidspremier bidrar til «upward bias» i britiske terminrenter. Ulempen ved denne metoden er at en ved beregning av renteforventninger forutsetter at løpetidspremien er konstant over tid. Videre tas det ikke hensyn til at markedets renteforventninger justeres over tid som følge av ny informasjon.

I en del nyere økonomiske analyser er det benyttet en annen metode for å beregne eventuelle løpetidspremier¹¹. Denne metoden går ut på å anslå markedets renteforventninger gjennom utvalgsundersøkelser (surveys) der intervjuobjektene¹² bes om å oppgi sine renteforventninger direkte. Differansen mellom terminrenten på samme tidspunkt som spørreundersøkelsen foretas, og gjennomsnittlig forventet rente i spørreundersøkelsen, vil være et anslag på løpetidspremien. Er for eksempel gjennomsnittlig forventning til renten om ett år 6,2 prosent og terminrenten som begynner å løpe om ett år 7,0 prosent, vil beregnet løpetidspremie være + 0,8 prosentpoeng.

Spørreundersøkelser som angir markedsaktørenes renteforventninger direkte, utføres blant annet av Consensus Economics¹³. Intervjuene blir foretatt en gang i måneden, og en kan derved oppdatere løpetidspremien på månedsbasis.

5. Anslag på løpetidspremier i USA, euroområdet og Norge

I det følgende har vi beregnet løpetidspremier i tremåneders terminrenter som begynner å løpe om tolv måneder. Disse løpetidspremiene skal kompensere for renterisikoen i perioden fra terminrenten observeres til renten begynner

Tabell 1. Beregning av løpetidspremier pr. 10.02.03

	Terminrente som begynner å løpe om ett år ¹	Terminrente	Forventet rente om ett år (feb.2004) iflg. Consensus	Beregnet løpetidspremie (Terminrente – forventet rente)
USA	1,7	3 mnd libor	2,2	- 0,5
Euroområdet	2,5	3 mnd euribor	2,8	- 0,4
Norge	5,0	3 mnd nibor	5,7	- 0,7

¹ Veiet gjennomsnitt av terminkontraktene som forfaller i desember 2003 og mars 2004

² Consensus spør om forventet rente på 3 mnd treasury bills. Vi har derfor korrigert terminrenten med differansen mellom 3 mnd libor og 3 mnd treasury bill.

³ Veiet gjennomsnitt av renteforventningene i Tyskland, Frankrike og Italia

⁴ Veiet gjennomsnitt av renten på 3 mnd FRA og 6 mnd FRA som forfaller i desember 2003

Kilde: Bloomberg, Consensus Economics og Norges Bank

⁶ Med terminrentekurve menes samlingen av terminrenter sortert etter når de begynner å løpe. F.eks. tremånedersrenten som begynner å løpe om 3 mnd., 6 mnd., 9 mnd., 12 mnd. osv.

⁷ Se for eksempel Cuthbertson (1996) side 252, og Cochrane (2001) kapittel 20.

⁸ Både Ilmanen og King har funnet at løpetidspremier varierer betydelig over tid.

⁹ For eksempel forskjellen mellom tremåneders terminrente som forfaller om tolv måneder på ett tidspunkt, og den faktiske tremånedersrenten notert ett år senere.

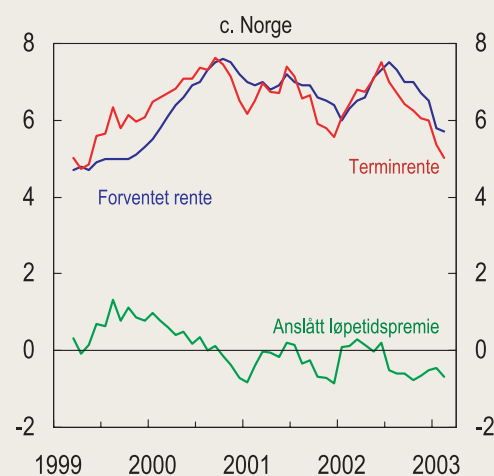
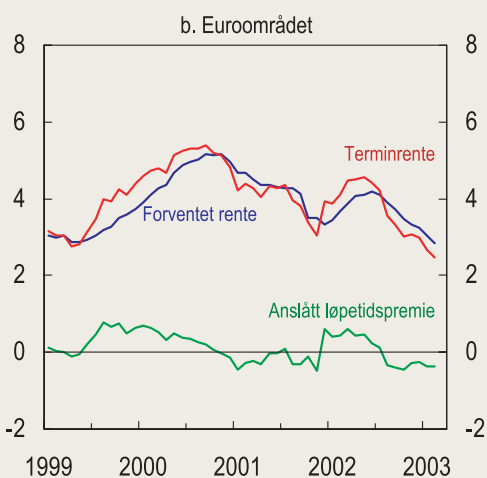
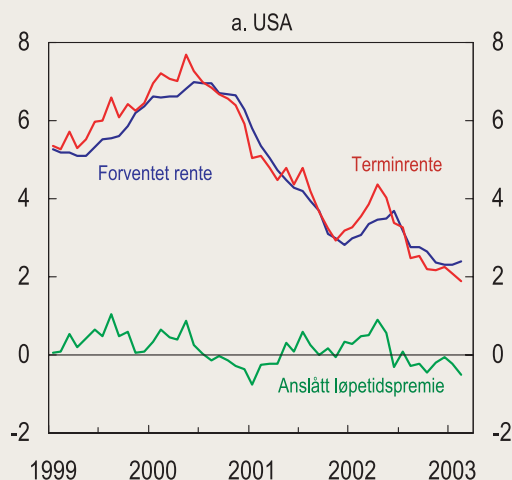
¹⁰ BoE har beregnet implisitte to ukers terminrenter og sammenlignet disse med den faktiske reporenten over en lang periode (som inkluderer en hel rentesyklus) og fant en gjennomsnittlig løpetidspremie på 20-25 basispunkter (bp) på ett års sikt og 80 – 85 bp på to års sikt.

¹¹ Se Ilmanen og King.

¹² Representanter for store banker og børsnoterte selskaper, akademika og ulike interesseorganisasjoner innen finans og økonomi. For USA er det 27 intervjuobjekter, for euroområdet 29 og for Norge er det kun 10 intervjuobjekter.

¹³ Blue Chip Economic Indicators er en annen månedlig intervjuundersøkelse, men omfatter kun det amerikanske markedet.

Figur 2 Anslått løpetidspremie basert på tremåneders terminrente og forventet tremåneders rente



Kilde: Bloomberg, Consensus Economics og Norges Bank

å løpe ett år senere. Tabell 1 viser beregnet løpetidspremie i USA, euroområdet og Norge for februar 2003. Beregningene er basert på terminrentene notert 10. februar og gjennomsnittlig renteforventning til tremånedersrenten om 12 måneder ifølge intervjuundersøkelsen foretatt av Consensus Economics 10. februar.

Figur 2 viser månedlige anslag på løpetidspremien i USA, euroområdet og Norge over en lengre periode.

Løpetidspremien i USA har i løpet av de siste fire årene variert mellom +1,2 og -0,8 prosentpoeng. I første kvartal i fjor steg løpetidspremien kraftig og nådde et nivå på 0,9 prosentpoeng i april 2002. Siden har den falt, og nivået i februar 2003 var -0,5. En gjennomgang av hvilke faktorer som kan tenkes å påvirke løpetidspremien presenteres i avsnitt 6.

Løpetidspremien i euroområdet har i løpet av de siste fire årene variert mellom +0,8 og -0,5 prosentpoeng. Utviklingen gjennom 2002 har vært parallell med utviklingen i USA, men utslagene har vært mindre.

Løpetidspremien i Norge har variert mellom 1,1 og -0,8 de siste fire årene. Utviklingen i stor grad parallell med utviklingen i løpetidspremiene i USA og euroområdet, men løpetidspremien på norske renter var betydelig lavere i første halvdel av 2002.

6. Hvilke faktorer påvirker løpetidspremien?

Løpetidspremien som reflekteres i terminrenten, oppstår som følge av usikkerhet om fremtidig renteutvikling. Størrelsen på premien vil avhenge av usikkerheten og av investors risikoaversjon. Løpetidspremien vil øke dersom usikkerheten øker, eller dersom investors risikoaversjon øker. Omvendt vil premien falle ved mindre usikkerhet eller lavere risikoaversjon.

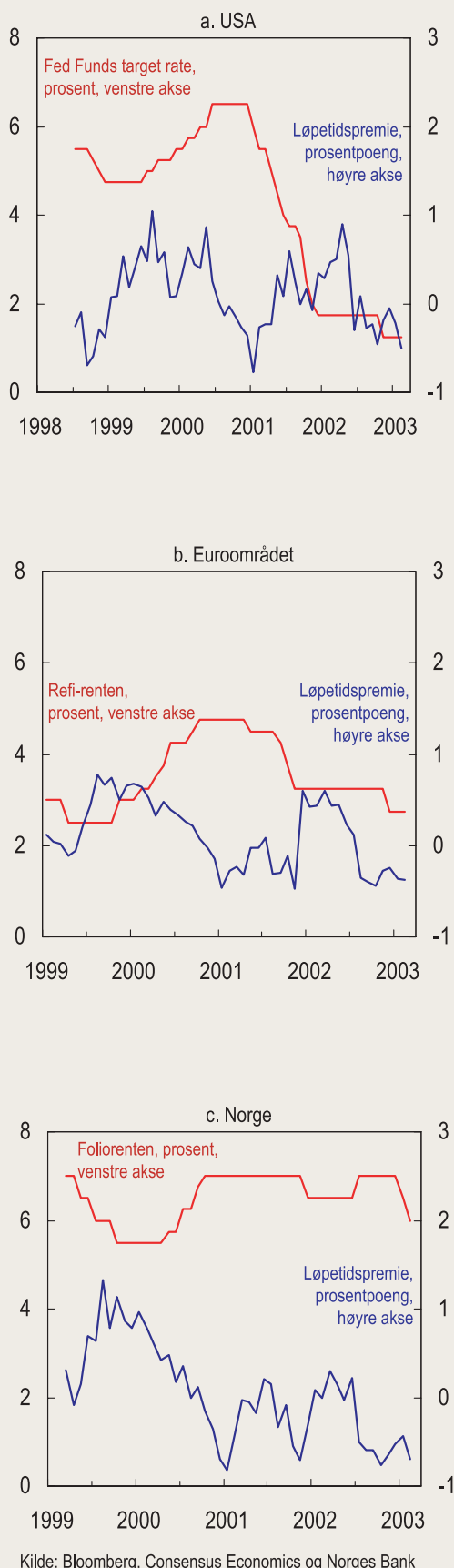
Løpetidspremien, $\pi_t^{t+i} = L(i, z_t)$, vil derfor øke med perioden fram til terminrenten begynner å løpe, i , da usikkerheten med hensyn til fremtidig renteutvikling vil øke med lengden av perioden. Videre vil løpetidspremien kunne påvirkes av andre forhold som kan variere over tid, z_t . I det følgende vil vi nevne noen faktorer som kan bidra til at løpetidspremien varierer over tid.

En faktor som kan påvirke investorenes oppfatninger av renteusikkerheten, er endringer i volatiliteten i markedet. I perioder med høy rentevolatilitet vil usikkerheten med hensyn til fremtidig renteutvikling øke, noe som kan bidra til høyere løpetidspremier.

Noen analyser¹⁴ indikerer videre at det er en sammenheng mellom ulike pengepolitiske faser og størrelsen på løpetidspremien. En kontraktiv pengepolitisk fase defineres her som en periode med økninger i styringsrenten, og en ekspansiv pengepolitisk fase som en periode med reduksjoner i styringsrenten. En kan tenke seg at investorene blir mer risikoaverse og krever høyere kompensasjon for renterisikoen når det forventes renteoppgang enn når det forventes rentenedgang, da en uventet rente-

¹⁴ Ihlmanen, King

Figur 3 Sammenhengen mellom pengepolitisk fase (styringsrenten) og løpetidspremien



oppgang vil påføre investorene kurstap, mens en rentenedgang gir kursgevinster. Når det forventes en rentenedgang vil derfor investorene bli mindre risikoaverse.

I slutten av en periode med ekspansiv pengepolitikk og begynnelsen av en periode med kontraktiv pengepolitikk vil markedsaktørene forvente at sentralbanken etter hvert vil øke renten. Investorene frykter kurstap og blir mer risikoaverse, noe som kan medføre en stigende løpetidspremie. I slutten av en periode med kontraktiv pengepolitikk og begynnelsen av en periode med ekspansiv pengepolitikk forventes det at sentralbanken etter hvert vil sette ned renten. Investorene ser muligheten for en kursoppgang og blir mindre risikoaverse, noe som kan medføre en fallende løpetidspremie.

Figur 3 viser sammenhengen mellom styringsrenten og beregnet løpetidspremie i henholdsvis USA, euroområdet og Norge. Av figurene fremgår det at det er en viss sammenheng mellom hvilken pengepolitisk fase landet er på vei inn i, og størrelsen på løpetidspremien. Løpetidspremien i USA steg kraftig i begynnelsen av 2002, da markedsaktørene trodde amerikansk økonomi var på vei inn i en periode med høyere vekst, og at Federal Reserve etter hvert ville stramme til pengepolitikken. Løpetidspremien falt imidlertid tilbake i fjor sommer, da det ble klart at veksten ble lavere enn tidligere antatt, og markedsaktørenes forventninger om en tilstrømning i pengepolitikken endret seg til forventninger om uendret eller fortsatt ekspansiv pengepolitikk.

I utgangspunktet er det naturlig å anta at løpetidspremien vil være positiv, da premien skal være en kompensasjon for renteusikkerheten investoren står overfor. Flere studier viser også at løpetidspremien i gjennomsnitt er positiv. Av figurene fremgår det imidlertid også at løpetidspremien i perioder er negativ. En mulig forklaring er at det, i tillegg til de risikofaktorene vi har behandlet så langt, også eksisterer andre typer risikofaktorer i markedet som i perioder kan påvirke løpetidspremien i negativ retning.

