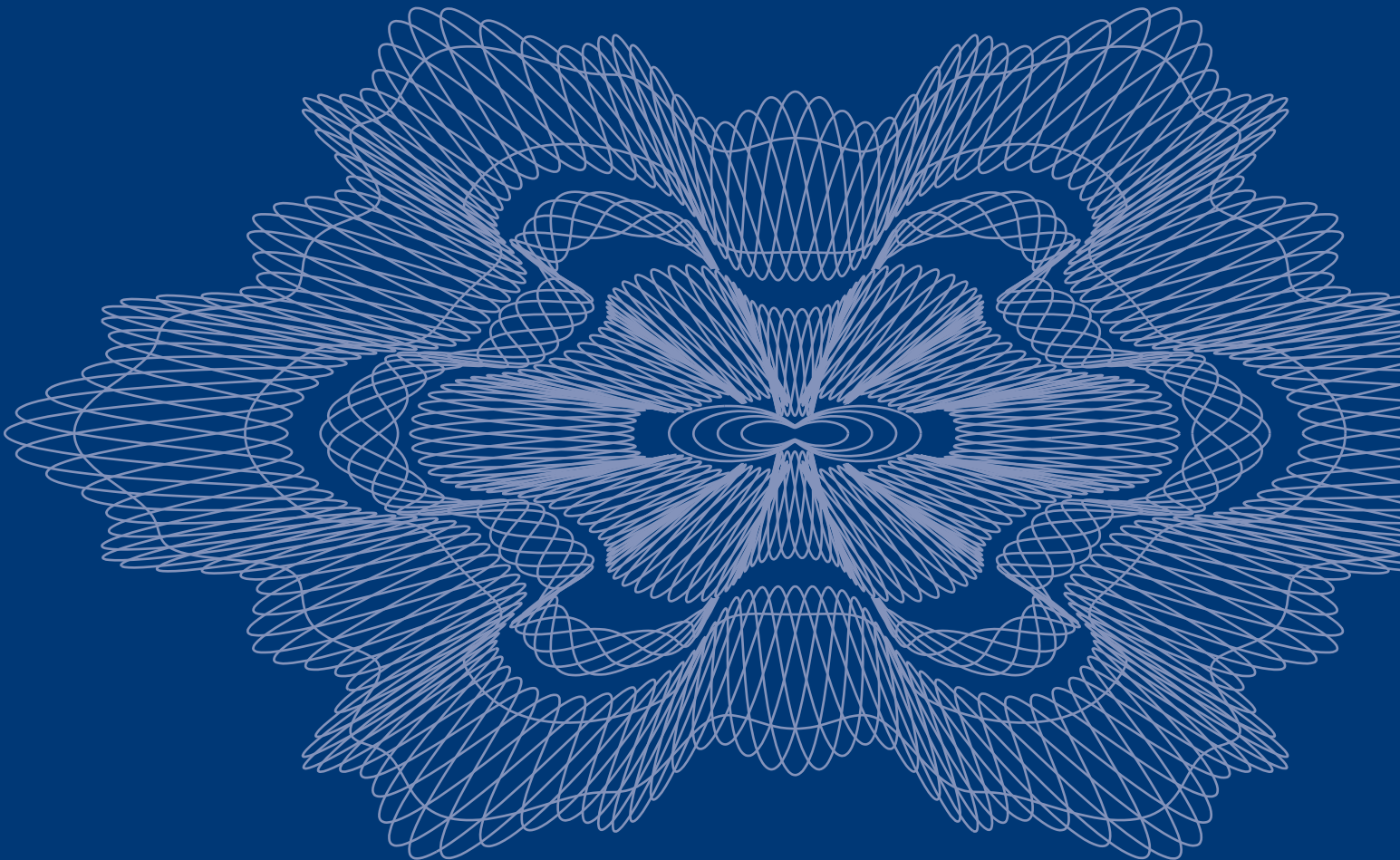




Penger og Kreditt

1
04

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

Ansvar. redaktør: Svein Gjedrem

Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastøyl

Redaksjonsutvalg: Audun Grønn, Statistikkavdelingen (leder)

Helge Eide, Sentralbanksjefens stab for kapitalforvaltning

Arild J. Lund, Avd. for verdipapirmarkeder og internasjonal finans

Kåre Hagelund, Økonomisk avdeling

Nils Tore Eide, Stab og fellestjenester

Bent Vale, Forskningsavdelingen

Steinar Selnes, 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.

	Postadresse	Telefon	Telefaks
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
Norges Banks Seddeltrykkeri	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	22 31 66 58

Artikkeldel

Økonomiske perspektiver	4
Sentralbanksjef Svein Gjedrems foredrag ved Norges Banks årsmøte 19. februar	
I foredraget drøfter sentralbanksjefen situasjonen i internasjonal og norsk økonomi. Det er blant annet lagt vekt på virkninger på norsk økonomi av globaliseringen. I tillegg diskuteres utviklingen i kronekursen, gjennomføringen av pengepolitikken og finansiell stabilitet.	
Etterprøving av Norges Banks anslag for 2003	15
Kristine Høegh-Omdal	
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. I 2003 ble konsumprisveksten (KPI-JAE) betydelig lavere enn Norges Bank og andre prognosemakere tidligere anslo. Avviket kan i hovedsak forklares av kronestyrkingen i 2002, prisfall på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta og sterk konkurranse i flere næringer i Norge.	
Avveininger i pengepolitikken	24
Ingvild Svendsen, Øistein Røisland og Kjetil Olsen	
Fleksibel inflasjonsstyring innebærer at sentralbanken på kort sikt foretar en avveining mellom prisstabilitet og realøkonomisk stabilitet. En toårshorisont for oppnåelse av inflasjonsmålet gir normalt en hensiktsmessig avveining mellom disse hensynene.	
Økonomiske utfordringer i Latin-Amerika	26
Pål Winje	
Ved inngangen til 2004 ser situasjonen lysere ut for Latin-Amerika, selv om flere land fortsatt har betydelige politiske og økonomiske problemer. I artikkelen beskrives den økonomiske utviklingen de siste 25 år, hovedkennetegnene ved krisene, de makroøkonomiske ubalansene i landene og hva som må gjøres for å korrigere dem. Rådene fra IMF og politikkanbefalingene som har fått betegnelsen «the Washington Consensus», omtales også, og det antydes visse nye innsikter i håndteringen av de økonomiske utfordringene landene står overfor.	
Continuous Linked Settlement – valuta for pengene	37
Ingrid Andresen og Bjørn Bakke	
Valutaoppgjørssystemet CLS ble satt i drift høsten 2002 for oppgjør av handler i verdens syv største valutaer, og inkluderer fra høsten 2003 også norske kroner. CLS introduserer «payment versus payment» i valutaoppgjøret og fjerner dermed kredittrisikoen knyttet til valutahandler. I artikkelen redegjøres det for bakgrunnen for etableringen, hvordan systemet fungerer og dets betydning for finansiell stabilitet. Erfaringene så langt og mulig videre utvikling tas også opp.	

Oversikter og tabelldel

Nytt på nett fra Norges Bank	47
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	49
Tabeller	50

Redaksjonen avsluttet: 17. mars 2004

Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 19. februar 2004

Innledning

Norsk økonomi er nå i vekst. Oljeprisen er god. Kapasitetsutnyttelsen i fastlandsøkonomien er som på midten av 1990-tallet. Lønnsveksten er på vei ned. Funksjonærgruppens uttak av lønn og inntekter er dempet, og det er utsikter til et moderat hovedoppgjør i vår – det første på åtte år. Kronekursen er på linje med nivået på midten av 1990-tallet. Rentenivået er på linje med nivået hos våre handelspartnere.

Slik er det en likevekt i norsk økonomi akkurat nå. Men den er skjør.

Den internasjonale arbeidsdelingen er i endring, og i de store omstillingene er det en ulempe for norsk næringsliv at kostnadene er høye.

Inflasjonen er svært lav.

Det kortsiktige rentenivået ute har vært uvanlig lavt i 2½ år, og det er ikke utsikter til at det vil øke særlig mye med det første, selv om verdensøkonomien nå vokser. I fjor virket rentenivået i andre land som en magnet på det norske. Vi har nå det laveste nominelle rentenivået på tiår.

Norske husholdninger er optimistiske, og de låner og investerer i boliger og eiendom.

Det står i kontrast til bedriftenes atferd. Virksomhetene effektiviserer, og inntjeningen øker, men de investerer og låner foreløpig lite.

Oppgangen er ennå ikke helt selvdrevet.

Et globalt finansmarked

Kapitalstrømmene over landegrensene har vokst vesentlig de siste tiårene. Obligasjonsmarkedene har beveget

seg mer i takt, særlig siden midten av 1990-tallet (fig. 1). Det gjelder også aksjemarkedene.

Investorer fordeler i større grad sine investeringer mellom land. De sprer risiko, og de søker høy avkastning. Motstykket er at stater, banker og bedrifter låner mer ute.

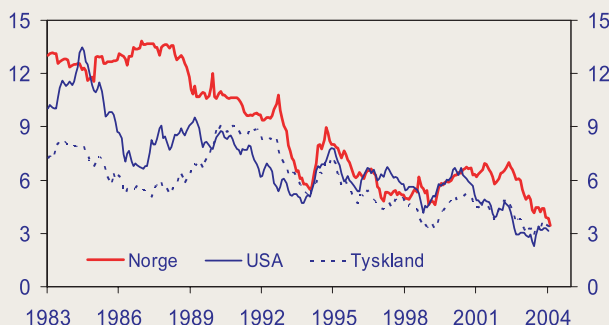
Valutahandelen har økt kraftig siden 1980-tallet (fig. 2). Utviklingen ble brutt fordi det ble færre valutaer da euroen ble innført. Stor handel gjør markedene likvide. Økningen i valutahandelen skyldes økte porteføljeinvesteringer, økte utenlandske direkte investeringer og veksten i verdenshandelen.

Markedet for kjøp og salg av valuta med levering på et fremtidig tidspunkt – termin- og opsjonsmarkedet for valuta – har vokst de siste årene. Et dypere marked gir lavere handelskostnader, og det er enklere å finne motparter. Dette har gitt bedrifter rikere muligheter til å sikre seg mot kursrisiko. Bruken av instrumenter som reduserer risikoen med flytende valuta, øker også i Norge.

En vesentlig større andel av kreditten i utlandet formidles nå via obligasjonsmarkedene. Mindre risiko hoper seg opp i banksystemene. Også utviklingen av nye markeder og instrumenter, for eksempel kredittderivater, gir større spredning av risiko enn tidligere.

Spredningen av risiko har trolig medvirket til at verdens finansmarkeder har taklet børsfall og regnskaps-skandaler med begrenset skade for resten av økonomien. Det har bidratt til at nedgangen etter børsfallet i 2000 ble vesentlig mindre enn ved tidligere tilbakeslag.

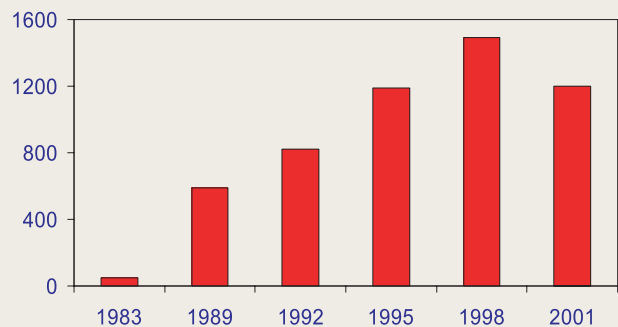
Figur 1. Langsiktige renter
Prosent



Kilde: EcoWin

Figuren viser utviklingen i effektive renter på statsobligasjoner med 5-års løpetid. Månedstill.

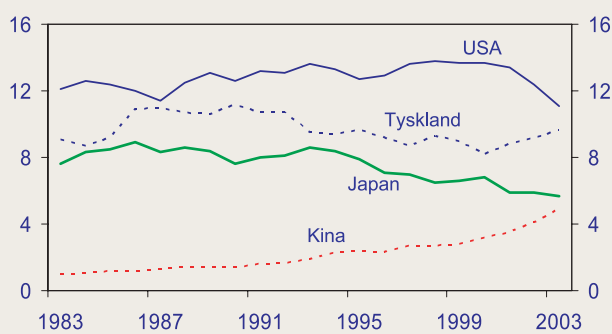
Figur 2. Global daglig valutahandel
Milliarder dollar



Kilde: BIS, IMF, sentralbanker

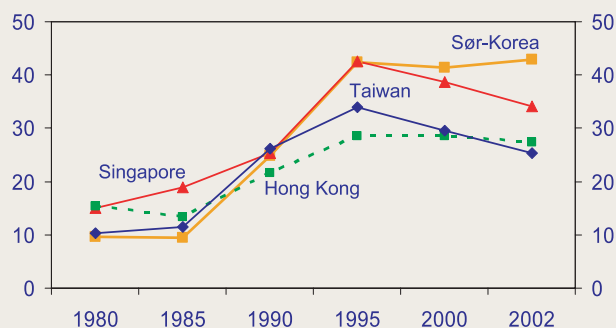
Figuren viser daglig gjennomsnittlig valutahandel rapportert av medlemsbankene til Den internasjonale oppgjørskonten (Bank for International Settlements – BIS). BIS har hvert tredje år siden 1989 foretatt en undersøkelse av aktiviteten i valutamarkedet gjennom innhenting av data fra medlemslandenes sentralbanker. Tallene omfatter ikke valutahandel utenfor børs (OTC) og valutahandel blant ikke-medlemsbanker. Tallene under vurderer derfor den faktiske valutavekslingen. Antall land som omfattes av studien, har økt over tid. Veksten kan derfor være overvurdert.

Figur 3. Andel av verdens eksport
Prosent



Tall for 2003 for USA, Tyskland og Japan er basert på anslag fra IMF
Kilde: IMF, EcoWin og Norges Bank

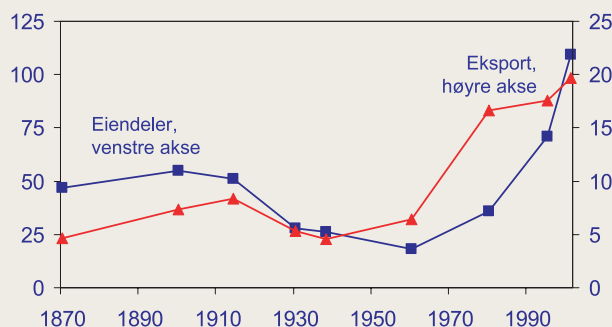
Figur 4. Lønnsnivå
Prosent av lønn i USA



Kilde: US Department of Labor og Norges Bank

Figuren viser utviklingen i timekostnader, målt i amerikanske dollar, for produksjonsarbeidere i industrien i prosent av nivået i USA. Timekostnader inkluderer lønn, helseforsikring og pensjonskostnader.

Figur 5. Eksport og eiendeler i utlandet
Prosent av verdens BNP, 1870 - 2001



Kilde: IMF og Norges Bank

Kurven "Eksport" viser summen av enkeltlands eksport som andel av verdens BNP. Kurven "Eiendeler" viser alle lands utenlandske eiendeler (i offentlig eller privat eie) som andel av BNP for verden. Verdier fram til 1995 er beregnet av IMF. Verdien for 2001 er anslått av Norges Bank på bakgrunn av veksten i utenlandske eiendeler for gjennomsnittet av G-7 landene i perioden 1995-2001.

De nye instrumentene sprer risiko, men fjerner den ikke. Finansmarkedene er også blitt svært komplekse. Det gir i seg selv en operasjonell risiko som er en utfordring for aktørene og tilsynsmyndighetene.

Endringer i den internasjonale arbeidsdelingen

Økt handel skaper vekst og grunnlag for velstand. En rekke land i Asia har hatt en sterk, eksportledet vekst – Japan fra 1950-tallet og flere av landene i Sørøst-Asia fra 1960-tallet. I de siste årene har Kina blitt en viktig deltaker i handelen, og landet er nå trolig verdens fjerde største handelsnasjon (fig. 3). Økonomiene i Asia og resten av verden er blitt vevd tettere sammen.

Teknologisk fremgang og sterkt prisfall i IT- og televirksomheter bidrar til at en rekke tjenester, som tidligere var skjermet, nå utsettes for konkurranse fra lavkostland. Indiske selskaper besvarer tre millioner kundetelefoner for selskaper i USA og Storbritannia daglig. Europeiske flyselskaper flytter billettavregning til India. Amerikanske selskaper får sine regnskap ført der. Analysevirksomhet i investeringsbanker og utviklingsavdelinger i IKT-selskaper flytter også til India. Norske verkstedbedrifter kjøper billige ingeniørtjenester i India og Kina. Utvidelsen i vår av EU med ti land påvirker også arbeidsdelingen i Europa.

De asiatiske landenes fremgang har i utgangspunktet vært basert på rikelig tilgang på billig arbeidskraft, men lønningene øker etter hvert som produktiviteten tiltar (fig. 4). Økt inntektsnivå gir i sin tur grunnlag for økt import.

Dagens globalisering har en historisk parallell (fig 5). Før første verdenskrig opplevde verden en periode med sterkt økende handel og kapitalflyt over landegrensene. Det var få politiske hindringer, og store teknologiske fremskritt la til rette for økt handel. Velstanden økte. Men utviklingen ble brutt, og i mellomkrigstiden fikk proteksjonismen innpass, med handelsbarrierer og mindre internasjonal handel. Det gikk sammen med økonomiske nedgangstider. I etterkrigstiden er hindre for handel blitt bygget gradvis ned. Handelen tok seg opp allerede på 1950-tallet, og fra 1980-tallet er også finansmarkedene vevd stadig tettere sammen.

Virkinger på norsk økonomi

Den økte konkurransen fra japanske og koreanske verft fikk virkning for norsk skipsbygging på 1970- og 80-tallet. Men Japan er også blitt et viktig marked for norske produkter. Etter store underskudd tidligere er handelen med tradisjonelle varer med Japan nå om lag i balanse.

Den sterke veksten i Asia har trolig bidratt vesentlig til at oljeprisen har vært høy til tross for lav vekst de senere årene i OECD-området. Kina sto for nær 50 prosent av veksten i verdens forbruk av olje i 2002 og 2003.

Handelen i Asia har stimulert norsk skipsfart.

Den høye økonomiske veksten i Kina vil kunne vedvare over lengre tid. Det åpner i så fall for et stort marked hvor også norske bedrifter kan tre inn. Norsk eksport til Kina har økt, men er fortsatt liten.

I flere år har virksomheter i sentraleuropeiske land gitt konkurranse til norske arbeidsplasser. Etter hvert åpnes nye markeder og inntektskilder for norske bedrifter. Samtidig øker kravene til anbud og etableringsfrihet over landegrensene konkurransen i norske næringer som tidligere har vært skjermet.

En stadig større del av vår import av forbruksvarer kommer fra Kina og land i Sentral-Europa (fig. 6). Veksten i importen fra Kina fikk et ekstra løft etter at Kina ble medlem av Verdens handelsorganisasjon i 2001. Også importen fra Sentral-Europa har fortsatt å øke.

Det er mange i Norge som vinner på globaliseringen. Forbrukerne får billigere varer og tjenester. Prisene på innsatsvarer blir lavere, og bedrifter kan selge i nye markeder. Men det er også kostnader. Norske virksomheter og arbeidsplasser kan tape i konkurransen.

Utfordringen er å flytte ledige ressurser til ny næringsvirksomhet. Det krever evne til å omstille og til en forsvarlig utvikling i kostnadene.

Pengepolitikken

Det operative målet for pengepolitikken som er fastlagt av Regjeringen, er en inflasjon på $2\frac{1}{2}$ prosent over tid. Målet er symmetrisk – det er like viktig å unngå for lav inflasjon som for høy inflasjon. Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for forventningene om fremtidig inflasjon.

Historien viser at vi i lengden ikke får lavere arbeidsledighet eller sterkere økonomisk vekst i bytte mot økt inflasjon (fig. 7). Det så vi på 1980-tallet, da veksten var

lav og inflasjonen høy. Pengepolitikken oppgave er å gi økonomien et nominelt ankerfeste. Lav og stabil inflasjon er et slikt anker.

Hvorfor er det bra med litt inflasjon?

Det er av flere grunner en fordel at inflasjonen er høyere enn null.

Strukturen i økonomien er i utvikling. Etterspørselen etter arbeidskraft med ulike kvalifikasjoner endrer seg. Det krever endringer i relative lønninger. Det er stivheter i den nominelle lønnsutviklingen. Det skal mye til for at nominelle lønninger faller. Med en viss prisvekst kan relative lønninger endres uten at noen nominelle lønninger faller. Det kan også være stivheter i prisingen av varer og tjenester. Derfor vil litt inflasjon smøre det økonomiske maskineriet.

I perioder vil inflasjonen og den økonomiske veksten være lav. Da vil det være riktig med lave, eller til og med negative realrenter. Nominelle renter kan ikke settes lavere enn til null. Festner prisstigningen seg på et lavt nivå eller nær null, vil renten være mindre slagkraftig som virkemiddel.

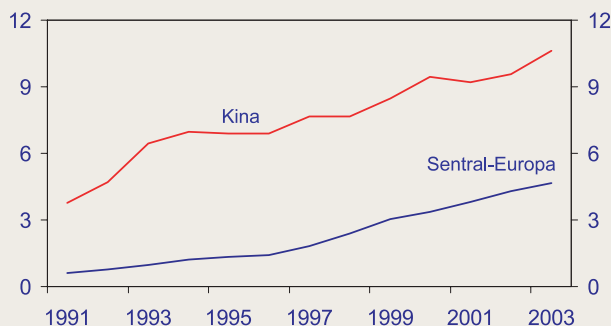
Det er ulike måter å måle inflasjonen på. Det er en tendens til at konsumprisindeksen overdriver den faktiske prisstigningen. Den viktigste kilden til målefeil er trolig at det er krevende å skille mellom endringer i kvalitet og pris på varer. I andre land har de funnet at konsumprisindeksen overvurderer den faktiske inflasjonen i størrelse $\frac{1}{2}$ - 1 prosentpoeng.

Gjennomføringen av pengepolitikken

Norges Bank setter renten normalt med sikte på at inflasjonen skal være $2\frac{1}{2}$ prosent om to år. Hvis etterspørselen etter varer og tjenester er høy og det er mangel på

Figur 6. Import til Norge

Andel i prosent

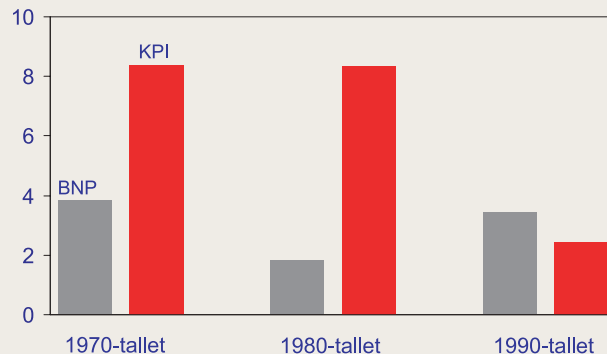


Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser andelen av Norges import av konsumvarer fra Kina og Sentral-Europa. Sentral-Europa inkluderer i denne figuren Slovenia, Bulgaria, Tsjekkia, Estland, Latvia, Litauen, Slovakia, Polen, Ungarn.

Figur 7. Konsumpriser og BNP Fastlands-Norge

Prosentvis årlig vekst. Gjennomsnitt

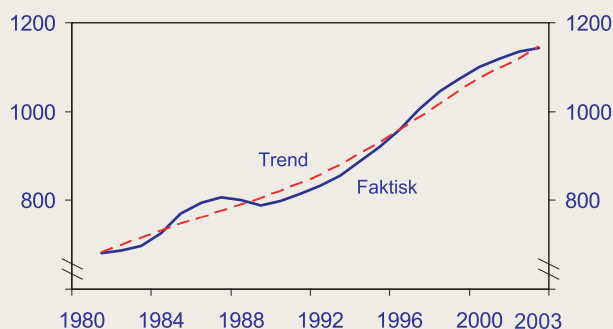


Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser gjennomsnittlig årlig vekst i de angitte tiårene i konsumprisindeksen og bruttonasjonalproduktet for Fastlands-Norge.

Figur 8. BNP Fastlands-Norge

Mrd. Kroner. Faste 2000-priser



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser BNP for Fastlands-Norge i milliarder kroner, faste 2000-priser. Kurven "Trend" uttrykker det trendmessige nivået på produksjonen og er estimert ved den såkalte Hodrick-Prescott-metoden. Metoden tillater gradvise endringer i trendmessig produksjon over tid, mens mer kortsiktige flukturasjoner i produksjonen antas å gjenspeile konjunkturelle variasjoner i etterspørselen i økonomien. Trenden er justert for at utvidelsen av ferien i 2001 og 2002 reduserte vekstpotensialet med anslagsvis ½ prosentenheter i hvert av disse årene.

arbeidskraft, vil det normalt være utsikter til høyere inflasjon. Når renten settes opp, blir etterspørselen dempet, og inflasjonen holdes i sjakk. Hvis etterspørselen er liten og arbeidsledigheten øker, vil det være utsikter til lavere inflasjon. Da settes renten ned. Inflasjonsmålet er derfor en ramme, ikke et hinder, for at pengepolitikken vil bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

På lang sikt bestemmes produksjonen av tilgangen på arbeidskraft og kapital og evnen til å omstille, men på kort og mellomlang sikt kan også pengepolitikken ha realøkonomiske virkninger.

Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i produksjon og sysselsetting og inflasjon tillegges vekt. Økonomien vokser over tid (fig. 8). Produksjonen vil vekselvis ligge over og under den langsiktige trenden. Å stabilisere utviklingen i produksjonen vil si å søke å holde den faktiske produksjonen nær trenden.

Tillit til pengepolitikken

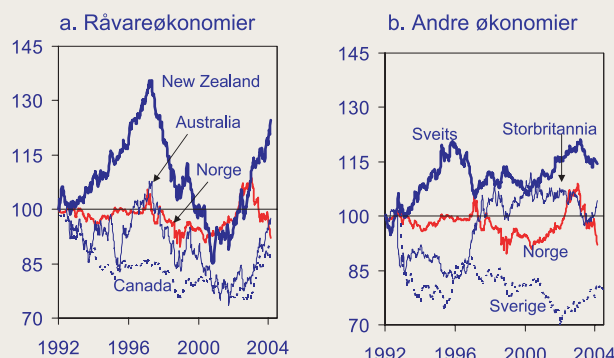
Forventninger spiller en viktig rolle når priser og lønninger blir fastsatt. I valutamarkedet har forventningene om fremtidig prisvekst og stabilitet i økonomien vesentlig betydning. Forventninger om prisveksten påvirker også lønnskrav og virker inn når bedriftene justerer prisene.

Med tillit til pengepolitikken vil forventet prisvekst på lang sikt være nær inflasjonsmålet. Dette bidrar i seg selv til å stabilisere inflasjonen.

På spørsmål svarer bedrifter, partene i arbeidslivet og andre at de venter at den årlige veksten i prisene vil være

Figur 9. Handelsveid valutakurs

Indeks. 1992 uke 1 = 100



Kilde: Bank of England og EcoWin

Figuren viser utviklingen i handelsveide (også kalt effektive) nominelle valutakurser. Stigende kurve betyr sterkere valutakurs. Uketall.

2½ prosent over tid. Aktørene i finansmarkedene venter også at inflasjonen fremover vil være 2½ prosent. Det fremgår av utviklingen i de langsiktige obligasjonsrentene.

Fleksibel valutakurs

Kronekursen er en viktig kanal for pengepolitikken.

Kronen svinger. Det er ikke uventet, for det gjør også andre lands valutaer. 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.

Det er et strukturelt trekk ved åpne økonomier som den norske – med egen valuta – at valutakursen svinger. Kronen peker seg ikke ut som spesielt ustabil. Tvert imot, i land som Sverige, Storbritannia, Sveits, Australia, Canada og New Zealand svinger kursen like mye – eller mer – enn i Norge (fig. 9).

Det koster for næringslivet å sikre seg mot svingninger i kronen. Men en krone som er stabil – men for sterk – gir kostnader i form av lav aktivitet. Tilsvarende er en krone som er stabil – men svak – en kime til høy inflasjon.

Inntektene fra petroleumsvirksomheten gir i utgangspunktet en stor, men ujevn, valutainngang til Norge. Valutastrømmene kunne ført til en sterk og svært variabel krone. Men det motvirkes når den årlige bruken av petroleumsinntekter over statsbudsjettet er forutsigbar og uavhengig av de årlige inntektsstrømmene, og resten blir investert ute. Kapitalutgangen via Statens petroleumsfond bidrar både til å holde kronekursen nede og til å stabilisere den.