En type risikofaktor som kan tenkes å påvirke løpetidspremien i negativ retning, er relatert til renteinstrumenters funksjon som «trygg havn». En slik «trygg havn»-effekt kan oppstå som følge av at risikoen i alternative plasseringsmarkeder øker, blant annet som følge av kraftige fall i aksjemarkedet eller krigsfrykt. Dette kan medføre at investorer selger aksjer og andre «usikre» finansielle instrumenter og plasserer midlene i «trygge» instrumenter som statsobligasjoner og kortsiktige renteinstrumenter. Denne type «trygg havn»-effekt vil bidra til lavere rente på «trygge» renteinstrumenter og fremstå som en negativ premie i renten på disse instrumentene. I perioder kan risikoen i aksjemarkedet vurderes som så høy at investor er villig til å betale en ikke ubetydelig premie for å unngå en slik eksponering. I slike perioder kan våre anslag på løpetidspremien bli negative.

Tabell 2 Styringsrenter og terminrenter benyttet i anslagene

	Styringsrente			Terminrente
	Betegnelsen	Løpetid	Type	
Norge	<i>Foliorenten</i>	En dag (Over natten)	Innskuddsrente i Norges Bank	Tremåneders FRA-renter (Nibor)
Euroområdet	<i>Refi-renten (minimum)</i>	To uker	Lånerente i ECB mot sikkerhet	Tremåneders Euribor futures
USA	<i>Fed Funds Target rate (ønsket nivå på Fed Funds-renten)</i>	En dag (Over natten)	Renten som en bank med overskuddsreserver i Fed krever for å låne ut disse til en bank som må låne for å oppfylle reservekravet	Tremåneders Eurodollar futures

7. Beregning av markedets forventninger til styringsrenten

I avsnittene over har vi vist hvordan en kan lage et anslag på løpetidspremien. Dette anslaget kan benyttes til beregninger av markedets renteforventninger basert på løpetidspremiehypotesen. For eksempel vil tremåneders terminrente som begynner å løpe om ett år, fratrasket anslått løpetidspremie, gi markedets forventninger til tremånedersrenten om ett år. For å anslå markedets forventninger til fremtidig styringsrente, må vi enten ha terminrenter for styringsrenten direkte eller korrigere tremånedersrenten slik at den kan sies å representere styringsrenten.

Da det er vanskelig å finne observerte terminrenter på styringsrenten direkte¹⁵, må vi benytte tremåneders interbank terminrenter som observeres i markedene for korte rentederivater. I det følgende vil vi vise hvordan disse terminrentene kan korrigeres for å lage anslag på markedets forventninger til fremtidig styringsrente i Norge, USA og euroområdet. Tabell 2 viser hvilke styringsrenter vi ønsker å anslå og hvilke terminrenter vi baserer oss på.

Tabell 3 Gjennomsnittlig renteforskjell mellom tremåneders interbankrenter og styringsrenten

	Gjennomsnittlig renteforskjell	Periode
Norge	0,30 prosentpoeng	1996 – 2002
Euroområdet	0,20 prosentpoeng	1999 – 2002
USA	0,25 prosentpoeng	1990 – 2002

Kilde: Bloomberg og Norges Bank

For å kunne sammenligne en tremåneders interbankrente med styringsrenten bør det korrigeres for forskjeller i kredittisiko, løpetid og likviditet. Som et anslag på størrelsen av premiene forårsaket av forskjeller i kredittverdighet, løpetid og likviditet, har vi benyttet den gjennomsnittlige renteforskjellen mellom tremåneders interbankrenter og styringsrenten i de ulike land over en lengre periode¹⁶. Resultatene er vist i tabell 3.

Tabell 4 viser hvordan vi kan korrigere terminrentene for å komme fram til et anslag på forventet styringsrente om ca. ett år ifølge (den rene) forventningshypotesen og løpetidspremiehypotesen (basert på tidsavhengige løpetidspremier). Terminrentene er basert på futures- og FRA-kontrakter som forfaller i mars 2004, notert 3. mars 2003.

Vi finner først et anslag på forventet tremånedersrente. Dersom vi legger forventningshypotesen til grunn, vil forventet tremånedersrente være lik terminrenten. Vi antar at forskjellen mellom tremånedersrenten og styringsrenten om ett år er lik gjennomsnittlig historisk renteforskjell. Ved å trekke fra gjennomsnittlig renteforskjell i tabell 3, får vi da et anslag for styringsrenten ifølge forventningshypotesen. Dersom vi legger løpetidspremiehypotesen til grunn, vil forventet tremånedersrente være lik terminrenten minus løpetidspremien. For å komme fram til et anslag på styringsrenten ifølge løpetidspremiehypotesen, vil vi i tillegg trekke fra renteforskjellen i tabell 3.

Tabell 4. Forventninger til styringsrenten om ett år basert på terminrenter pr. 3.mars 2003 ifølge forventningshypotesen og løpetidspremiehypotesen

	Tremåneders terminrente med forfall mars 2004 ¹	Forventet tremånedersrente ifølge forventningshypotesen	Forventet styringsrente ifølge forventningshypotesen	Anslått løpetidspremie (feb. 2003)	Forventet tremånedersrente ifølge løpetidspremiehypotesen	Forventet styringsrente ifølge løpetidspremiehypotesen
USA	1,7	1¼	1½	-0,5	2¼	2
Euroområdet	2,3	2¼	2	-0,4	2¾	2½
Norge	4,8	4¾	4½	-0,7	5½	5¼

¹ For Norge benyttes renten på tremåneders FRA-kontrakt med forfall i desember 2003, da det ikke eksisterer tremåneders FRA-kontrakt med forfall i mars 2004. Det forutsettes derved samme rente på de to kontraktene dersom mars 2004 hadde eksistert.

Kilde: Bloomberg, Consensus Economics og Norges Bank

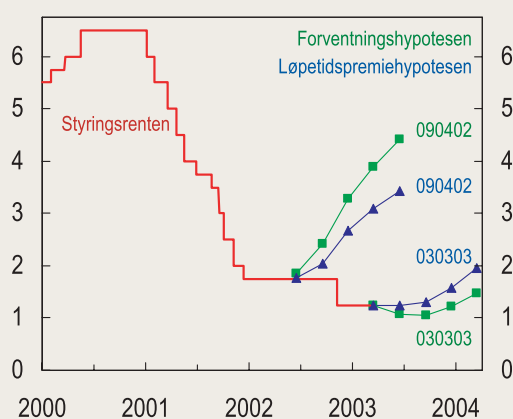
¹⁵ Dette finnes kun i USA. Fed Funds futures er futureskontrakter med Fed Funds-renten som underliggende instrument. Disse kontraktene forfaller ved utgangen av hver måned og gjøres opp til gjennomsnittlig Fed Funds-rente i forfallsmåned. De mest likvide kontraktene forfaller 1-4 måneder fram i tid, og kontrakter som forfaller om mer enn 6 måneder, er lite likvide. Da vi her ønsker å anslå renteforventningene ett år fram i tid, trenger vi terminrenter som begynner å løpe om 12 måneder, og må derfor benytte tremåneders eurodollar futures.

¹⁶ Vi ser på en lang periode som inkluderer hele rentesykkelen, slik at vi antar at forventninger om endringer i styringsrenten innbakt i tremånedersrenten vil nulle hverandre ut.

8. Konsekvenser av tidsvarierende løpetidspremier for beregning av renteforventninger

Dersom løpetidspremiene varierer over tid, er det viktig å oppdatere disse på regelmessig basis for å få et godt bilde av markedets renteforventninger. Betydelige variasjoner i løpetidspremiene medfører at sammenhengen mellom terminrentene og renteforventningene basert på løpetidspremiehypotesen også varierer betydelig over tid. Figur 4 illustrerer dette.

Figur 4 Markedets forventninger til fremtidig styringsrente i USA basert på forventningshypotesen og løpetidspremiehypotesen*



* Det antas at løpetidspremier stiger lineært med løpetiden

Kilde: Bloomberg, Consensus Economics og Norges Bank

Figuren viser forventet Fed Funds rente to utvalgte datoer (9. april 2002 og 3. mars 2003) basert på forventningshypotesen og løpetidspremiehypotesen (med tidsvarierende løpetidspremie). I april 2002 var løpetidspremier i USA anslått til +1 prosentpoeng, mens den i mars 2003 var beregnet til -0,5 prosentpoeng. Vi ser at de to hypotesene gir forskjeller i tolkningen av hva terminrentene sier om markedets forventninger til fremtidig styringsrente. Figuren illustrerer videre at forskjellen i de anslåtte renteforventningene ifølge de to hypotesene kan variere betydelig når løpetidspremier er tidsavhengig.

9. Konklusjon

Renteforventninger anslås ofte på bakgrunn av terminrenter. En må imidlertid utvise forsiktighet i tolkningen av disse da det kan eksistere løpetidspremier. Om mulig bør terminrentene korrigeres for eventuelle løpetidspremier. Det kan være misvisende å legge gjennom-

snittlig løpetidspremie til grunn, da det kan se ut til at løpetidspremier varierer betydelig over tid. Det er videre indikasjoner på at det kan være en viss systematikk i bevegelsene i løpetidspremier. Dette innebærer at forholdet mellom terminrentene og renteforventningene kan endres betydelig, avhengig av blant annet usikkerheten rundt fremtidig renteutvikling, investorenes risikoaversjon og hvilken pengepolitisk fase som forventes fremover.

Dersom en ønsker å anslå markedets forventninger til fremtidig styringsrente, og terminrenten er basert på en annen rente enn styringsrenten, må en gjøre terminrenten sammenlignbar med styringsrenten. I vårt eksempel baserte vi beregningene på tremåneders interbank terminrenter, og korrigerte anslagene ved å trekke fra gjennomsnittlig renteforskjell mellom tremåneders interbankrente og styringsrenten i de ulike land.

Referanser

- Akram, Q.Farooq og Frøyland, Espen (1997): «Empirisk modellering av norske pengemarkeds- og obligasjonsrenter», *Norsk Økonomisk Tidsskrift*, 111, pp. 63-92.
- Bernhardsen, Tom og Eeg, Knut (2000): «Løpetidspremier på norske renter», Internt notat Norges Bank
- Brooke, Martin, Neil Cooper og Cedric Scholtes (2000): «Inferring market interest rate expectations from money market rates», *Bank of England Quarterly Bulletin*, November 2000.
- Cochrane, John (2001): *Asset pricing*, Princeton University Press
- Consensus Economics Inc.: *Consensus Forecasts* Månedlige utgaver 1999 -2003
- Cuthbertson, Keith (1996): *Quantitative Financial Economics*, Wiley & Sons
- Frøyland, Espen PEK 1/1997: «Beregning og tolkning av terminrenter», *Penger og Kreditt* 1/1997
- Gürkaynak, Refet S., Brian Sack og Eric Swanson (2002): «Market-based measures of monetary policy expectations», notat, Division of Monetary Affairs, Board of Governors of the Federal Reserve System
- Ilmanen, Antti (1996): *Understanding the Yield Curve Parts 1 – 7*, Salomon Brothers
- Ilmanen, Antti (1997): *How to use survey-based risk premiums*, Salomon Brothers
- King, Matt (1999): «Exploiting term premia», J.P.Morgan i *Strategic Investing* (november 1999)
- Kloster, Arne (2000): «Beregning og tolkning av renteforventninger», *Penger og Kreditt* 1/2000
- Valseth, Siri (2001): «Metoder for beregning av fremtidige styringsrenter internasjonalt», Internt notat Norges Bank

Nytt på nett fra Norges Bank

Dokumenter lagt ut på Norges Banks web-sider www.norges-bank.no siden forrige nummer av Penger og Kreditt:

Rapporter

Årsrapport for Statens petroleumsfond (3. mars 2003)

Inflasjonsrapport 1/2003 (5. mars 2003)

Hovedstyrets strateginotat 3/02. Gjennomføringen av pengepolitikken fram til mars 2003 (5. mars 2003)

Rapport fra regionalt nettverk – februar 2003 (6. mars 2003)

Taler og foredrag

Litt om pengepolitikken rolle og virkninger. Sentralbanksjef Svein Gjedrem. (*Innledning for Ekspertutvalget som vurderer utfordringene for konkurranseutsatt sektor (Holden-utvalget)*, Oslo, 16. januar 2003)

Inflasjonsstyring. Sentralbanksjef Svein Gjedrem. (*Foredrag på valutaseminaret i Gausdal*, 31. januar 2003)

Litt om pengepolitikken og samspillet i den økonomiske politikken Visesentralbanksjef Jarle Berge. (*Foredrag på YS-frokost* 7. februar 2003)

Økonomiske perspektiver («årstalen»). Sentralbanksjef Svein Gjedrem. (*Foredrag på Norges Banks representantskapsmøte*, Oslo, 20. februar 2003)

Utsiktene for norsk næringsliv og Norges Banks rolle. Sentralbanksjef Svein Gjedrem. (*Foredrag ved Kongsvinger Næringsforum* 2003, 6. mars 2003)

Oljen - utfordringer for den økonomiske politikken. Visesentralbanksjef Jarle Berge. (*Foredrag på Sørlandskonferansen* 2003, Kristiansand, 11. mars 2003)

Pengepolitikken og konjunkturutviklingen. Sentralbanksjef Svein Gjedrem. (*Foredrag for årsmøtet i Troms fiskeoppdrettslag*, Harstad, 13. mars 2003)

Brev og uttalelser avgitt av Norges Bank

Forslag til endringer i lov om verdipapirfond som følge av råds- og parlamentsdirektiv 2001/108/EF. (*Norges Banks brev av 20. desember 2002 til Finansdepartementet*)

Høring - Forslag til forskrift om verdipapirforetaks bruk av oppdragstakere (utkontrahering). (*Norges Banks brev av 6. januar 2003 til Finansdepartementet*)

Søknad fra DnB ASA om konsesjon til erverv av aksjer i Nordlandsbanken ASA. (*Norges Banks brev av 6. februar 2003 til Kredittilsynet*)

Høring - Utkast til forskrift om forvalterregistrering av andelseiere i verdipapirfond. (*Norges Banks brev av 7. februar 2003 til Finansdepartementet*)

Høringsnotat om endringer i sentralbankloven og opphevelse av valutaloven og penge- og kredittreguleringsloven. (*Norges Banks brev av 11. februar 2003 til Finansdepartementet*)

Høring - forslag til forskrift om forvaltningsselskapenes plikt til å gi melding om selskapets aksjonærstruktur. (*Norges Banks brev av 20. februar 2003 til Kredittilsynet*)

Høring - forslag til forskrift om verdipapirforetakenes plikt til å gi melding om selskapets aksjonærstruktur. (*Norges Banks brev av 20. februar 2003 til Kredittilsynet*)

Høring - forslag til forskrift om beregning av og krav til startkapital og ansvarlig kapital for forvaltningsselskap for verdipapirfond. (*Norges Banks brev av 21. februar 2003 til Finansdepartementet*)

Rundskriv

Nr. 5/2002. Auksjonskalendere og opplegg for statspapirene. (12. des. 2002)

Nr. 1/2003. Norges Banks Oppgjørssystem (NBO), innføring av to daglige verdipapiroppgjør fra Verdipapirsentralen ASA (VPS), justering av driftsmønster i NBO. (5. febr. 2003)

Nr. 2/2003. Oppsummering av gjeldende retningslinjer for pantsettelse av verdipapirer som sikkerhet for lån i Norges Bank. (12. febr. 2003)

Pressemeldinger

Penge- og kredittstatistikk. (3. jan. 2003)

Norges Bank reduserer sine rentesatser overfor bankene. (22. jan. 2003)

Penge- og kredittstatistikk. (31. jan. 2003)

Norges Bank tilrår at Den norske Bank gis tillatelse til å overta Nordlandsbanken. (10. febr. 2003)

Minnemynter til 2005-markeringen. (11. febr. 2003)

Norges Bank støtter forslag om å oppheve valutaloven og penge- og kredittreguleringsloven . (12. febr. 2003)

Norges Banks regnskap for 2002. (20. febr. 2003)

Penge- og kredittstatistikk. (28. febr. 2003)

Positiv avkastning i fjerde kvartal for Petroleumsfondet. (3. mars 2003)

Norges Bank reduserer sine rentesatser overfor bankene. (5. mars 2003)

Innledninger til pressekonferanse om rentebeslutning

Rentemøte 22. januar 2003

Rentemøte / Inflasjonsrapport 1/2003 5. mars 2003

Annet

Figurer brukt i tilknytning til hovedstyrets rentemøte 22. januar 2003 og 5. mars 2003

Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene

Oppstillingen på de følgende sider gir en oversikt over bankenes lån og innskudd i Norges Bank den nærmeste foregående perioden. I tillegg refereres det til de siste endringene i relevante forskrifter. All praktisk anvendelse av bestemmelsene bør skje på grunnlag av rundskrivene fra Norges Bank. Listen er ajourført pr. 16. mars 2003.

D-lån, F-lån, F-innskudd og folioinnskudd.

Periode		D-lånsramme % av beregnings- grunnlaget ²⁾	D-lån		F-lån		F-innskudd		Folioinnskudd Dagl. gj.snitt mrd.kroner
			Låne- potensiale mrd.kroner	Faktiske trekk	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	
2001									
April	1.-15.	15,0	13,3	0,0	28,8	7,02	—	—	20,7
	16.-30.	15,0	13,3	0,0	44,9	7,03	—	—	11,1
Mai	1.-15.	15,0	13,3	0,0	37,7	7,02	—	—	13,5
	16.-31.	15,0	12,4	0,0	44,9	7,02	—	—	12,0
Juni	1.-15.	—	—	0,0	21,9	7,05	—	—	11,0
	16.-30.	—	—	0,0	23,5	7,05	—	—	12,5
Juli	1.-15.	—	—	0,0	3,6	7,08	—	—	10,7
	16.-31.	—	—	0,0	17,0	7,04	—	—	12,4
August	1.-15.	—	—	0,0	2,7	7,05	—	—	9,9
	16.-31.	—	—	0,0	1,5	7,03	5,4	7,10	9,7
September	1.-15.	—	—	0,0	—	—	21,8	7,09	10,8
	16.-30.	—	—	0,0	—	—	12,7	7,10	13,6
Oktober	1.-15.	—	—	0,0	21,8	7,05	—	—	16,6
	16.-31.	—	—	0,0	5,6	7,06	—	—	10,9
November	1.-15.	—	—	0,0	—	—	17,1	7,11	11,1
	16.-30.	—	—	0,0	1,2	7,05	—	—	13,0
Desember	1.-15.	—	—	0,1	6,2	6,92	—	—	8,6
	16.-31.	—	—	0,0	14,3	6,58	—	—	17,4
2002									
Januar	1.-15.	—	—	0,0	2,0	6,59	17,4	6,62	19,6
	16.-31.	—	—	0,1	0,6	6,60	19,2	6,59	11,2
Februar	1.-15.	—	—	0,0	—	—	31,2	6,61	13,9
	16.-28.	—	—	0,0	—	—	26,9	6,61	12,4
Mars	1.-15.	—	—	0,0	—	—	31,9	6,63	25,2
	16.-31.	—	—	0,0	—	—	27,9	6,61	16,7
April	1.-15.	—	—	0,0	0,2	6,56	11,2	6,61	14,0
	16.-30.	—	—	0,0	—	—	7,5	6,60	11,2
Mai	1.-15.	—	—	0,0	—	—	15,5	6,59	10,8
	16.-31.	—	—	0,0	4,9	6,55	—	—	11,6
Juni	1.-15.	—	—	0,0	3,9	6,56	—	—	10,2
	16.-30.	—	—	0,0	1,1	6,56	10,8	6,59	14,5
Juli	1.-15.	—	—	0,0	—	—	31,0	7,00	20,2
	16.-31.	—	—	0,0	—	—	26,2	7,10	14,0
August	1.-15.	—	—	0,0	—	—	34,3	7,10	13,6
	16.-31.	—	—	0,0	—	—	31,8	7,10	13,2
September	1.-15.	—	—	0,0	—	—	48,9	7,11	13,4
	15.-30.	—	—	0,0	—	—	28,7	7,10	19,8
Oktober	1.-15.	—	—	0,0	—	—	11,5	7,10	13,0
	15.-31.	—	—	0,0	—	—	26,5	7,09	12,1
November	1.-15.	—	—	0,0	—	—	48,1	7,10	23,0
	15.-30.	—	—	0,0	0,4	7,1	35,9	7,10	9,8
Desember	1.-15.	—	—	0,0	—	—	27,1	6,96	18,3
	18.-31.	—	—	0,0	—	—	20,4	6,59	33,3
2003									
Januar	1.-15.	—	—	0,0	—	—	45,7	6,59	25,3
	16.-31.	—	—	0,0	—	—	29,1	6,31	19,8
Februar	1.-15.	—	—	0,0	—	—	40,3	6,07	21,2
	16.-28.	—	—	0,0	—	—	37,7	6,06	17,0
Mars	1.-15.	—	—	0,0	—	—	47,7	5,74	21,6

¹⁾ Gjennomsnittlig rente ved tildelingen. Ved flere tildelinger i perioden, uveid gj.snitt av de enkelte tildelinger. Rentetall er ikke anført i perioder uten tildeling.

²⁾ Norges Bank fastsetter fra 1. juni 2001 ikke lenger noen D-lånsramme eller lånepotensiale.

Renter på D-lån og på bankenes foliokonto i Norges Bank (foliorenten)

Periode	D-lånsrenten		Foliorenten	
	Nominell	Effektiv	Nominell	Effektiv
25.08.98–27.01.99:	10,00%	10,5%	8,00%	8,3%
28.01.99–02.03.99:	9,50%	10,0%	7,50%	7,8%
03.03.99–25.04.99:	9,00%	9,4%	7,00%	7,2%
26.04.99–16.06.99:	8,50%	8,9%	6,50%	6,7%
17.06.99–22.09.99:	8,00%	8,3%	6,00%	6,2%
23.09.99–12.04.00:	7,50%	7,8%	5,50%	5,7%
13.04.00–14.06.00:	7,75%	8,0%	5,75%	5,9%
15.06.00–09.08.00:	8,25%	8,6%	6,25%	6,4%
10.08.00–20.09.00:	8,75%	9,1%	6,75%	7,0%
21.09.00–12.12.01:	9,00%	9,4%	7,00%	7,2%
13.12.01–03.07.02:	8,50%	8,9%	6,50%	6,7%
04.07.02–11.12.02:	9,00%	9,4%	7,00%	7,2%
12.12.02–22.01.03:	8,50%	8,9%	6,50%	6,7%
23.01.03–05.03.03:	8,00%	8,3%	6,00%	6,2%
06.03.03–	7,50%	7,8%	5,50%	5,7%

Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank

f.o.m. 1.6.01 (Se rundskriv nr. 4/18. mai 2001 og nr. 3/ultimo mars 2003)

Forskriften (vedtatt 25. april 2001/19. mars 2003) gir en samlet oversikt over bankers adgang til døgnlån (D-lån) og folioinnskudd, fastrentelån (F-lån) og fastrenteinnskudd (F-innskudd) i Norges Bank. D-lån er delt opp i lån gjennom dagen og lån overnatten. D-lån eller folioinnskudd gjennom dagen belastes eller godskrives ikke med renter.

D-lån og F-lån ytes mot sikkerhet. Følgende sikkerhet godtas:

- a) Obligasjoner og sertifikater utstedt eller garantert av stater og lokale myndigheter innenfor OECD-området.
- b) Obligasjoner og sertifikater utstedt av foretak innenfor OECD-området
- c) Eierandeler i verdipapirfond
- d) F-innskudd
- e) Innskudd i annen sentralbank

Renten på et F-lån eller F-innskudd ligger fast hele lånets eller innskuddets løpetid, og kan ikke nedbetales i løpet av perioden. Norges Bank bestemmer ved den enkelte utleggelse om et F-lån eller F-innskudd skal legges ut til en rente fastsatt på forhånd, eller ved ordinær eller hollandsk auksjon.

For å sikre gjennomføringen av særskilte betalingsoppgjør kan Norges Bank tildele ekstraordinære lån gjennom dagen utenfor stilt sikkerhet, kalt E-lån.

Utenlandske banker og andre kredittinstitusjoner som driver grensekryssende virksomhet i Norge har ikke adgang til å motta F-lån eller yte F-innskudd, og de må innfri D-lån lån trukket gjennom dagen før hovedbokavslutning om kvelden.

Auksjonskalendere og opplegg for statspapirene 2003

Kalenderen for 2003 vil i hovedsak følge opplegget for 2002. I henhold til St.prp. nr. 1 Tillegg nr. 14 (2002-2003) (Lånefullmakt-prop.) kan det bli aktuelt i 2003 å låne mer enn det som direkte følger av statens finansieringsbehov for å trekke inn deler av overskuddet på likviditet i det norske pengemarkedet. Det tas sikte på å avholde 17 auksjoner av statskasseveksler og 6 auksjoner av statsobligasjoner i 2003. Offentliggjøring av vilkårene for auksjoner i statskasseveksler flyttes til onsdager i 2003.

Det tas sikte på å åpne nye statskasseveksellån, med tolv måneders løpetid, på alle IMM-datoer. Det tas videre sikte på å åpne statskasseveksellån med forfall knyttet til skatteterminer. I tråd med tidligere praksis utvides nye lån ved påfølgende auksjon.

For 2003 gjelder følgende tidsplan for auksjoner av statspapirer:

Statskasseveksler

Offentliggjøring kl. 12.00:	Auksjon kl. 10.00:	Oppgjør kl. 10.00:
30-des-02	06-jan-03	08-jan-03
15-jan-03	20-jan-03	22-jan-03
29-jan-03	03-feb-03	05-feb-03
26-feb-03	03-mar-03	05-mar-03
12-mar-03	17-mar-03	19-mar-03
26-mar-03	31-mar-03	02-apr-03
30-apr-03	06-mai-03	08-mai-03
28-mai-03	02-jun-03	04-jun-03
11-jun-03	16-jun-03	18-jun-03
25-jun-03	30-jun-03	02-jul-03
30-jul-03	04-aug-03	06-aug-03
27-aug-03	01-sep-03	03-sep-03
10-sep-03	15-sep-03	17-sep-03
24-sep-03	29-sep-03	01-okt-03
29-okt-03	03-nov-03	05-nov-03
26-nov-03	01-des-03	03-des-03
10-des-03	15-des-03	17-des-03

Statsobligasjoner

Offentliggjøring kl. 12.00:	Auksjon kl. 10.00:	Oppgjør kl. 10.00:
06-jan-03	13-jan-03	16-jan-03
10-feb-03	17-feb-03	20-feb-03
17-mar-03	24-mar-03	27-mar-03
12-mai-03	19-mai-03	22-mai-03
15-sep-03	22-sep-03	25-sep-03
17-nov-03	24-nov-03	27-nov-03

De annonserte auksjonene av statsobligasjoner og statskasseveksler kan avlyses, eller suppleres med ad hoc emisjoner.

Tabeller

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

1. Norges Bank. Balanse
2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver
3. Statlige låneinstitutter. Balanse
4. Forretnings- og sparebanker. Balanse
5. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
6. Private kredittforetak. Balanse
7. Private finansieringsselskaper. Balanse
8. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag
9. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag
- 10a. Verdipapirfondenes eiendeler. Markedsverdi
- 10b. Verdipapirfondenes andelskapital. Markedsverdi

Verdipapirstatistikk

11. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt etter eiersektorer. Markedsverdi
12. Aksje- og grunnfondskapital registrert i VPS fordelt etter utstedersektorer. Pålydende verdi
13. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndmarkedet av aksjer registrert i VPS fordelt etter kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi
14. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt etter eiersektorer. Markedsverdi
15. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt etter utstedersektorer. Pålydende verdi
16. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt etter kjøper-, selger- og utstedersektorer. Beregnet markedsverdi
17. Beholdning av sertifikater i NOK registrert i VPS fordelt etter eiersektorer. Markedsverdi
18. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi

Kreditt- og likviditetsutvikling

19. Kredittindikator og pengemengde
20. Innenlandsk kreditt til publikum etter kilde. Beholdningstall i mill. kr. Vekst siste 12 mndr. i prosent
21. Sammensetningen av pengemengden
22. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter
23. Pengemarkedets likviditet

Rentestatistikk

24. Nominelle rentesatser i norske kroner
25. Kortsiktige rentesatser for sentrale valutaer i euromarkedet

26. Effektive renter på norske obligasjoner
27. Effektive renter på statsobligasjoner i sentrale valutaer
28. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner
29. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner
30. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform
31. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner på utlån til publikum

Resultat- og kapitaldekningsdata

32. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker
33. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker
34. Resultat og kapitaldekning for finansieringsselskaper
35. Resultat og kapitaldekning for kredittforetak

Valutakurser

36. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer
37. Internasjonale kursforhold

Utenriksøkonomi

38. Utenriksregnskap for Norge
39. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet

Internasjonale kapitalmarkeder

40. Endringer i bankenes internasjonale fordringer
41. Bankenes internasjonale fordringer, valutafordelt. Prosent av samlede internasjonale fordringer

Valutahandel

42. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner
43. Valutabanker. Totalposisjon i valuta
44. Bankenes valutatransaksjoner med ulike sektorer

Standard tegn:

- . Tall kan ikke forekomme
- .. Oppgave mangler
- ... Oppgave mangler foreløpig
- Null
- 0 Mindre enn en halv av den
- 0,0 brukte enhet

Norges Bank publiserer løpende mer detaljert statistikk på sine **internettssider** www.norges-bank.no. Bankens statistikkalender, som viser publiseringsstidspunktene fremover, publiseres kun på dette nettstedet.