Figur 10. Valutakurs
NOK/EUR



Kilde: EcoWin

Figuren viser utviklingen i norske kroner målt mot euro. Stigende kurve betyr sterkere krone. Dagstall.

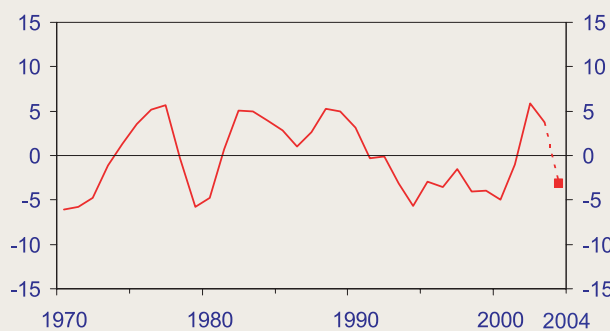
Norges Bank har ikke satt et bestemt mål for nivået på kronekursen. Utviklingen i kronen har likevel vesentlig betydning når renten blir fastsatt, fordi kursen påvirker inflasjonen og produksjonen. Når det er utsikter til moderat aktivitet i økonomien, lav lønnsvekst og lav inflasjon, vil Norges Bank sette ned renten. Det vil normalt gi en svakere krone. Prisene på importerte varer og tjenester vil øke. Svakere krone styrker konkurransevnen til norske virksomheter og øker indirekte produksjonen, sysselsettingen og inflasjonen.

Temaene i valutamarkedene skifter. Tidvis slår jakten på aksjegevinster igjennom på kursutviklingen. I perioder med politisk og økonomisk uro, kan investorene velge enkeltvalutaer som trygg havn – ofte sveitsiske franc. Høsten 2002 ble trolig også norske kroner oppfattet som en trygg havn. Store svingninger mellom hovedvalutaene har en tendens til å føre til svakere krone. De siste 12-18 månedene ser det ut til at utviklingen i forskjellen mellom norske og internasjonale renter har hatt en særlig stor betydning for vår valuta. Norske renter ble trukket ned mot nivået ute.

Utover høsten 2003 var det en tendens til at kronen styrket seg mot euro (fig. 10). Mindre tro i markedet på at rentene ute ville øke, og forventninger om at rentene i Norge kunne øke tidligere enn i andre land, bidro. Samtidig styrket euroen seg i forhold til andre valutaer. Utviklingen i kronen ga en utilsiktet innstramming i pengepolitikken. Men trenden ble brutt i desember med reduksjonen i renten og lave tall for inflasjonen. Trolig betydde det mye at renten kom ned, slik at det ikke er en rentegevinst på plasseringer i norske kroner. Kronen er nå bedre tilpasset hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Den svakere kronen vil bidra til at inflasjonen tar seg opp fra et for lavt nivå.

Norges Bank vil normalt ikke kjøpe og selge valuta med sikte på å påvirke kronekursen. Valutainterven-

Figur 11. Reell kronekurs
Avvik fra gjennomsnittet. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figuren viser utviklingen i den reelle kronekursen. Den reelle kronekursen kan defineres som forholdet mellom prisnivået i Norge og hos våre handelspartnere, målt i felles valuta. En økning i den reelle kronekursen kan skyldes at prisnivået øker i Norge i forhold til hos handelspartnerne, at den nominelle kronekursen styrkes i forhold til andre valutaer, eller en kombinasjon av disse.

Til grunn for beregningene ligger konsumprisindeksen (KPI). Den nominelle kronekursen som er benyttet i beregningene, er den såkalte konkurransekursindeksen, som er en handelsveid valutakurs for Norge.

Gjennomsnittet er beregnet over perioden 1970-2003.

Anslag for 2004 er basert på prisanslag gitt i Inflasjonsrapporten 3/03. Kronekursen som er lagt til grunn, er gjennomsnitt i januar og fram til midten av februar.

sjoner, enten det er kjøp eller salg av valuta, er ikke egnet som virkemiddel til å påvirke kronekursen over lengre tid. Vi ønsker ikke å opptre på en måte som kan fremkalle spillsituasjoner med aktørene i valutamarkedet. Hvis det blir intervenert i stedet for å endre renten, kan aktørene i valutamarkedet få tvetydige signaler, og det kan oppstå en spillsituasjon.

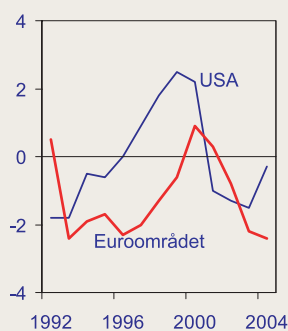
Selv om kronen svinger på kort sikt, vil det, når inflasjonen er jevnt lav, være en tendens til at den stabiliserer seg over tid (fig. 11). Når inflasjonen i lengre tid har vært høyere enn hos handelspartnerne, har kronekursen hatt en tendens til å svekke seg. Når det er forventninger til at prisstigningen i Norge utvikler seg som i andre land, vil også valutakursen normalt vende tilbake etter perioder hvor den har vært særlig sterk eller særlig svak. Det gir et grunnlag for stabile kursforventninger.

Fordelen med en fleksibel valutakurs kommer kanskje best til syne når konjunktorene er svake. Skulle kronen ligge fast på en for sterk verdi, vil nominelle lønninger måtte være uendret over lengre tid eller falle for å styrke bedriftene og arbeidsplassene. Det skjer bare når arbeidsledigheten er svært høy. Med fleksibel valutakurs kan konkurransevnen også styrke seg ved at kronen faller i verdi. Fleksibel valutakurs kan gi mindre svingninger i sysselsettingen og produksjonen.

Empiriske undersøkelser gir ikke støtte til at flytende valutakurs i seg selv har bidratt til lavere vekst i indus-

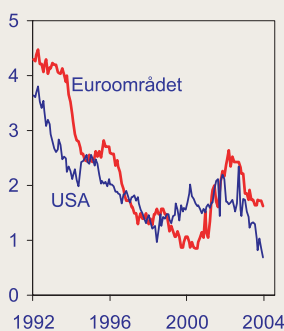
Figur 12.

a. Produksjonsgap
Avvik fra trend-BNP. Prosent



Kilde: OECD og EcoWin

b. Inflasjon
Prosent



Figuren viser kapasitetsutnyttelse (årstall) og inflasjon (månedstall) i USA og euroområdet.

Kapasitetsutnyttelsen er målt ved et såkalt produksjonsgap. Produksjonsgapet måler produksjonen i økonomien i forhold til trendproduksjonen – eller mer presist potensiell produksjon. Potensiell produksjon kan tolkes som det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil innenlandsk pris- og lønnsvekst.

Inflasjonen i USA er målt ved en deflator for privat konsum uten mat og energi. Inflasjonen i euroområdet er målt ved en konsumprisindeks uten energi, mat, alkohol og tobakk.

triland. Det er snarere funnet støtte for at industriland med flytende valutakurs har klart seg bra, og gjerne bedre enn land med valutakursmål. Men en forutsetning er at det er økonomisk styring, slik at inflasjonen ikke kommer ut av kontroll.

Den økonomiske utviklingen og utsiktene

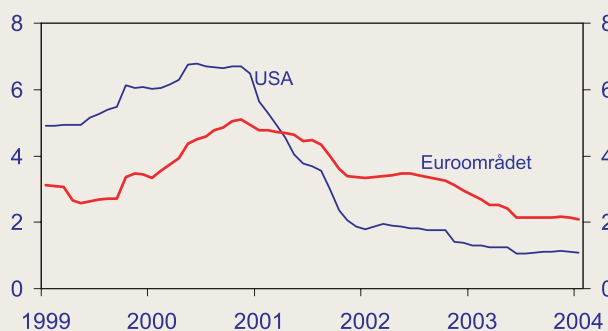
Konjunkturutviklingen og hendelser ute har fått vesentlig betydning for utviklingen i norsk økonomi.

USA drev den internasjonale oppgangen på 1990-tallet, med sterk vekst i privat forbruk, stigende aksjekurser og høye investeringer. Inflasjonen var lav fordi produktiviteten tiltok (fig. 12). I Kontinental-Europa startet oppgangen senere og var svakere. Kapasitetsutnyttelsen i Tyskland og Frankrike var lav gjennom mesteparten av 1990-tallet.

Oppgangen ute stoppet i 2000. Boblene i aksjemarkedene brast. Det ble overkapasitet i enkelte næringer etter mange år med høye investeringer, og arbeidsledigheten steg. Terroraksjonene 11. september 2001 la en ny demper på den økonomiske aktiviteten. Fra sommeren 2002 til våren 2003 la en helt uvanlig opphopning av negative begivenheter i verdenssamfunnet, med regnskapsskandaler, frykt for terror, krig og sykdommer, en bremse på veksten. Renten i USA, som ble kraftig redusert da nedgangen startet, er siden satt ytterligere ned. Også i euroområdet er renten blitt værende lav (fig. 13).

Det er nå klare tegn til at bunnen i internasjonal økonomi er passert. Men samtidig som det er lysere utsikter,

Figur 13. Kortsiktige renter
Prosent



Kilde: Norges Bank

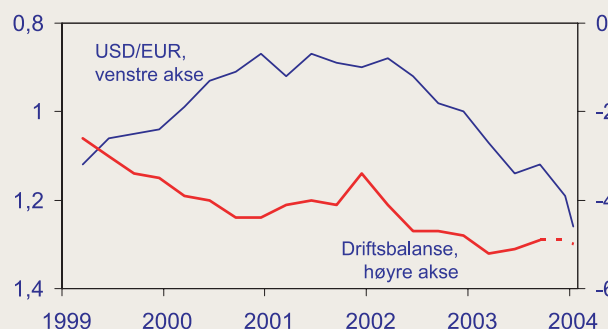
Figuren viser utviklingen i tremåneders pengemarkedsrenter i USA og euroområdet. Månedstall.

stiger prisene fortsatt lite, og rentene holdes uvanlig lave. Den økonomiske veksten er nå høy igjen i USA. Sysselsettingen stiger. Men det er fortsatt ledig produksjonskapasitet og svært lav inflasjon. Det kan ta tid før renten i USA settes vesentlig opp. Det er god vekst i Asia, men landene der vil neppe lede an i en renteoppgang.

I euroområdet er inflasjonen høyere enn i USA og om lag på linje med det målet Den europeiske sentralbanken har satt. Men her er kapasitetsutnyttelsen svært lav og arbeidsledigheten høy, og utsiktene til vekst er svakere. Derfor vil det trolig også ta tid før renten øker vesentlig i euroområdet.

En særskilt risiko er knyttet til ubalansene i verdenshandelen (fig. 14). USA har et stort underskudd på handelsbalansen overfor utlandet. Dette ble i flere år finansiert ved en strøm av privat kapital til det amerikanske

Figur 14. USD/EUR og
USAs driftsbalanse i prosent av BNP



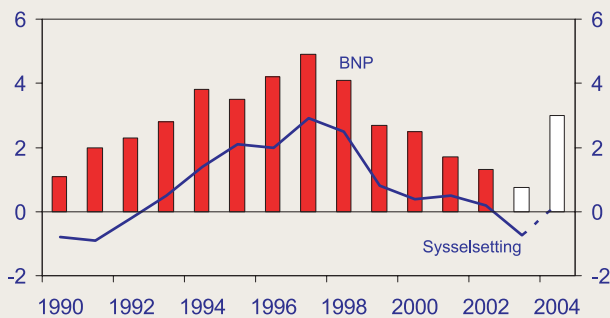
Kilde: OECD og Norges Bank

Figuren viser utviklingen i kursen mellom amerikanske dollar (USD) og euro (EUR) og driftsbalansen i USA målt i prosent av BNP. Kvartalstall.

Tall for 1. kvartal 2004 for USD/EUR er gjennomsnittlig valutakurs i januar og fram til midten av februar.

For driftsbalansen i USA brukes OECDs anslag for 4. kvartal 2003 og 1. kvartal 2004.

Figur 15. BNP og sysselsetting i Fastlands-Norge
Årlig vekst, Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser årlig vekst i BNP og antall sysselsatte personer i Fastlands-Norge. Vekst i BNP for 2003 og 2004 er anslag fra Inflasjonsrapport 3/03. Det samme gjelder for tallet for vekst i sysselsettingen i 2004. For 2003 er det lagt inn årlig vekst i sysselsettingen i henhold til arbeidskraftundersøkelsen til Statistisk sentralbyrå.

næringslivet. Den interessen har avtatt, og det har ført til at kursen på amerikanske dollar har falt kraftig, samtidig som euroen har styrket seg. Ved å kjøpe amerikanske statspapirer har de asiatiske landene til nå holdt sine valutaer stabile mot amerikanske dollar.

Underskuddene på det amerikanske statsbudsjettet er en viktig kilde til ubalansen i verdenshandelen. Det ser ut til å ta tid før underskuddet blir vesentlig redusert. Det medfører en risiko for at dollaren vil svekke seg enda mer, og for at rentene på langsiktige statsobligasjoner i USA vil gå opp. Veksten i Kontinental-Europa, som i utgangspunktet er svært avhengig av drahjelp fra eksporten, vil kunne bli særlig svekket dersom dollaren fortsetter å falle.

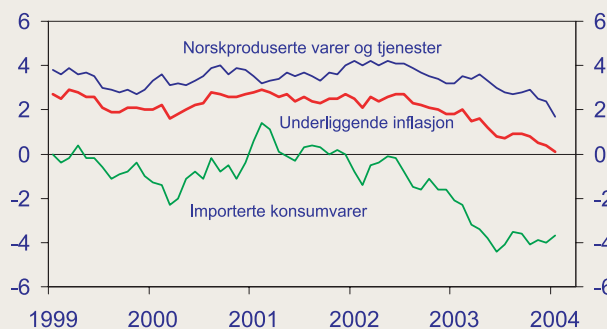
I likhet med andre økonomier fikk også vår en sterk oppgang utover 1990-tallet (fig. 15). Høykonjunkturen i Norge varte vesentlig lenger enn ute. I 1998 gikk norsk økonomi over fra en oppgangskonjunktur med høye vekstrater til en høykonjunktur med lavere vekst, men med lav arbeidsledighet, mangel på arbeidskraft i mange sektorer og høy vekst i lønnskostnadene.

Lønnsutviklingen kulminerte våren 2002, og høykonjunkturen ble brutt i annet halvår. Veksten stoppet opp, og sysselsettingen falt. Det var flere utløsende faktorer. Økte lønnskostnader svekket kjøpekraften i offentlige virksomheter. De dårlige tidene ute dempet norsk eksport. I Norge ble renten holdt høy etter lønnsoppgjøret, og vedvarende og uventede lave renter ute førte til at kronen ble sterk. Det brå løftet i strømgningene sist vinter påvirket også den innenlandske konjunkturen.

Veksten i konsumprisene i Norge avtok kraftig gjennom 2003 (fig. 16). Flere forhold ser ut til å ha bidratt. Styrkingen av kronen gjennom 2002 bidro til lav prisstigning på importerte varer.

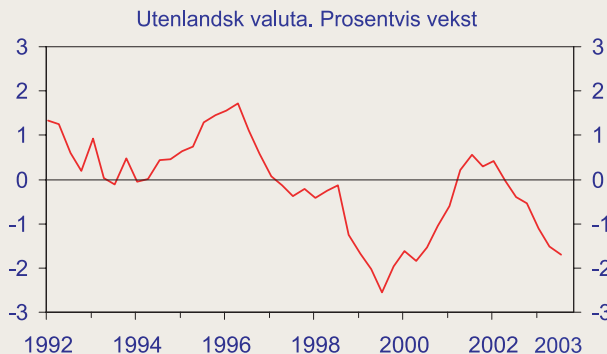
Samtidig har endret handelsmønster og konjunktorene

Figur 16. Inflasjon
Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 17. Prisindikator for importerte konsumvarer
Utenlandsk valuta, Prosentvis vekst



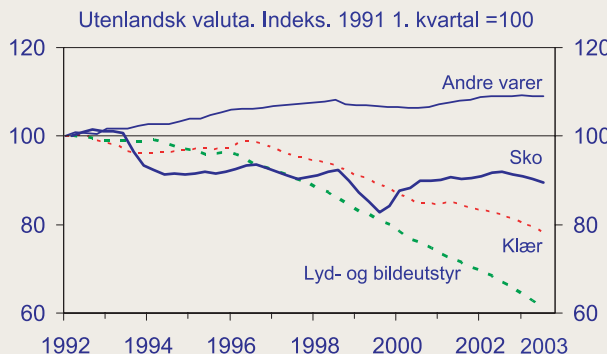
Kilde: Norges Bank

Figuren viser en indikator for prisveksten på vår import av konsumvarer, målt i utenlandsk valuta. Kvartalstall.

Indikatoren summerer opp veksten i prisene på ulike grupper av konsumvarer: Lyd- og bildeutstyr, møbler og hvitevarer, klær, sko, kjøretøy og andre varer, se figur 18.

Indikatoren er vektet sammen på bakgrunn av varegruppens størrelse i KPI-JAE. Vektene er justert i forhold til hvor stor andel av varegruppen som importeres.

Figur 18. Prisindikator for importerte konsumvarer
Utenlandsk valuta. Indeks. 1991 1. kvartal = 100



Kilde: Norges Bank

Figuren viser indikatorer for prisutviklingen i konsumvaregrupper vi importerer, målt i utenlandsk valuta. Kvartalstall.

Hver indikator summerer opp veksten i prisene hos de ulike landene vi importerer den enkelte konsumvaregruppen fra. I tillegg blir det tatt hensyn til at prisutviklingen påvirkes når importen vis fra høykostland til lavkostland.

Figur 19. Importveid kronekurs og renteforskjell mot handelspartnerne

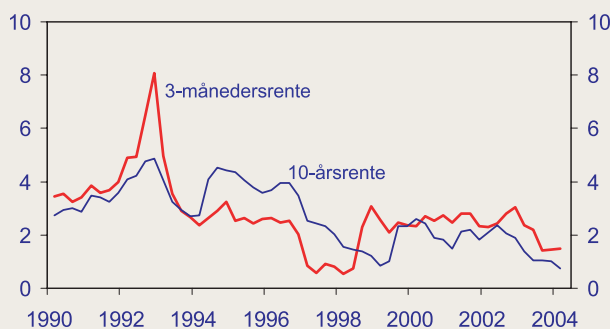


Kilde: Norges Bank

Figuren viser utviklingen i renteforskjellen mellom norske tremåneders pengemarkedsrenter (NIBOR) og et veid gjennomsnitt av tremåneders pengemarkedsrenter hos våre handelspartnere. Utviklingen i kronekursen er målt ved den importveide indeksen I-44. Stigende kurve betyr sterkere kronekurs. Månedstall.

Figur 20. Realrente etter skatt

Kvartalstall. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser realrenter etter skatt for henholdsvis tremåneders pengemarkedsrenter og tiårig statsobligasjonsrente. Begge serier er justert for skattefradrag på renteutgifter.

Tremåneders pengemarkedsrente (NIBOR) er deflatert med underliggende inflasjon samme år. For inflasjonen benyttes årsveksten i KPI uten energivarer fram til 1995, Norges Banks beregninger for KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer fra og med 1995 til og med juli 2000, deretter KPI-JAE.

For 10-års statsobligasjonsrente brukes samme deflatering, men fra og med andre kvartal 2001 brukes inflasjonsmålet på 2,5 prosent.

For 1. kvartal 2004 er det brukt tall for januar.

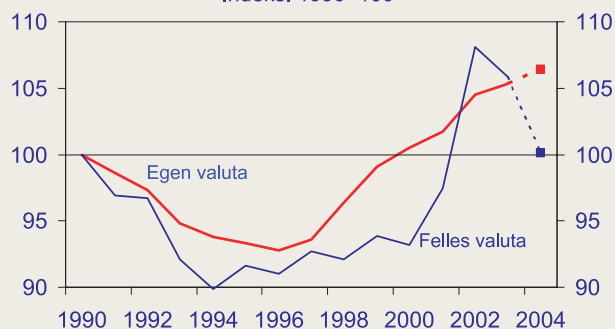
ute gitt et uventet sterkt fall i importprisene, også når de måles ved det norske importører betaler i utenlandsk valuta (fig. 17).

Endringen i handelsmønsteret bidrar særlig til at prisene på klær, sko og lyd- og bildeutstyr har falt kraftig (fig. 18). For lyd- og bildeutstyr bidrar også rask teknologisk fremgang til fallet i prisene.

I Norge er trolig konkurransen i varehandel og annen tjenesteyting blitt skjerpet de senere årene. Økt konkurranse rammer i første omgang fortjenestemarginene i bedriftene. Men virksomhetene vil svare med å redusere

Figur 21. Lønnskostnader i Norge i forhold til handelspartnerne

Indeks, 1990=100



Kilde: TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

Figuren viser relative timelønnskostnader mellom industrien i Norge og hos Norges handelspartnere. Indeksverdi lik 100 i 1990.

Kurven "Egen 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.

Tall for 2004 er anslag. I anslaget er det lagt inn gjennomsnittlig valutakurs i januar og fram til midten av februar.

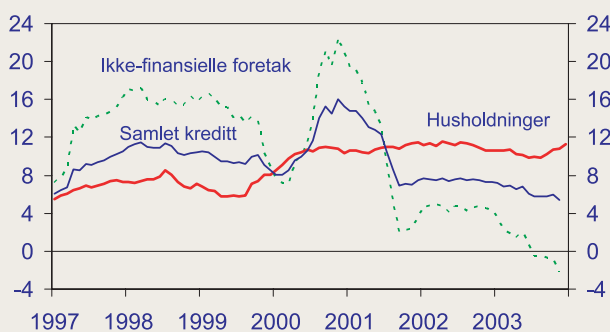
kostnadene. Det vil dels skje i egen virksomhet. I tillegg blir det stilt krav om lavere priser og om å effektivisere også hos underleverandører. Skjerpet konkurranse utløser derfor normalt økt vekst i produktiviteten i økonomien. Den lave prisstigningen kan derfor dels ha sitt motstykke i et løft i produktiviteten.

Svake konjunkturer forrige vinter, lave lønnstillegg i fjor, styring av statens utgifter, uventede fall i prisstigningen og utsikter til lav inflasjon, har ført til betydelige lettelser i pengepolitikken. Renten er satt ned med fem prosentenheter og er nå om lag som hos våre handelspartnere. Kronekursen har svekket seg med om lag 12 prosent det siste året, og verdien er tilbake til nivået sommeren 2001 og på linje med gjennomsnittet på 1990-tallet (fig. 19).

Pengepolitikken er nå ekspansiv. Det kommer til uttrykk i lave realrenter etter skatt (fig. 20). En langsiktig realrente på obligasjoner kan anslås til om lag én prosent. Vi har da korrigert de nominelle rentene for forventet inflasjon. En kortsiktig realrente kan anslås til halvannen prosent. Vi har da korrigert for den faktiske inflasjonen. Fallet i de nominelle rentene i 2003 har også redusert de netto renteutgiftene som husholdningene betaler. Det har bidratt til å øke husholdningenes kjøpekraft vesentlig.

Fallet i verdien av kronen det siste året har styrket norsk næringsliv. Men næringslivet bærer fortsatt med seg virkningene av kraftig vekst i lønnskostnadene over flere år. De relative lønnskostnadene målt i felles valuta er på linje med nivået i 1990, men om lag ti prosent høyere enn på midten av 1990-tallet (fig. 21). Det har skjedd

Figur 22. Kredittvekst
Prosent



Kilde: Norges Bank

Figuren viser veksten de siste tolv månedene i bruttogjeld fra både innenlandske og utenlandske kilder samlet sett i Fastlands-Norge, og med en anslagsvis fordeling på husholdninger og ikke-finansielle foretak.

Kurven "Samlet kreditt" viser Norges Banks kredittindikator K3 for Fastlands-Norge.

Kurven "Ikke-finansielle foretak" viser veksten i bruttogjelden fra innenlandske og utenlandske kilder til ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Det er for enkelhets skyld antatt at all opplåning fra utenlandske kilder går til foretakene. I praksis vil en mindre del av lånene fra utenlandske kilder også tilfalle husholdningene.

Kurven "Husholdningene" viser økningen i husholdningenes innenlandske bruttogjeld (K2-husholdninger).

en avskalling i det konkurranseutsatte næringslivet. De bedriftene som nå er i drift, kan være i bedre stand til å bære det høye lønnsnivået. Likevel kan kostnadene hemme aktivitet og sysselsetting.

Veksten i norsk økonomi tok seg opp igjen utover sommeren i fjor. Fremover vil en god vekst i husholdningenes inntekter, lav prisvekst på konsumvarer og lav rente gi grunnlag for høy vekst i det private forbruket. Det er optimisme i bygg og anlegg. Høye oljeinvesteringer bidrar også til å holde aktiviteten oppe. Men investeringene i fastlandsbedriftene har lenge vært lave.

Antall sysselsatte personer begynte å øke i sommer, og arbeidsledigheten stabiliserte seg. Konjunktorene har snudd, og økonomien har landet mykt etter den lange perioden med sterk kostnadsøkning i Norge og svak aktivitet ute. Men inflasjonen er blitt for lav.

Det er som nevnt særlig tre forhold som har bidratt.

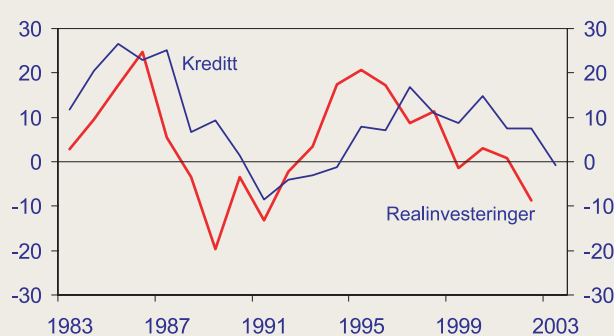
For det første fikk svikt i konjunktorene ute vesentlig betydning for hvordan vår rentesetting virket. En sterk krone bidro til fallet i inflasjonen. Kronen har nå vendt tilbake, slik at virkningen blir snudd.

For det andre har lav inflasjon ute og raske endringer i den internasjonale arbeidsdelingen ført til at prisene på importerte varer og tjenester har falt, også når de måles ved det norske importører betaler i utenlandsk valuta.

For det tredje har trolig økt konkurranse innenlands gitt lavere priser.

Både endringer i den internasjonale arbeidsdelingen og den økte konkurransen her hjemme stiller arbeids-

Figur 23. Foretakenes kreditt og investeringer
Nominell vekst, Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå Norges Bank

Kurven "Kreditt" viser veksten siste tolv måneder i private, ikke-personlige foretaks innenlandske obligasjons- og lånegjeld ved utgangen av året.

Kurven "Realinvesteringer" viser årsveksten i nominelle investeringer i realkapital i Fastlands-Norge, utenom offentlige investeringer og husholdningenes boliginvesteringer.

kraft og realkapital ledig i Norge. Vi kan ikke utelukke at tilpasningen vil pågå en tid, og at den vil omfatte en bred del av den innenlandske økonomien. Det er dermed mulighet for at det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon, får et løft.

Inflasjonen vil holde seg lav i 2004. Men lettelsene i pengepolitikken vil bidra til at inflasjonen gradvis tar seg opp. Det kan som nevnt ta tid før rentene ute blir økt vesentlig. Vi har erfart at kronen tidvis blir sterkt påvirket av utviklingen i forskjellen mellom rentene ute og hjemme, og det må vi ta hensyn til i vår rentesetting. Men temaene i valutamarkedene kan skifte. Virkningen på kursen av endringer i renten kan bli dempet.

Når inflasjonen etter hvert tar seg opp fra et svært lavt nivå, vil det gi et grunnlag for at vi kan begynne å bevege oss mot et mer normalt kortsiktig rentenivå i Norge. Det vil kunne motvirke at vi får for sterkt press på innenlandske ressurser på mellomlang sikt. Renteutviklingen ute kan også få vesentlig betydning for utviklingen i kronen og dermed for de norske rentene.

Når inflasjonen er lav – og så lav som nå – er det riktig å legge stor vekt på å få den opp. Vi er derfor særlig aktpågivende i forhold til utviklingen i konsumprisene.

Finansiell stabilitet

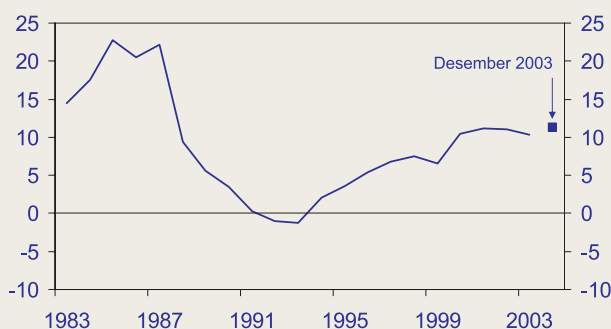
Et speilbilde av den realøkonomiske utviklingen finner vi i kredittmarkedene.

I de siste årene har det vært god vekst i husholdningenes inntekter, og de har hatt stor fremtidsro. Inntjeningen i foretakene derimot, har vært lav, og fram til det siste har bedriftene vært mest opptatte med å rasjonalisere.

Utviklingen i kreditten (fig. 22) gir tvetydige signaler til vår rentesetting. Husholdningenes lånevekst er sterk,

Figur 24. Husholdningenes gjeld

Årlig vekst. Prosent

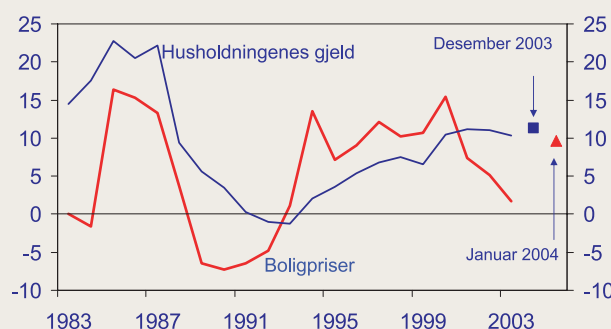


Kilde: Norges Bank

Figuren viser utviklingen i husholdningenes gjeld. I tillegg til årstallene for 1983-2003 er det lagt inn siste månedsobservasjon.

Figur 25. Boligpriser og husholdningenes gjeld

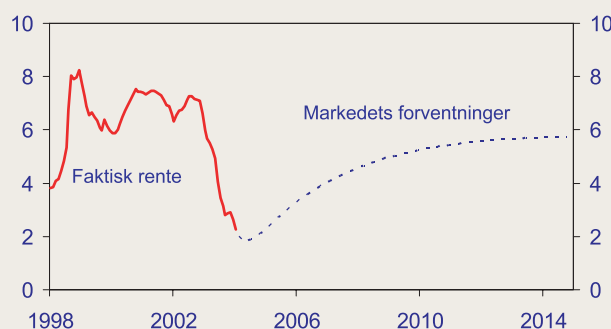
Årlig vekst. Prosent



Kilde: NEF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 26. Kortsiktige renter i Norge

Faktiske og markedets forventninger. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figuren viser nominelle 3-måneders renter ("Faktisk rente") og markedets forventede renter.

Som indikator for markedets forventede renter har vi brukt beregnede terminrenter per 16. februar 2004. Terminrenter er implisitte renter mellom to fremtidige tidspunkter. For eksempel kan forventet tremånedersrente om tre måneder avledes fra observasjoner av tre- og seksmånedersrente i dag.

Det er benyttet pengemarkedsrenter med én, tre og seks måneders løpetid og rentene på statsobligasjoner med gjenstående løpetid fra om lag 1½ til 9½ år for å beregne terminrentene.

mens bedriftene bygger ned sin gjeld. Utviklingen i fordelingen i kreditten kan være forsterket av at noen banker etter en tid med tap på lån til næringslivet, nå ivrer mer for å gi lån til husholdningene. Den samlede kreditten vokser om lag på linje med en normal vekst i verdien av BNP.

Utviklingen i foretakenes kreditt følger utviklingen i deres investeringer (fig. 23). Den lave kredittveksten tyder på at investeringene i bedriftene i fastlandsøkonomien ennå ikke har tatt seg opp.

Husholdningenes gjeld har økt kraftig siden 1999 (fig. 24). Utviklingen i gjelden gjennom 1990-tallet kan vi trolig delvis tolke som en forsinket tilpasning til dereguleringen av bolig- og kredittmarkedene på 1980-tallet, etter at mange husholdninger brente seg like etter oppmykningen.

Dessuten er det nå trolig en tendens til at flere investerer i eiendom og tar opp lån i godt voksen alder, slik at yngre generasjoner ikke bare arver boliger, men også gjeld. I godt voksne aldersgrupper øker både gjeld og formue.

Etterspørselen etter lån fra husholdningene er nær knyttet til utviklingen i boligmarkedet (fig. 25). Boligprisene har i gjennomsnitt vokst ni prosent årlig de siste ti årene. En sterk og langvarig vekst i prisene på boliger vil kunne bidra til vekst i kreditten selv etter at prisene har flatet ut. Siden bare en del av boligmassen blir omsatt hvert år, vil det i lang tid være boliger som selges til en høyere pris enn sist de ble omsatt. Dette bidro til at veksten i kreditten til husholdningene har holdt seg høy selv etter at veksten i prisene på boliger ble dempet gjennom 2002 og inn i 2003.

Eiere som har hatt verdistigning på sine boliger, har mulighet til å ta opp nye lån med sikkerhet i boligen. Slik frigjøres egenkapital i boligen til å finansiere forbruk og andre investeringer.

Boliger er lettest omsettelig i de største byene, og enkelte avgrensede geografiske områder skiller seg ut. Boliger er nå temmelig likvide investeringsobjekter og attraktive å investere i.

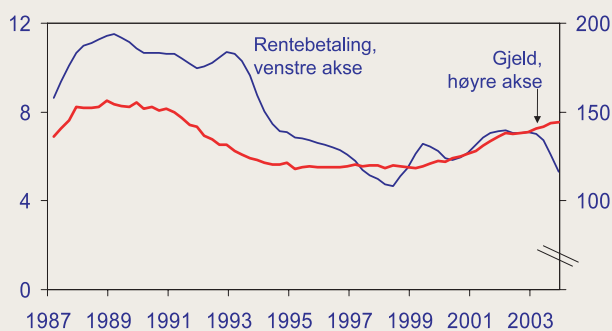
Prisutviklingen på boliger preges av at den samlede boligmassen endrer seg lite fra år til år. Økt etterspørsel etter boliger vil derfor i første rekke slå ut i økte priser. Prisene på boliger vil svinge mer enn priser på varer og tjenester, hvor det er lettere å tilpasse tilbudet raskt.

En høy vekst i boligprisene som varer ved, kan i seg selv føre til forventninger om ytterligere stigning og dermed for en tid være selvforsterkende.

Norske husholdninger betjener sine boliglån først og fremst med renter som følger renten i det kortsiktige pengemarkedet. En slik flytende rente vil kunne svinge mye over tid.

Rentenivået i dag er svært lavt, og langsiktige investeringer kan ikke bygge på at dette rentenivået vil vare ved over boliglånets levetid. Aktørene i pengemarkedet ventet at rentenivået etter hvert vil stabilisere seg på om lag 5½ prosent (fig. 26). Dette er forenlig med et inflasjons-

Figur 27. Gjeld og rentebetaling
Prosent av husholdningenes inntekt



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kurven "Gjeld" viser husholdningenes lånegjeld i prosent av disponibel inntekt

Kurven "Rentebetaling" viser husholdningenes renteutgifter etter skatt i prosent av disponibel inntekt pluss renteutgifter. Tallene fra mars til desember 2003 er fremskrivninger. Kvartalstall.

mål på 2½ prosent og langsiktige realrenter på nivå med utlandet. Denne renten, med påslag for bankenes marginer, gir et mer realistisk uttrykk for hvilket rentenivå som kan ventes over lånets levetid enn de flytende rentene vi har nå.

Når renten er unormalt lav, kan det være en særlig utfordring for låntakere å vurdere egen evne til å betjene lån over tid. Tilsvarende stiller en slik rente større krav til bankenes vurdering av kredittverdighet. Erfaringene har vist at bak et lån som etter hvert ikke blir betjent, ligger det gjerne for optimistiske vurderinger både hos kreditor og debitor.

Boligprisene og utviklingen i kreditt til husholdninger påvirker forbruk og boliginvesteringer. Disse indirekte virkningene søker vi å ta hensyn til når vi setter nivået på renten.

Kraftig vekst i formuespriser og oppbygging av gjeld kan være en risiko for den økonomiske stabiliteten. For å dempe denne risikoen vil det i enkelte situasjoner være riktig å bruke noe lengre tid enn den normale tidshorisonen på to år for å nå inflasjonsmålet. Men nå er det bare husholdningene som har en sterk gjeldsvekst. Foretakene låner lite. Boligprisene ser ut til å ta seg opp. Men prisene på kontorlokaler er stabile.

Gjelden som andel av inntekt er nå om lag på linje med nivået på begynnelsen av 1990-tallet (fig. 27).

Vi har begrenset mulighet til å bremse de strukturelle endringene som skjer når husholdningene øker sin gjeld over flere år for å investere i boliger og andre eiendommer og aktiva. En rente som er tilstrekkelig til effektivt å bremse denne tilpasningen, ville samtidig hatt uheldige virkninger på produksjonen og sysselsettingen.

Renten kan brukes for å redusere etterspørselen etter lån. I dag – med lave renter ute og nær sammenheng

mellom vår rente og kronen – ville en strammere pengepolitikk dempe etterspørselen etter lån først og fremst fordi arbeidsplassene ville bli mer usikre.

Med fleksibel inflasjonsstyring reduseres muligheten for at husholdningene utsettes for et dobbelt sjokk i form av økt arbeidsledighet og økt rente, slik de ble på begynnelsen av 1990-tallet. Blir økonomien utsatt for forstyrrelser som kan gi økt arbeidsledighet, vil prisstigningen normalt avta og renten vil bli satt ned.

Avslutning

For å summere opp:

Det operative målet for pengepolitikken er en inflasjon på 2½ prosent over tid. Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i produksjon og sysselsetting og inflasjon tillegges vekt.

Norges Bank har ikke satt et bestemt mål for nivået på kronen. Den fleksible kursen bidrar til større stabilitet i produksjon og sysselsetting.

Det er et strukturelt trekk ved åpne økonomier som den norske – med egen valuta – at valutakursen svinger. Termin- og opsjonsmarkedet for valuta har gitt bedrifter rikere muligheter til å sikre seg mot valutarisiko.

Konjunktorene har snudd, og økonomien har landet mykt etter den lange perioden med sterk kostnadsøkning i Norge og svak aktivitet ute.

Men inflasjonen er blitt for lav.

Styrkingen av kronen gjennom 2002, endret handelsmønster og konjunktorene ute bidro til lav prisstigning på importerte varer og tjenester. Konkurransen her hjemme ser også ut til å trekke prisveksten ned.

Både endringer i den internasjonale arbeidsdelingen og den økte konkurransen her hjemme stiller arbeidskraft og realkapital ledig i Norge. Det er dermed mulighet for at det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon, får et løft.

Utviklingen i kreditten gir tvetydige signaler til vår rentesetting. Renten kan brukes for å redusere etterspørselen etter lån. I dag – med lave renter ute og nær sammenheng mellom vår rente og kronen – ville en strammere pengepolitikk dempe etterspørselen etter lån først og fremst fordi arbeidsplassene ville bli mer usikre.

Når inflasjonen etter hvert tar seg opp fra et svært lavt nivå, vil det gi et grunnlag for at vi kan begynne å bevege oss mot et mer normalt kortsiktig rentenivå i Norge. Det vil kunne motvirke at vi får for sterkt press på innenlandske ressurser på mellomlang sikt. Renteutviklingen ute kan også få vesentlig betydning for utviklingen i kronen og dermed for de norske rentene.

Når inflasjonen er lav – og så lav som nå – er det riktig å legge stor vekt på å få den opp. Vi er derfor særlig aktpågivende i forhold til utviklingen i konsumprisene.

Etterprøving av Norges Banks anslag for 2003

Kristine Høegh-Omdal, konsulent i Økonomisk Avdeling*

Konsumprisveksten¹ i 2003 ble betydelig lavere enn Norges Bank og andre prognosemakere tidligere anslo. Avviket mellom faktisk og anslått konsumprisvekst kan i hovedsak forklares ved kraftig prisfall på importerte konsumvarer. Dette igjen forklares av kronekursstyrkingen i 2002 og prisfall på disse varene målt i utenlandsk valuta. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester ble også noe lavere enn anslått, spesielt falt prisene mer enn ventet i siste del av 2003. Svakere økonomisk vekst sammen med økt konkurranse og effektivisering i flere næringer, har trolig bidratt til å presse ned prisene både på norskproduserte varer og tjenester og importerte konsumvarer.

Fra mars 2001 har Norges Bank hatt lav og stabil inflasjon som den operative målsettingen for pengepolitikken. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Pengepolitikken er fremoverskuende. Anslag for prisveksten og den økonomiske utviklingen fremover er derfor et viktig grunnlag for pengepolitiske beslutninger.

Analyse av anslagsfeil kan hjelpe oss til å lage bedre anslag i fremtiden, og til å bedre forståelsen av de forstyrrelsene økonomien har vært utsatt for. På bakgrunn av nye og lavere anslag for internasjonale prisimpulser til norsk økonomi har Norges Bank revurdert tidligere beregninger av gjennomslaget fra valutakursen til prisene på importerte konsumvarer. Foreløpige beregninger viser at gjennomslaget fra valutakursen til disse prisene kan være noe svakere og komme noe senere enn tidligere antatt.

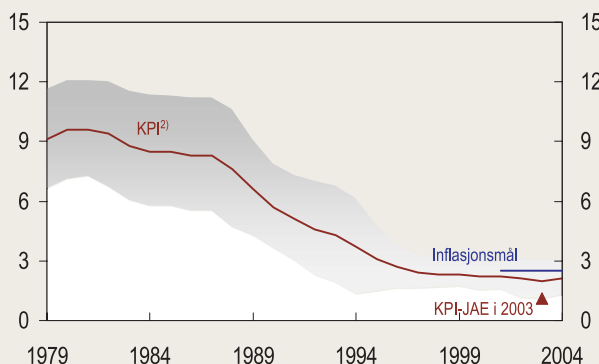
1 Innledning

I likhet med andre sentralbanker som har et inflasjonsmål for pengepolitikken, bruker Norges Bank anslag for konsumprisveksten som utgangspunkt for rentesettingen. For at pengepolitikken skal oppfylle det operative målet om stabil inflasjon, er det avgjørende at forståelsen av hva som bestemmer prisutviklingen er god. Ved å analysere anslagsfeil vil vi få bedre innsikt i og forståelse av sammenhengene i økonomien og hvordan priser dannes. Det vil være viktig for at vi skal kunne lage bedre anslag i fremtiden.

Det kan være mange årsaker til at prognosen ikke trefter den faktiske utviklingen:²

- Anslagene i inflasjonsrapportene er basert på beregningstekniske forutsetninger for rente og valutakurs. Disse forutsetningene vil ikke nødvendigvis avspeile den mest sannsynlige utviklingen. Formålet med Norges Banks anslag er å gi et beslutningsgrunnlag for pengepolitikken. Våre anslag vil dermed heller ikke alltid være det beste anslaget på den økonomiske utviklingen. Skulle for eksempel det betingede anslaget to år fram i tid være under inflasjonsmålet, vil renten normalt bli satt ned med sikte på å bringe inflasjonen til målet. I en slik situasjon blir renten endret nettopp med sikte på å oppnå en annen utvikling enn prognosen. Når anslagene skal etterprøves, er det viktig å ta hensyn til at anslagene ikke nødvendigvis representerer Norges Banks oppfatning av den mest sannsynlige utviklingen.
- Anslagene bygger også på forutsetninger om blant annet den internasjonale økonomiske utviklingen, oljepris, offentlige utgifter, skatter og avgifter. Dette

Figur 1 KPI. Glidende 10 års gjennomsnitt¹. Prosent



¹ Det glidende gjennomsnittet er beregnet 7 år tilbake og 2 år fram

² Båndet rundt KPI er variasjonen i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

er forhold som pengepolitikken ikke kan påvirke. En annen utvikling enn det som legges til grunn for disse størrelsene, vil bidra til at anslagene ikke trefter den faktiske utviklingen.

- Økonomien blir hele tiden utsatt for uventede hendelser og forstyrrelser, som det ikke er mulig å ta hensyn til på forhånd.
- Det er usikkerhet om den faktiske tilstanden i økonomien på det tidspunktet 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.

* Takk til kolleger i Norges Bank for nyttige kommentarer.

¹ Målt ved konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

² For utdyping om årsaker til prognosefeil, se Heidi Lohrmann (2003): «Etterprøving av Norges Banks anslag for 2001 og 2002» i Penger og Kreditt 1/03.

- Analyseapparatet som benyttes, kan gi en upresis eller utilstrekkelig beskrivelse av de faktiskesammenhengene i økonomien.
- Alle anslag er beheftet med skjønn. Prognosefeil kan også ha sitt opphav i at skjønnsutøvelsen ikke er god nok.

I denne artikkelen etterprøves anslagene for prisveksten i 2003.³ Norges Bank har også i Beretning og regnskap for 2003 (mars 2004) omtalt konsumprisveksten i 2003 og bakgrunnen for avviket fra inflasjonsmålet.

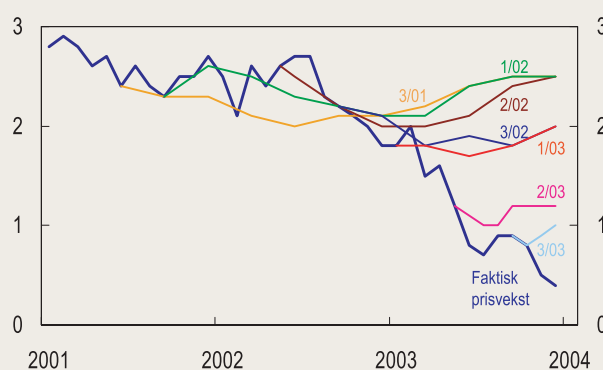
2 Anslått inflasjon i 2003

Figur 2 viser hvordan Norges Banks anslag for inflasjonen i 2003 har utviklet seg over tid, sammen med den faktiske utviklingen. Inflasjonsanslagene er blitt gradvis nedjustert siden sommeren 2001. Andre institusjoner nedjusterte sine anslag for inflasjonen i 2003 omtrent som Norges Bank, se figur 3. Norges Bank har jevnt over nedjustert anslagene noe tidligere enn de fleste andre institusjonene som er vist i figuren.

Avviket mellom faktisk og anslått prisvekst i 2003 må vurderes i lys av utviklingen i de økonomiske variablene som påvirker prisveksten. Inflasjonen bestemmes i hovedsak av utviklingen i valutakursen, internasjonale prisimpulser, lønnsveksten i Norge og konkurransesituasjonen i norsk økonomi. Utviklingen i disse variablene har nær sammenheng med den økonomiske veksten internasjonalt og i Norge. Prisveksten påvirkes med ulikt tidsetterslep. Avvik mellom faktisk og anslått utvikling i variablene som påvirker prisveksten må derfor vurderes over noe tid.

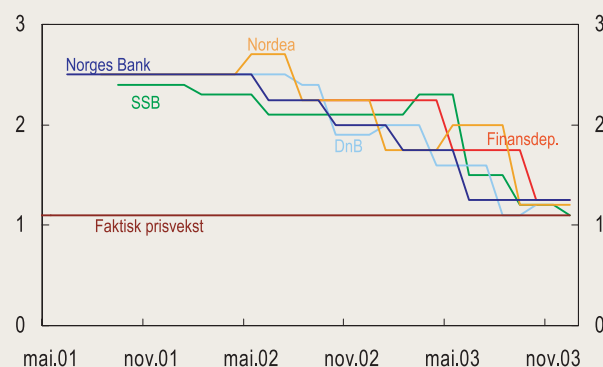
Tabell 1 viser avviket mellom faktisk og anslått utvikling i 2002 og 2003 for en del variable som påvirker prisutviklingen. Ettersom pengepolitikken som hovedregel innrettes mot å treffe inflasjonsmålet på to års sikt, er det hensiktsmessig å ta utgangspunkt i anslagene laget i

Figur 2 Anslag for KPI-JAE gitt på ulike tidspunkter, 4-kvartalersvekst (historiske månedstall). Januar 01–desember 03



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 KPI-JAE. Anslag for 2003 gitt på ulike tidspunkter. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet, DnB NOR, Nordea og Norges Bank

2001 for 2003. Vi har brukt anslagene som ble gitt i Inflasjonsrapport 3/2001 som en referanse. Analysen hadde ikke blitt vesentlig endret dersom vi hadde tatt utgangspunkt i en annen inflasjonsrapport fra 2001.

Tabell 1. Forutsetninger og anslag på noen makroøkonomiske hovedstørrelser for norsk økonomi i 2002 og 2003 gitt i Inflasjonsrapport 3/2001 og faktisk utvikling. Prosentvis endring fra året før der ikke annet er angitt.

	2002			2003		
	Anslag	Faktisk	Anslagsfeil ¹⁾	Anslag	Faktisk ²⁾	Anslagsfeil ¹⁾
Rente (prosent)	7	6,7	-¼	7	4,2	-2 ¾
Valutakurs (nivå, I-44)	98,9	91,6	-8 ²⁾	98,9	92,8	-6 ½ ²⁾
BNP handelspartnere	1 ¼	1,3	0	2 ½	1 ¼ ³⁾	-1 ¼
Produsentpriser handelspartnere	0	-0,5	-½	¾	0,3	-½
BNP Fastlands-Norge	1 ½	1,3	-¼	1 ¾	0,7	-1
Årslønn	5	5,7	¾	5	4 ½	-½
KPI-JAE	2	2,3	¼	2 ½	1,1	-1 ½

¹⁾ Avvik i prosentpoeng. Negativt tall betyr at anslaget er for høyt.

²⁾ Avvik i prosent. Negativt tall betyr sterkere kurs.

³⁾ Anslag fra Inflasjonsrapport 1/04.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

³ I artikkelen vurderes hvordan den underliggende prisveksten, målt ved konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), har utviklet seg sammenlignet med våre prognoser.

Mot slutten av 2001 ble prisveksten anslått til å være på inflasjonsmålet (2½ prosent) i 2003. Anslaget var basert på en antagelse om at presset i norsk økonomi ville holde seg oppe i årene fremover. Siden 1998 hadde norsk økonomi vært preget av stor knapphet på arbeidskraft og vesentlig høyere lønnskostnadsvekst enn hos handelspartnerne. Internasjonal økonomi hadde vært i lavkonjunktur siden midten av 2000. Den økonomiske veksten internasjonalt ble anslått å ta seg opp allerede det påfølgende året. Norsk økonomi ville, etter vår vurdering, i liten grad bli påvirket av den internasjonale lavkonjunkturen.

I 2002 var den økonomiske utviklingen og inflasjonen omtrent som ventet. Lønnsveksten i Norge ble imidlertid overraskende høy og valutakursen ble vesentlig sterkere enn forutsatt.

I 2003 var utviklingen jevnt over svakere enn ventet. Prisveksten målt ved KPI-JAE ble 1,1 prosent i 2003, nesten 1½ prosentpoeng lavere enn anslått i 2001. Den økonomiske utviklingen i Norge og internasjonalt tok en annen retning enn ventet. Prisimpulsene fra utlandet, målt ved et vektet gjennomsnitt av produsentprisene hos 25 handelspartnere, ble svakere enn ventet. Kronekursen var fortsatt på et sterkere nivå enn forutsatt i 2001. Lønnsveksten i Norge ble noe lavere enn anslått.

3 Årsaker til at prisveksten ble lavere enn anslått

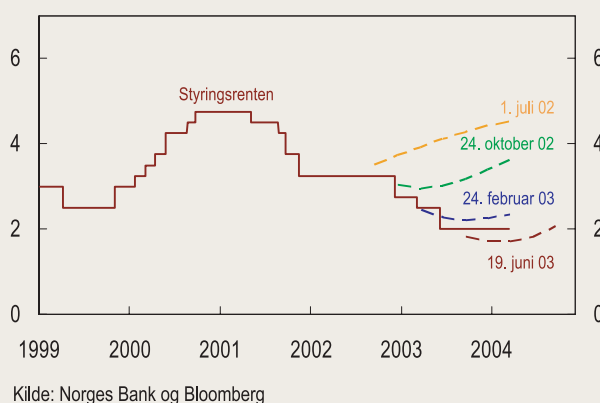
Lavkonjunkturen internasjonalt forsterket seg

Våren 2002 så det ut til at veksten internasjonalt var på vei opp, i tråd med prognosene. De langsiktige rentene økte og aksjemarkedene var på vei oppover. Oppgangen viste seg imidlertid å være forbigående. Utover sommeren og høsten svekket vekstutsiktene seg gradvis. Aksjekursene på verdens børser falt markert. Terror, krig i Irak og lungesykdommen SARS bidro til at den internasjonale usikkerheten økte i første del av 2003.

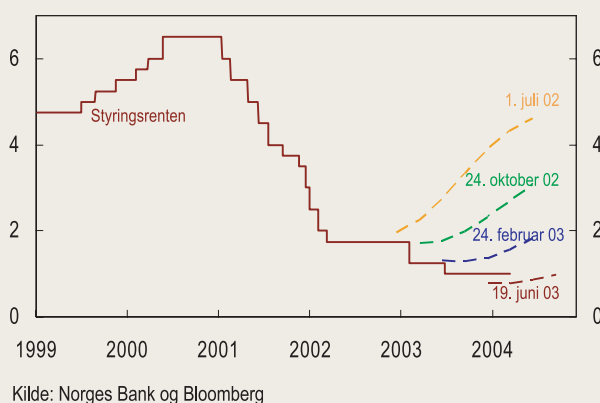
I 2002 ble den økonomiske veksten samlet sett om lag som ventet. I 2003 ble veksten vesentlig svakere enn hva både IMF, OECD, andre analytikere og observatører samt Norges Bank ventet i 2001 og 2002. I årsrapporten til Bank for International Settlements (BIS) for 2002 heter det blant annet (vår oversettelse):

«Det siste året har vært preget av skuffelser når det gjelder den økonomiske utviklingen. Gjensidig forsterkende geopolitiske, økonomiske og finansielle forhold bremsset veksten og skapte stor usikkerhet om fremtiden. Oppgangen i verdensøkonomien syntes å stoppe opp. I mesteparten av perioden ble nyhetene som kom snarere verre enn bedre. Dette var overraskende for mange i lys av den meget ekspansive økonomiske politikken som var blitt ført i store deler av verden.» (s. 3)

Figur 4 Renteforventninger i euroområdet. Faktisk utvikling og forventet styringsrente



Figur 5 Renteforventninger i USA. Faktisk utvikling og forventet styringsrente



Utviklingen i renteforventningene internasjonalt gir et godt uttrykk for hvor annerledes utviklingen ble. Renteforventningene kan reflektere markedets forventninger til den økonomiske veksten. Renteforventningene ble gradvis nedjustert både på kort og lang sikt, i tråd med reduksjoner i signalrentene i mange land og lavere vekst- og inflasjonsforventninger, se figur 4 og 5.

Kronen styrket seg

Kronekursen (I-44) styrket seg med 14 prosent fra oktober 2001, da Inflasjonsrapport 3/2001 ble publisert, til januar 2003. En viktig årsak til kronestyrkingen var den svake utviklingen internasjonalt.

I 2001 og første del av 2002 så det ut til at norsk økonomi var lite påvirket av det internasjonale tilbakeslaget. Presset på realressursene var stort. Lønnsoppgjøret våren 2002 kom ut overraskende høyt, og det var utsikter til at lønnsveksten ville holde seg høy fremover og trekke inflasjonen over målet på to års sikt. Dette medvirket til at renten ble satt opp med ½ prosentpoeng sommeren 2002. Økt rente i Norge sammen med lavere

renter og nedjusterte renteforventninger internasjonalt førte til at faktisk og forventet rentedifferanse mellom Norge og handelspartnerne økte betydelig i løpet av 2002. Høsten 2002 nådde rentedifferansen sitt høyeste nivå siden 1998.

Den økte renteforskjellen kan forklare en del av kronestyrkingen gjennom 2001 og 2002. I tillegg førte særskilte forhold i internasjonal økonomi til en sterkere krone enn det en i utgangspunktet ville vente ut fra rentedifferansen alene.⁴ Aksjekursfallet i 2002 bidro til økt forsiktighet og forventninger om ytterligere nedgang. Mange investorer ønsket derfor å plassere mer kapital i rentebærende fordringer. Ifølge markedsaktørene fremsto da norske kroner, med relativt høy rente, som et godt alternativ. Økt oljepris i 2002 og fall i de forventede svingningene mellom hovedvalutaene bidro også til å øke interessen for norske kroner. Mindre kurssvingninger mellom hovedvalutaene gir mindre rom for spekulasjonsgevinster i markedet. Investorene la derfor større vekt på renteforskjeller enn tidligere, og plasserte en større del av sine porteføljer i høyrentevalutaer som norske kroner. Politisk usikkerhet internasjonalt, blant annet knyttet til en mulig krig i Irak, førte dessuten til at norske kroner tidvis ble vurdert som en tilfluktsvaluta.