Balanseutdrag for finansielle foretak

Tabell 1. Norges Bank. Balanse (Mill. kroner)

	31.12.2000	31.12.2001	30.11.2002	31.12.2002	31.01.2003
EIENDELER					
Fordringer på utlandet	646 120	837 262	864 889	841 566	864 720
Internasjonale reserver ^{1) 2)}	245 863	211 537	222 331	224 179	225 908
Plasseringer for Statens petroleumsfond	386 126	613 317	633 019	608 475	629 691
Andre fordringer på utlandet	14 131	12 408	9 539	8 912	9 121
Fordringer på norske finansinstitusjoner	22 194	15 242	1 090	1 066	587
Utlån til private banker	21 158	15 140	4	3	1
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	1 036	102	1 086	1 063	586
Fordringer på statsforvaltningen	13 909	11 813	11 645	13 234	14 438
Ihendehaverobligasjoner	10 743	9 073	8 935	10 750	10 530
Andre verdipapirer	2 776	2 451	2 431	2 088	3 626
Andre fordringer	390	289	279	396	282
Fordringer på andre norske sektorer	1 306	1 327	1 301	1 868	1 782
Verdipapirer og utlån	576	603	650	651	647
Andre fordringer	730	724	651	1 217	1 135
Varebeholdning produksjonsbedrifter	26	27	24	22	22
Varige driftsmidler	1 939	1 832	1 604	1 575	1 529
Kursreguleringer ³⁾	0	0	150 387	0	0
Kostnader	0	0	14 988	0	3 763
SUM EIENDELER	685 494	867 503	1 045 928	859 331	886 841
GJELD OG EGENKAPITAL					
Gjeld til utlandet	74 998	56 211	69 868	62 773	73 799
NOK-gjeld til IMF	14 107	12 383	9 514	8 888	9 097
Annen gjeld til utlandet	60 891	43 828	60 354	53 885	64 702
Sedler og mynt i omløp	46 952	46 633	40 783	44 955	41 157
Innenlandske innskudd	505 837	719 980	743 987	720 367	732 749
Statskassen	96 083	83 503	70 353	52 492	43 417
Statens petroleumsfond	386 126	613 317	633 019	608 475	629 691
Annen offentlig forvaltning (ekskl.kommuner)	293	45	63	269	57
Private banker	21 647	21 614	39 369	57 626	58 199
Andre finansinstitusjoner	1 591	1 406	1 113	1 427	1 311
Andre norske sektorer	97	95	70	78	74
Påløpne, ikke forfalte renter til statskassen	0	0	958	0	745
Annen innenlandsk gjeld	10 955	2 697	4 424	4 214	5 358
Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF	1 934	1 898	1 623	1 583	1 591
Egenkapital	44 818	40 084	40 084	25 439	25 439
Kursreguleringer	0	0	0	0	2 173
Inntekter ⁴⁾	0	0	144 201	0	3 830
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	685 494	867 503	1 045 928	859 331	886 841
Poster utenom balansen:					
Valuta solgt på levering	32 595	11 541	16 135	14 550	32 327
Valuta kjøpt på levering	25 699	13 311	17 194	15 806	34 118
Derivater solgt	77 743	121 116	139 382	159 417	135 900
Derivater kjøpt	83 094	145 597	139 933	168 005	155 679
Tildelte, ikke betalte aksjer BIS	314	324	324	310	310

¹⁾ Internasjonale reserver inkluderer obligasjoner underlagt gjenkjøpsavtaler.

²⁾ Verdipapirer og gull er verdsatt til virkelig verdi.

³⁾ Kursreguleringer består i hovedsak av valutakursreguleringer på verdipapirer grunnet styrking av den norske kronen.

⁴⁾ Deler av det urealiserte verdipapirtapet som omtales under 3, motsvares av reduserte kroneinnskudd for Statens petroleumsfond.
Regnskapsteknisk fremkommer dette som inntekter for Norges Bank.

Tabell 2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver¹⁾ (Mill. kroner)

	31.12.2000	31.12.2001	30.11.2002	31.12.2002	31.01.2003
Gull	2 275	2 346	2 209	2 806	3 017
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 713	3 192	2 245	2 190	2 201
Reserveposisjon i IMF	5 166	6 533	6 659	6 886	6 758
Lån til IMF	1 269	1 165	890	834	830
Bankinnskudd i utlandet	73 397	55 447	83 267	87 914	84 732
Utenlandske statskasseveksler	-	-	395	567	535
Utenlandske sertifikater	-	-	-	-	-
Utenlandske ihendehaverobligasjoner ²⁾	157 893	117 275	109 021	104 573	109 934
Utenlandske aksjer	-	22 952	15 460	16 357	15 819
Opptjente, ikke forfalte renter	3 190	2 628	2 184	2 053	2 082
Kortsiktige forandringer	-40	-	-	-	-
Totalt	245 863	211 538	222 331	224 179	225 908

¹⁾ Verdipapirer og gull er verdsatt til virkelig verdi fra desember 1999.

²⁾ Inkluderer obligasjoner underlagt gjenkjøpsavtaler.

Kilde: Norges bank

Tabell 3. Statlige låneinstitutter. Balanse (Mill. kroner)

	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002	31.12.2002
Kassebeholdning og bankinnskudd	2 889	2 456	2 254	2 439	2 803
Utlån i alt	178 665	182 931	183 194	186 121	188 275
Herav:					
Til publikum ¹⁾	176 538	180 654	180 934	183 852	185 932
Fordringer på Stats- og trygdeforvaltningen	-	-	-	-	-
Andre eiendeler	8 365	10 132	9 000	7 914	6 217
Eiendeler i alt	189 919	195 519	194 448	196 474	197 295
Ihendehaverobligasjonslån	45	44	39	38	34
Herav:					
I norske kroner	45	44	39	38	34
I utenlandsk valuta	-	-	-	-	-
Andre lån	177 806	182 622	182 964	185 776	187 482
Herav:					
Fra stats- og trygdeforvaltningen	177 806	182 622	182 964	185 776	187 482
Annen gjeld mv.	5 213	5 968	4 549	6 165	5 317
Aksjekapital, fond mv.	6 855	6 885	6 896	4 495	4 462
Gjeld og egenkapital i alt	189 919	195 519	194 448	196 474	197 295

¹⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 4. Forretnings- og sparebanker. Balanse (Mill. kroner)

	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002	31.12.2002
Kassebeholdning	5 290	4 599	4 644	4 393	5 063
Innskudd i Norges Bank	23 953	50 756	39 084	54 048	57 760
Innskudd i forretnings- og sparebanker	16 633	16 750	19 366	14 807	16 176
Innskudd i utenlandske banker	42 096	48 820	43 561	21 194	29 596
Statssertifikater	4 679	3 834	3 440	5 898	4 289
Andre sertifikater	16 643	13 099	14 206	15 104	15 770
Statsobligasjoner mv. ¹⁾	4 698	5 740	5 174	8 644	3 222
Andre ihendehaverobligasjoner	84 032	84 733	86 001	89 697	93 383
Lån til utlandet	51 635	51 208	49 960	49 303	46 264
Utlån til publikum	1 030 620	1 046 090	1 073 189	1 089 520	1 097 142
Herav:					
I utenlandsk valuta	87 459	88 531	84 160	85 118	81 765
Utlån til finansieringsforetak og forsikring mv. ²⁾	79 554	84 110	87 059	94 208	96 485
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	241	134	369	434	671
Andre eiendeler ³⁾	95 338	98 603	100 495	94 411	103 377
Eiendeler i alt	1 455 412	1 508 476	1 526 548	1 541 661	1 569 198
Innskudd fra publikum	703 487	714 090	734 771	723 986	757 475
Herav:					
I utenlandsk valuta	25 887	22 759	21 553	21 387	20 129
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	22 565	25 938	22 498	18 503	19 449
Innskudd fra finansieringsforetak og forsikring mv. ²⁾	39 010	40 509	52 998	39 453	46 049
Innskudd fra stats- og trygdeforvaltn. og statlige låneinst.	8 511	8 204	8 696	7 729	8 611
Innlån i form av banksertifikater	78 651	67 251	72 744	75 165	78 559
Lån og innskudd fra Norges Bank	15 618	487	705	596	1 035
Lån og innskudd fra utlandet	15 780	17 029	16 291	15 302	14 221
Annen gjeld	463 254	531 053	511 700	553 760	538 406
Aksje-/grunnfondskapital	25 322	25 328	25 839	28 106	28 157
Avsetninger, fond mv.	72 341	75 719	75 688	73 242	72 410
Nettoinntekt	10 873	2 868	4 618	5 819	4 826
Gjeld og egenkapital i alt	1 455 412	1 508 476	1 526 548	1 541 661	1 569 198
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	137 217	146 581	151 662	118 426	125 338
Gjeld overfor utlandet	358 295	394 688	360 357	377 881	370 602

¹⁾ Inkl. statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av låneinstitutter.

²⁾ Omfatter kredittforetak, finansieringsselskaper, liv- og skadeforsikring samt finansielle hjelpeforetak mv.

³⁾ Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall) samt utlån og andre fordringer som ikke er spesifisert over.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer¹⁾ (Mill.kroner)

	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002	31.12.2002
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl.kommuneforetak	11 945	10 632	10 224	10 267	10 145
Ikke-finansielle foretak ²⁾	358 856	365 993	369 751	366 660	359 725
Husholdninger ³⁾	659 819	669 465	693 213	712 593	727 272
Utlån til publikum i alt	1 030 620	1 046 090	1 073 189	1 089 520	1 097 142
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl.kommuneforetak	45 941	47 519	46 315	42 381	43 945
Ikke-finansielle foretak ²⁾	219 475	207 452	207 857	212 912	225 424
Husholdninger ³⁾	438 071	459 119	480 599	468 693	488 105
Innskudd fra publikum i alt	703 487	714 090	734 771	723 986	757 475

¹⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

²⁾ Omfatter private selskap med begrenset ansvar mv. og statlig eide foretak.

³⁾ Omfatter personlige foretak, personlig næringsdrivende og lønnstakere mv.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 6. Kredittforetak. Balanse (Mill. kroner)

	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002	31.12.2002
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 686	5 011	4 405	5 735	3 535
Sertifikater	809	1 683	1 359	289	3 652
Statsobligasjoner mv. ¹⁾	1 238	908	915	1 097	656
Andre ihendehaverobligasjoner	41 337	51 023	58 931	54 788	49 829
Utlån til:					
Finansielle foretak	24 981	23 874	24 473	24 842	28 014
Publikum ²⁾	167 547	163 948	165 692	168 551	181 998
Andre sektorer	11 656	11 106	11 796	10 229	9 907
Andre eiendeler ³⁾	-1 961	-1 980	-1 041	2 361	1 204
Eiendeler i alt	250 293	255 573	266 530	267 892	278 795
Sertifikater	23 489	31 607	34 145	33 295	30 111
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ⁴⁾	61 067	59 446	60 651	62 151	62 710
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ⁴⁾	84 857	81 688	85 404	83 090	89 079
Andre innlån	65 527	67 331	70 832	73 542	80 022
Egenkapital	11 436	11 705	11 881	12 134	11 963
Annen gjeld	3 917	3 796	3 617	3 680	4 910
Sum gjeld og egenkapital	250 293	255 573	266 530	267 892	278 795

¹⁾ Inkl. statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av statlige låneinstitutter.

²⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

³⁾ Kursdifferenser ved swapper føres netto på denne posten. Dette kan medføre negative tall i enkelte perioder.

⁴⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 7. Finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002	31.12.2002
Kassebeholdning og bankinnskudd	2 227	2 011	1 847	1 481	1 822
Sertifikater	109	105	104	114	97
Ihendehaverobligasjoner	20	20	0	0	0
Utlån ¹⁾ (brutto)	83 792	85 636	86 746	87 086	86 416
Herav:					
Utlån til publikum ²⁾ (netto)	79 618	81 537	83 101	83 675	83 222
Utlån til andre sektorer (netto)	3 960	3 885	3 455	3 205	3 051
Andre eiendeler ³⁾	2 727	2 318	2 213	2 480	2 297
Eiendeler i alt	88 875	90 090	90 910	91 161	90 632
Sertifikater	575	550	675	600	600
Ihendehaverobligasjonslån	115	115	115	65	65
Lån fra andre enn banker	10 530	10 010	10 108	10 287	10 685
Lån fra banker	61 246	65 321	63 721	63 537	62 945
Annen gjeld mv.	9 197	6 649	8 300	8 541	7 969
Kapital, fond mv.	7 212	7 445	7 991	8 131	8 368
Gjeld og egenkapital i alt	88 875	90 090	90 910	91 161	90 632

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

²⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

³⁾ Omfatter spes. og upes. tapsavsetninger (negative tall).