I løpet av 2003 svekket kronen seg. Endringer i kronkursen virker imidlertid på konsumprisene med et tidsetterlep. Norges Banks analyser tyder på at den største effekten av en endring i kronkursen på prisveksten kommer etter om lag 1–1½ år. Kursstyrkingen i 2002 fikk dermed betydelig negativ virkning på inflasjonen i 2003. Figur 6 viser utviklingen i kronkursen og beregningstekniske forutsetninger i anslagene fra inflasjonsrapport til inflasjonsrapport fra 2001 til 2003.

Veksten i norsk økonomi stoppet opp

Veksten i BNP for Fastlands-Norge i 2003 ble 0,7 prosent, 1 prosentpoeng lavere enn anslått i Inflasjonsrapport 3/2001.⁵ Nedgangen i norsk økonomi hadde trolig nær sammenheng med at det internasjonale tilbakeslaget ble mer omfattende enn Norges Bank og de fleste andre aktører hadde trodd. Den sterke investeringsveksten på slutten av 1990-tallet førte til at mange bedrifter fikk ledig kapasitet da etterspørselen avtok, og investeringene falt kraftig. I tillegg bidro aksjekursfallet i 2002 til å dempe investeringslysten. I lys av den internasjonale nedgangen og klare tegn til avmatning i norsk økonomi, nedjusterte Norges Bank og andre prognosemakere vekstanslagene for 2003 markert i løpet av 2002 og 2003, se figur 7.

Arbeidsledigheten økte gjennom 2002 og 2003. I 2002 økte ledigheten i hovedsak i tjenesteytende næringer som IKT, konsulentvirksomhet og reiseliv. Dette var næringer som i stor grad var påvirket av situasjonen i internasjonal økonomi. Til tross for ledighetsøkningen, ble lønnsveksten den høyeste på mange år.

Lønnsveksten ble spesielt høy i offentlig sektor. I 2003 økte ledigheten i flere tjenesteytende næringer, industri og offentlig forvaltning. Ledighetsøkningen i industrien var drevet av svak etterspørsel internasjonalt, styrkingen av kronen og høy lønnsvekst over flere år. I offentlig sektor var det ikke budsjettmessig rom for å opprettholde sysselsettingen, etter flere år med kraftig vekst i lønnskostnadene. Lønnsveksten avtok i 2003 og ble noe lavere enn anslått.

Lavere etterspørselsvekst i norsk økonomi kan også ha påvirket prisveksten. Våren 2003 ga Norges Banks regionale nettverk signaler om at flere bransjer, blant annet klær og lyd- og bildeutstyr, opplevde etterspørselssvikt og sterk konkurranse. Etterspørselsnedgangen må blant annet sees i sammenheng med strømprissjokket vinteren 2002/2003. Kraftig økning i strømutgiftene førte til en midlertidig nedgang i husholdningenes kjøpekraft våren 2003. Innen næringer som telekommuni-

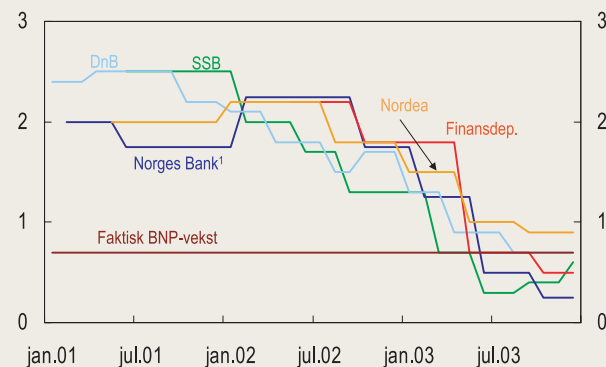
Figur 6 Effektiv kronekurs (I-44) og forutsetningene i inflasjonsrapportene. Indeks¹. Dagstall. 1. januar 01–31. desember 03



¹ Stigende kurve betyr svakere kronekurs

Kilde: Norges Bank

Figur 7 BNP Fastlands-Norge. Anslag for 2003 gitt på ulike tidspunkter. Prosent



¹ Inkludert endringer i kraftproduksjon. I Inflasjonsrapport 2/2003 og 3/2003 ble det gitt anslag på BNP Fastlands-Norge korrigert for endringer i kraftproduksjon.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet, DnB NOR, Nordea og Norges Bank

⁴ For nærmere beskrivelse, se utdyping i Inflasjonsrapport 1/2003 og Bjørn Naug (2003): «Faktorer bak utviklingen i kronkursen – en empirisk analyse» i Norges Banks skriftserie nr. 31.

⁵ Lavere kraftproduksjon bidrar til å trekke ned BNP-veksten i 2003. Dette kan forklare anslagsvis 1/4 prosentpoeng av avviket mellom faktisk og anslått vekst i BNP. I anslagene har vi sett bort fra svingninger i kraftproduksjon.

kasjon og luftfart har samtidig konkurransen økt de siste årene gjennom avreguleringer og nyetableringer. Lav etterspørsel fra næringslivet kan ha bidratt til å forsterke konkurransen og presset marginene i disse næringene.

4 Teknisk gjennomgang av avviket mellom faktisk og anslått inflasjon

Det var særlig prisene på importerte konsumvarer som utviklet seg annerledes enn anslått. Figur 8 viser faktisk og anslått vekst i KPI-JAE totalt og fordelt på prisveksten på importerte konsumvarer og norskproduserte varer.

I Inflasjonsrapport 3/2001 anslo Norges Bank en midlertidig nedgang i importprisene som følge av styrkingen av kronen fra 2000 og midlertidig avdemping i prisimpulsene fra utlandet. I 2002 ble prisveksten på importerte konsumvarer samlet sett om lag som ventet. I 2003 ble prisveksten 4 prosentpoeng lavere enn ventet.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester holdt seg overraskende høy gjennom 2002. Fra siste del av 2003 ble prisveksten på denne gruppen også noe lavere enn ventet i 2001. I gjennomsnitt for 2003 ble prisveksten på norskproduserte varer og tjenester ¼ prosentpoeng lavere enn anslått.

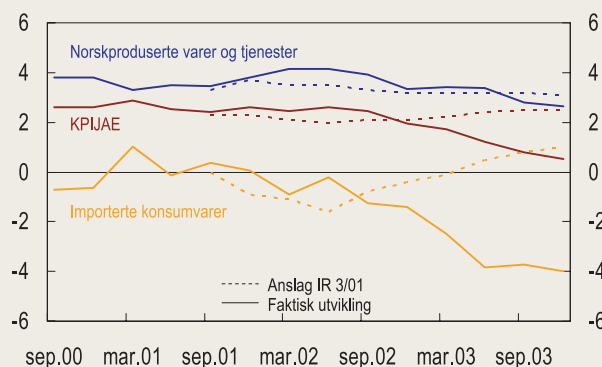
Importerte konsumvarer

Fallet i prisene på importerte konsumvarer må sees i sammenheng med styrkingen av kronen gjennom 2002. Valutakursen kan forklare mesteparten av avviket mellom faktisk og anslått prisvekst på disse varene. I tillegg var de internasjonale prisimpulsene, målt ved produsentprisene, lavere enn antatt. Dette må sees i sammenheng med lavkonjunkturen internasjonalt. Mot slutten av 2003 falt prisene på importerte konsumvarer overraskende mye. Prisfallet var større enn styrkingen av kronen og lavere produsentpriser isolert sett skulle tilsi. På bakgrunn av dette har vi sett nærmere på andre mulige årsaker til prisnedgangen.

Prisene på klær og lyd- og bildeutstyr har falt vesentlig mer enn valutakursen og produsentprisene skulle tilsi, og står for en stor del av prisfallet på importerte konsumvarer samlet sett. Prisene på importerte klær har falt i mange år, blant annet som følge av vridning av handel fra høykostland til lavkostland.⁶ Nye analyser tyder på at denne trenden ble forsterket i 2003. Prisene på lyd- og bildeutstyr har falt i de fleste land, som følge av sterk produktivitetsvekst i produksjonen av disse varene. Prisnedgangen på klær og lyd- og bildeutstyr er trolig ikke blitt fanget opp av produsentprisene, se ramme 1.

På bakgrunn av dette har Norges Bank beregnet en ny indikator for internasjonale prisimpulser, som et alternativ til produsentprisene. Denne indikatoren måler prisutvikling på konsumvarene Norge importerer mer direk-

Figur 8 KPI-JAE. Anslag og faktisk utvikling. Totalt og fordelt etter leveringssektor. Firekvartalersvekst (historiske månedstall). Prosent. September 00–desember 03



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

te.⁷ Indikatoren fanger opp effekter av at handelen vris til land med lavere prisnivåer, og at produktivitetsveksten har vært særlig høy i produksjonen av visse typer varer, spesielt lyd- og bildeutstyr.

Figur 9 viser den nye indikatoren for internasjonale prisimpulser sammenlignet med prisene på importerte konsumvarer i konsumprisindeksen og produsentprisene. Den nye indikatoren for internasjonale prisimpulser har vært avtagende siden midten av 1990-tallet. I 2003 falt de internasjonale prisimpulsene 1½ prosent, målt på denne måten. Dette er 2¼ prosentpoeng lavere enn Norges Bank anslo i 2001.

Ramme 1: Indikatorer på internasjonale prisimpulser til norske konsumvarer

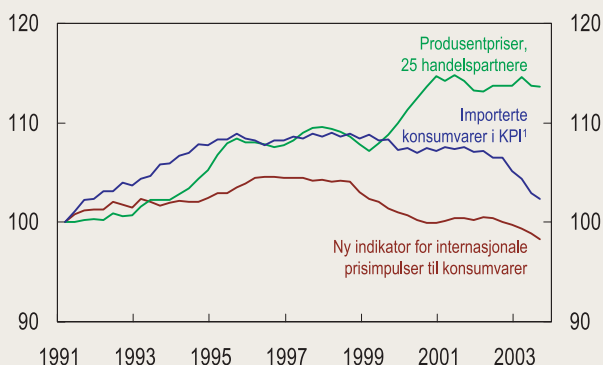
Produsentpriser – Veid gjennomsnitt av produsentprisene hos 25 handelspartnere. Vektet etter samlet import til Norge (konsumvarer, innsatsvarer og investeringsvarer). Inkluderer prisene på innsatsvarer og investeringsvarer, samt priser på varer som kun går til innenlandsk forbruk hos handelspartnerne. Påvirkes sterk av variasjoner i oljeprisen. Fanger ikke opp effekter på prisene av at handelen vris til land med annet kostnadsnivå.

Norges Banks beregnede indikator – Veid gjennomsnitt av prisutviklingen i eksportlandene på de konsumvarene Norge importerer. Konsumpriser, eksportpriser eller produsentpriser i landene varene importeres fra, er benyttet avhengig av tilgjengelighet og relevans for prisene i Norge. Fanger opp effekter på prisene av at handelen vris til land med annet kostnadsnivå.

⁶ Inflasjonsrapport 3/2001: «Hvorfor har prisveksten på importerte konsumvarer vært lav?» og Inflasjonsrapport 2/2002: «Hvorfor har prisene på klær falt?». Se også artikkel i Penger og Kreditt 2/2002: «Effekter av handelsliberalisering på klesprisene og på samlet konsumprisvekst».

⁷ Indeksen er beskrevet i utdyppning i Inflasjonsrapport 1/2004, og vil bli nærmere dokumentert i Penger og Kreditt 2/2004.

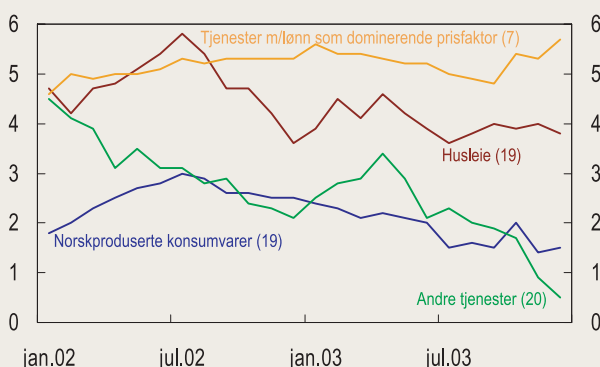
Figur 9 Prisutviklingen for importerte konsumvarer i KPI og indikatorer for prisutviklingen i utenlandsk valuta. Indeks. 1. kvartal 1991= 100. 1. kvartal 91–3. kvartal 03



¹ 3 kvartalers glidende gjennomsnitt

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 10 KPI-JAE fordelt på innenlandske leveringssektorer. Tolv-månedersvekst. Prosent. Januar 02–desember 03



Vekter i KPI-JAE i parentes

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I empiriske undersøkelser av hva som bestemmer prisene på importerte konsumvarer i konsumprisindeksen, har Norges Bank tidligere benyttet aggregerte internasjonale indekser for produsentpriser, eksportpriser eller konsumpriser som indikator på internasjonale prisimpulser. Den nye indikatoren for internasjonale prisimpulser viste svakere prisvekst på 1990-tallet enn produsentprisene. Foreløpige empiriske undersøkelser som tar hensyn til dette, viser at kronekursen får en noe svakere effekt på prisene enn tidligere analyser har vist.⁸ I tillegg viser undersøkelsene at effektene av kronekursen kommer noe senere enn tidligere antatt. Undersøkelsene bekrefter imidlertid at kronekursen fortsatt er den viktigste årsaken til prisnedgangen på importerte konsumvarer.

I tillegg til sterkere valutakurs og lavere internasjonale prisimpulser enn antatt, har også lavere etterspørsel i Norge trolig bidratt til å trekke ned prisene på importerte konsumvarer i 2003. Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk tyder på at etterspørselsnedgangen våren 2003 bidro til å presse ned prisene på disse varene, gjennom større salgsaktivitet enn normalt.

Norskproduserte varer og tjenester

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester ble høyere enn ventet i 2002 og lavere enn ventet i 2003. Avviket i 2002 må sees i sammenheng med at lønnsveksten det året ble høyere enn anslått.

Endringer i lønnsveksten virker på prisene over noe tid. Høyere lønnsvekst enn anslått i 2002 fikk også positive effekter for inflasjonen i 2003. Lavere lønnsvekst enn anslått i 2003 virket i motsatt retning. Samlet sett virket avvikene mellom faktisk og anslått lønnsvekst i 2002 og 2003 omtrent nøytralt på inflasjonen i 2003.

Mot slutten av 2003 avtok prisveksten på norskproduserte varer og tjenester overraskende mye, se figur 8. Lavere lønnsvekst kan ha spilt en rolle. Prisveksten på

tjenester med lønn som dominerende prisfaktor har imidlertid holdt seg oppe, se figur 10.

Enkelte tjenester har falt i pris. Prisene på teletjenester og flyreiser falt med henholdsvis 0,8 og 3,8 prosent fra 2002 til 2003.⁹ Prisfallet tiltok mot slutten av året. Prisnedgangen må sees i lys av strukturelle endringer og økt konkurranse i disse næringene. Prisene på enkelte dagligvarer har også falt. Prisene kan ha blitt satt ned som et mottrekk til etableringen av den internasjonale lavpriskjeden Lidl i Norge.

Aktørene i flybransjen og innen telekommunikasjon har kuttet kostnader gjennom nedbemanning og omstrukturering. Dette har trolig ført til at produktiviteten har økt, og det har gitt grunnlag for lavere priser. Ytterligere fall i lønnsomheten innen luftfart tyder imidlertid på at økt produktivitet ikke fullt ut har klart å veie opp for prisfallet. Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk tyder på at det også skjer produktivitetsforbedringer i flere ledd i verdikjeden innen dagligvarenæringen. Blant annet har flere kjeder inngått samarbeid med internasjonale dagligvarekonsern. Dette har gjort det mulig å effektivisere distribusjonen.

I prognosene i inflasjonsrapportene har Norges Bank ikke lagt til grunn særskilte effekter på prisene av mulige endringer i konkurranseforholdene. Økt konkurranse i noen næringer kan derfor trolig forklare noe av avviket mellom faktisk og anslått prisvekst i 2003.

Andre forhold kan også ha påvirket prisveksten på norskproduserte varer og tjenester. Endringer i kronekursen virker indirekte på prisene på norskproduserte varer og tjenester gjennom lavere priser på importerte innsatsvarer og tjenester. Blant annet falt prisene på charterreiser kraftig våren 2003 som følge av kursstyrkingen i 2002. I tillegg har innføringen av maksimalpris på barnehageplasser bidratt til å trekke ned den innenlandske prisveksten.

⁸ Nye empiriske undersøkelser av kursgjennomslaget er omtalt i utdypning i Inflasjonsrapport 1/2004.

⁹ Justert for avgiftsendringer.

Tabell 2. Dekomponering av avvik mellom faktisk og anslått vekst i KPI-JAE i 2003. Bidrag i prosentpoeng.

Avvik mellom faktisk og anslått vekst i KPI-JAE	-1½
Dekomponering av avvik	
Sterkere valutakurs i 2002	-(½-¾)
Lavere internasjonale prisimpulser	-(¼-½)
Høyere lønn i 2002, lavere lønn i 2003	0
Sterkere konkurranse	- ¼
Uforklart/andre forhold ¹	- ¼

¹ Andre forhold som kan forklare avviket, er fallende priser på teleutstyr og innføring av maksimalpris på barnehager. Den beregnede indeksen for internasjonale prisimpulser inkluderer ikke prisene på teleutstyr, på grunn av mangelfull statistikk internasjonalt. Prisene på disse varene publiseres heller ikke i Norge, men prisen er trolig på linje med, eller enda større enn, prisen på lyd- og bildeutstyr. Innføringen av maksimalpris på barnehager kan forklare oppimot 0,1 prosentpoeng av avviket mellom faktisk og anslått prisvekst. Dette er en midlertidig forstyrrelse som Norges Bank ikke tar hensyn til i rentesettingen.

Dekomponering av avviket mellom faktisk og anslått prisvekst

I tabell 2 dekomponeres avviket mellom faktisk og anslått prisvekst på de forskjellige forklaringsvariablene. I dekomponeringen benyttes de nye anslagene på internasjonale prisimpulser og nye beregninger av gjennomsnitt fra valutakursen til priser. Norges Banks analyseapparat gir ikke grunnlag for presist å beregne virkningene av økt konkurranse og strukturelle endringer i enkelte bransjer. Virkningen er anslått ved å sammenligne faktisk prisutvikling på noen varer og tjenester som kan være påvirket av disse forholdene, med en anslått prisvekst på 2½ prosent på disse varene og tjenestene. Differansen kan antas å være effekten på prisene av endringer i konkurransen. I beregningene har vi benyttet priser på flyreiser, teletjenester, hotelltjenester og enkelte dagligvarer.

5 Avslutning

Et viktig formål med etterprøving av anslagene er å bedre forståelsen av sammenhengene i økonomien og hvordan priser dannes, slik at Norges Bank kan lage bedre prognoser i fremtiden.

Avviket mellom faktisk og anslått prisvekst i 2003 skyldes flere forhold. Sterkere valutakurs enn forutsatt kan forklare en vesentlig del av avviket. I inflasjonsrapport 3/2001 ble kursen beregningsteknisk forutsatt å holde seg uendret fremover. Hadde Norges Bank forutsatt «riktig» kronekurs, ville prognosefeilen vært min-

dre. Det er imidlertid vanskelig å anslå kursutviklingen på kort- og mellomlang sikt. En rekke studier har vist at dagens valutakurs er en bedre kortsiktig prognose for valutakursen enn prognoser basert på empiriske valutakursmodeller eller udekket renteparitet. En viktig årsak til kronestyrkingen i 2002 var at verdensøkonomien ble utsatt for en rekke negative forstyrrelser, og spesielle forhold i de internasjonale aksje- og valutamarkedene. Verken Norges Bank eller andre prognosemakere klarte å forutsi at verdensøkonomien ville utvikle seg slik den gjorde.

En annen viktig kilde til avviket mellom faktisk og anslått prisvekst er at de internasjonale prisimpulsene har vært lavere enn tidligere antatt. Nye beregninger viser at impulsen fra utlandet til norske priser har vært nær null eller negativ siden midten av 1990-tallet. Den nye beregnede indikatoren for de internasjonale prisimpulsene gir trolig et bedre utgangspunkt for å lage prognoser for inflasjonen i fremtiden. For det første vil Norges Bank i større grad enn tidligere ha kunnskap om hva den internasjonale prisimpulsen faktisk er på prognosetidspunktet. For det andre vil Norges Bank nå kunne fange opp spesielle forhold som vil påvirke prisene på konsumvarene Norge importerer, men som ikke reflekteres i aggregerte internasjonale indekser for produsent- og eksportpriser.

Nye empiriske undersøkelser, blant annet basert på den nye indikatoren for internasjonale prisimpulser, kan tyde på at effekten av kursstyrkingen på konsumprisene har vært noe mindre og kommet noe senere enn det som har vært fanget opp av våre modeller. Beregninger av kursgjennomsnitt er imidlertid usikre. Norges Bank har nokså kort erfaring med hvordan inflasjons- og prissettingsmekanismene virker når pengepolitikken er innrettet mot inflasjonsstyring.

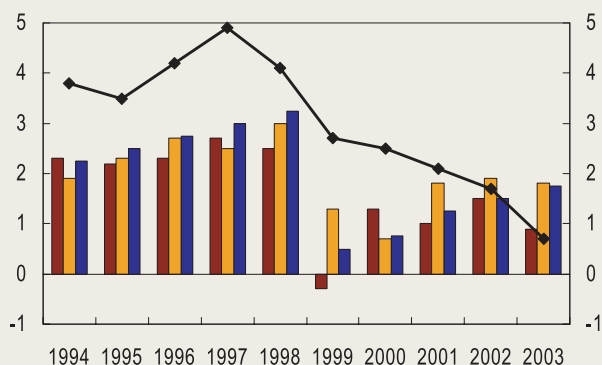
Svakere økonomisk vekst, nedgang i etterspørselen samt strukturelle endringer i enkelte markeder, bidro til å forsterke konkurransen i mange næringer. Effekten av endringer i konkurranseforholdene på prisene kan være betydelige, men er vanskelige å kvantifisere. Erfaringene fra 2003 fører imidlertid til at Norges Bank nå er mer oppmerksom på denne type forhold. Vi benytter aktivt vårt regionale nettverk til å forsøke å fange opp endringer i konkurranstrykket og hvilke effekter det eventuelt kan få på priser i de ulike næringene.

Figur 11-16 Anslag på vekst fra Statistisk sentralbyrå (SSB), Finansdepartementet (FIN) og Norges Bank (NB), sammen med faktisk vekst. Prosent 1994 til 2003

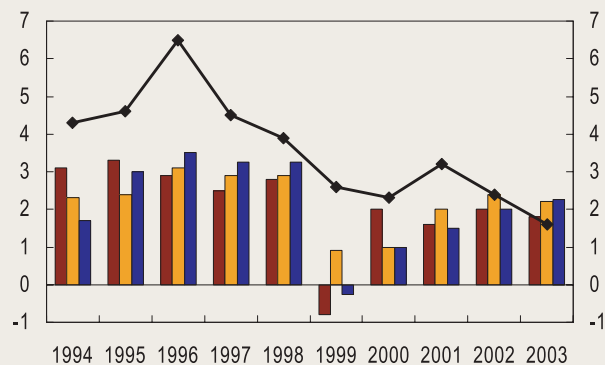
Statistisk sentralbyrå Finansdepartementet Norges Bank Faktisk vekst

■ ■ ■ —■—

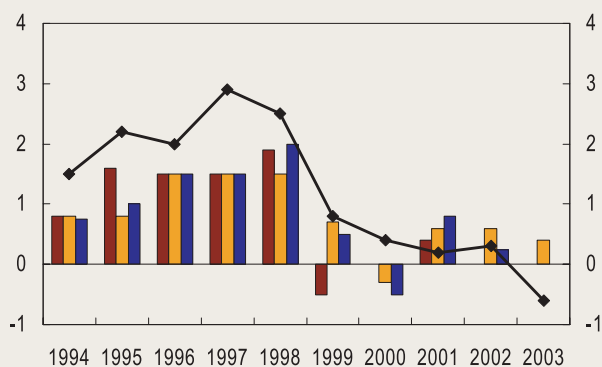
Figur 11 BNP Fastlands-Norge



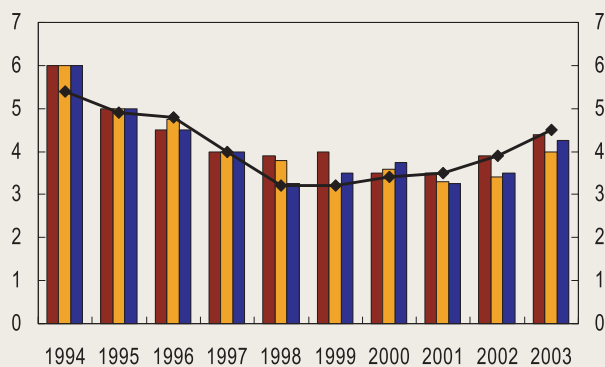
Figur 12 Etterspørsel fra Fastlands-Norge



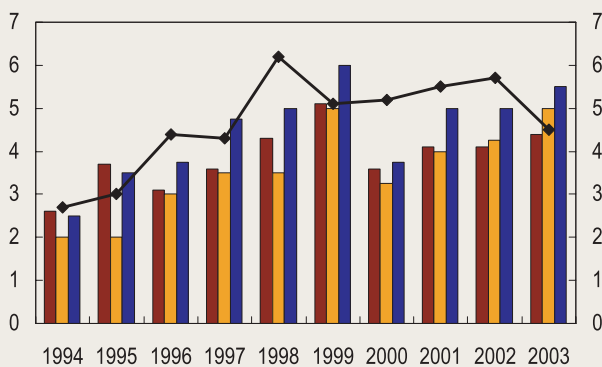
Figur 13 Sysselsetningsvekst



Figur 14 Arbeidsledighetsrate

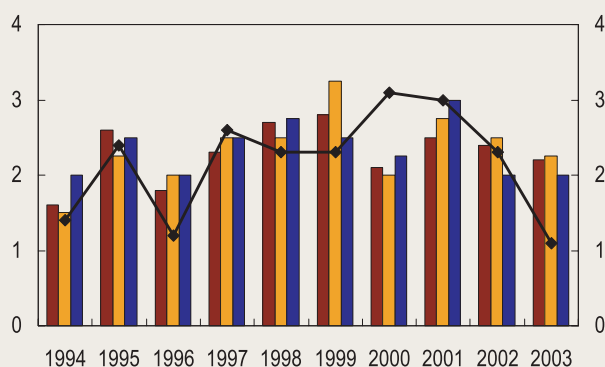


Figur 15 Årslønnsvekst¹



¹ Tallet for 2000 og 2001 inkluderer kostnader ved utvidet ferie

Figur 16 Konsumprisvekst¹



¹ Anslag på og faktisk utvikling i KPI til 2001. Anslag på og faktisk utvikling i KPI-JAE fra 2002

Vedlegg: Oversikt over anslag fra 1994 til 2003

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 11 til 16 sammenliknes de realiserte størrelsene for perioden 1994–2003 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 oppgangssperioden på 1990-tallet ble undervurdert. Veksten i etterspørsel og BNP ble høyere enn ventet i alle årene fra 1994 til 2001. Sysselsettingen ble høyere enn ventet fra 1994 til 2000. Det har også vært et gjennomgående trekk at lønnsveksten er blitt undervurdert. Anslagene på konsumprisveksten har vært relativt gode, med noen unntak.

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.

¹⁰ AAE (Gjennomsnittlig absoluttfeil) er definert som $(1/N) \sum_{n=1}^N |y_n - \hat{y}_n|$ der y_n representerer den realiserte 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 realiserte 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). 1994 til 2003.

	SSB	FD	NB
Vekst i BNP Fastlands-Norge			
Gj.snittlig feil	-1,38	-1,03	-1,07
AAE	1,42	1,29	1,28
RRMSE	0,52	0,64	0,64
Vekst i sysselsetting			
Gj.snittlig feil	-0,50	-0,41	-0,44
AAE	0,66	0,75	0,68
RRMSE	0,85	1,08	1,25
Vekst i etterspørsel fra Fastlands-Norge			
Gj.snittlig feil	-1,47	-1,38	-1,47
AAE	1,51	1,50	1,60
RRMSE	0,53	0,44	0,53
Vekst i årslønn			
Gj.snittlig feil	-0,80	-1,11	-0,19
AAE	0,94	1,21	0,76
RRMSE	0,22	0,28	0,17
Vekst i konsumpriser			
Gj.snittlig feil	0,13	0,18	0,18
AAE	0,49	0,50	0,43
RRMSE	0,39	0,43	0,38

Kilde: Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabellen oppsummerer den informasjonen som ligger i figurene. Prognosefeilen er minst for prisveksten, og størst for etterspørselsveksten og veksten i BNP. Det er liten forskjell i anslagsfeil mellom de tre institusjonene. Tabellen viser at Finansdepartementet har truffet best på veksten i etterspørselen og at Norges Bank har truffet best på lønnsveksten.

Avveininger i pengepolitikken

Ingvild Svendsen og Øistein Røisland, Pengepolitisk avdeling, og Kjetil Olsen, Økonomisk avdeling i Norges Bank

Fleksibel inflasjonsstyring innebærer at sentralbanken på kort sikt foretar en avveining mellom prisstabilitet og realøkonomisk stabilitet. Ved noen typer forstyrrelser, for eksempel etterspørselssjokk, vil det være liten eller ingen konflikt mellom de to hensynene. Andre typer forstyrrelser, for eksempel kostnadssjokk, kan skape en konflikt mellom prisstabilitet og realøkonomisk stabilitet på kort sikt. Sentralbanken må da foreta en avveining. Horisonten for oppnåelse av inflasjonsmålet sier implisitt noe om hvor stor vekt sentralbanken legger på realøkonomisk stabilitet. Mye vekt på stabilitet i realøkonomien tilsier en relativt lang horisont. En toårshorisont for oppnåelse av inflasjonsmålet gir etter Norges Banks syn normalt en hensiktsmessig avveining mellom hensynet til prisstabilitet og hensynet til stabilitet i realøkonomien.

Det operasjonelle målet for pengepolitikken er en inflasjon over tid på 2½ prosent. Fra tid til annen vil inflasjonen kunne være høyere eller lavere enn dette. Flere ulike strategier for rentesettingen kan benyttes for å bringe inflasjonen tilbake til målet. Et sentralt spørsmål i pengepolitikken er hvor raskt en skal gå fram.

Utgangspunktet er at pengepolitikken ikke i særlig grad kan påvirke konsumprisveksten de neste månedene, blant annet fordi det tar tid å endre lønnsveksten. Mange priser er dessuten avtalt for en periode fram i tid. Skulle pengepolitikken ha som mål å bringe inflasjonen raskt tilbake til målet, for eksempel i løpet av et halvt år, må renten trolig settes slik at valutakursen endres betydelig. En slik strategi for pengepolitikken vil samtidig gi kraftige utslag i etterspørsel og produksjon. Dette kan omtales som streng inflasjonsstyring. En mer fleksibel tilnærming kan være å bruke noe lengre tid på å bringe inflasjonen tilbake til målet, såkalt fleksibel inflasjonsstyring. En slik politikk vil gi mindre utslag i etterspørsel og produksjon enn en streng inflasjonsstyring.

I mange tilfeller vil en renteendring bidra til å bringe både inflasjonen og samlet etterspørsel i ønsket retning. For eksempel vil et fall i samlet etterspørsel kunne bidra til at både prisstigning, produksjon og sysselsetting blir for lav. Riktig pengepolitikk vil da være å holde en lav rente for å bidra til at både etterspørselen og prisveksten tar seg opp. Andre forstyrrelser kan imidlertid skape en konflikt mellom prisstabilitet og stabilitet i realøkonomien på kort sikt. Et eksempel er et kostnadssjokk som øker inflasjonen og samtidig reduserer produksjon og sysselsetting. En strammere pengepolitikk vil da bidra til å få inflasjonen ned, men vil samtidig kunne redusere produksjon og sysselsetting ytterligere. Ofte vil ulike typer forstyrrelser inntreffe samtidig, og sentralbanken må foreta en avveining mellom utslagene i produksjon og sysselsetting på den ene siden og utslagene i inflasjonen rundt inflasjonsmålet på den andre siden.

Avveiningen mellom prisstabilitet og stabilitet i realøkonomien beskrives i den teoretiske litteraturen ofte

som det å minimere en tapsfunksjon, hvor både variasjonen i produksjonsutviklingen og variasjonen i inflasjonen inngår, se for eksempel Svensson (2002).¹

Sentralbanken skal velge det forløpet for renten fremover som minimerer følgende tapsfunksjon:

$$L_t = E_t \sum_{k=0}^{\infty} \delta^k [(\pi_{t+k} - \pi^*)^2 + \lambda(y - y^*)^2_{t+k}] \quad (1)$$

I likningen angir π_t inflasjonen, π^* inflasjonsmålet, y_t er produksjonen og y^* er produksjonspotensialet.² E_t er en forventningsoperator og angir at forventningene dannes i periode t . I en slik tapsfunksjon inngår forventede avvik i produksjonen fra produksjonspotensialet og avvik i inflasjonen fra inflasjonsmålet i alle framtidige perioder. Avvikene inngår kvadratisk. Ulempen ved store avvik fra målene vurderes dermed som betydelig verre enn små avvik. Ved store avvik i inflasjonen fra inflasjonsmålet, eller store realøkonomiske ubalanser, kan det være riktig med relativt sterk virkemiddelbruk. Avveiningen mellom stabilitet i inflasjonen rundt inflasjonsmålet og stabil vekst i produksjonen kommer til uttrykk i parameteren λ .

Diskonteringsfaktoren δ angir hvor stor vekt som legges på framtidige avvik fra målet.

Dette er en teoretisk beskrivelse av inflasjonsstyring. Få sentralbanker, om noen, har et presist forhold til en slik tapsfunksjon. I litteraturen omtales det pengepolitiske styringssystemet som fleksibel inflasjonsstyring dersom λ er større enn null, det vil si at både variasjon i produksjon og inflasjon vektlegges. Et strengt inflasjonsmål innebærer at λ er lik eller nær null.

Den teoretiske beskrivelsen fanger i grove trekk opp tankegangen bak den mer praktiske gjennomføringen hos sentralbanker som har inflasjon som styringsmål. Valg av horisont for pengepolitikken sier implisitt noe om sentralbankens tapsfunksjon. En sentralbank som legger stor vekt på inflasjonen, og liten vekt på realøko-

¹ Svensson, Lars E. O. (2002): «Monetary Policy and Real Stabilization», mimeo, Princeton University.

² y^* kan alternativt tolkes som hva produksjonen ville vært dersom alle priser hadde vært helt fleksible.

nomien, vil velge en kort horisont. En sentralbank som legger stor vekt på realøkonomien vil velge en lang horisont.³

Norges Bank har sagt at normalt vil renten settes med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent to år fram i tid. Det hadde imidlertid generelt vært mulig å nå inflasjonsmålet raskere ved en mer aggressiv virkemiddelbruk. I henhold til den teoretiske litteraturen har Norge derfor et fleksibelt inflasjonsmål, hvor både variasjon i produksjon og inflasjon tillegges vekt.⁴ Bak valget av horisonten på to år ligger det en oppfatning av hvordan renten påvirker forløpet for inflasjon og produksjon, samt sentralbankens avveining mellom variasjonen i disse to størrelsene. En slik enkel målsettingsregel er mer spesifikk, mer operasjonell og lettere å etterprøve enn den teoretiske tapsfunksjonen. Den er også en forenkling. I de fleste situasjoner vil en horisont på om lag to år utgjøre en rimelig avveining mellom hensynet til prisstabilitet og stabilitet i produksjon og sysselsetting.

Inflasjonsprognosen to år fram i tid er imidlertid bare et mellomliggende mål. Det overordnede målet er nominell stabilitet over tid. I rentesettingen vil derfor hele forløpet for inflasjonen og realøkonomien fremover være med i vurderingene. I situasjoner der sentralbankens prognoser tilsier at det ville medføre vesentlige ubalanser i realøkonomien dersom renten ble satt slik at inflasjonsprognosen to år fram i tid var lik målet, kan det være hensiktsmessig med en noe lengre horisont. Med tillit til inflasjonsmålet i finansmarkedene har Norges Bank større mulighet enn ellers til også å ivareta hensynet til stabilitet i realøkonomien. Tilsvarende vil muligheten øke etter hvert som inflasjonsmålet blir innarbeidet som anker for lønnsdannelsen.

I tilfeller hvor det er risiko for at inflasjonen kan avvike mye over lengre tid fra målet, eller tilliten til pengepolitikken står i fare, kan det imidlertid være riktig å endre renten raskt og markert.

³ Se f.eks. Frank Smets (2000), «What horizon for price stability?», ECB Working Paper No. 24.

⁴ Hvordan renten påvirker forløpet for inflasjon og produksjon, er nærmere omtalt i en ramme i Inflasjonsrapport 4/2000: «Virkninger av en renteendring».

Økonomiske utfordringer i Latin-Amerika

Pål Winje, seniorrådgiver i Økonomisk avdeling i Norges Bank*

Latin-Amerika ble hardt rammet under gjeldskrisen på 1980-tallet. Etter en merkbar bedring i de økonomiske forholdene på begynnelsen av 1990-tallet – blant annet som følge av makroøkonomisk stabilisering og strukturelle reformer – ble regionen igjen utsatt for omfattende finansielle kriser. Rådene fra Det internasjonale valutafondet (IMF) og et sett av politikk anbefalinger som ofte betegnes «the Washington Consensus», har stått sentralt i debatten om de økonomiske utfordringene i Latin-Amerika. Utviklingen de siste årene har gitt grunnlag for ny innsikt i håndteringen av disse utfordringene. Ved inngangen til 2004 ser situasjonen lysere ut igjen. Tilgangen til internasjonale kapitalmarkeder er bedret, inflasjonen er moderat, og den økonomiske veksten er i ferd med å ta seg opp. For å øke den makroøkonomiske stabiliteten, er det viktig at landene nå styrker statsfinansene. Landene bør også bli mer handelsmessig integrert med omverdenen, for å øke kapasiteten til å betjene den høye offentlige utenlandsgjelden og redusere sårbarheten mot internasjonale kapitalbevegelser. Økt handelsmessig åpenhet vil dessuten virke positivt inn på den samlede vekstevnen i landene gjennom økt teknologioverføring og skjerpet konkurranse. Endelig bør fattigdomsproblemene prioriteres for å bevare sosial og politisk stabilitet.

Innledning

Den økonomiske utviklingen i Latin-Amerika var lovende i første halvdel av 1990-tallet. Gjeldskrisen som hadde preget det foregående tiåret, ble løst. De store underskuddene i offentlige finanser ble brakt under kontroll. Den skyhøye inflasjonen kom ned, veksten tok seg opp og det var håp om varig fremgang.

Men den positive utviklingen varte ikke ved. De siste seks årene har vært skuffende. Flere land har opplevd alvorlige finansielle kriser. Veksten har igjen vært svak, og svakere enn befolkningsveksten – BNP per innbygger var lavere i 2003 enn i 1997. De økonomiske ulikhetene – som i utgangspunktet var de største i verden med unntak av det sørlige Afrika – har økt igjen etter en viss bedring på begynnelsen av 1990-tallet.¹ Arbeidsløsheten har steget til over 11 prosent. Antall fattige har gått opp med 20 millioner til 230 millioner – det vil si at hele 44 prosent av befolkningen lever under fattigdomsgrensen.²

I denne artikkelen beskrives den økonomiske utviklingen de siste tiårene og de gjentatte økonomiske problemene regionen har opplevd. Vi ser på hovedkjenne-tegnene ved de finansielle krisene og hvordan krisene har påvirket IMF's syn når det gjelder en del problemstillinger. Vi diskuterer også hovedtrekkene ved de makroøkonomiske ubalansene i landene og hva som må gjøres for å korrigere dem. I avslutningen omtales utfordringene for Latin-Amerika fremover. Dette relateres til de politikk anbefalingene som ble skissert ved inngangen til 1990-tallet og oppsummert i det som er blitt kalt «the Washington Consensus». (Se nærmere omtale i egen ramme.)

Et tilbakeblikk

Latin-Amerika har hatt lav vekst de siste to tiårene sammenlignet med for eksempel industrilandene og

fremvoksende økonomier i Øst-Asia. Men det har ikke alltid vært slik. I begynnelsen av forrige århundre – før første verdenskrig – var BNP per innbygger i Argentina (som var det mest utviklede landet i regionen) høyere enn i land som Frankrike, Tyskland, Italia og Spania.³ For hele regionen var BNP per innbygger høyere enn i Japan og tre ganger høyere enn i de østasiatiske landene.⁴

Etter krakket på New York-børsen i 1929 og den påfølgende depresjonen på 1930-tallet ble eksporten fra landene i Latin-Amerika hardt rammet av de omfattende handelshindringene industrilandene innførte. Krisen i det globale finansielle systemet medførte også at landene mistet tilgangen til internasjonal kapital. Dette resulterte i at nesten alle landene i Latin-Amerika misligholdt utenlandslånene på begynnelsen av 1930-tallet. Landene forlot gullstandarden, innførte flytende valutakurs og førte en ekspansiv økonomisk politikk kombinert med prioritering av egen industri for å bli mindre avhengige av import.⁵

Denne politikken fungerte relativt bra, og veksten holdt seg godt oppe fram til 1970-årene, men da begynte stadig større ubalanser å bygge seg opp. Ved det første oljeprissjokket på begynnelsen av 70-tallet strammet landene i Latin-Amerika mindre inn i den økonomiske politikken enn mange andre land. Store underskudd i utenriksøkonomien ble dekket inn med finansiering fra internasjonale banker, som «resirkulerte» omfattende eksportoverskudd fra de oljeeksporterende landene.

Det andre oljeprissjokket, ved inngangen til 80-tallet, resulterte i den verste nedgangen i verdensøkonomien siden 30-årene. De eksterne ubalansene i Latin-Amerika ble ytterligere forverret. Valutainntektene ble hardt rammet gjennom lavere import i industrilandene og fall i prisene på råvarer som mange av landene var avhengige av å eksportere. Gjelden – som i stor grad var denominert i dollar og knyttet til kortsiktige amerikanske renter

* Takk til Anne Berit Christiansen, Bjarne Gulbrandsen, Kåre Hagelund, Steinar Holden, Arild Lund, Dagfinn Rime, Lene Sauvik, Steinar Selnes, Jens Olav Sporstøyl og Anders Svor for nyttige kommentarer og råd

¹ Verdensbanken (2003)

² FN's «Economic Commission for Latin America & the Caribbean» (ECLAC 2003)

³ Krugman og Obstfeld (2003)

⁴ Maddison (2001)

⁵ Krugman og Obstfeld (1992)

Noen hovedtall for Latin-Amerika⁶

Den samlede verdiskapingen i Latin-Amerika utgjør om lag 8 prosent av global verdiskaping. Latin-Amerikas andel av verdens befolkning er noe høyere enn dette. Andelen av verdenshandelen er imidlertid langt lavere – under 5 prosent.

I Sør-Amerika er Brasil det klart største landet med rundt halvparten av befolkningen og verdiskapingen. Argentina og Venezuela har omtrent 1/10 av verdiskapingen hver. Inkluderes Colombia, Chile og Peru, dekkes 95 prosent av den samlede verdiskapingen. Målt ved verdiskaping per innbygger er Chile, Venezuela og Uruguay de rikeste landene.

I Mellom-Amerika dominerer Mexico med 9/10 av verdiskapingen og nesten 3/4 av befolkningen. Mexico er også det rikeste landet målt ved verdiskaping per innbygger. Costa Rica og Panama kommer på de neste plassene.

Bortsett fra Cuba, er landene i Karibia gjennomgående svært små. Enkelte av dem har likevel nokså høy verdiskaping per innbygger, slik som Bahamas og enkelte andre land. Dette skyldes særlig at landene er «skatteparadiser».

Ser vi på hele Latin-Amerika samlet, står de åtte største landene for over 90 prosent av samlet verdiskaping, jf. tabell 2.

Tabell 3 viser økonomisk vekst og inflasjon for tre perioder siden 1980. Det fremgår av tabellen at inflasjonen har hatt en klart nedadgående trend over de tre periodene. Den økonomiske veksten var nokså god i perioden 1991–1997, mens den i perioden 1998–2003 var lavere enn i perioden 1981–1990. Chile skiller seg

positivt ut i alle periodene både når det gjelder vekst og inflasjon. Argentinas økonomiske vekst skiller seg negativt ut i den første og siste perioden, men var relativt høy i perioden 1991–1997. Mexico har klart seg relativt bra i den siste perioden.

Tabell 1. Enkelte hovedtall for landene i Latin-Amerika

	Antall land	Befolkning i millioner	Total BNP Mrd. US dollar	BNP per capita US dollar
Latin-Amerika	33	530,2	1640,7	4156
Sør-Amerika	12	356,4	876,5	2255
Mellom-Amerika	8	139,9	708,6	2856
Karibia	13	33,9	55,7	6468

Kilde: IMF og ECLAC

Tabell 2. BNP for de største landene i regionen

	BNP 2002 Mrd. US dollar	Akkumulert andel Prosent
Mexico	637	39
Brasil	444	66
Venezuela	94	72
Argentina	93	77
Colombia	71	82
Chile	66	86
Peru	57	89
Ecuador	24	91

Kilde: IMF

Tabell 3. Gjennomsnittlig BNP-vekst og inflasjon for enkelte perioder for de største landene i regionen

	BNP-vekst			Inflasjon		
	1981–90	1991–97	1998–2003 ¹⁾	1981–90	1991–97	1998–2003 ¹⁾
Mexico	1,9	2,9	2,9	69	21	10
Brasil	1,6	3,1	1,6	614	799	8
Venezuela	1,0	3,4	-4,3	25	53	24
Argentina	-1,1	6,2	-1,7	787	31	6
Colombia	3,4	4,0	0,7	24	23	10
Chile	3,3	8,3	2,5	20	12	4
Peru	-0,5	5,4	2,2	1113	67	3
Ecuador	2,2	3,4	1,7	-2	7	4
Gjennomsnitt ²⁾	1,3	3,9	1,2	408	336	9

¹⁾ Anslag for 2003 ²⁾ Veid gjennomsnitt

Kilde: IMF

⁶ Her omtales Latin-Amerika som Sør- og Mellom-Amerika samt Karibia. Alternativt kunne en omtalt det som Latin-Amerika og Karibia. De Nederlandske Antillene er med i IMF's database, men er ikke et selvstendig land. Det motsatte gjelder for Cuba, som ikke er medlem av IMF.

– ble mye tyngre å bære, fordi dollaren styrket seg betydelig da den amerikanske sentralbanken økte rentene kraftig for å bekjempe inflasjonen som skjøt fart etter oljeprisøkningen.

Da Mexico i 1982 annonserte at landet ikke var i stand til å betjene utenlandsgjelden, innså de internasjonale bankene at flere andre land i Latin-Amerika – blant annet Argentina, Brasil og Chile – kunne komme til å misligholde gjelden hvis Mexico gjorde det. Bankene ble derfor svært tilbakeholdne med å fornye lån.⁷ Gjeldskrisen var et faktum. Det globale finansielle system var rystet: en bankkrise tilsvarende den på 30-tallet måtte unngås! Stort påtrykk fra myndighetene i industrilandene, aktiv medvirkning fra IMF og egeninteresse fra bankene førte til at lån i første omgang ble forlenget for å lette tilbakebetalingen. Til slutt ble lånene delvis ettergitt gjennom markedsbaserte restruktureringer. Dette skjedde i hovedsak gjennom utstedelse av obligasjoner til erstatning for banklånene.

Det tok i alt 10 år å løse gjeldskrisen, og over 40 land var berørt, først og fremst i Latin-Amerika. Med store underskudd i utenriksøkonomien og manglende utenlandsfinansiering ble landene tvunget til kraftige innstramminger i den økonomiske politikken. BNP per innbygger i Latin-Amerika falt i denne perioden.

Lysere utsikter i første del av 1990-tallet varte ikke ved

På begynnelsen av 90-tallet tok kapitaltilgangen til Latin-Amerika seg opp igjen. Særlig tre forhold spilte inn:

- Gjeldskrisen ble løst. Mexico kom til enighet med sine kreditorer i 1990, og etter det falt forhandling-

ene på plass for mange land. Argentina og Brasil kom til enighet med sine kreditorer i 1992.

- Landene gjennomførte økonomiske reformer som blant annet reflekterte «the Washington Consensus». Dette skulle bidra til økt stabilitet og vekst.
- Økonomiske tilbakeslag og lave renter i de industrialiserte landene gjorde at den relative avkastningen ved å plassere i fremvoksende økonomier økte.

Med økt kapitaltilgang og reformer tok den økonomiske veksten seg opp. Men allerede i 1994/95 ble Mexico rammet av en alvorlig valuta- og bankkrise, og opplevde et kraftig økonomisk tilbakeslag. Forut for krisen hadde massiv kapitaltilgang gjennom banksektoren bidratt til kraftig kredittvekst og økte driftsbalanseunderskudd. Konkurransesevnen ble svekket fordi inflasjonen i Mexico var vesentlig høyere enn i USA, mens valutakursen var knyttet til amerikanske dollar. Finanspolitikken ble igjen benyttet for å stimulere økonomien i valgår – politiske sykler har vært et tilbakevendende problem i Mexico. Politiske uroligheter i forbindelse med presidentvalget spilte også inn. Tvil om landet ville makte å opprettholde den faste valutakursen resulterte i forventninger om devaluering, som startet en voldsom kapitalutgang.

Denne såkalte «Tequila-krisen» smittet over til andre land i Latin-Amerika, kapitaltilgangen falt, og veksten fikk seg en knekk i 1995. Løsningen av Mexico-krisen ble likevel ansett som en suksess. Et raskt og rekordstort redningslån fra IMF og USA forhindret mislighold av statsgjelden.⁸ Selv om Argentina også ble hardt rammet, unngikk andre land i regionen store betalingsproblemer, bortsett fra Uruguay. En markert omlegging av den økonomiske politikken for å rette opp ubalansene i uten-

The Washington Consensus (TWC)

TWC var opprinnelig et sett av økonomiske reformer som ble presentert i et bakgrunnsrapport til en konferanse om Latin Amerika i 1989. Bakgrunnen for betegnelsen var at forfatteren – John Williamson, Institute of International Economics – ønsket å skissere hvilke reformer det var tentativ enighet om trengtes i regionen på den tiden⁹:

1) *Disiplin i finanspolitikken*. Store og vedvarende underskudd i offentlige finanser hadde vært en av hovedårsakene til ubalansene i utenriksøkonomien og til gjeldsproblemene. Uten muligheter for å lånefinansiere budsjettunderskuddene i utlandet, ble privat sektor skviset ut av den offentlige sektor i det innenlandske lånemarkedet. Utstrakt penge-mengdefinansiering av budsjettunderskuddene bidro også vesentlig til den høye inflasjonen.

2) *Omprioritering i offentlige utgifter*. Betydelige innsparinger kunne oppnås ved å kutte den omfattende subsidieringen av innenlandske bedrifter og ved salg eller nedleggelse av ulønnsomme offentlige bedrifter. Dette ville skape rom for økt innsats innen utdannelse og helse, samt nødvendige offentlige investeringer i infrastruktur.

3) *Skattereform*. Skattesystemet led under et smalt skattegrunnlag, men høye satser. Reformen som økte skattegrunnlaget kunne legge grunnlaget for lavere satser.

4) *Liberalisering av rentepolitikken*. Renten var regulert og kreditten rasjonert. Dette betydde at bare visse prioriterte sektorer fikk lån til subsidiert rente, gjerne for å kompensere for dårlig avkastning og ulønnsom drift. Lav rente bidro også til kapitalflukt og liten innenlandsk sparing.

⁷ Utlånene fra de internasjonale bankene hadde dessuten avtatt allerede noen år tidligere, dels på grunn av reduserte bankinnskudd som følge av lavere overskudd i de oljeeksporterende landene, og dels fordi utlån til fremvoksende økonomier ble mindre attraktivt som følge av at rentene i industrilandene økte, og at risikoen ved slike utlån tiltok.

⁸ Alvoret i situasjonen ble understreket av likheten med gjeldskrisen på 1980-tallet, da Mexico var det første landet som annonserte betalingsproblemer. USAs sterke engasjement reflekterte det nære forholdet til Mexico, som var ytterligere forsterket etter etableringen av den nordamerikanske frihandelsavtalen (NAFTA) i 1994.

⁹ Williamson (1990)

- 5) *En konkurransedyktig valutakurs.* Med høy inflasjon og liten fleksibilitet i valutakursen, ble den reelle valutakursen ofte betydelig overvurdert. Flytende valutakurs ville på den annen side bli svært variabel og gi ustabilitet for den konkurranseutstatte sektoren.
- 6) *Handelsliberalisering.* Politikken med importsubstitusjon og skjerming av ulønnsom innenlandsk industri hadde bidratt til lav vekst og ubalanser i utenriksøkonomien. Fordelene med internasjonal handel for å fremme konkurranse, økt eksport og balansert økonomisk vekst ble understreket.
- 7) *Liberalisering av inngående direkte investeringer.* Slike investeringer var viktige for å få tilgang på ny teknologi og å fremme konkurranse i det skjermede hjemmemarkedet. Behovet for utenlandsk kapital var stort etter år med gjeldskrise, og omgjøring av gjeld til egenkapital kunne fremme begge disse målene samtidig.
- 8) *Privatisering.* Salg av ulønnsomme offentlige bedrifter ville bedre statsfinansene, ved at underskudd ikke lenger belastet budsjettene. Salg ville også bidra til gjeldsreduksjon, enten direkte ved at gjeld ble gjort om til egenkapital eller indirekte ved at salgsinntekten ble brukt til å nedbetale gjeld. Privatisering ble også begrunnet ut fra at det ville øke produktiviteten i økonomien, dels ved at privat sektor ville drive mer effektivt enn offentlig sektor, og dels ved at privat sektor ville avvike ulønnsom drift, mens statsbedrifter ble holdt i live med subsidier og overføringer.
- 9) *Deregulering.* Offentlig sektor var involvert i store deler av økonomien gjennom offentlige bedrifter, subsidier til private bedrifter, kreditt-, valuta- og prisreguleringer. Dette bidro ikke bare til ineffektivitet, men la også grunnlaget for korrupsjon. Det var også omfattende reguleringer i arbeidsmarkedet, særlig med hensyn til stillingsvern. Arbeidsmarkedslovgivningen i landene ble beskrevet som den mest restriktive, rigide og tungvinte i verden. Dette medførte at store deler av arbeidsstyrken jobbet i den uregulerte delen av økonomien uten sosiale ordninger, men også utenfor skattesystemet.
- 10) *Eiendomsrett.* Generelt var det en oppfatning at det juridiske grunnlaget for markedsøkonomien – overholdelse av kontrakter og rettshåndhevelse – var usikker. Særlig var manglende systemer for registrering og håndhevelse av eiendomsretten ansett som et hinder for overgang fra den uformelle til den formelle delen av økonomien for små- og mellomstore bedrifter. Etablering i den formelle sektoren var blant annet viktig for å få tilgang til kreditt til finansiering av nødvendige investeringer.

Reformforslagene må ses på bakgrunn av den situasjonen landene Latin-Amerika var i ved inngangen til 90-tallet. Statens omfattende rolle hadde resultert i store finansielle problemer, gjennomgripende reguleringer i produkt- og arbeidsmarkedet og betydelig statlig eierskap av økonomisk virksomhet. Landene slet under en uløst gjeldskrise med lav vekst og skyhøy inflasjon. Politikken med importsubstitusjon hadde utspilt sin rolle, og var snarere en viktig faktor bak den lave veksten og gjeldsproblemene. Reformforslagene skulle fremme makroøkonomisk stabilitet, utvikle en effektiv markedsøkonomi og åpne landene (mer) for internasjonal handel.

Reformforslagene reflekterte langt på vei det tradisjonelle synet på økonomisk politikk som blant annet OECD i mange år hadde vært talsmann for. De var også stort sett sammenfallende med IMF's syn, selv om institusjonen selv ikke brukte betegnelsen TWC. Utover på 90-tallet argumenterte IMF for en mer generell liberalisering av kapitalbevegelsene. Dessuten tok IMF etter hvert sterkere til orde for at valutakursen enten måtte være helt fast eller vesentlig mer fleksibel, mens TWC opprinnelig anbefalte mellomløsninger.

Reformforslagene ble av enkelte omtalt som en nyliberalistisk politikk som fremmet monetarisme, frie kapitalbevegelser, reduserte skatter og en minimalistisk stat. Joseph Stiglitz, blant annet i boken *Globalization and Its Discontents* (Stiglitz 2002a), har vært en av hovedkritikerne mot TWC. Om dette uttaler John Williamson:

*«The neoliberal meaning appears to me to be the way most self-styled opponents of the Washington Consensus have used the term in recent years. This is the sense in which, for example, Stiglitz uses it. This allows him to inveigh against the Washington Consensus without actually disagreeing with anything much I wrote in 1990. I once attempted to engage Stiglitz in a debate about the Washington Consensus. He declined to participate on the ground that he and I disagree little about substance as supposed to semantics and he did not consider semantics worth debating.»*¹⁰

Det viste seg etter hvert at reformforslagene ikke var svaret på alle de økonomiske utfordringene i Latin-Amerika, selv om de fleste elementene fremdeles er viktige. Det var heller ikke å vente – TWC oppsummerte først og fremst hva de fleste var enige om var de mest presserende problemene i Latin-Amerika på det tidspunktet de ble utformet. Erfaringene på 1990-tallet ga viktige nye lærdommer, se omtalen i artikkelen.