Kilde: Norges Bank

Tabell 8. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30.09.2001	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002
Kassebeholdning og bankinnskudd	11 167	13 467	16 315	28 127	14 956
Norske sertifikater	27 871	29 699	31 834	33 710	33 146
Utenlandske staskasseveksler og sertifikater	933	1 189	3 002	2 327	7 735
Norske ihendehaverobligasjoner	100 305	101 819	106 898	110 790	112 449
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	83 383	83 147	79 495	82 924	105 789
Norske aksjer, andeler, grunnfondsbevis, eierinteresser	45 431	48 478	44 841	35 957	32 295
Utenlandske aksjer, andeler, grunnfondbevis, eierinteresser	48 557	56 271	62 451	47 614	33 189
Utlån til publikum ¹⁾	24 360	24 482	23 013	23 173	23 200
Utlån til andre sektorer	1 012	935	739	697	681
Andre spesifiserte eiendeler	53 959	53 214	54 071	53 956	56 971
Eiendeler i alt	396 978	412 701	422 659	419 275	420 411

¹⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 9. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30.09.2001	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002
Kassebeholdning og bankinnskudd	5 767	6 454	7 454	7 539	7 285
Norske sertifikater	4 492	3 631	5 057	5 647	6 055
Utenlandske sertifikater	92	249	372	405	862
Norske ihendehaverobligasjoner	12 854	13 111	13 470	16 308	15 730
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	12 851	13 005	13 228	13 706	14 582
Norske aksjer, andeler, grunnfondsbevis, eierinteresser	10 269	10 807	9 933	8 152	7 307
Utenlandske aksjer, andeler, grunnfondbevis, eierinteresser	10 428	11 677	11 148	7 632	7 720
Utlån til publikum ¹⁾	1 242	934	854	826	899
Utlån til andre sektorer	90	148	144	141	114
Andre spesifiserte eiendeler	35 997	40 452	45 485	42 209	41 499
Eiendeler i alt	94 082	100 468	107 145	102 565	102 053

¹⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger mv.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 10a. Verdipapirfondenes eiendeler. Markedsverdi (Mill. kroner)

	30.09.2001	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002
Bankinnskudd	4 412	3 734	4 171	4 769	3 566
Statssertifikater mv. ¹⁾	1 661	717	957	1 184	1 525
Andre norske sertifikater	19 768	20 104	19 014	19 440	21 541
Utenlandske sertifikater	194	242	0	0	0
Statsobligasjoner mv. ²⁾	3 077	4 163	4 322	3 949	4 144
Andre norske obligasjoner	24 920	25 093	24 679	25 014	24 730
Utenlandske obligasjoner	1 807	2 193	0	0	0
Norske aksjer	28 087	31 106	32 948	26 795	19 327
Utenlandske aksjer	38 200	43 401	47 943	38 969	31 188
Andre eiendeler	2 159	2 320	2 313	2 130	1 698
Eiendeler i alt	124 284	133 073	136 346	122 250	107 721

¹⁾ Inkl. statssertifikater og sertifikater utstedt av statlige låneinstitutter.

²⁾ Inkl. statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av statlige låneinstitutter.

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

Tabell 10b. Verdipapirfondenes andelskapital fordelt etter eiersektorer.
Markedsverdi (Mill. kroner)

	30.09.2001	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002
Stats- og trygdeforvaltningen	342	275	354	379	414
Forretnings- og sparebanker	3650	3918	3358	3442	2672
Andre finansforetak	15529	19184	15770	12762	10623
Kommuneforvaltning og -foretak	6953	7893	7860	8106	7953
Andre foretak	22431	25240	23859	21840	20742
Husholdninger	71368	72605	80392	71165	61212
Utlandet	2723	2741	3536	3340	2889
Andelskapital i alt	122 996	131 856	135 129	121 034	106 505

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

Verdipapirstatistikk

Tabell 11. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt etter eiersektorer. Markedsverdi (Mill.kroner)

Eiersektorer	30.09.2001	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002
Stats- og trygdeforvaltningen	223 630	249 604	271 787	238 711	198 032
Norges Bank	0	0	0	0	0
Statlige låneinstitutter	10	4	4	4	3
Sparebanker	3 152	3 232	3 393	3 065	2 930
Forretningsbanker	8 979	9 283	13 983	10 852	6 976
Forsikringsselskaper	32 562	36 556	37 338	26 253	21 378
Kredittforetak	162	174	201	81	67
Finansieringsselskaper	4	4	5	4	3
Verdipapirfond	30 713	34 477	36 460	29 221	20 820
Andre finansielle foretak	30 210	32 059	31 512	30 829	38 781
Kommuneforvaltning	2 452	2 755	5 528	5 252	3 746
Statsforetak	7 371	9 412	10 226	8 608	7 705
Andre private foretak	172 690	143 658	163 783	141 432	128 089
Lønnstakere mv.	52 235	50 497	54 208	45 330	39 778
Andre husholdninger	3 412	2 678	2 765	2 354	1 862
Utlandet	248 369	242 456	278 695	247 474	198 284
Ufordelt	1 762	1 925	1 865	949	1 011
I alt	817 716	818 774	911 755	790 420	669 464

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 12. Aksje-og grunnfondskapital registrert i VPS fordelt etter utstedersektorer.
Pålydende verdi (Mill. kroner)

	30.09.2001	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002
Sparebanker	8 991	9 126	9 126	9 126	11 280
Forretningsbanker	15 702	15 712	15 712	15 724	15 725
Forsikringsselskaper	1 123	1 124	1 124	1 124	2 758
Kredittforetak	2 194	2 194	2 194	2 194	2 194
Finansieringsselskaper	64	5	5	5	5
Andre finansielle foretak	12 156	11 389	11 411	11 097	19 806
Kommuneforvaltning	2	2	2	2	2
Statsforetak	18 421	18 425	18 425	18 508	18 463
Andre private foretak	47 019	46 027	45 105	45 265	45 019
Utlandet	7 023	7 194	6 884	5 571	5 677
Ufordelt	0	0	0	0	0
I alt	112 695	111 198	109 987	108 618	120 929

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 13. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2.håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS fordelt etter kjøper-, selger- og utstedersektorer¹⁾. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

3. kvartal 2002

	Kjøper -/selgersektorer																	
	Stats- og trygde- forv.	Norges Bank	Statl.- låne- inst.	Spare- bnk.	Forr.- bnk.	For.- sikr.- selsk.	Kred.- foret.	Fin.- selsk.	Verdi- papir- fond	Andre finans. foretak	Komm.- forv. og foretak	Stats- foret.	Andre private foretak	Lønns- tak.mv	Andre hush.- ninger	Ut- landet	Ufor.- delt	I alt ²⁾
Utstedersektorer																		
Forretningsbanker	1	0	0	-142	63	-36	1	0	-52	-84	59	19	-17	62	3	141	1	19
Forsikringsselsk.	0	0	0	0	4	9	0	0	9	-15	0	0	15	16	0	-1	4	43
Kredittforetak	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansieringsselsk.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre finansielle foretak	294	0	0	276	503	2 915	-7	1	895	162	64	-160	6 061	2 188	182	7 626	99	21 098
Kommuneforv. og -foretak	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	-1	0	0	0	0
Statsforetak	263	0	0	-7	435	-817	-2	0	-705	-2	-1	-52	-40	113	17	869	13	85
Andre private foretak	1 247	0	-6	1 364	6 649	-6 155	19	0	-487	-3 136	2 662	15	6 464	-1 222	-10	4 797	153	12 354
Utlandet	159	0	0	15	6 882	-1 390	-3	0	-454	-1 312	-8	-22	-1 791	-36	15	-2 133	12	-65
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	1 964	0	-6	1 506	14 537	-5 475	9	1	-794	-4 387	2 778	-201	10 692	1 121	207	11 299	281	33 534

¹⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

²⁾ Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordelinger mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 14. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt etter eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	30.09.2001	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002
Stats- og trygdeforvaltningen	28 004	27 682	26 484	26 865	26 175
Norges Bank	6 986	6 531	5 610	7 030	6 710
Statlige låneinstitutter	232	219	209	193	183
Sparebanker	25 114	26 733	28 357	30 617	35 112
Forretningsbanker	39 768	35 598	38 549	39 727	42 225
Forsikringsselskaper	154 734	160 077	163 016	168 546	170 384
Kredittforetak	13 415	12 880	13 159	13 671	15 575
Finansieringsselskaper	33	23	27	30	27
Verdipapirfond	28 517	29 428	29 602	29 653	29 554
Andre finansielle foretak	1 685	3 353	3 534	4 198	3 706
Kommuneforvaltning	10 642	10 694	14 215	15 819	18 640
Statsforetak	3 457	3 166	4 105	2 317	2 600
Andre private foretak	21 966	24 049	23 329	23 191	22 624
Lønnstakere mv.	13 286	14 972	15 841	16 390	16 470
Andre husholdninger	4 651	4 882	4 814	5 082	5 154
Utlandet	60 872	61 131	57 974	59 773	66 338
Ufordelt	825	948	973	689	708
I alt	414 185	422 367	429 799	443 790	462 187

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 15. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt etter utstedersektorer. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	30.09.2001	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002
Stats- og trygdeforvaltningen	127 776	129 762	132 785	139 771	141 793
Statlige låneinstitutter	284	263	252	231	220
Sparebanker	58 484	60 263	64 969	71 795	75 289
Forretningsbanker	61 675	58 601	63 694	64 116	67 557
Forsikringsselskaper	994	994	990	915	915
Kredittforetak	66 510	66 988	66 187	67 012	69 988
Finansieringsselskaper	50	50	550	550	500
Andre finansielle foretak	2 300	2 300	2 300	2 300	2 300
Kommuneforvaltning	47 198	46 466	44 411	43 590	44 402
Statsforetak	12 685	14 854	14 398	14 688	15 621
Andre private foretak	32 908	35 488	36 716	38 186	37 020
Husholdninger	27	23	23	23	23
Utlandet	8 086	9 698	10 191	10 001	11 721
Ufordelt	0	0	0	0	0
I alt	418 977	425 750	437 466	453 178	467 349

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

61

Tabell 16. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2.håndsmarkedet av obligasjoner registrert i VPS fordelt etter kjøper-, selger- og utstedersektorer¹⁾. Beregnet marksverdi (Mill. kroner)

3. kvartal 2002

	Kjøper-/selgersektorer																	I alt ²⁾
	Stats- og trygde- forv.	Norges Bank	Statl.- låne- inst.	Spare- bnk.	Forr.- bnk.	For.- sikr.- selsk.	Kred.- foret.	Fin.- selsk.	Verdi- papir- fond	Andre finans. foretak	Komm.- og- foretak	Stats- foret.	Andre private foretak	Lønns- tak.mv	Andre hush.- ninger	Ut- landet	Ufor- delt	
Utstedersektorer																		
Stats- og trygdeforvaltningen	-2 020	95	0	3 033	2 050	3 057	-148	-6	181	-66	326	320	430	161	-34	4 660	13	12 054
Statlige låneinstitutter	0	0	-36	-4	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-43
Sparebanker	141	0	0	3 410	2 234	3 231	1 047	0	1 669	82	1 720	83	404	322	170	1 229	3	15 747
Forretningsbanker	454	0	0	704	1 680	4 180	-293	10	-409	111	302	-42	-207	1 702	-170	868	62	8 953
Forsikringsselskaper	0	0	0	0	5	-65	0	0	-33	0	0	0	-10	0	-14	45	-1	-72
Kredittforetak	41	0	0	-15	1 206	1 047	2 308	-2	34	-16	978	-139	-1 094	-88	-59	-1 205	2	2 999
Finansieringsselsk.	0	0	0	320	0	85	0	0	-25	0	26	0	31	10	3	0	0	450
Andre finansielle foretak	0	0	0	-10	104	-69	0	0	-16	0	-14	0	5	0	10	-10	0	0
Kommuneforvaltning og -foretak	-204	0	0	269	-898	-910	91	2	-146	-24	1 725	-91	-245	-5	34	-675	-1	-1 077
Statsforetak	392	0	0	295	246	134	2	0	-99	-38	480	-579	-38	14	71	-114	0	766
Andre private foretak	158	0	0	1 802	-268	-458	-19	0	30 955	391	2 401	-81	-32 994	-101	290	-431	-12	1 635
Husholdninger	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utlandet	0	0	0	-89	-140	1 030	15	0	99	-5	18	0	-2	19	-4	1 079	2	2 023
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	-1 037	95	-36	9 715	6 218	11 261	3 005	4	32 210	437	7 962	-528	-33 720	2 035	299	5 446	68	43 434

¹⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til marksverdi - salg til marksverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

²⁾ Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordelinger mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 17. Beholdning av sertifikater i NOK registrert i VPS fordelt etter eiersektorer.
Markedsverdi (Mill. kroner)

	30.09.2001	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002
Stats- og trygdeforvaltningen	7 889	5 680	6 444	5 845	6 635
Norges Bank	2 478	2 451	3 053	2 219	2 590
Statlige låneinstitutter	0	0	0	0	0
Sparebanker	6 847	4 088	3 529	3 435	3 846
Forretningsbanker	21 024	17 629	13 633	13 546	16 610
Forsikringsselskaper	36 746	38 829	42 046	44 160	45 333
Kredittforetak	1 128	454	173	2 569	1 682
Finansieringsselskaper	73	61	58	48	61
Verdipapirfond	22 169	20 690	21 180	22 577	25 183
Andre finansielle foretak	1 214	2 025	2 656	1 900	2 196
Kommuneforvaltning	4 360	3 244	4 022	8 918	7 352
Statsforetak	6 381	4 006	10 944	4 784	6 078
Andre private foretak	10 734	7 225	6 762	6 442	6 877
Lønnstakere mv	363	180	121	191	232
Andre husholdninger	521	1 354	1 245	1 331	1 137
Utlandet	10 947	9 995	13 394	11 846	12 457
Ufordelt	429	488	48	8	7
I alt	133 303	118 398	129 308	129 819	138 277

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 18. Utestående sertifikatgjeld¹⁾. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002	31.12.2002
Stats- og trygdeforvaltningen	36 000	36 500	33 000	41 500	51 500
Fylkeskommuner	2 172	1 163	1 076	1 026	474
Kommuner	3 208	3 280	3 722	3 140	4 285
Statlige låneinstitutter	0	0	0	0	0
Forretningsbanker	13 466	21 937	21 744	18 867	18 434
Sparebanker	37 965	34 421	36 311	39 616	40 538
Kredittforetak	5 525	4 380	3 572	3 497	1 787
Finansieringsselskaper	575	550	625	600	600
Andre finansielle foretak	0	0	0	0	0
Statsforetak	2 780	4 530	8 205	10 227	4 870
Kommuneforetak	9 974	11 194	10 439	9 822	8 976
Private foretak	7 538	11 690	13 723	12 061	9 547
Utlandet	1 885	2 400	1 225	1 700	2 500
I alt	121 088	132 045	133 642	142 056	143 511

¹⁾ Omfatter sertifikatlån i NOK som innlendinger og utlendinger har tatt opp i Norge pluss sertifikatlån i utenlandsk valuta som innlendinger har tatt opp i Norge.

Kilde: Norges Bank

Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 19. Kredittindikator og pengemengde

	Beholdningstall ved utgangen av perioden			Vekst siste 12 måneder			3-måneders vekst, årlig rate	
	Milliarder kroner			Prosent			Prosent ⁴⁾	
	K2 ¹⁾	K3 ²⁾	M2 ³⁾	K2 ¹⁾	K3 ²⁾	M2 ³⁾	K2	M2
desember 1993	877,7	1 074,1	476,0	-1,8	-1,7	-1,1	0,0	0,3
desember 1994	893,5	1 075,8	501,3	2,3	1,3	5,8	2,8	1,3
desember 1995	936,0	1 123,6	530,3	4,9	5,2	6,0	5,4	1,3
desember 1996	992,7	1 213,6	564,4	6,0	5,3	6,4	7,7	4,5
desember 1997	1 099,4	1 361,1	578,5	10,2	10,2	1,8	10,0	3,0
desember 1998	1 193,3	1 519,7	605,3	8,3	12,3	4,4	6,4	5,4
desember 1999	1 295,3	1 695,0	670,1	8,3	8,0	10,5	9,5	8,4
desember 2000	1 461,7	1 917,0	731,8	12,4	10,8	8,8	11,8	7,4
oktober 2001	1 584,2	2 038,8	781,7	10,2	6,3	9,1	9,8	7,8
november 2001	1 602,2	2 068,6	773,9	9,7	7,2	8,4	9,1	8,1
desember 2001	1 610,1	2 071,8	795,2	9,7	8,0	9,3	8,7	10,9
januar 2002	1 616,4	2 079,9	821,0	9,4	8,2	10,1	8,3	11,0
februar 2002	1 623,3	2 082,9	812,4	8,9	8,0	8,1	8,0	10,9
mars 2002	1 633,6	2 094,4	812,9	8,8	8,2	8,8	8,1	5,6
april 2002	1 649,1	2 112,5	800,1	9,0	8,1	8,7	8,8	4,7
mai 2002	1 657,9	2 105,1	805,7	9,3	7,6	7,3	10,3	5,5
juni 2002	1 671,5	2 106,6	844,5	9,6	7,8	9,8	10,8	8,5
juli 2002	1 678,0	2 114,5	837,1	9,4	7,9	9,0	10,6	8,9
august 2002	1 685,3	2 116,5	826,4	9,1	8,2	7,6	8,9	4,0
september 2002	1 694,2	2 119,1	820,7	8,7	8,1	6,3	7,8	3,2
oktober 2002	1 704,5	2 135,9	844,7	8,6	7,4	8,6	7,4	3,5
november 2002	1 725,9	2 152,2	828,6	8,9	7,0	7,7	8,2	9,9
desember 2002	1 726,6		854,6	8,9		8,2	9,2	9,4
januar 2003	1 736,2		865,9	9,1		6,2		

¹⁾ K2 = Kredittindikator. Innenlandsk kreditt, dvs. publikums (kommuneforvaltning, ikke-finansielle foretak og husholdninger) innenlandske bruttogjeld; faktiske tall

²⁾ K3 = Samlet kredittvolum, dvs. sum av publikums innenlandske bruttogjeld og gjeld til utlandet; faktiske tall.

³⁾ M2 = Pengemengde (se noter til tabell 21).

⁴⁾ Sesongjusterte tall

Kilde : Norges Bank

Tabell 20. Innenlandsk kreditt til publikum¹⁾ etter kilde. Beholdningstall i mill.kroner. Vekst siste 12 mndr. i prosent.

	31.12.2000		31.12.2001		31.12.2002		31.01.2003	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker	938 076	13,8	1 030 694	9,6	1 097 160	8,2	1 102 730	8,4
Statlige låneinstitutter	167 921	3,9	176 494	5,1	185 932	5,3	187 422	4,6
Norges Bank	575	1,6	603	4,9	651	8,0	651	7,8
Kredittforetak	144 846	20,4	167 698	15,6	181 999	10,9	182 826	13,1
Finansieringsselskaper	66 809	12,1	79 474	14,6	83 222	9,9	83 232	10,1
Livsforsikringsselskaper	23 047	-8,0	24 482	0,2	23 124	-5,5	23 120	-3,6
Pensjonskasser og -fond	4 796	-3,9	3 742	7,1	3 742	0,0	3 742	0,0
Skadeforsikringsselskaper	1 649	24,8	934	-43,4	918	-1,7	920	1,1
Obligasjonsgjeld ²⁾	82 838	9,7	89 671	8,2	107 399	19,8	109 282	22,6
Sertifikatgjeld	25 059	29,6	25 672	2,4	28 152	9,7	27 639	-5,7
Andre kilder	6 038	27,4	10 624	76,0	14 295	34,6	14 672	33,8
Sum innenlandsk kreditt (K2) ³⁾	1 461 654	12,4	1 610 088	9,7	1 726 594	8,9	1 736 236	9,1

¹⁾ Omfatter kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger.

²⁾ Korrigert for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

³⁾ Svarer til Norges Banks kredittindikator (K2).

Kilde: Norges Bank

Tabell 21. Sammensetningen av pengemengden (Mill.kroner)

Faktiske beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på transaksj. konti	(M1) ¹⁾	Andre innskudd ²⁾	Bank- sertifikater	(M2) ³⁾	Endring siste 12 mndr. i M2 i alt
desember 1993	38 003	149 615	185 359	288 396	2 260	476 015	-3 205
desember 1994	40 454	172 154	210 108	286 081	5 116	501 305	25 290
desember 1995	42 069	178 653	217 727	296 799	15 731	530 257	28 952
desember 1996	43 324	208 072	247 937	294 741	21 686	564 364	34 107
desember 1997	46 014	227 382	269 597	278 741	30 200	578 538	14 174
desember 1998	46 070	237 046	279 188	292 820	33 321	605 329	26 791
desember 1999	48 020	300 131	343 496	295 822	30 803	670 121	64 792
desember 2000	46 952	328 816	371 340	326 351	34 152	731 843	61 722
oktober 2001	40 969	331 294	368 173	376 933	36 572	781 678	60 430
november 2001	42 084	327 191	365 086	374 039	34 819	773 944	55 292
desember 2001	46 633	344 109	386 147	370 172	38 899	795 218	63 375
januar 2002	42 613	350 854	389 293	393 988	37 746	821 027	71 321
februar 2002	41 510	346 813	384 287	390 769	37 342	812 398	56 458
mars 2002	42 002	346 918	384 789	384 961	43 124	812 874	60 599
april 2002	40 746	337 329	374 096	381 891	44 146	800 133	59 463
mai 2002	40 785	342 667	379 393	379 315	47 000	805 708	49 073
juni 2002	41 900	378 726	416 494	381 452	46 540	844 486	68 794
juli 2002	40 945	365 142	401 902	389 106	46 078	837 086	63 619
august 2002	40 649	349 274	385 825	394 607	45 931	826 363	54 280
september 2002	40 188	350 270	386 502	388 380	45 822	820 704	44 864
oktober 2002	40 024	358 125	394 210	404 467	45 998	844 675	62 994
november 2002	40 783	349 028	385 824	398 525	44 291	828 640	54 693
desember 2002	44 831	360 553	400 711	409 355	44 576	854 642	59 424
januar 2003	41 155	360 546	397 824	426 302	41 813	865 939	44 989

¹⁾ Det smale pengemengdebegrepet (M1) omfatter pengeholdene sektors beholdning av norske sedler og mynter samt sektorens innestående på transaksjonskonti i Norges Bank, forretnings- og sparebanker (i norske kroner og utenlandsk valuta).

²⁾ Ekskl. bundne bankinskudd (BSU, IPA, skattetrekkskonti mv.).

³⁾ Det brede pengemengdebegreper (M2) defineres som summen av M1, pengeholdene sektors øvrige bankinnskudd og deres beholdning av banksertifikater i norske kroner og utenlandsk valuta. Bundne innnskudd (BSU, IPA, skattetrekkskonti mv.) inngår ikke i pengemengden.

Kilde: Norges Bank

Tabell 22. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekt (milliarder kroner)

	Finansinvesteringer					Beholdninger				
	Året			3.kvartal		Året			per 30.9	
	1999	2000	2001	2001	2002	1999	2000	2001	2001	2002
Bankinnskudd ¹⁾	33,4	33,0	38,9	-7,7	-13,0	407,5	440,6	479,5	466,1	504,1
Obligasjoner ²⁾	2,2	7,8	6,7	1,4	0,1	10,9	18,2	21,5	19,0	23,1
Aksjer ³⁾	2,6	4,5	6,8	1,2	1,9	166,6	174,7	173,0	166,7	164,0
Verdipapirfondsandeler	7,0	11,7	2,3	0,4	-1,2	77,9	85,7	78,1	77,6	66,6
Forsikringskrav	20,6	23,0	32,9	5,7	14,8	428,0	455,1	471,7	464,3	489,9
Utlån og andre fordringer ⁴⁾	5,4	7,0	7,3	3,4	3,0	100,9	107,9	115,2	115,1	120,8
Fordringer i alt	71,2	87,1	94,9	4,3	5,5	1191,9	1282,1	1339,1	1308,7	1368,6
Lån i forretnings- og sparebanker	49,9	66,5	67,9	17,0	19,6	525,3	591,9	659,8	639,8	712,6
Lån i statlige låneinstitutter og Norges Bank	6,0	7,7	8,5	1,4	2,6	134,3	141,4	149,1	148,0	155,5
Lån i kredittforetak og fin.selskaper	0,4	6,2	14,2	4,2	2,7	47,1	53,5	67,7	64,1	76,1
Lån i forsikringsselskaper	-3,9	-2,5	-0,5	-0,2	0,2	19,2	16,7	16,2	16,1	16,4
Annen gjeld ⁵⁾	4,6	-1,4	8,3	-5,2	-8,0	81,1	79,3	87,0	78,8	78,7
Gjeld i alt	57,2	76,5	98,3	17,2	17,1	807,1	882,9	979,9	946,9	1039,3
Nettofinansinvestering/nettofordringer	14,0	10,5	-3,3	-12,8	-11,6	384,8	399,2	359,2	361,8	329,3

¹⁾ Sedler og mynt og bankinnskudd.

²⁾ Ihendehaverobligasjoner, spareobligasjoner, premieobligasjoner, sertifikater og statskasserveksler.

³⁾ VPS-registrerte og ikke VPS-registrerte aksjer og grunnfondsbevis.

⁴⁾ Utlån, påløpte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav og skattefordringer.

⁵⁾ Andre lån, obligasjons- og sertifikatgjeld og påløpte, ikke betalte renter.

Kilde: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

Tabell 23. Pengemarkedets likviditet. Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato (Mill.kroner)

	1/1-31/12		1/1-28/2	
	2001	2002	2002	2003
Staten og andre offentligeonti (ekskl. statspapirer)	-115 094	5 950	38 965	22 291
Statspapirer	8 514	-13 598	-10 913	-26 709
Kjøp av valuta til Statens petroleumsfond	120 300	56 545	7 200	6 000
Andre valutatransaksjoner	91	421	0	0
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	424	1 741	5 136	4 697
D-lån	-126	0	22	0
F-lån	-6 011	-15 140	-15 140	0
Annen sentralbankfinansiering	-8 135	-18 700	-33 241	-26 303
Reserver i alt	-37	17 219	-7 971	-20 024
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	-37	17 219	-7 971	-20 024
Statskasserveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	0	0	0	0

¹⁾ Tallene bygger hovedsakelig på Norges Banks regnskap. Blant annet på grunn av ulik periodisering kan det oppstå avvik fra bankenes egne oppgaver til bankstatistikken.

Kilde: Norges Bank

Rentestatistikk

Tabell 24. Nominelle rentesatser i norske kroner. Gjennomsnitt (Prosent p.a.)

	1 måned		3 måneder		12 måneder		Renter på bankenes dagslån i	Renter på bankenes folioinnskudd i
	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR	Norges Bank	Norges Bank
oktober 2001	7,2	7,1	7,1	6,9	6,8	6,6	9,0	7,0
november 2001	7,2	7,1	7,1	6,9	6,6	6,4	9,0	7,0
desember 2001	7,0	6,9	6,8	6,6	6,4	6,2	8,7	6,7
januar 2002	6,7	6,5	6,5	6,3	6,4	6,2	8,5	6,5
februar 2002	6,7	6,6	6,7	6,6	6,8	6,7	8,5	6,5
mars 2002	6,8	6,7	6,9	6,7	7,0	6,9	8,5	6,5
april 2002	6,9	6,7	6,9	6,8	7,2	7,0	8,5	6,5
mai 2002	6,9	6,7	7,1	6,9	7,5	7,3	8,5	6,5
juni 2002	7,0	6,9	7,3	7,1	7,7	7,5	8,5	6,5
juli 2002	7,3	7,2	7,4	7,3	7,6	7,4	8,9	6,9
august 2002	7,3	7,1	7,4	7,3	7,5	7,3	9,0	7,0
september 2002	7,3	7,1	7,3	7,1	7,2	7,0	9,0	7,0
oktober 2002	7,3	7,1	7,3	7,1	7,0	6,8	9,0	7,0
november 2002	7,3	7,1	7,3	7,1	6,9	6,7	9,0	7,0
desember 2002	7,1	6,9	6,8	6,6	6,4	6,1	8,7	6,7
januar 2003	6,4	6,2	6,2	6,0	5,9	5,6	8,3	6,3
februar 2003	6,1	5,9	5,9	5,7	5,5	5,3	8,0	6,0

Merk: NIDR = Norwegian Interbank Deposit Rate; ren kronerente.