¹⁰ Kuczynski og Williamson (2003)

riksøkonomien, finanspolitikken og banksektoren ga i tillegg gunstige resultater: allerede i 1996 ble tilgangen til de internasjonale finansmarkedene gjenvunnet, og veksten tok seg opp igjen.

I ettertid ble Mexico-krisen omtalt som «the first crisis of the 21 century». Det var den første krisen i et globalisert finansmarked, og var starten på en periode med mange finansielle kriser: blant annet i Tsjekkia (1997), Asia (1997/98), Russland (1998), Brasil (1998/99), Ecuador (1999), Tyrkia (2001), Argentina (2001) og Uruguay (2002). Brasil hadde på nytt store problemer forut for presidentvalget i 2002, men situasjonen har stabilisert seg. Venezuela (2002/03), Bolivia (2003) og Paraguay (2003) har dessuten hatt store økonomiske problemer, men dette reflekterer for det meste interne politiske forhold.

De mange finansielle krisene resulterte i dårligere og dyrere kapitaltilgang for fremvoksende økonomier fra 1998. Men mens veksten har tatt seg til dels sterkt opp igjen i de fleste andre kriselandene, har den forblitt lav i Latin-Amerika.¹¹

Kjennetegn ved krisene – og IMF's vurderinger

Hovedkjennetegn ved krisene har vært følgende:

- 1) I alle landene var den direkte årsak til krisen plutselig og massiv kapitalutgang etter en periode med kraftig kapitalinngang.
- 2) Alle landene, bortsett fra Brasil i 2002, hadde en eller annen form for fast valutakurs.
- 3) I mange av landene var problemer i banksektoren en viktig del av krisen.
- 4) I de latinamerikanske landene var statsfinansielle problemer fremtredende (mens slike problemer spilte en relativt liten rolle i landene i Asia).

Ad 1) Kapitalbevegelser

Volatile kapitalbevegelser var en viktig faktor bak finanskrisene de siste ti årene. Liberalisering av bankenes adgang til kortsiktig valutaopplåning og internasjonale investorers porteføljainvesteringer resulterte i første omgang i stor kapitaltilgang. Når makroøkonomiske ubalanser og svakheter i banksektoren ikke ble korrigert, kunne dette i neste omgang føre til tiltagende problemer for land med fast valutakurs, fordi det ble inkonsistens mellom den faste valutakursen og den øvrige økonomiske politikken. Den massive kapitalutgan-

gen som fulgte, undergravde muligheten til å opprettholde den faste valutakursen. Men også land som ikke hadde store makroøkonomiske ubalanser, kunne utsettes for såkalte spekulative angrep, der kapitalutgangen ble selvforsterkende fordi forsvaret av valutakursen ble uforholdmessig kostbart.¹²

IMF var tilhenger av en generell liberalisering av kapitalbevegelsene i fremvoksende økonomier til godt utpå 90-tallet. Dette bunnet i de jevnt over positive erfaringene industrilandene hadde hatt med slik liberalisering, og vanskelighetene med å opprettholde effektive restriksjoner i et stadig mer globalisert finansmarked.¹³ Synet på liberalisering av kapitalbevegelser og bruken av kapitalkontroll er i ettertid blitt nyansert i lys av erfaringene med finanskrisene.¹⁴ Det er de senere år i stigende grad blitt advart mot forhastet liberalisering og problemene med for stor kapitalinngang. Fordelene med utenlandske inngående direkte investeringer (Foreign Direct Investment – FDI) fremheves imidlertid fortsatt, fordi slike investeringer fremmer tilgang på produktiv kapital og ny teknologi og dermed er viktige for økonomisk vekst. Denne type kapitalinngang er dessuten mer stabil ved kriser, siden slike investeringer har et mer langsiktig perspektiv og vanskelig lar seg trekke raskt ut. Kapitaleierne bærer videre en større del av tapene enn ved kortsiktig lånekapital.¹⁵

Ad 2) Valutakursregime

Spekulative angrep mot faste valutakurser var et vesentlig kjennetegn ved krisene på 90-tallet. Landene i Latin-Amerika brukte fast valutakurs mot dollar aktivt i disinflasjonspolitikken. Dette var dels for å få et anker for inflasjonsforventningene, og dels for å stanse finansiering av statens budsjettunderskudd gjennom økning av pengemengden («bruk av seddelpressen»). Fordi inflasjonen i hjemlandet i en overgangsfase var mye høyere enn i USA, ble resultatet likevel en realappresiering av valutakursen. I flere av landene bidro dessuten den store kapitaltilgangen til at presset oppover på valutakursen ble sterkere enn det ellers ville ha vært.¹⁶

IMF's syn på valg av valutakursregime er også blitt påvirket av erfaringene med finanskrisene det siste tiåret. Det anbefales nå at fremvoksende økonomier som har liberalisert kapitalbevegelsene, enten velger helt fast valutakurs i form av seddelfond eller valutaunion, eller velger en fleksibel valutakurs.¹⁷ Etter at Argentina i 2001 ikke lenger maktet å forsvare seddelfondsordningen, er trolig argumentene for fleksibel valutakurs blitt ytterli-

¹¹ Ved utgangen av 1990-årene var BNP per innbygger i de fremvoksende økonomiene i Øst-Asia det dobbelte av hva det var i Latin-Amerika. Dette skyldes både den relativt svake utviklingen i de latinamerikanske landene helt siden 1970-årene og at landene i Øst-Asia har hatt en særlig høy vekst. Se bl.a. UNCTAD (2003).

¹² Røisland og Stæhr (1998) diskuterer ulike teorier for finanskriser

¹³ Eichengreen og Mussa (1998)

¹⁴ Stæhr og Winje (2001) og IMF (2001)

¹⁵ Verdensbanken (2003)

¹⁶ Dette er en av lærdommene om «den umulige treenighet»: Frie kapitalbevegelser, fast valutakurs og manglende vilje til å bruke renten aktivt til å forsvare valutakursen, særlig mot vedvarende ubalanser i finanspolitikken, var ikke forenlig. Noe måtte vike. Krisen i den europeiske valutakursmekanismen (ERM) i 1992/93 var et eksempel på dette. Danmark er på den annen side et eksempel på at frie kapitalbevegelser og fast valutakurs lar seg forene, men både pengepolitikken og finanspolitikken er underordnet dette.

¹⁷ Det erkjennes at en bestemt type valutakursregime ikke er riktig for alle land til enhver tid, men at det er avhengig av finansielle, økonomiske, politiske og historiske faktorer. For utviklingsland som har lite utviklede finansmarkeder og ikke har liberalisert kapitalbevegelsene, kan det være fornuftig å ha fast valutakurs. Se Stæhr og Winje op.cit.

gere styrket. Faktum er at mange land i Latin-Amerika (blant annet Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Peru og Uruguay) i dag praktiserer en eller annen form for flytende valutakurs, mens El Salvador og Ecuador har oppgitt egen valuta og foretatt en formell dollarisering slik som Panama gjorde allerede i 1904.

Ad 3) Banksektoren

Banksektoren var sentral i de ubalanser som oppstod forut for krisene, og i hvordan krisene utviklet seg. I mange av landene var bankene underlagt utilstrekkelige soliditets- og likviditetskrav, og det løpende tilsynet med sektoren var svakt. En utbredt tro på at myndighetene i låntakerlandene ville komme bankene til unnsetning dersom de kom i store problemer, innebar trolig at bankene i kreditorlandene var mindre forsiktige i långivingen enn de ellers ville vært. IMF's redningslån hadde dessuten fått den utilsiktede virkningen at bankene i kreditorlandene regnet med at debitorlandene ville få finansiell støtte dersom betalingsproblemer oppstod. I sum resulterte dette i stor kapitaltilgang fra utlandet og kraftig kredittvekst, ofte til risikofylte prosjekter. Den faste valutakursen som landene praktiserte, ga i tillegg låntakerne en falsk trygghet mot mulige valutakurstap.¹⁸

Da krisen kom og den faste valutaen måtte oppgis, var bankene utsatte både med hensyn til finansiering og utlån. Refinansiering av utenlandslånene ble meget vanskelig da kapitaltilgangen stoppet opp. Ofte oppstod det dessuten en regelrett kapitalflukt ettersom bankenes problemer resulterte i massive innskuddsuttak. Bankene fikk også store tap på utlån. Bedriftene maktet ikke å betjene lånene i utenlandsk valuta da egen valuta falt i verdi. Det økonomiske tilbakeslaget bidro også til store tap.

IMF har de siste ti årene lagt betydelig mer vekt på banksektorens rolle i fremvoksende økonomier. Dette gjelder dels synet på den rollen banksektoren hadde i å drive fram de makroøkonomiske ubalansene som førte til krisene – noe som var sentralt i Mexico-krisen i 1994, Asia-krisen i 1997/98 og Tyrkia-krisen i 2001.¹⁹ Det gjelder også hvordan bankkrisene skal løses når de får betydelige og systemmessige konsekvenser.²⁰ I tillegg er det blitt et vesentlig større fokus på betydningen som en motstandsdyktig og velregulert banksektor har for makroøkonomisk og finansiell stabilitet i et globalt finansmarked. Sammen med Verdensbanken har IMF etablert en ordning (*Financial Sector Assessment Program*) der den finansielle sektoren i de enkelte land vurderes, for å fremme dette formålet.

Regulering og tilsyn med finanssektoren i flere land i Latin-Amerika er blitt vesentlig styrket etter Mexico-

krisen i 1994. Erfaringene de senere årene har likevel vist at bankene er meget utsatte ved en krise, også selv om soliditeten og likviditeten i utgangspunktet er tilfredsstillende. Særlig to forhold har vært i fokus – en utbredt dollarisering av økonomiene og bankenes store beholdning av statslån (dette omtales nærmere i neste punkt, om offentlige finanser).

I mange land i Latin-Amerika brukes amerikanske dollar ved siden av egen valuta både som betalingsmiddel og i denomineringen av innskudd og utlån. To forhold gjør bankene særlig utsatte i dette tilfellet.²¹ For det første vil innskudd i utenlandsk valuta normalt ikke omfattes av offentlige innskuddsgarantiordninger. Det gjør at kundene raskere trekker ut sine innskudd når bankene får problemer. Dessuten begrenses sentralbankens evne til å yte støttlån til bankene («lender of last resort»-funksjonen) i utenlandsk valuta av størrelsen på valutaeservene, som kan være utilstrekkelige når kapitaltilgangen snur. For det andre er bankene mer utsatte for tap på utlån i situasjoner med kapitalutstrømming, fordi valutaen faller i verdi og gjelden både til husholdningene og bedriftene øker målt i innenlandsk valuta (jf fotnote 18).

Erfaringene fra Argentina er illustrerende. Reguleringen og tilsynet med banksektoren var skjerpet og soliditeten og likviditeten styrket etter Mexico-krisen i 1994. Banksektoren var således ikke årsaken til de økonomiske problemene. Problemene var først og fremst knyttet til en overvurdert valutakurs og betydelige statsfinansielle ubalanser. Seddelfondsordningen satte betydelige begrensninger på muligheten for tilførsel av likviditet fra sentralbanken. Da valuta- og statsgjeldskrisen ble utløst med kraftig fall i valutakursen og mislighold av statsgjelden, resulterte dette uvegerlig også i en bankkrise, som følge av kapitalflukt og tap på utlån.²²

Med stadig flere fremvoksende økonomier med fleksibel valutakurs, vil de tradisjonelle valutakrisene – ofte kombinert med bankkriser under betegnelsen «twin crisis»²³ – slik vi kjenner dem fra de siste tjue årene, ventelig bli sjeldnere. Bankkriser kombinert med statsfinansielle problemer vil trolig igjen bli mer fremtredende.

Ad 4) Offentlige finanser

En viktig forklaring på gjeldskrisen på 1980-tallet var store lånopptak i utlandet for å dekke underskuddene i statsfinansene. Da lånopptak i utlandet ble umulig, ble underskuddene ofte finansiert med «trykking av penger», dvs. lånopptak i sentralbanken. I mange land skapte dette hyperinflasjon og økonomisk kaos. Fiskal konsolidering hadde derfor høy prioritet på begynnelsen av

¹⁸ Bankene videreformidlet lånene i utenlandsk valuta og dekket således tilsynelatende inn valutarisikoen. Risikoen ble imidlertid bare overført til bedriftene. Mange av dem opererte i den skjermede sektoren av økonomien. De hadde ikke inntekter i valuta og var dermed svært utsatte for depresiering av den lokale valutaen.

¹⁹ IMF (1998) og Kaminsky (1999)

²⁰ Hoelscher og Quintyn (2003)

²¹ Collyns og Kincaid (2003)

²² Tapene på utlånene skyldtes dels nedskrivningen av statspapirer som følge av misligholdet, men også tap på lån til bedrifter og husholdninger på grunn av det økonomiske tilbakeslaget. I tillegg fikk bankene betydelig tap fordi myndighetene vedtok en tvangskonvertering av dollarinnskudd og -utlån til peso, men der kursen var ulik for innskudd og utlån.

²³ IMF (1998) drøfter inngående denne type kriser.

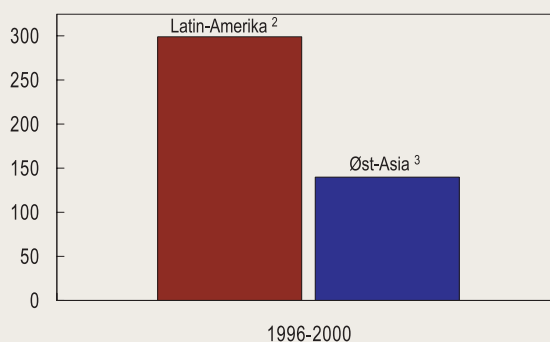
1990-tallet. Flere forhold bidro til en styrking av statsfinansene. Løsningen av gjeldskrisen og nedgangen i det internasjonale rentenivået reduserte det offentlige renteutgifter. Også andre utgifter ble kuttet for å bedre budsjettbalansen. Økonomisk vekst ga høyere skatteinntekter. Inntektene økte også som følge av omfattende privatisering av statlig virksomhet. Omlegging av pengepolitikken til fast valutakurs for å bringe inflasjonen ned, innebar i tillegg at sentralbankene var forhindret fra å pengemengdefinansiere budsjettunderskuddene.

Bedringen i statsfinansene varte imidlertid ikke ved. Den konjunkturelt betingende økningen i skatteinntektene ble etter hvert brukt til å øke offentlige utgifter. Fornyet tilgang til de internasjonale kapitalmarkedene gjorde det mulig å lånefinansiere budsjettunderskuddene enten direkte eller indirekte via bankene. Arbeidet med å reformere skattesystemet stoppet opp. Systemet for fiskale overføringer fra staten sentralt til regionene skapte store ubalanser og feil insentiver – et viktig styringsproblem blant annet i Argentina og Brasil. Omlegging i pensjonssystemene fra «pay as you go» til «fully funded»-ordninger resulterte ofte i ytterligere statlige lånopptak.

Statsfinansene ble ytterligere forverret da latinamerikanske og andre fremvoksende økonomier i siste del av 90-tallet blant annet opplevde dårligere og dyrere kapitaltilgang, økonomiske tilbakeslag med lavere skatteinntekter og behov for å rekapitalisere banker. Mange av krisene de senere årene har derfor igjen vært relatert til offentlige gjeldsproblemer, blant annet i Russland (1998), Ecuador (1999), Tyrkia (2001), Argentina (2001), Brasil (2002) og Uruguay (2002).²⁴ IMF har av den grunn i de senere årene i betydelig grad styrket analysen av gjeldsforholdene i fremvoksende økonomier.²⁵

Det var også andre forhold som innebar nye utfordringer. Gjennom 1990-tallet henvendte fremvoksende økonomier seg til nye kreditorgrupper og benyttet nye instrumenter. Sammenlignet med situasjonen på 1980-tallet, da syndikerte banklån dominerte, innebærer finansiering gjennom obligasjonsmarkedet at det er svært mange kreditorer, ofte med ulike interesser, og låneinstrumentene har ulike bestemmelser om restrukturering. Selv om gjeldskrisen på 1980-tallet av ulike grunner trakk betydelig ut i tid, var gjeldsforhandlingene relativt oversiktlige i forhold til for eksempel gjeldsforhandlingene for Argentina i dag. IMF's forslag fra november 2001 om en gjeldsordning for land må ses i sammenheng med denne endringen i gjeldsstrukturen.²⁶ Forslaget fra IMF fikk ikke tilstrekkelig internasjonal støtte. På den annen side har flere toneangivende land det siste året lagt ut lån med klausuler som vil lette gjeldsforhandlinger. Selv om dette er en positiv utvikling, vil det neppe fullt ut kunne erstatte forslaget om en gjeldsordning.

Figur 1 Offentlig utenlandsgjeld som andel av eksport.¹ Prosent

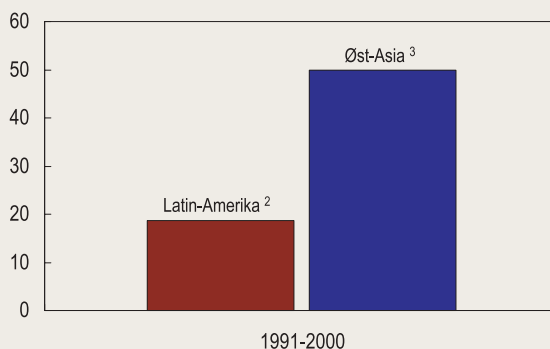


¹ Veid gjennomsnitt beregnet på grunnlag av nominelt BNP målt i USD

² Latin-Amerika: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, Uruguay og Venezuela

³ Øst-Asia: India, Indonesia, Korea, Malaysia, Filippinene, Singapore og Thailand
Kilde: IMF

Figur 2 Eksport som andel av BNP¹. Prosent

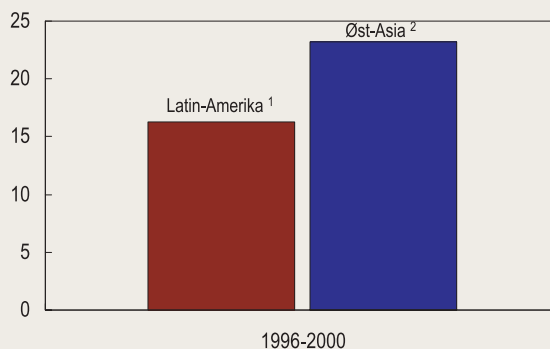


¹ Uveid gjennomsnitt

² Latin-Amerika: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, Uruguay og Venezuela

³ Øst-Asia: India, Indonesia, Korea, Malaysia, Filippinene, Singapore og Thailand
Kilde: IMF

Figur 3 Privat sparing som andel av BNP. Prosent



¹ Latin-Amerika: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, Uruguay og Venezuela

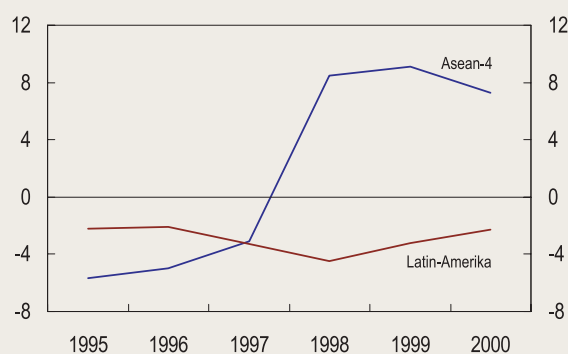
² Øst-Asia: India, Indonesia, Korea, Malaysia, Filippinene, Singapore og Thailand
Kilde: IMF

²⁴ Kriselandene i Asia hadde i utgangspunktet mer solide statsfinanser, og statsgjeldsproblemer fikk mindre betydning for dem. Men aktiv bruk av finanspolitikken for å motvirke den økonomiske nedgangen som fulgte med krisen, samt store fiskale kostnader med å rekapitalisere deler av banksektoren som hadde lidd betydelige tap, medførte en kraftig økning i den offentlige gjelden også i disse landene.

²⁵ IMF (2002a) og (2003a)

²⁶ Winje (2002)

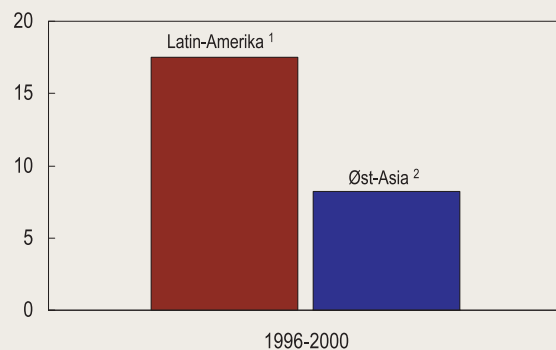
Figur 4 Driftsbalanse i prosent av BNP



ASEAN-4: Filippinene, Indonesia, Malaysia og Thailand

Kilde: IMF

Figur 5 Offentlige renteutg. som andel av samlede offentlige utg. Prosent



¹ Latin-Amerika: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, Uruguay og Venezuela

² Øst-Asia: India, Indonesia, Korea, Malaysia, Filippinene, Singapore og Thailand
Kilde: IMF

Makroøkonomiske utfordringer

En viktig forklaring på at landene i Latin-Amerika oftere enn andre land har vært særlig utsatt for statsgjeldskriser, er høy andel offentlig utenlandsgjeld i forhold til eksportinntekter (figur 1).²⁷ Den høye andelen skyldes – i tillegg til problemene i finanspolitikken – lav eksportandel (figur 2) og lav privat sparerate (figur 3). Stor offentlig utenlandsgjeld i forhold til eksport reflekterer også at landene har åpnet seg mer for internasjonal kapital enn for internasjonal handel.

Underskudd i utenriksøkonomien og økende utenlandsgjeld trenger ikke være bekymringsfullt hvis utenlandsfinansieringen bidrar til økt økonomisk vekst og høyere netto valutainntekter. Men i flere land i Latin-Amerika gikk utenlandsfinansieringen til løpende offentlig og privat konsum og/eller til investeringer i den skjermede sektoren av økonomien. Da krisen kom, maktet landene ikke å styrke driftsbalansen på samme måte som landene i Asia (figur 4).

Den høye offentlige utenlandsgjelden innebærer at det er en nær sammenheng mellom problemene i statsfinansene og landenes utenlandsfinansiering. Når landene i Latin-Amerika utsettes for eksterne sjokk, for eksempel gjennom mindre tilgang på kapital, vil det på grunn av den begrensede utenrikshandelen kreves en betydelig depresiering av valutaen hvis driftsbalansen skal kunne bedres i en grad som kan møte reduksjonen i kapitaltilgangen. Kostnadene ved å betjene statsgjelden øker i tillegg når valutakursen svekkes, fordi en stor andel av gjelden er denominert i utenlandsk valuta, mens det offentlige skatteinntekter er i innenlandsk valuta. Det oppstår derfor lett frykt for at landene vil få ytterligere problemer med å betjene gjelden, og kapitaltilgangen blir dårligere og dyrere. Statsfinansene er også svært

utsatt for økning i rentenivået, og renteutgiftene blir en høy andel av løpende offentlige utgifter (figur 5).

Den høye offentlige utenlandsgjelden understreker hvor hovedutfordringene ligger: statsfinansene må styrkes, finanssektoren må videreutvikles og driftsbalansen må bedres.²⁸

Styrking av statsfinansene er nødvendig for å redusere den høye offentlige gjelden.²⁹ Reformene i statsfinansene må for det første skje ved endringer i skattesystemet. Problemet i mange av landene er ikke nødvendigvis lave skattesatser, men et smalt skattegrunnlag og omfattende skatteomgåelse og -unndragelse. Reformen i skattesystemet må derfor ta sikte på å utvide skattegrunnlaget, redusere fradrag- og unntaksmuligheter og bedre skatteadministrasjonen. Reformene må også bedre styringen av de offentlige utgiftene, slik at utgiftene ikke øker i oppgangstider når skatteinntektene er høye og lånefinansieringen er lett tilgjengelig. Det er en slik medsyklisk finanspolitikk som skaper behov for utgiftskutt i nedgangstider. Med overskudd i budsjettene i oppgangstider, skapes det rom for aktiv bruk av finanspolitikken i nedgangstider. Mange av landene har også omfattende og sjenerøse pensjonssystemer som må reformeres for å skape rom for nødvendig prioritering av blant annet skole- og helsetilbud samt sosialforsikringsordninger.

Flere av landene i Latin-Amerika har gjennom 1990-tallet styrket finanssektoren gjennom skjerpet regulering og tilsyn. I mange av landene har også utenlandske banker etablert seg. Men fremdeles er verdipapirmarkedene lite utviklet (blant annet brukes nesten utelukkende lånekontrakter med kort rentebinding), og det er en utbredt bruk av amerikanske dollar ved lån og innskudd. For å fremme privat innenlandsk sparing og legge grunnlaget

²⁷ IMF (2002b) fremhever også at landene i Latin-Amerika har hatt store svingninger i den økonomiske aktiviteten i forhold til andre land, spesielt som følge av mangel på styring i penge- og finanspolitikken. Dette har ofte resultert i at den økonomiske politikken har bidratt til å forsterke eksterne sjokk snarere enn å dempe dem.

²⁸ Det er også viktig at landene reduserer likviditetsrisikoen ved å øke valutareservene og diversifisere statsgjeldsopplåningen med hensyn til ulike markeder, løpetider, rentebinding og valutasorter.

²⁹ IMF (2003b) viser at offentlig gjeld som andel av BNP for landene i Latin-Amerika i gjennomsnitt er over 60 prosent. Dette er ikke spesielt høyt i internasjonal sammenheng. Men beregninger på historiske data viser at landene i Latin-Amerika har vanskeligere for å bringe gjelden under kontroll på grunn av lav økonomisk vekst, høy realrente og mindre evne og vilje til å stramme inn i budsjettene. Det viser seg at de har fått betydelige problemer når gjelden har oversteget 50 prosent av BNP. Chile er imidlertid et eksempel på et land som har redusert den offentlige gjelden, fra over 54 prosent av BNP i 1990 til 21 prosent i 2002. Dette skjedde gjennom omfattende fiskale reformer som begrenset utgiftene og økte inntektene. Høy økonomisk vekst har også vært viktig.

for statlige lånopptak i nasjonal valuta med lengre rentebinding, er det viktig å øke tilliten til det finansielle systemet og den nasjonale valutaen. Dette krever stabile økonomiske forhold, som lav inflasjon og solide statsfinanser.³⁰ Dermed vil også den samlede innenlandske sparingen – både privat og offentlig – kunne øke og bidra til lavere underskudd i utenriksøkonomien.

For å øke kapasiteten til å betjene utenlandsgjelden må *driftsbalansen bedres* gjennom økte nettoeksportinntekter.³¹ Særlig to forhold er viktige i denne sammenhengen: Landene må for det første føre en økonomisk politikk som kombinerer lav inflasjon og styrking av statsfinansene med lave renter og en konkurransedyktig valutakurs.³² For det andre må landene søke å fremme det regionale og globale handelssamarbeidet og unngå proteksjonistiske tiltak for å skjerme egen industri i nedgangstider, noe som bare gjør situasjonen verre for regionen samlet. I denne sammenhengen er forpliktende handelsavtaler viktig. En utvidelse av frihandelsavtalen mellom Canada, USA og Mexico (NAFTA) til å omfatte hele Nord- og Sør-Amerika vil trolig være gunstig for de andre landene i Latin-Amerika. Fremskritt i forhandlingene med verdens handelsorganisasjon (WTO) vil dessuten være viktig for å fremme markedsadgangen for eksport fra disse landene.³³

Avslutning

Latin-Amerika har bak seg seks år med meget svak økonomisk utvikling. Den direkte årsaken til dette er de mange finansielle kriser som har rammet landene. Men utviklingen har også vært svak sammenlignet med de landene i Asia som også ble rammet av finanskriser i 1997/98. En viktig forklaring på dette, som FN (2003) fremhever, er at kriselandene i Latin-Amerika i utgangspunktet hadde svake statsfinanser, underskudd i utenriksøkonomien og stor utenlandsgjeld, som medførte at penge- og finanspolitikken måtte strammes inn i nedgangstider. I kriselandene i Asia kunne derimot penge- og finanspolitikken nokså raskt brukes aktivt for å dempe nedgangen i den økonomiske aktiviteten. For landene i Latin-Amerika førte vedvarende underskudd i utenriksøkonomien til ytterligere lånebehov på toppen av det store refinansieringsbehovet på kapitalbalansen. Landene i Asia opplevde derimot en betydelig bedring i driftsbalansen (stort sett som følge av lavere import), som reduserte landenes finansieringsbehov.