NIBOR = Norwegian Interbank Offered Rate; dannes ved hjelp av valutabytte.

Kilde: Norges Bank

Tabell 25. Kortsiktige rentesatser¹⁾ for sentrale valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DKK	GBP	JPY	SEK	USD	Rentedifferanse	
						EURO	NOK/EURO
oktober 2001	3,9	4,4	0,1	3,8	2,4	3,6	3,3
november 2001	3,6	3,9	0,1	3,8	2,1	3,4	3,4
desember 2001	3,5	4,0	0,1	3,8	1,9	3,3	3,2
januar 2002	3,6	4,0	0,1	3,8	1,8	3,3	2,9
februar 2002	3,5	4,0	0,1	3,9	1,9	3,3	3,1
mars 2002	3,6	4,1	0,1	4,1	2,0	3,4	3,2
april 2002	3,6	4,1	0,1	4,3	1,9	3,4	3,3
mai 2002	3,7	4,1	0,0	4,4	1,9	3,4	3,3
juni 2002	3,7	4,1	0,0	4,4	1,8	3,4	3,6
juli 2002	3,6	4,0	0,0	4,4	1,8	3,4	3,8
august 2002	3,5	3,9	0,0	4,3	1,8	3,3	3,8
september 2002	3,4	3,9	0,0	4,3	1,8	3,3	3,8
oktober 2002	3,4	3,9	0,0	4,3	1,7	3,2	3,8
november 2002	3,2	3,9	0,0	4,1	1,4	3,1	3,9
desember 2002	3,0	4,0	0,0	3,8	1,4	2,9	3,5
januar 2003	2,9	3,9	0,0	3,8	1,3	2,8	3,1
februar 2003	2,8	3,7	0,0	3,7	1,3	2,7	2,9

¹⁾ 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 26. Effektive renter på norske obligasjoner¹⁾. (Prosent p.a.)

	3 år		5 år		10 år	
	Stat	Privat	Stat	Privat	Stat	Privat
oktober 2001	6,0	6,6	6,0	6,7	6,1	6,8
november 2001	5,8	6,5	5,8	6,5	5,9	6,6
desember 2001	5,8	6,5	6,0	6,6	6,2	6,8
januar 2002	6,0	6,6	6,1	6,7	6,2	6,9
februar 2002	6,3	6,9	6,4	6,9	6,4	7,0
mars 2002	6,6	7,0	6,5	7,1	6,6	7,1
april 2002	6,6	7,2	6,6	7,1	6,7	7,2
mai 2002	6,9	7,3	6,8	7,3	6,8	7,3
juni 2002	7,1	7,5	6,9	7,4	6,8	7,4
juli 2002	6,8	7,2	6,7	7,1	6,6	7,1
august 2002	6,5	7,0	6,4	6,9	6,3	6,9
september 2002	6,2	6,7	6,1	6,6	6,1	6,6
oktober 2002	6,1	6,7	6,1	6,6	6,2	6,7
november 2002	6,0	6,6	6,0	6,5	6,1	6,6
desember 2002	5,6	6,3	5,7	6,3	5,9	6,4
januar 2003	5,3	5,9	5,4	6,0	5,7	6,1
februar 2003	4,9	5,4	5,0	5,5	5,3	5,6

¹⁾ Helårlig etterskuddsrente, månedsgjennomsnitt. Fra 1.1.93 er rentene beregnet ut fra renten på representative obligasjoner vektet med gjenstående løpetid

Kilde: Norges Bank

Tabell 27. Effektive renter på statsobligasjoner i sentrale valutaer¹⁾. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FFR	GBP	JPY	SEK	USD	Rentedifferanse
									NOK/DEM ²⁾
oktober 2001	4,7	4,9	4,9	4,7	4,8	1,4	5,2	4,6	1,4
november 2001	4,5	4,7	4,8	4,6	4,6	1,3	5,0	4,7	1,3
desember 2001	4,8	5,0	5,0	4,8	4,8	1,4	5,3	5,1	1,4
januar 2002	4,9	5,2	5,1	5,0	4,9	1,4	5,3	5,2	1,3
februar 2002	5,0	5,2	5,2	5,0	4,9	1,5	5,4	5,0	1,4
mars 2002	5,2	5,5	5,4	5,2	5,2	1,5		5,4	1,4
april 2002	5,2	5,5	5,4	5,3	5,2	1,4		5,3	1,5
mai 2002	5,2	5,5	5,5	5,3	5,3	1,4		5,2	1,5
juni 2002	5,1	5,4	5,3	5,1	5,1	1,4		4,9	1,7
juli 2002	4,9	5,2	5,2	5,0	5,0	1,3		4,6	1,6
august 2002	4,7	4,9	4,9	4,7	4,7	1,3		4,2	1,7
september 2002	4,5	4,8	4,7	4,5	4,5	1,2		3,9	1,6
oktober 2002	4,6	4,9	4,7	4,6	4,6	1,1		3,9	1,6
november 2002	4,6	4,9	4,7	4,6	4,6	1,0		4,1	1,6
desember 2002	4,4	4,7	4,5	4,4	4,5	1,0		4,1	1,5
januar 2003	4,2	4,5	4,3	4,2	4,4	0,8		4,1	1,4
februar 2003	4,0	4,3	4,1	4,0	4,2	0,8		3,9	1,3

¹⁾ Statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Differansen mellom effektive renter på norske og tyske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 28. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)¹⁾

	Utlån ekskl. nullstilte lån							
	I alt	Kommune- forvalt- ning	Ikke- finan- sielle offentlige foretak	Ikke- finan- sielle private foretak	Hus- hold- ninger	Rammelån	Nedbetalingslån	
						Kassekr. m.v. og byggelån	Utlån med pant i bolig	Andre utlån
4.kvartal 2001								
Forretningsbanker	8,46	7,85	7,90	8,59	8,40	10,31	8,27	8,20
Sparebanker	8,91	7,23	9,13	9,13	8,85	11,18	8,56	9,06
Sum banker	8,69	7,54	8,23	8,80	8,66	10,69	8,43	8,58
1.kvartal 2002								
Forretningsbanker	8,11	7,50	7,99	8,28	8,01	9,83	7,88	7,89
Sparebanker	8,51	7,13	7,76	8,89	8,41	10,88	8,12	8,75
Sum banker	8,31	7,30	7,93	8,52	8,24	10,28	8,01	8,27
2.kvartal 2002								
Forretningsbanker	8,15	7,90	7,97	8,40	7,99	9,73	7,86	8,06
Sparebanker	8,51	7,34	7,72	8,97	8,38	10,80	8,11	8,80
Sum banker	8,33	7,63	7,91	8,62	8,21	10,18	8,01	8,39
3.kvartal 2002								
Forretningsbanker	8,59	7,79	8,03	8,82	8,47	10,53	8,32	8,38
Sparebanker	8,98	7,60	8,12	9,33	8,89	11,34	8,60	9,22
Sum banker	8,79	7,70	8,05	9,02	8,71	10,87	8,48	8,75
4.kvartal 2002								
Forretningsbanker	8,49	7,60	7,73	8,57	8,47	10,39	8,34	8,19
Sparebanker	8,91	7,49	7,85	9,16	8,85	11,16	8,58	9,11
Sum banker	8,71	7,55	7,76	8,80	8,69	10,73	8,48	8,59

¹⁾ For første gang offentliggjør nå Norges Bank bankenes gjennomsnittlige utlåns- og innskuddsrenter fordelt på de ulike publikumssektorene. Tallene starter fra og med fjerde kvartal 2001.

Kilde: Norges Bank

Tabell 29. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner fra publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)¹⁾

	I alt	Kommune- forvalt- ning	Ikke- finan- sielle offentlige foretak	Ikke- finan- sielle private foretak	Hus- hold- ninger	Innsk. på trans- aksjons- konti	Andre innsk.
4.kvartal 2001							
Forretningsbanker	5,76	6,36	6,37	5,80	5,66	5,10	6,45
Sparebanker	5,72	6,47	6,65	5,74	5,62	4,51	6,42
Sum banker	5,74	6,43	6,46	5,78	5,64	4,85	6,43
1.kvartal 2002							
Forretningsbanker	5,38	6,06	5,96	5,52	5,22	4,72	6,07
Sparebanker	5,41	6,47	6,41	5,62	5,22	4,26	6,09
Sum banker	5,40	6,33	6,12	5,55	5,22	4,53	6,08
2.kvartal 2002							
Forretningsbanker	5,27	6,07	6,25	5,43	5,05	4,62	6,05
Sparebanker	5,32	6,70	6,78	5,70	5,06	4,09	6,09
Sum banker	5,29	6,45	6,42	5,53	5,06	4,40	6,08
3.kvartal 2002							
Forretningsbanker	5,67	6,00	6,51	5,78	5,53	5,00	6,41
Sparebanker	5,83	6,91	6,78	6,06	5,66	4,57	6,54
Sum banker	5,75	6,56	6,60	5,88	5,60	4,83	6,49
4.kvartal 2002							
Forretningsbanker	5,60	5,79	5,99	5,53	5,61	4,91	6,37
Sparebanker	5,85	6,60	6,53	5,89	5,75	4,56	6,53
Sum banker	5,73	6,30	6,22	5,66	5,69	4,77	6,46

¹⁾ For første gang offentliggjør nå Norges Bank bankenes gjennomsnittlige utlåns- og innskuddsrenter fordelt på de ulike publikumssektorene. Tallene starter fra og med fjerde kvartal 2001.

Kilde: Norges Bank

Tabell 30. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
31.12.2001	7,8	6,9	7,4
31.03.2002	7,7	6,8	7,3
30.06.2002	7,9	7,1	7,5
30.09.2002	8,0	7,1	7,5
31.12.2002	7,8	7,0	7,3

Kilde: Norges Bank

Tabell 31. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
31.12.2001	7,4	7,5	7,3
31.03.2002	7,4	7,5	7,1
30.06.2002	7,5	7,6	7,2
30.09.2002	7,8	7,8	7,4
31.12.2002	7,8	7,7	7,3

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 32. Resultat og kapitaldekning: Forretningsbanker.¹⁾
Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	2000	2001	2002
Renteinntekter	7,4	7,6	7,3
Rentekostnader	5,5	5,8	5,5
Netto renteinntekter	1,8	1,8	1,9
Sum andre driftsinntekter	1,3	1,1	0,8
Andre driftskostnader	1,9	1,9	1,8
Driftsresultat før tap	1,2	1,0	0,9
Bokført tap på utlån og garantier	0,1	0,3	0,5
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,1	0,7	0,4
Kapitaldekning ²⁾	11,0	11,7	11,3
Herav:			
Kjernekapital	7,8	8,7	8,6

¹⁾ Morbanker (ekskl. filialer i utlandet) inkl. Postbanken og utenlandskeide filialer.

²⁾ I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Resultat og kapitaldekning: Sparebanker.
Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	2000	2001	2002
Renteinntekter	7,6	8,1	7,8
Rentekostnader	4,9	5,6	5,3
Netto renteinntekter	2,7	2,5	2,5
Sum andre driftsinntekter	0,8	0,7	0,5
Andre driftskostnader	2,0	1,8	1,8
Driftsresultat før tap	1,6	1,4	1,2
Bokført tap på utlån og garantier	0,2	0,3	0,4
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,8	1,2	0,8
Kapitaldekning ¹⁾	13,7	13,8	13,5
Herav:			
Kjernekapital	10,9	11,0	11,1

¹⁾ I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning.

Kilde: Norges Bank

Tabell 34. Resultat og kapitaldekning: Finansieringsselskaper.¹⁾
Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	2000	2001	2002
Renteinntekter	10,6	10,3	9,6
Rentekostnader	5,6	6,0	5,6
Netto renteinntekter	5,0	4,2	4,0
Sum andre driftsinntekter	2,3	2,8	2,5
Andre driftskostnader	4,7	4,4	4,1
Driftsresultat før tap	2,5	2,6	2,5
Bokført tap på utlån og garantier	0,5	0,5	0,6
Resultat av ordinær drift (før skatt)	2,1	2,1	1,9
Kapitaldekning ²⁾	12,4	11,3	10,8
Herav:			
Kjernekapital	11,1	9,8	9,2

¹⁾ Alle norske morselskaper (ekskl. OBOS) og utenlandskeide filialer.

²⁾ I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning.

Kilde: Norges Bank

Tabell 35. Resultat og kapitaldekning: Kredittforetak.¹⁾
Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	2000 ³⁾	2001	2002
Renteinntekter	6,9	6,5	5,3
Rentekostnader	6,2	5,7	4,7
Netto renteinntekter	0,7	0,8	0,7
Sum andre driftsinntekter	0,0	-0,0	-0,0
Andre driftskostnader	0,2	0,2	0,2
Driftsresultat før tap	0,6	0,6	0,5
Bokført tap på utlån og garantier	-0,0	0,0	0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	0,6	0,6	0,5
Kapitaldekning ²⁾	16,6	14,7	12,6
Herav:			
Kjernekapital	13,0	11,2	10,3

¹⁾ Alle norske morselskaper.

²⁾ I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning.

³⁾ Kommunalbanken rapporterer som kredittforetak f.o.m. 1.kv. 2000.