Som vi har understreket en rekke ganger, kan den svake økonomiske utviklingen og tilbakevendende finanskriser i Latin-Amerika i stor grad tilskrives svake statsfinanser. Viljen og evnen til å fullføre nødvendige finanspolitiske reformer har vært utilstrekkelig. I tillegg førte en kombinasjon av initialt stor kapitalinngang i første del av 1990-tallet og for liten fleksibilitet i valutakursen, til at makroøkonomiske ubalanser varte ved. Selv om inflasjonen falt betydelig og den økonomiske veksten tok seg opp, forble det fundamentale problemet med for lav nasjonal sparing ikke korrigert. En overvurdert valutakurs ga ekspansjon i skjermet sektor, liten vekst i konkurranseutsatt sektor og fortsatt store underskudd i utenriksøkonomien.

Ser vi på de politikk anbefalingene som opprinnelig fremkom i the Washington Consensus, kan det ikke sies at disse skapte grunnlaget for krisene. Hadde landene fulgt anbefalingene om styrking av statsfinansene, sikret en konkurransedyktig valutakurs og vært mer varsomme med liberaliseringen av kapitalbevegelsene, kunne kanskje den positive utviklingen på begynnelsen av 90-tallet vart ved. I en ny bok om utfordringene for Latin-Amerika påpeker imidlertid John Williamson, som opprinnelig førte «the Washington Consensus» i pennen, at politikk anbefalingene langt på vei fremdeles er gyldige, men at de må suppleres på viktige områder.^{34, 35} For det første tok anbefalingene ikke tilstrekkelig hensyn til landenes behov for å beskytte seg mot at kriser raskt kunne oppstå på nytt. De nye anbefalingene som i debatten nå fremmes på dette området, reflekter langt på vei de samme forholdene som IMF fokuserer på: Fleksibel valutakurs og økte valutaeserver, mindre utenlandsopplåning, sunne statsfinanser og lav inflasjon samt en solid, velregulert og tett overvåket finanssektor. Krisene gjennom andre halvdel av 90-tallet har understreket hvor viktig det er at disse tingene er på plass for at frie kapitalbevegelser skal være en fordel. Bruken av kapitalkontroll kan heller ikke utelukkes i særskilte tilfeller.³⁶

Williamson peker også på at de opprinnelige anbefalingene fokuserte for lite på de fundamentale forholdene som fremmer økonomisk utvikling – institusjonelle reformer i bred forstand. Det omfatter å skape forutsetninger for at en markedsøkonomi skal fungere godt – for eksempel sikre nødvendig konkurranse i arbeids- og produktmarkedene. Det gjelder videre å sørge for de korreksjoner som kreves når markeds løsningen svikter – for eksempel tilbud av offentlige goder. Regler for å

³⁰ Tidvis rekordhøy inflasjon, devalueringer og gjentatte statsgjelds- og bankkriser har resultert i omfattende kapitalflukt ut av landene og/eller plasseringer i utenlandsk valuta i hjemlandet. Dette har igjen sin bakgrunn i makroøkonomiske ubalanser drevet frem av uholdbar finans-, penge- og valutapolitikk.

³¹ Chile og Mexico har økt den internasjonale handelen i senere år, mens i Argentina og Brasil – landene med størst utenlandsgjeld – utgjør eksporten bare 10 prosent av BNP.

³² I mange av landene depresierte valutakursen kraftig i etterkant av krisene. Sammen med den lave økonomiske aktiviteten og dermed lavere import, har dette bidratt til en relativt betydelig bedring i driftsbalansen i de senere årene. Ufordringen er å bevare denne bedringen når veksten etter hvert tar seg opp igjen.

³³ Berg og Krueger (2003) viser at internasjonal handel er viktig for økonomisk vekst, som igjen er viktig for å bekjempe fattigdom. Økt internasjonal handel er riktignok bare ett av flere tiltak for å fremme økonomisk vekst, men erfaring viser at liberalisering av internasjonal handel har gunstige sideeffekter til andre deler av økonomien, som økt konkurranse og økte infrastrukturinvesteringer.

³⁴ Kuczynski og Williamson (2003). Sammenlignes oversiktskapitlet i denne boken med Stiglitz (2002b), er det påfallende hvor stor enigheten er på mange områder, hvis en velger å se bort fra retorikken.

³⁵ Ortiz (2003) hevder at strukturelle reformer (privatisering og deregulering) i landene har kommet for kort. Sammen med en videreutvikling av det legale rammeverket for en velfungerende markedsøkonomi, vil strukturelle reformer fremme økt konkurranse i arbeids- og produktmarkedene.

³⁶ Rogoff (2002), sjeføkonom i IMF i perioden 2000 - 2003, argumenter for dette synet, men understreker samtidig at slike tiltak bør begrenses til perioder med massiv kapitalinngang eller -utgang, og bare brukes i en overgangsfase sammen med andre makroøkonomiske tiltak.

sikre en uavhengig og kompetent sentralbank, klare ansvarsforhold i budsjettpolitikken og myndighet i skatteadministrasjonen, og tilsyn og regulering av banksektoren og verdipapirmarkedene er også viktige. Videre er ikke minst økt åpenhet og ansvarlighet i næringsliv, politikk og rettsvesen avgjørende for å bekjempe korrupsjon – som er et stort problem i de fleste landene i Latin-Amerika.³⁷

Endelig fremholder Williamson at de opprinnelige anbefalingene i liten grad tok hensyn til ett av de andre hovedproblemene i Latin-Amerika – omfattende fattigdom og svært skjev fordeling av inntekt og formue. De finansielle krisene i de senere årene har nok relativt sett rammet de fattige hardest, og bidratt til ytterligere økning i ulikhetene. Økt økonomisk vekst er avgjørende for å redusere fattigdommen. Fattigdomsbekjempelse og redusert ulikhet er nødvendig for å skape en holdbar sosial stabilitet og tilstrekkelig politisk støtte for andre nødvendige økonomiske reformer.³⁸

IMF har i de senere årene fått mye kritikk i forbindelse med krisene blant annet i Latin-Amerika.³⁹ De lærdommene Williamson viser til, har også påvirket IMF. Spesielt kan det i ettertid hevdes at IMF var for sen med å advare mot farene ved frie kapitalbevegelser og rette søkelyset mot forutsetningene for en forsvarlig liberalisering av finansmarkedene. Særlig problematisk er forholdet til Argentina. Argentina hadde IMF-program gjennom store deler av 1990-tallet og fram til krisen i 2001, og de underliggende årsakene til problemene var i hovedsak av makroøkonomisk karakter, dvs. innenfor IMFes kjerneområde.⁴⁰ Det kan også hevdes at IMFes advarsler og anbefalinger om omlegginger av den økonomiske politikken på midten av 1990-tallet ikke kom klart nok fram, og at de argentinske myndighetene viste utilstrekkelig interesse for å følge anbefalingene. Det selvstendige og uavhengige evalueringsorganet knyttet til IMF vil etter planen offentliggjøre en rapport om krisen i Argentina i 2004.⁴¹

Ved inngangen til 2004 er utsiktene for flere land i Latin-Amerika bedret. Oppgangen i verdensøkonomien og høyere priser for viktige råvarer gir økte eksportinntekter. Økt kapitaltilgang fra de globale finansmarkedene samt fortsatt lave internasjonale renter og små påslag for landrisiko, er også viktig. Innenlandske forhold trekker i samme retning: Flere land har moderat inflasjon, i det minste en stabilisering av statsfinansene og jevnt over konkurransedyktige valutakurser. Som FNs økonomiske kommisjon for Latin-Amerika og Karibia (ECLAC 2003) fremhever, er utsiktene best i de landene hvor viktige fremskritt i økonomiske reformer og politisk stabilitet har funnet sted. Oppgangen må bru-

kes til å gjennomføre nødvendige reformer på flere områder, slik at veksten kan ta seg varig opp og reserver kan bygges for å møte vanskeligere tider. Flere land i Latin-Amerika vil likevel være svært utsatt for interne og eksterne økonomiske forstyrrelser i mange år fremover, selv om håpet om bedre tider nå synes å dominere flere steder.

Referanser

Berg, Andrew; and Anne Krueger (2003): «Trade, Growth and Poverty: A Selective Study», *IMF Working Paper* no. 03/30

Birdsall, Nancy and Augusto de la Torre (2001): *Washington Contentious: economic policies for social equity in Latin America*. Carnegie Endowment for International Peace, Washington D.C.

Collyns, Charles and G. Russel Kincaid (2003): «Managing Financial Crises: Recent Experiences and Lessons for Latin America», *IMF Occasional Paper* 217

ECLAC (2003): *Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean 2003*, United Nations, Economic Commission for Latin America and the Caribbean, December 2003. <<http://www.eclac.cl>>

Eichengreen, Barry and Michael Mussa (1998): «Capital account liberalization: Theoretical and practical aspects», *IMF Occasional Paper*, nr. 172

Farelius, David (2003): «IMF: Utveckling, kritik och uppgifter framöver», *Penning- och valutapolitik 2003:3*, s. 69-94. Sveriges riksbank

Ferranti, David m. fl. (2004): *Inequality in Latin America & the Caribbean: Breaking with History?* The World Bank, Washington D.C. <<http://econ.worldbank.org/>>

FN (2003): «Macroeconomic policy and poverty», i: *World Economic and Social Survey 2003*, s. 143-159

FONDAD (2003): *The Crisis That Was Not Prevented: Lessons for Argentina, the IMF and Globalisation*, FONDAD, The Hague

Hoelscher, David S. and Marc Quintyn (2003): «Managing Systemic Banking Crises», *IMF Occasional Paper*, nr. 224

IMF (1998): «Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability», kap IV i: *World Economic Outlook: Financial Crises: Causes and Indicators*, May 1998, s. 74-97

³⁷ Betydningen av institusjonelle reformer behandles blant annet i IMF (2003c) og IMF (2003d).

³⁸ Det er interessant at Kuczynski og Williamsons bok *After the Washington Consensus* (2003) vier nokså betydelig plass til disse forholdene, blant annet med utgangspunkt i en annen bok – *The Washington Contentious* (Birdsall og de la Torre 2001) – som fokuserer på tiltak som kan redusere fattigdom og ulikheter i Latin-Amerika uten at dette hemmer den økonomiske veksten.

³⁹ Farelius (2003) diskuterer dette nærmere.

⁴⁰ Manglende styring i finanspolitikken og etter hvert uholdbar statsgjeld, en overvurdert og rigid valutakurs, en ubalanse mellom finansiell og handelsmessig åpenhet – summen av dette gjorde landet meget utsatt for volatile kapitalbevegelser og økonomiske forstyrrelser. Særlig slo krisen i Brasil i 1998/1999 hardt ut. Mussa (2002) peker på disse forholdene. Fondad (2003) har også en bred gjennomgang av krisen i Argentina.

⁴¹ Det uavhengige og selvstendige evalueringsorganet har en egen hjemmeside på <http://www.imf.org/external/np/ieo/index.htm>

- IMF (2001): «International Financial Integration and Developing Countries», kap IV i: *World Economic Outlook: The Information Technology Revolution*, October 2001, s. 145-173
- IMF (2002a): «Assessing Sustainability». The Policy Development and Review Department, 28 May 2002. <<http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.pdf>>
- IMF (2002b): «Debt Crises: What's Different About Latin America?», i kap II i: *World Economic Outlook: Recessions and Recoveries*, April 2002, s. 61-74
- IMF (2003a): «Sustainability Assessments – Review of Application and Methodological Refinements». The Policy Development and Review Department, 10 June 2003. <<http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2003/061003.pdf>>
- IMF (2003b): «Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High?», kap III i: *World Economic Outlook: Public Debt in Emerging Markets*, September 2003, s. 113-152
- IMF (2003c): «Growth and Institutions», kap III i: *World Economic Outlook: Growth and Institutions*, April 2003, s. 95-128
- IMF (2003d): «Institutions in Development», *Finance and Development*, Vol. 40, no. 2, June 2003, s. 27-43
- Kaminsky, Graciela (1999): «Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress», *IMF Working Paper* no. 99/178
- Krugman, Paul R. and Maurice Obstfeld (1992): *International Economics: Theory and Policy*, 3rd ed. Addison Wesley, World Student Series
- Krugman, Paul R. and Maurice Obstfeld (2003): *International Economics: Theory and Policy*, 6th ed. Addison Wesley, World Student Series
- Kuczynski and Williamson (2003): *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Institute of International Economics, Washington D.C.
- Maddison, Angus (2001): *The World Economy: A millennial Perspective*. Development Centre Studies, OECD, Paris
- Mussa, Michael (2002): *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*. Institute of International Economics, Washington D.C.
- Ortiz, Guillermo (2003): «Latin America and the Washington Consensus: Overcoming Reform Fatigue», *Finance and Development*, Vol. 40, no. 3, September 2003, s. 14-17
- Rogoff, Kenneth (2002): «Rethinking Capital Controls», *Finance and Development*, December 2002
- Røisland, Øistein og Karsten Stæhr (1998): «Kan teorier for spekulasjonsangrep forklare krisen i Øst-Asia?», *Penger og Kreditt* årg. 26 (1/1998) s. 78–81
- Stiglitz, Joseph E. (2002a): *Globalization and its discontents*. The Penguin Press
- Stiglitz, Joseph E. (2002b): «Wither Reform? Towards a New Agenda for Latin America». Foredrag på konferanse i regi av kommisjonen for Latin Amerika og Karibia (ECLAC), Santiago, Chile, 26 august 2002. <<http://www-1.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/santiago.pdf>>
- Stæhr, Karsten og Pål Winje (2001): «Valutakursregime, kapitalrestriksjoner og finanskriser i fremvoksende økonomier», *Penger og Kreditt* årg. 29 (3/2001) s. 142–150
- UNCTAD (2003): *Trade and Development Report 2003*, United Nations Conference on Trade and Development, New York. <<http://www.unctad.org>>
- Verdensbanken (2003): *Global Development Finance 2003: Striving for Stability in Development Finance* The World Bank, Washington D.C.
- Williamson, John (1990): «What Washington Means by Policy Reform», i: John Williamson (red.): *Latin American Adjustment: How Much Has Happened*. (Oppdatert utgave i 2002). Institute for International Economics, Washington D.C. <<http://www.iie.com/publications/papers/williamson1102-2.htm>>
- Winje, Pål (2002): «Gjeldsordning for land», *Penger og Kreditt* årg. 30 (4/2002) s. 177–184

Continuous Linked Settlement – valuta for pengene

Ingrid Andresen, rådgiver i Avdeling for verdipapirer og internasjonal finans, og Bjørn Bakke, rådgiver i Avdeling for finansiell infrastruktur og betalingssystemer i Norges Bank¹

Økende valutahandel og stadig større eksponeringer i valutaoppgjøret førte til økt fokus på valutaoppgjørssrisikoen gjennom 1980- og 90-tallet. Flere BIS-rapporter understreket behovet for tiltak for å redusere denne risikoen. Den internasjonale banknæringens svar på dette har vært etableringen av valutaoppgjørssystemet Continuous Linked Settlement (CLS), som fjerner kredittrisikoen ved valutahandler som blir gjort opp innenfor systemet. På bakgrunn av Norges Banks overordnede ansvar for å fremme finansiell stabilitet og effektive betalingssystemer innenlands og overfor utlandet, har Norges Bank i samarbeid med den norske banknæringen tilrettelagt for at også norske kroner nå kan gjøres opp i CLS.

1 Innledning

CLS ble satt i drift høsten 2002 for oppgjør av handler i verdens syv største valutaer: amerikanske dollar, euro, yen, britiske pund, sveitsiske francs, australske dollar og canadiske dollar. Norske kroner ble inkludert i oppgjørssystemet ett år senere, samtidig med de øvrige skandinaviske valutaene og singaporedollar. Mer enn 150 banker har tatt i bruk systemet for oppgjør av sine handler i disse valutaene, og i overkant av halvparten av den samlede valutahandelen gjøres i dag opp i CLS. Det er planlagt å inkludere nye valutaer og det forventes tilslutning fra nye banker og institusjoner slik at omsetningen trolig vil øke ytterligere i tiden som kommer.

CLS er basert på en sammenknytning av oppgjørssystemene for valutaene som er inkludert. Problemer i CLS, i ett av oppgjørssystemene eller i én bank kan gjennom denne strukturen få betydelige konsekvenser for andre deltakere. Kravet om robuste operasjonelle løsninger har derfor vært strengt, og systemet har medført store investeringer både i CLS sentralt og i bankenes egne løsninger. Sentralbankene har også måttet gjøre tilpasninger. En spesiell utfordring har knyttet seg til at systemet forutsetter at sentralbanker i ulike verdensdeler er åpne i systemets kjerneåpningstid. Dette har ført til at sentralbankene i Asia, Oseania og Amerika har måttet endre driftsmønsteret i sine oppgjørssystemer betraktelig.

Kredittrisikoen i valutaoppgjøret er fjernet ved at det er etablert en løsning som sikrer Payment versus Payment (PvP) i valutaoppgjøret. En bank vil dermed ikke motta kjøpt valuta før den har levert solgt valuta. CLS fører trolig også til en betydelig reduksjon i bankenes likviditetsrisiko knyttet til valutaoppgjøret, blant annet fordi bankenes inn- og utbetalinger i hver valuta motregnes slik at innbetalinger skjer på nettobasis. Gjennomføringen av oppgjørene forutsetter imidlertid at bankene gjør innbetalinger til fastsatte tidspunkt i løpet oppgjørsdagen. Kravene til bankenes likviditetsstyring og operasjonelle stabilitet er dermed blitt betydelig skjerpet.

Norges Bank og den norske banknæringen har i løpet av de siste årene gjennomført flere tiltak for å redusere likviditets- og kredittrisikoen i det norske betalingssystemet. Under normale forhold er derfor risikoen knyttet til innenlandske betalinger begrenset. Likviditets- og kredittrisikoen knyttet til oppgjør av valutahandler var dermed den viktigste gjenværende oppgjørssrisikoen for norske banker. Gjennom posisjoner de tar i valutahandler, kan bankenes eksponeringer bli svært høye. Norges Bank ser tiltak for å redusere valutaoppgjørssrisikoen som en sentral del av arbeidet for å fremme finansiell stabilitet og har på denne bakgrunn stilt seg positiv til næringens arbeid for å inkludere norske kroner i CLS. Norges Bank har selv deltatt aktivt i arbeidet for å tilrettelegge for dette.

I det følgende beskrives bakgrunnen for etableringen av CLS, hvordan systemet fungerer og hvilke erfaringer som så langt er gjort. Det er lagt særskilt vekt på å vurdere hvilken betydning CLS har for finansiell stabilitet gjennom systemets innvirkning på kredittrisikoen og likviditetsrisikoen knyttet til oppgjør av valutahandel. Avslutningsvis redegjøres det for mulige effekter av CLS og utviklingstrekk fremover.

2 Valutaoppgjørssisiko

Internasjonalt omsettes det valuta for enorme beløp hver dag. Ifølge BIS (2002) tilsvarte valutahandelen på verdensbasis i april 2001 daglig i gjennomsnitt om lag 1200 milliarder USD. Norge er et lite land, men med en relativt omfattende valutahandel. I den aktuelle BIS-kartleggingen var norske kroner verdens tiende mest omsatte valuta.

Handel i valuta har tradisjonelt vært forbundet med betydelig oppgjørssisiko for de involverte partene. Dette har sammenheng med at valutahandlene ble gjort opp i to uavhengige nasjonale betalingssystemer og innebar usikrede eksponeringer for bankene, ettersom de normalt leverte fra seg solgt valuta før mottak av kjøpt valuta var bekreftet. Valutaoppgjørssisikoen avhang i til-

¹ Takk til Elisabeth Holvik, Kåre Hagelund, Kjetil Watne, Gunnvald Grønvik og Inger-Johanne Sletner for nyttige kommentarer. Takk også til CLS for tilgang til relevant informasjon og statistikk.

legg til handelens størrelse også av eksponeringstiden, det vil si hvor lang tid det tok fra bankene leverte solgt valuta til mottak av kjøpt valuta var bekreftet.²

Vanligvis er det svært solide parter som deltar i valutahandler, og det er lite sannsynlig at en motpart feiler. Imidlertid er eksponeringene ofte veldig store, slik at potensielt tap er høyt. Valutaoppgjørssrisikoen representerer derfor en betydelig risiko for de involverte partene. Kartlegginger Norges Bank har foretatt av norske bankers eksponeringer i valutaoppgjøret viser at disse til tider er betydelige og kan overstige bankenes kjernekapital. Handelen med valuta er i tillegg konsentrert om noen få motparter. Dette gir mulighet for direkte smitte av likviditets- og soliditetsproblemer til flere norske banker på én gang dersom en av disse motpartene ikke skulle innfri sine forpliktelser eller gjøre opp for seg til rett tid.³

En mye omtalt begivenhet som hadde betydelige konsekvenser i valutamarkedet, er problemene i Bankhaus Herstatt. Bankhaus Herstatt måtte innstille virksomheten i juni 1974. Dette skjedde om ettermiddagen lokal tid, etter stengning av det tyske oppgjørssystemet, men før tilsvarende oppgjørsavslutning i USA. Mange av bankens motparter hadde da allerede sendt mark til Herstatt, og ventet å motta dollar senere på dagen i New York. Herstats korrespondentbank i New York stoppet imidlertid alle utgående betalinger på vegne av Herstatt da det ble kjent at banken var insolvent og hadde innstilt virksomheten. Flere motparter hadde betydelige eksponeringer mot Herstatt, og noen fikk aldri innfridd sine krav. *Herstatt*risiko har etter dette blitt en vanlig betegnelse på valutaoppgjørssrisiko. Denne hendelsen bidro sammen med en stadig økning i valutahandelen til økt internasjonalt fokus på valutaoppgjørssrisiko. I 1990 ble *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS) etablert i regi av BIS som et forum for sentralbankene i G10-landene. CPSS har gjennom årenes løp publisert en rekke rapporter som er relevante for risikoen i valutaoppgjøret.⁴

Lamfalussyrapporten (BIS 1990) inneholdt flere forslag til tiltak for å redusere valutaoppgjørssrisikoen, blant annet forslag til minimumsstandarder for grensekryssende og flervaluta avregningssystemer. Nöelrapporten (BIS 1993) diskuterer ulike alternativer for hvordan sentralbankene kan bidra til risikoreduksjon og økt effektivitet i slike systemer. I Allsopprapporten (BIS 1996) ble det vist til at bankenes eksponeringer i tilknytning til valutahandel var langvarige og dårlig kontrollert, og det ble anbefalt tiltak både i forhold til sentralbanker, privat sektor og enkeltbanker for å redusere valutaoppgjørssrisikoen. I fremdriftsrapporten (BIS 1998) går det fram at bankene hadde bedret sine rutiner for risikostyring. På den annen side hadde bankenes eksponeringer økt som følge av økt valutahandel. Behovet for tiltak var fortsatt fremtredende. I denne sammenhengen ble regulering av bankenes eksponeringsgrenser og krav om å holde eks-

tra kapital for å understøtte store eksponeringer diskutert som mulige virkemidler fra myndighetenes side dersom næringen selv ikke iverksatte tiltak for å begrense valutaoppgjørssrisikoen.

Exchange Clearing House (ECHO) i Europa og *Multinett* i USA er eksempler på systemer basert på bilateral eller multilateral avregning som ble etablert i denne perioden. Systemene skulle gjennom å redusere bankenes eksponeringer fra brutto- til nettobeløp bidra til å redusere valutaoppgjørssrisikoen. Imidlertid lyktes det aldri å oppnå tilstrekkelig omsetning i noen av disse systemene. Det kan skyldes at mange deltakerbanker vurderte det som lite sannsynlig at begge systemene ville være kommersielt levedyktige og dermed var tilbakeholdne med hensyn til å forplikte seg til å velge system for sine valutahandler. I tillegg var det en viss skepsis hos reguleringsmyndigheter til organiseringen av systemene.

I 1993 tok en gruppe store kommersielle banker initiativet til utviklingen av et system som senere skulle bli valutaoppgjørssystemet CLS. I forbindelse med etableringen av CLS i 1997 ble Multinett og ECHO kjøpt opp og deretter nedlagt.

3 Deltakelse og oppgjør i CLS

Felles for de tidligere initiativene for å få kontroll med valutaoppgjørssrisikoen var at de i stor grad fokuserte på å redusere størrelsen på og varigheten av valutaeksponeringene. Med CLS introduseres et system som i prinsippet fjerner all kredittrisikoen ved valutahandler som blir gjort opp innenfor systemet. I større grad enn ECHO og Multinett har CLS også lyktes i å få stor og forpliktende oppslutning om systemet.

CLS er organisert med et holdingselskap som eies av nær 70 av verdens største finansgrupperinger i USA, Europa, Asia og Oseania. Hver aksjeeier har en like stor andel, som gir eksklusiv rett til å være oppgjørssmedlem (se ramme1).

3.1 Oppgjøret i CLS

Oppgjøret av valutahandlene finner sted i CLS Bank, som fører en underkonto i hver valuta for alle oppgjørssmedlemmer, og som selv har en konto hos sentralbankene i alle valutaene som er omfattet av systemet. Bankenes innbetalinger til CLS Bank og utbetalingene fra CLS Bank skjer over disse sentralbankkontoene.

Aksjeeierne i CLS er direkte oppgjørssmedlemmer i CLS, men en bank kan også delta i oppgjørene som tredjepart eller brukermedlem via et oppgjørssmedlem som forestår innbetalingene og mottar utbetalingene på vegne av dem. Et brukermedlem melder selv inn sine handler, mens en tredjepart vil få sine handler meldt inn av et oppgjørssmedlem.

Handler som skal gjøres opp i CLS Bank, blir meldt

² For valutahandler mellom parter som befinner seg langt fra hverandre kunne eksponeringstiden kunne bli svært lang. For handel mellom amerikanske dollar og japanske yen, var eksponeringstiden opp mot to døgn, jf. Penger og Kreditt nr. 2/2000 «Oppgjørssrisiko ved valutahandel».

³ Jf. Penger og Kreditt nr. 4/2002: «Bankenes motpartsrisiko - resultater fra en kartlegging gjennomført av Norges Bank og Kredittsynet»

⁴ De mest sentrale publikasjonene fremgår av referanselisten bakerst i artikkelen.

Ramme 1. Organisering og eierskap

CLS er organisert med *CLS Group Holdings AG* som holdingsselskap for *CLS UK Intermediate Holdings Ltd*, *CLS Bank International* og *CLS Services Ltd*.

CLS Group Holdings er etablert i henhold til sveitsisk rett, men reguleres av *Board of Governors of the Federal Reserve System* (Fed) som et amerikansk bankholdingsselskap. CLS Bank er organisert som et *Edge Act* selskap i henhold til amerikansk lov, etter konsesjon fra Fed. CLS Bank er et heleid datterselskap av UK Intermediate Holdings, som er et aksjeselskap etablert i henhold til engelsk rett og som utfører visse tjenester for CLS Bank og dens filialer, mens CLS Services er etablert i henhold til engelsk rett og utfører operasjonelle og back-office tjenester for CLS Bank og dens filialselskaper.

CLS Bank er lokalisert i New York og Fed fører tilsyn med systemet. Fed er også såkalt *lead overseer* av systemet. I tråd med prinsippene i Lamfalussy-rapporten innebærer dette at Fed overvåker systemet i samråd med sentralbankene for de andre valutaene som blir gjort opp i CLS. Samarbeidet skjer i regi av CPSS, og i vurderingen har sentralbankene lagt vekt på at systemet tilfredsstillende Lamfalussystandardene.

inn av begge partene i handelen. CLS avstemmer meldingene og godkjenner handelen for oppgjør dersom opplysningene stemmer overens. Dette skjer senest dagen før oppgjøret finner sted. På bakgrunn av de godkjente handlene beregner CLS Services innbetalingsforpliktelsene til hvert oppgjørsmedlem. Bankene betaler inn til systemet på nettobasis. Innbetalingsforpliktelsene til et oppgjørsmedlem er nettosummen av innbetalingsforpliktelsene knyttet til egne valutahandler og innbetalingsforpliktelsene knyttet til eventuelle handler medlemmet skal gjøre opp på vegne av tredjeparter.