Kilde: Norges Bank

Valutakurser

Tabell 36. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer.
Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	Industriens effektive kronekurs ¹⁾	1 EUR	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
oktober 2001	102,80	7,9970	408,88	107,54	134,50	121,91	12,82	7,28	83,50	8,83
november 2001	102,63	7,9224	405,07	106,41	133,24	120,78	12,81	7,29	84,14	8,92
desember 2001	103,22	7,9920	408,63	107,38	134,42	121,84	12,90	7,04	84,77	8,96
januar 2002	102,72	7,9208	404,98	106,56	133,22	120,75	12,85	6,76	85,84	8,97
februar 2002	101,34	7,7853	398,06	104,78	130,94	118,69	12,73	6,70	84,78	8,95
mars 2002	100,67	7,7191		103,86			12,53	6,73	85,19	8,81
april 2002	99,16	7,6221		102,53			12,42	6,58	83,44	8,61
mai 2002	97,06	7,5147		101,07			11,96	6,49	81,53	8,19
juni 2002	95,13	7,4048		99,62			11,50	6,29	81,25	7,75
juli 2002	94,60	7,4050		99,66			11,60	6,32	79,90	7,46
august 2002	95,09	7,4284		100,02			11,67	6,39	80,32	7,60
september 2002	94,38	7,3619		99,12			11,67	6,22	80,30	7,51
oktober 2002	94,06	7,3405		98,80			11,65	6,04	80,62	7,48
november 2002	93,58	7,3190		98,53			11,49	6,02	80,59	7,31
desember 2002	92,91	7,2953		98,24			11,36	5,87	80,20	7,17
januar 2003	92,52	7,3328		98,66			11,16	5,81	79,93	6,90
februar 2003	94,75	7,5439		101,51			11,26	5,87	82,49	7,00

¹⁾ Nominell effektiv kronekurs beregnet på grunnlag av kursene på NOK mot valutaene for Norges 25 viktigste handelspartnere, beregnet som en kjedet indeks og vektet med OECDs konkurransevekter. Vektene, som oppdateres årlig, er fastsatt på grunnlag av de enkelte lands betydning som konkurrent. Indeksen er satt lik 100 i 1990. Stigende indeksverdi betyr depresierende kronekurs.

Nærmere forklaring finnes på Norges Banks hjemmesider (www.norges-bank.no)

Kilde: Norges Bank

Tabell 37. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	DEM/USD ¹⁾	DEM/GBP ¹⁾	USD/EUR	JPY/DEM ¹⁾	JPY/USD
oktober 2001	2,1592	3,1348	0,906	56,168	121,28
november 2001	2,2019	3,1629	0,888	55,563	122,35
desember 2001	2,1916	3,1558	0,892	58,047	127,21
januar 2002	2,2145	3,1720	0,883	59,876	132,60
februar 2002	2,2480	3,1979	0,870	59,426	133,59
mars 2002			0,876		130,93
april 2002			0,886		130,75
mai 2002			0,917		126,29
juni 2002			0,955		123,34
juli 2002			0,992		118,04
august 2002			0,978		118,95
september 2002			0,981		120,68
oktober 2002			0,981		123,91
november 2002			1,001		121,49
desember 2002			1,018		122,01
januar 2003			1,062		118,74
februar 2003			1,077		119,35

¹⁾ Omregnet via Euro på grunnlag av forholdet pr. 31.12.1998. Denne omregningen er avsluttet per 28.2.2002

Utenriksøkonomi

Tabell 38. Utenriksregnskap for Norge (Mill.kroner)

	2000	2001	2002
Varebalansen	229 595	231 532	203 460
Tjenestebalansen	16 917	25 475	20 260
Rente- og stønadsbalansen	-26 864	-23 621	-14 125
A. Driftsbalansen	219 648	233 386	209 595
Fordelt på:			
Oljevirkksomhet ¹⁾	303 153	304 574	481 850
Utenriks sjøfart ¹⁾	25 609	44 885	35 844
Annet	-109 114	-116 073	-308 099
B. Netto kapitaloverføringer	-1 683	-840	-462
C. Kapitalutgang, ekskl. Norges Bank	52 273	-24 174	66 436
Statsforvaltningen	-19 294	14 502	4 538
Kommuneforvaltningen	341	237	719
Forretnings- og sparebanker	-43 033	-33 132	-74 737
Forsikring	19 744	9 540	42 208
Andre finansinstitusjoner	-12 261	-13 263	-38 529
Utenriks sjøfart	-8 592	-768	2 684
Oljevirkksomhet	24 018	-42 379	-30 246
Andre private og statlige foretak	22 447	5 000	30 714
Uforklart differanse	68 903	36 089	129 085
D. Norges Banks netto kapitalutgang (A + B - C)	165 692	256 720	142 697
E. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utlandet	17 030	-41 057	-131 634
Endring i Norges Banks netto fordringer på utlandet (D + E)	182 722	215 663	11 063

¹⁾ Spesifisert i Norges Bank på grunnlag av poster i utenriksregnskapet

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 39. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31.12.2000			31.12.2001			31.12.2002		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statsforvaltningen	20,0	75,7	-55,7	28,3	61,3	-33,0	29,5	57,1	-27,6
Norges Bank inkl. oljefondet	767,6	199,7	567,9	959,5	176,8	782,7	1 073,7	279,6	794,1
Statlige låneinstitutter	6,5	0,0	6,5	7,5	0,0	7,5	7,5	0,0	7,5
Forretnings- og sparebanker	136,6	331,3	-194,7	137,7	360,1	-222,4	126,8	375,1	-248,3
Kredittforetak	35,5	103,0	-67,5	45,6	127,1	-81,5	49,0	145,7	-96,7
Finansieringsselskaper	3,0	19,1	-16,1	3,7	30,1	-26,4	3,7	31,7	-28,0
Forsikringsselskaper	210,8	17,3	193,5	204,9	19,1	185,8	247,2	19,5	227,7
Kommuneforvaltning	0,0	0,5	-0,5	0,0	2,2	-2,2	0,2	1,6	-1,4
Kommuneforetak	0,2	8,4	-8,2	0,3	8,9	-8,6	0,2	7,9	-7,7
Statsforetak	174,5	171,1	3,4	111,8	92,4	19,4	120,7	71,9	48,8
Andre norske sektorer	388,7	349,0	39,7	456,4	441,4	15,0	449,3	416,1	33,2
Ufordelte og statistiske avvik	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	129,1	0,0	129,1
Alle sektorer	1 743,4	1 275,1	468,3	1 955,7	1 319,4	636,3	2 236,9	1 406,2	830,7

Beholdningstillene er beregnet i Norges Bank med utgangspunkt i Statistisk sentralbyrås årlige finanstilling og sektorstatistikk for finansnæringene. Dette er kombinert med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet og sektorstatistikk for forsikringsselskaper og kredittforetak.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Internasjonale kapitalmarkeder

Tabell 40. Endringer i bankenes internasjonale fordringer.¹⁾ Milliarder USD

	1999	2000	2001	3.kvartal		Utestående
				2001	2002	30.sep.02
Total	276,1	1 221,5	859,4	-12,0	141,7	12 694,1
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	298,2	288,8	442,1	13,5	144,0	4 408,1
banker (og ufordelt)	-22,0	932,7	417,3	-25,5	-2,3	8 286,0

¹⁾ Med internasjonale fordringer (external positions) menes det:
 utlån over landegrensene i alle valutaer
 utlån til innlendinger i fremmed valuta
 tilsvarende fordringer utenom utlån

Kilde: BIS

**Tabell 41. Bankenes internasjonale fordringer, valutafordelt.
Prosent av samlede internasjonale fordringer**

	Desember			3.kvartal	
	1999	2000	2001	2001	2002
Amerikanske dollar (USD)	41,5	43,3	45,2	43,5	42,6
Tyske mark (DEM)	..	..	..	..	..
Sveitsiske franc (CHF)	2,4	2,2	2,1	2,2	2,1
Japanske yen (JPY)	9,0	8,2	6,2	6,9	5,6
Britiske pund (GBP)	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4
Franske franc (FRF)	..	..	..	..	..
Italienske lire (ITL)	..	..	..	..	..
ECU/EURO ¹⁾	27,8	27,8	28,6	30,0	32,3
Ufordelt ²⁾	15,0	14,2	13,5	13,0	13,0
Totalt i mrd. USD	9 939,5	10 778,6	11 592,3	11 271,4	12 694,1

¹⁾ Fra januar 1999

²⁾ Inkluderer andre valutaer enn de som er med i tabellen, og også fordringer hos banker i andre land enn hjemlandene til de syv valutaene som er spesifiserte.

Kilde: BIS

Valutahandel

Tabell 42. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner¹⁾
(Milliarder kroner pr.utg. av måneden)

	Netto kjøpt fra:					Kjøpt, brutto fra:		Solgt, brutto fra:	
	Sentral- myndig. ²⁾	Andre finansinst. ³⁾	Publikum	Utlandet	Sum	Publikum	Utlandet	Publikum	Utlandet
januar 2002	0,4	59,4	55,8	-36,3	79,3	107,0	744,0	51,2	780,3
februar 2002	0,3	47,7	63,5	-18,3	93,2	106,3	733,7	42,8	752,0
mars 2002	0,2	45,9	56,6	7,0	109,7	99,0	725,3	42,4	718,3
april 2002	0,1	56,5	64,1	-24,2	96,5	105,4	650,2	41,3	674,4
mai 2002	0,1	51,1	60,5	-21,3	90,4	108,1	636,6	47,6	657,9
juni 2002	-0,2	44,9	56,4	-6,9	94,2	106,8	647,1	50,4	654,0
juli 2002	-0,1	49,6	56,4	-22,5	83,4	110,6	642,8	54,2	665,3
august 2002	-0,1	49,7	53,6	-2,2	101,0	107,2	646,7	53,6	648,9
september 2002	-0,1	33,4	46,0	31,4	110,7	102,9	622,2	56,9	590,8
oktober 2002	0,0	20,7	46,0	28,2	94,9	99,8	606,6	53,8	578,4
november 2002	-0,1	22,3	47,9	32,0	102,1	99,6	592,5	51,7	560,5
desember 2002	0,0	22,1	48,3	65,0	135,4	102,2	645,6	53,9	580,6
januar 2003	0,0	23,9	22,2	55,0	101,1	110,0	632,2	87,8	577,2

¹⁾ Ekskl. kurskorreksjoner.

²⁾ Statsforvaltn., trygdeforvaltn. og Norges Bank.

³⁾ Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

Kilde: Oppgaver fra forretnings- og sparebanker (registrerte valutabanker) til Norges Bank

Tabell 43. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill.kroner)

	31.12.2001	31.03.2002	30.06.2002	30.09.2002	31.12.2002
Valutaaktiva, spot	219 915	217 232	203 986	194 813	192 705
Valutapassiva, spot	335 924	366 240	317 645	351 361	326 594
1. Spotbalanse, netto	-116 009	-149 008	-113 659	-156 548	-133 889
2. Terminbalanse, netto	44 192	76 692	121 215	122 975	136 072

Kilde: Norges Bank

Tabell 44. Bankenes valutatransaksjoner med ulike sektorer (Milliarder kroner)

	2002		Uke i 2003									
	1-52		1	2	3	4	5	6	7	8	9	1-9
1. Norske kunder	48		5,1	-6,6	-8,9	21,1	-15,5	-0,9	-7,3	11,4	1,5	0,0
Spot netto ¹⁾	10		13,3	-7,1	-17,3	25,4	-10,8	4,2	-2,1	-3,6	3,4	5,5
Termin netto ¹⁾	38		-8,3	0,5	8,4	-4,3	-5,1	-4,7	-5,1	15,0	-1,9	-5,6
-Endring i kjøpskontrakter ²⁾	-12		8,3	-1,4	-11,7	2,6	8,6	4,6	4,9	-5,2	5,2	16,0
- Endring i salgskontrakter ³⁾	26		0,1	-0,9	-3,3	-1,7	3,8	-0,5	-0,2	9,8	3,3	10,5
2. Utlandet	-81		0,9	-2,2	10,6	-17,0	19,8	-3,1	5,5	-8,7	-2,7	3,1
Spot netto ¹⁾	-18		-2,4	3,7	-2,8	6,6	0,9	-2,9	-1,8	3,8	9,5	14,5
Termin netto ¹⁾	-63		3,3	-6,0	13,4	-23,5	19,0	-0,2	7,3	-12,5	-12,2	-11,4
-Endring i kjøpskontrakter ²⁾	-126		-15,7	-14,3	16,5	24,1	-17,6	-10,7	-8,9	6,8	18,4	-1,4
- Endring i salgskontrakter ³⁾	-189		-12,4	-20,2	29,9	0,6	1,4	-10,9	-1,6	-5,7	6,2	-12,8
3. Norges Bank	53		0,3	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	5,7
Spot netto ¹⁾	53		0,3	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	5,7
Termin netto ¹⁾	0		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-Endring i kjøpskontrakter ²⁾	0		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Endring i salgskontrakter ³⁾	0		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Annet												
Nedbygging av bankenes netto valutafordringer overfor norske kunder	-11		-6,7	5,9	-1,3	-0,8	-4,5	3,1	-0,8	-0,3	-0,9	-6,2
Økning i totalposisjonen til bankene	4		0,3	-0,1	-0,4	0,0	-0,2	0,4	-1,2	0,8	-2,0	-2,5
Spesifikasjon av utlandets spot												
Netto NOK-fordringer på bankene ⁴⁾	-13		-2,2	4,1	-1,5	9,5	-0,6	-3,4	-0,6	3,7	7,9	17,0
VPS-registrerte aksjer ⁵⁾	-2		-0,2	0,4	-0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,2	0,4	1,7	2,5
VPS-registrerte obligasjoner ⁵⁾	-5		-0,2	-1,3	-1,3	-1,9	0,7	1,0	-0,7	-0,8	0,3	-4,3
VPS-registrerte sertifikater ⁵⁾	1		0,2	0,5	0,1	-1,3	0,5	-0,4	-0,4	0,5	-0,5	-0,7
Utlandets kjøp av VPS-registrerte verdipapirer, totalt	-		8,4	23,0	32,5	36,9	38,7	34,9	24,7	31,8	43,0	273,8
Utlandets salg av VPS-registrerte verdipapirer, totalt	-		8,2	22,6	31,2	33,9	40,2	35,3	23,4	31,9	44,5	271,2

¹⁾ Positive tall innebærer at de nevnte sektorene kjøper valuta fra de norske bankene.

²⁾ Positive tall innebærer at de nevnte sektorene øker sine kjøpskontrakter av norske kroner og negative tall innebærer forfall i kjøpskontrakter.

³⁾ Positive tall innebærer at de nevnte sektorene øker sine salgskontrakter i norske kroner og negative tall innebærer forfall i salgskontrakter.

⁴⁾ Positive tall innebærer at utlandet reduserer sine NOK-innskudd i norske banker.

⁵⁾ Positive tall innebærer at utlandet har et nettosalg av VPS-registrerte verdipapirer.