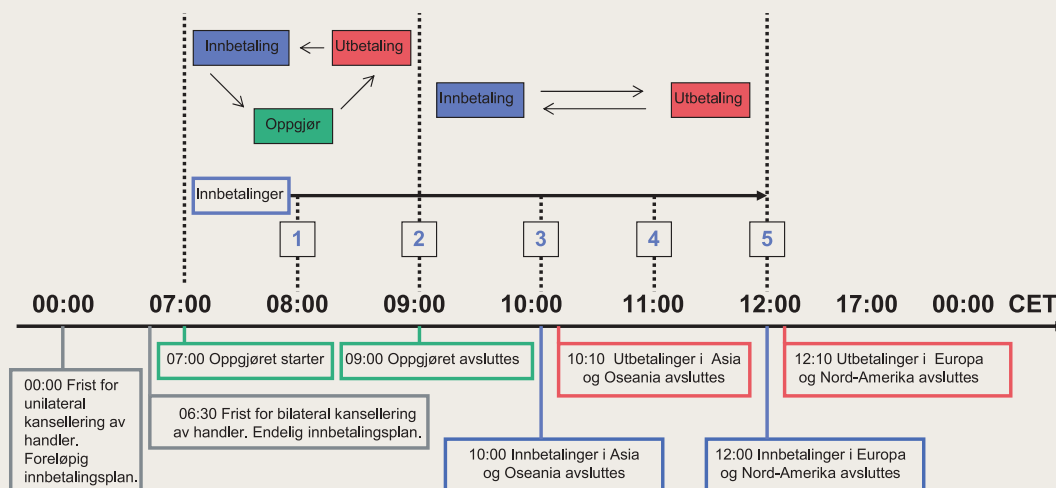
Oppgjørsmedlemmet mottar en foreløpig innbetalingsplan klokken 00.00 Central European Time (CET) på oppgjørsdagen. Innbetalingsplanen kan bli endret hvis begge parter blir enige om å trekke en transaksjon fra oppgjøret eller som følge av at bankene handler ned posisjonene sine ved å inngå såkalte in/out-swapper, jf. ramme 4. Siste frist for bilateral kansellering er satt til klokken 06.30 CET. På dette tidspunktet får deltakerne også oversendt endelig innbetalingsplan. Endringer i innbetalingsplanen etter dette kan forekomme dersom en av deltakerne ikke kan gjøre opp sine forpliktelser, jf. avsnitt 3.2.

Oppgjøret finner sted i perioden 07.00-09.00 CET om morgenen, mens inn- og utbetalingene til og fra CLS skjer i perioden 08.00-12.00 CET. Innbetalingsplanen beskriver oppgjørsmedlemmenes innbetalingsforpliktelser hver time fra klokken 08.00 til klokken 12.00 CET. I de europeiske og nordamerikanske valutaene skal minimum en femdel av de totale innbetalingsforpliktelsene være betalt inn innen klokken 08.00, minimum to femdelene innen klokken 09.00 osv. Innbetalingsplanene tar imidlertid hensyn til at alle handlene skal kunne gjøres opp innen klokken 09.00 CET, og til at utbetalingene i de asiatiske og oseaniske valutaene skal kunne slutføres klokken 10.00. Minimumsinnbetalingene som må foretas, blant annet i norske kroner, klokken 09.00, vil derfor i praksis utgjøre betydelig mer enn to femdeler av de totale innbetalingsforpliktelsene. Innbetalingsplanene for de asiatiske og oseaniske valutaene innebærer tilsvarende at minimum en tredel av den totale innbetalingsforpliktelsen må betales inn innen klokken 08.00 og minimum to tredeler innen klokken 09.00 CET.

Deltakerne kan foreta innbetalinger tidligere enn fastlagt i innbetalingsplanen. Oppgjørsmedlemmene har tilgang til realtidsinformasjon om transaksjonene i oppgjøret og om egen saldo hos CLS.

Oppgjøret av transaksjonene i CLS skjer enkeltvis

Figur 1 Oppgjørsprosessen i CLS



Ramme 2. Tre betingelser for oppgjør i CLS

For å gjøre oppgjøret i CLS minst mulig likviditets-krevende tillater CLS negativ saldo i noen valutaer, så lenge følgende tre betingelser er oppfylt:

1. Deltakerbankens balanse summert over alle valutaene etter avkorting må være positiv eller null. Avkortingene innebærer at alle negative balanser økes, og alle positive balanser reduseres. Avkortningssatsen er spesifikk for hver valuta.
2. Deltakerbankens negative saldo i en valuta kan ikke overstige en gitt grense, kalt *short position limit* (SPL). SPL er den samme for alle deltakerbankene, men er valutaspesifikk og avhenger av hvor mye likviditet som vil være tilgjengelig i den aktuelle valutaen i en krisesituasjon.
3. Deltakerbankens negative saldo summert over alle valutaer hvor banken har negativ saldo kan ikke overstige en gitt grense, såkalt *aggregate short position limit* (ASPL). Deltakerbankenes ASPL bestemmes ut fra bankenes egenkapital og kortsiktige rating.

(brutto) mellom bankene. En handel gjøres opp ved at oppgjørsmedlemmene blir belastet for solgt valuta samtidig som de blir godskrevet for kjøpt valuta. Ettersom handelene gjøres opp enkeltvis, vil oppgjørsmedlemmene opparbeide negative balanser i valutaer de og deres tredjeparter er netto selgere av, og positive balanser i valutaer de er netto kjøpere av. Selv om siste innbetalingsfrist er klokken 12.00 CET, vil oppgjørene normalt være gjennomført klokken 09.00. Dette er mulig fordi CLS benytter valutaer der oppgjørsmedlemmene har positiv saldo som sikkerhet for valutaer der oppgjørsmedlemmene ennå ikke har innfridd sine innbetalingsforpliktelser. En deltakers negative saldo i en gitt valuta og summert over alle valutaer kan imidlertid ikke overstige fastsatte grenser (ramme 2).

CLS Bank foretar utbetalinger fortløpende ettersom oppgjørsdeltakerne opparbeider netto positiv saldo i noen valutaer. Utbetalingene skjer i henhold til en bestemt algoritme, som blant annet gir prioritet til oppgjørsmedlemmer og valutaer med de høyeste balansene, og som tar hensyn til de ulike tidssonene. Dersom systemet fungerer som forutsatt, skal alle oppgjørsmedlemmene på slutten av dagen ha null i balanse på kontoene i CLS Bank, og CLS Bank skal ha null innestående på kontoene i sentralbankene.

3.2 Avvikshåndtering i CLS

Systemet kan bli påført en risiko ved at CLS gjennomfører oppgjøret før innbetalingene er avsluttet. I verste fall kan en bank unnlate å gjennomføre sine innbetalinger samtidig som valutakursene endrer seg sterkt. Risikoen knyttet til dette begrenses imidlertid ved at alle beløp avkortes for å ta hensyn til normale svingninger i valutakursen. CLS har dessuten fastsatt regler og rutiner for tilfeller hvor banker ikke innfrir sine innbetalingsforpliktelser. I slike situasjoner vil CLS normalt sende ut meldinger til de aktuelle oppgjørsmedlemmene.

Melding om innbetaling for balanseverdi (Pay-in call for account value) kan utstedes dersom en bank ikke innfrir sin første innbetalingsforpliktelse om morgenen klokken 08.00 CET, med pålegg til banken om å foreta en ekstra innbetaling ved neste innbetalingsfrist klokken 09.00 CET. Banken kan selv velge hvilken valuta den vil gjøre innbetalingen i.

Melding om innbetaling for oppgjør (Pay-in call for settlement) kan utstedes dersom en bank ikke oppfyller de tre betingelsene for gjennomføring av oppgjøret (se ramme 2). En slik situasjon kan oppstå dersom en bank som har mottatt en melding om innbetaling for balanseverdi, likevel ikke betaler inn, slik at bankens handler må tas ut av oppgjøret. Dette vil føre til at bankens motparter får endret sin innbetalingsforpliktelse, og til at de kan mangle dekning selv om de har betalt inn tilstrekkelig etter sin opprinnelige innbetalingsplan. CLS Bank utsteder slike meldinger til den feilende bankens motparter for å sikre at flest mulig handler blir gjort opp.

Melding om innbetaling for valutaavslutning (Pay-in call for currency close) kan bli utstedt dersom en bank har betalt inn for lite i en valuta og dette hindrer CLS i å fullføre utbetalingene i én eller flere valutaer. Slike meldinger vil bli sendt klokken 10.00 CET i de asiatiske og oseaniske valutaene og klokken 12.00 CET i de øvrige valutaene.

Siste utvei dersom en deltaker unnlater å øke sine innbetalinger som forutsatt, er å kontakte en *likviditetstilfører* (*liquidity provider*). Likviditetstilførere er banker som har forpliktet seg til å bidra med likviditet i en valuta dersom en situasjon med mangel på likviditet oppstår. Likviditetstilføreren blir kontaktet av CLS klokken 13.05 CET, og må levere likviditeten i løpet av 20 minutter. Likviditeten blir tilført CLS ved at det inngås en swap eller en ordinær valutahandel.

Dersom en bank ikke har innfridd sine innbetalingsforpliktelser og banken blir insolvent, kan CLS i ekstreme tilfeller bli påført et tap. Dette skyldes at CLS kan ha gjort opp handler med sikkerhet i bankens tilgodehavende i andre valutaer, og denne sikkerheten kan bli utilstrekkelig ved en betydelig valutakursendring. I et slikt tilfelle vil utbetalingsforpliktelsene CLS har overfor bankens motparter få en lavere verdi enn verdien av valutaen den aktuelle banken har til gode. Kravene CLS har satt for å gjennomføre et oppgjør, vil redusere denne

risikoen, jf. ramme 2. Dersom et tap likevel oppstår, vil det bli fordelt mellom oppgjørsmedlemmene etter en fastsatt tapsfordelingsavtale.

3.3 Kriterier for at en valuta kan delta i CLS

En valuta kan inkluderes i CLS dersom den tilfredsstillende nødvendige kriterier. Det foretas blant annet vurderinger av om kostnadene ved tilknytning av valutaen er akseptable, og om risikoreduksjonen som oppnås, forsvarer investeringene. Det vurderes også om eventuelle valutareguleringer er akseptable.

Det foretas analyser av valutaens konvertibilitet, likviditet, historiske volatilitet og andre relevante forhold. Historisk volatilitet i valutakursen er en sentral faktor i beregningen av avkortingen CLS Bank foretar som sikkerhet mot valutakurssvingninger i den enkelte valutaen. I tillegg kommer en generell avkortning som er lik for alle valutaene.

For at en valuta skal kunne inkluderes, må det foreligge avtaler med likviditetstilførere. Det anbefales at hver valuta har minst tre likviditetstilførere, og at hver av dem forplikter seg til å stille med så mye likviditet at CLS har nok til å betale ut for oppgjorte handler selv om likviditetstilføreren med den største forpliktelsen feiler.

Sentralbanken for den aktuelle valutaen må opprette en særskilt konto som CLS Bank har operasjonell tilgang til, og som er tilrettelagt for overføring av valuta til og fra oppgjørsmedlemmer. CLS Bank krever også en juridisk erklæring (*legal opinion*) som redegjør for relevante legale forhold på en tilfredsstillende måte. Sentralt i denne sammenhengen er en redegjørelse for hvordan endelig oppgjør av betalingene som går til og fra CLS' konto i den relevante sentralbanken, er sikret.

Deltakerlandenes betalingssystemer må tilfredsstillende CLS' kriterier for godkjente betalingssystemer og ha åpningstider med tilstrekkelig overlapping mot andre valutaer. CLS innebærer en sammenknytning av oppgjørssystemene i flere land. Gjennomføringen av oppgjøret avhenger dermed av stabiliteten i samtlige deltakerbankers systemer, i tillegg til stabiliteten i CLS' egne systemer. Før oppgjørssystemet ble satt i kommersiell drift, ble det gjennomført omfattende testing. Nye banker som skal slutte seg til systemet, må gå gjennom en fase for å teste sine løsninger i vanlig produksjon.

CLS Bank kan (midlertidig) suspendere en valuta fra deltakelse hvis risikoforholdene knyttet til for eksempel tilgjengelig likviditet i den aktuelle valutaen eller i det relevante oppgjørssystemet tilsier dette. I slike tilfeller skal CLS så snart det er praktisk mulig, og helst innen suspensjonen gjennomføres, informere den relevante sentralbanken, andre sentralbanker og medlemmer. Styret i CLS Bank kan beslutte at en valuta ikke lenger

er kvalifisert for deltakelse og fjerne valutaen fra oppgjøret. I slike tilfeller skal den relevante sentralbanken konsulteres på forhånd, og medlemmer og sentralbanker skal varsles før avgjørelsen effektueres.

3.4 Norske kroner i CLS

Norges Bank ser det som sentralt å begrense risikoen i betalingssystemene og har på denne bakgrunn sluttet opp om de internasjonale anbefalingene for å redusere valutaoppgjørslisikoen. Etter at Norges Bank fikk kjennskap til initiativet til CLS i 1997, har sentralbanken støttet opp om den norske banknæringens arbeid for å inkludere norske kroner i CLS. Fra 1998 har Norges Bank deltatt i en undergruppe av CPSS som blant annet arbeider med spørsmål knyttet til CLS, og som koordinerer myndighetenes arbeid på dette området. I 1999 fattet Norges Bank et prinsippvedtak om at norske kroner kunne inngå i valutaoppgjørssystemet, og at CLS Bank kunne ha konto tilknyttet *Norges Banks oppgjørssystem* (NBO).

Fram til tidspunktet for inkludering av norske kroner i september 2003 har Norges Bank samarbeidet med CLS og banknæringen for å legge forholdene best mulig til rette for norske kroners deltakelse i systemet. Tilpasningene har blant annet omfattet endringer i tidspunktene for gjennomføring av andre oppgjør i NBO, slik at likviditeten i NBO i størst mulig grad skal være tilgjengelig for CLS-oppgjøret i den mest kritiske perioden. Norges Bank har også skjerpet kravene til reserve-løsninger i bankenes systemer, for å redusere risikoen for at operasjonelle problemer skal føre til forsinkelser i betalingene til og fra CLS.

En særskilt utfordring i Norge var å skaffe tilstrekkelig antall likviditetstilførere i norske kroner. Flere banker som deltar i oppgjørene i mer enn ett av de skandinaviske landene, tok tidlig til orde for at modellen for grensekryssende sikkerhetsstillelse i Skandinavia måtte forbedres. Enkelte av bankene stilte dette som krav for å være likviditetstilfører i mer enn én av de skandinaviske valutaene. Sentralbankene i Sverige, Danmark og Norge har i fellesskap utviklet den såkalte *Scandinavian Cash Pool modellen* (ramme 3).

Det er foreløpig ikke avklart om sentralbankene vil delta i CLS med egne transaksjoner. For flere sentralbanker kan blant annet en begrenset omsetning i valutamarkedet være et argument for ikke å delta. Norges Bank inngår imidlertid relativt store valutahandler gjennom sin forvaltning av Petroleumsfondet, og oppgjør i CLS kan dermed gi gevinster både i form av redusert risiko og mer effektive rutiner knyttet til handel med valuta. Dersom Norges Bank beslutter å delta i CLS, vil dette trolig skje ved en tredjepartsløsning via bankene som opptre som depotbanker for Norges Bank i forbindelse med forvaltningen av fondet.

⁵ SWIFT står for Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. SWIFT er en organisasjon som blant annet tilbyr et elektronisk nettverksystem og et standardformat for overførsel av meldinger som benyttes til overførsler innenlands og over landegrensene.

Ramme 3. Scandinavian Cash Pool

I *Scandinavian Cash Pool* benytter bankene innskudd i én av sentralbankene som sikkerhet for lån i en av de andre sentralbankene.

En bank som ønsker å øke likviditeten til en filial, søster- eller datterbank i ett av de andre skandinaviske landene, melder fra om dette til sin nasjonale sentralbank, som reserverer en del av bankens ledige likviditet i det nasjonale oppgjørssystemet, og overfører innskuddet i nasjonal valuta til en konto som er pantsatt til fordel for sentralbanken i landet hvor banken vil øke likviditeten. Sentralbanken i dette landet mottar en melding om at et beløp er stilt som sikkerhet for økt trekkadgang for bankens filial, søster- eller datterbank, omregner til riktig valuta og trekker fra fem prosent som sikkerhet mot valutakurssvingninger. Filialens, søster- eller datterbankens disponible likviditet øker med det aktuelle beløpet.

Scandinavian Cash Pool kan bare benyttes til å flytte likviditet mellom de skandinaviske landene gjennom dagen. Bankene er forpliktet til å innfri lån og sørge for at innestående på pantekonto i annen sentralbank frigis samme dag. Når likviditeten skal returneres, gir den aktuelle filialen, søster- eller datterbanken beskjed til sentralbanken i det aktuelle landet om at pantet skal frigis. Sentralbanken kontrollerer at pantet ikke er belånt og sender deretter melding om at det reserverte beløpet kan frigis. Dette skjer ved at beløpet tilbakeføres fra den pantsatte kontoen til bankens vanlige konto i sin nasjonale sentralbank. Sentralbankene stiller krav om tilbakeføring samme dag for at bruken av systemet ikke skal påvirke pengepolitikken.

Scandinavian Cash Pool er bygget på eksisterende strukturer og systemer og er basert på det enkelte lands regler og prosedyrer. Kommunikasjonen mellom sentralbankene er automatisert og baserer seg på gjeldende SWIFT-standarder. En slik oppbygging sikrer at grensekryssende sikkerhetsstillelse innenfor Scandinavian Cash Pool kan gjennomføres i løpet av sekunder. I Norge kan det stilles pant og trekkes opp lån innenfor ordningen fra Norges Banks oppgjørssystem åpner om morgenen og fram til klokken 15.00. Ved brudd på forutsetningene belastes det i Norge et gebyr tilsvarende om lag 0,05 prosent av pantsatt eller lånt beløp. Danmarks Nationalbank og Sveriges riksbank har fastsatt egne regler om tidspunkt for tilbakeføring og gebyrer ved overtreddelse av tidsfristene. Ordningen benyttes per i dag bare mellom banker som tilhører samme konsern, men regelverket er ikke til hinder for at den kan benyttes mellom bankkonsern. Kostnadene til utvikling av ordningen er fullt ut dekket av de bankene som deltar. Dersom nye banker ønsker å slutte seg til systemet, vil deler av de opprinnelige deltakerbankenes kostnader refunderes.

Scandinavian Cash Pool ble etablert som en del av forberedelsene til deltakelse i CLS, men kan benyttes for å dekke andre likviditetsbehov enn de som oppstår i forbindelse med CLS og bankenes forpliktelser som likviditetstilførere. Ordningen har vært i daglig bruk siden den ble etablert, men volumet økte betraktelig da de skandinaviske valutaene ble inkludert i CLS. I perioden september 2003 til januar 2004 ble det i gjennomsnitt overført beløp tilsvarende om lag 5 milliarder norske kroner i Scandinavian Cash Pool hver dag, mens det på det meste har vært overført totalt tilsvarende om lag 20 milliarder norske kroner via denne ordningen i løpet av en dag. Foreløpig har det ikke oppstått noen form for krisesituasjon i CLS som har gjort det nødvendig for bankene å benytte ordningen i forbindelse med rollen som likviditetstilførere. Scandinavian Cash Pool kan nettopp bidra til å forhindre at slike situasjoner inntreffer og vil samtidig være et viktig back-up system dersom en krisesituasjon likevel skulle oppstå.

4 CLS og likviditetsrisiko

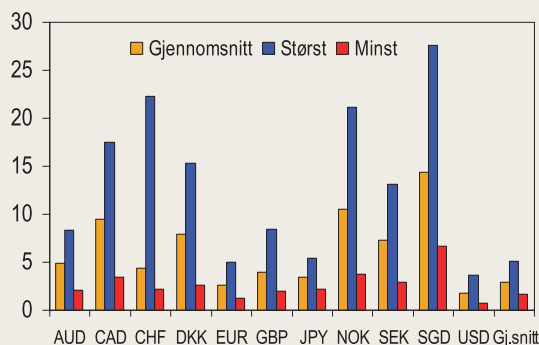
CLS stiller bankene overfor endrede forutsetninger for styring av likviditeten. På den ene siden er oppgjørsmedlemmene forpliktet til å gjøre innbetalinger på bestemte tidspunkt på dagen, mens de tidligere bare trengte å gjøre opp på avtalt dag. Likviditetsstyringen kan bli spesielt utfordrende dersom en motpart ikke gjennomfører sine innbetalinger. I et slikt tilfelle kan handlene med denne motparten falle, og oppgjørsmedlemmet vil få endret sin innbetalingsplan. For å unngå at nye handler faller, må oppgjørsmedlemmet gjøre nye innbetalinger innen knappe tidsfrister. Dette øker presset på oppgjørsmedlemmene og eventuelle korrespondentbanker de benytter, sammenlignet med situasjonen før

CLS ble tatt i bruk. På den annen side har CLS etablert mekanismer som reduserer bankenes likviditetsbehov, og løsninger som sikrer oppgjørsmedlemmene tilgang til relevant informasjon om oppgjørene. På sikt kan dessuten oppgjørsmedlemmenes likviditetsstyring bli forenklet ved at det etableres løsninger for flytting av likviditet mellom land, og ved at det utvikler seg et intradagmarked for likviditet.

4.1 CLS kan øke presset på korrespondentbanker

Oppgjørsmedlemmene har ansvar for at CLS mottar innbetalinger i de ulike valutaene til rett tid. Et oppgjørs-

Figur 2 Største, minste og gjennomsnittlig innbetaling i hver valuta og gjennomsnitt for alle valutaer i perioden 8. sept. 2003 til 9. januar 2004. Prosent av omsetning i de respektive valutaer



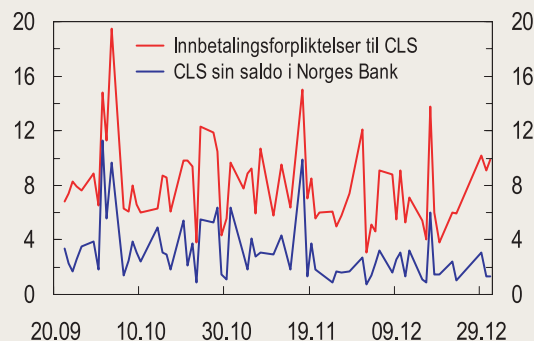
Kilde: CLS

medlem vil normalt ikke forstå alle innbetalinger selv, men benytte seg av korrespondentbanker (banker som tilbyr betalingstjenester til andre banker) i enkelte valutaer. Oppgjørsmedlemmenes ansvar for innbetalingene tilsier at de stiller strenge krav til korrespondentbankene de benytter, både når det gjelder forhold knyttet til likviditet og operasjonelle løsninger. Kostnadene ved å være korrespondentbank kan derfor øke, og det kan føre til at antall tilbydere av denne typen tjenester blir redusert. Dette kan igjen føre til at en korrespondentbank får ansvar for innbetalingene til mange oppgjørsmedlemmer i en gitt valuta. CLS forutsetter at innbetalingsforpliktelsene til oppgjørsmedlemmene må oppfylles hver for seg, det vil si at forpliktelsen til et oppgjørsmedlem ikke kan avregnes mot tilgodehavende hos et oppgjørsmedlem som har positiv saldo. Kravet om at oppgjørsmedlemmenes forpliktelser må oppfylles hver for seg, innebærer også at det ikke lenger blir mulig for en korrespondentbank å gjennomføre et oppgjør ved interne kontoføringer dersom den er korrespondentbank for begge partene i en handel. Siden oppgjørsmedlemmene må betale inn til CLS før de mottar utbetalingene fra CLS, øker dette likviditetsbehovet for korrespondentbankene. Vellykket gjennomføring av oppgjørene er derfor avhengig av at korrespondentbankene har god likviditetsstyring og robuste operasjonelle løsninger.

4.2 Mekanismer i CLS som reduserer bankenes likviditetsbehov

CLS har flere trekk som reduserer bankenes likviditetsbehov i valutaoppgjøret. Viktigst er at oppgjørsmedlemmenes innbetalingsforpliktelser blir beregnet på nettobasis i hver valuta. Nettingeffekten avhenger blant annet av omsetningen og varierer mellom de ulike valutaene. Gjennomgående er det de mest omsatte valutaene som oppnår best nettingeffekt, jf. figur 2. Siden september i

Figur 3 Høyeste innestående på CLS sin konto i Norges Bank og bankenes samlede innbetalingsforpliktelse til CLS. Milliarder kroner



Kilde: CLS og Norges Bank

fjor har netto innbetalt beløp i norske kroner variert mellom 4 og 20 prosent av omsetningen. Det er rimelig å anta at nettingeffekten i de ulike valutaene vil øke som følge av at flere banker knytter seg til systemet.

Likviditetsbehovet blir også redusert ved at CLS Bank betaler ut for oppgjørte handel før den har mottatt alle innbetalinger. En bank vil motta utbetalinger i en valuta den har tilgode etter hvert som den gjennomfører innbetalinger i valutaer den skylder. Syklene med inn- og utbetalinger pågår gjennom CLS' åpningstid og reduserer likviditetsbehovet betraktelig i forhold til de totale innbetalingene som skal gjøres i hver valuta. Innskuddet på kontoen til CLS i sentralbankene kan ses som et uttrykk for bankenes likviditetsbehov knyttet til oppgjøret. For norske kroner har høyeste innskudd i løpet av en dag variert mellom 13 og 78 prosent av de totale innbetalingsforpliktelsene, jf. figur 3.

Et annet trekk ved CLS som har redusert bankenes likviditetsbehov, er bruken av såkalt in/out-swapper (I/O-swapper), jf. ramme 4. Ordningen er frivillig for oppgjørsmedlemmene, men flertallet har valgt å ta ordningen i bruk. I gjennomsnitt blir oppgjørsmedlemmenes likviditetsbehov redusert med om lag 50 prosent ved bruk av slike swapper.

4.3 Bedret informasjon kan gjøre likviditetsstyringen enklere

Det er særlig på to måter oppgjørsmedlemmene kan bedre sin likviditetsstyring ved hjelp av informasjonen de mottar fra CLS. For det første får oppgjørsmedlemmene tilgang til informasjon i realtid om egne transaksjoner som skal gjøres opp. Dette vil blant annet gjøre det mulig å korrigere feil som blir avdekket når CLS avstemmer og godkjenner transaksjonene før oppgjøret. Risikoen for en uventet posisjon i en valuta på grunn av at en handel faller, blir dermed redusert. For det andre

Ramme 4. I/O-swapper

Ordningen med I/O-swapper innebærer at bankene handler ned sine posisjoner ved å bytte valuta innenfor CLS, mens valutaene blir byttet tilbake utenfor CLS samme dag.

Ved bruk av I/O-swapper kan bankenes nettoposisjoner handles ned til et ønsket nivå. Bankene gir melding til CLS om hvor store eksponeringsgrenser de vil gi de andre bankene, og det fastsettes en minimumsgrense for størrelsen på I/O-swappene. CLS beregner på bakgrunn av dette hvilke swapper som skal inngås og mellom hvilke deltakere. Deltakelse i ordningen er i utgangspunktet frivillig, men banker som deltar kan bare trekke seg fra swaphandlene hvis det har oppstått feil. I/O-swappene inngås bilateralt mellom deltakerne i ordningen, men deltakerne kan ikke selv velge motpart. De bilaterale linjene blir derfor trolig satt etter samme prinsipper som kreditlinjer.

Fordelen med I/O-swapper er at de reduserer bankenes likviditetsbehov. En ulempe ved løsningen er at en viss kredittrisiko blir gjeninnført i valutaoppgjøret fordi valutabyttet blir reversert utenfor CLS. Hvor store beløp dette dreier seg om, avhenger av de fastsatte minimumsgrensene for I/O-swappene, som gjenspeiler hvor langt ned oppgjørsmedlemmene vil handle sine posisjoner. Erfaringen hittil viser at om lag 6 prosent av total omsetning blir gjort opp utenfor CLS.

Ordningen med I/O-swapper ble i utgangspunktet innført på midlertidig basis for å lette bankenes likviditetsstyring i forbindelse med overgangen til CLS. Flere sentralbanker og banker har pekt på at ordningen ikke er ønskelig, fordi den gjeninnfører kredittrisiko. Blant annet innenfor ESB arbeides det derfor for å finne fram til løsninger som reduserer bankenes likviditetsbehov uten å innebære kredittrisiko. På sikt kan det bli aktuelt å innføre in/in-swapper, det vil si en løsning hvor handelen blir reversert innenfor CLS samme dag, og å avvikle ordningen med I/O-swapper

leverer CLS en innbetalingsplan til oppgjørsmedlemmene åtte timer før de første innbetalingene skal gjøres. Denne planen omfatter både oppgjørsmedlemmet og tilknyttede tredjeparters forpliktelser, og vil i utgangspunktet bare bli endret dersom begge partene i en handel avtaler å trekke transaksjonene fra oppjøret eller dersom partene handler ned sine posisjoner med in/out-swapper. Oppgjørsmedlemmet vil dermed ha oversikt over sitt likviditetsbehov knyttet til valutahandel i alle valutaene som gjøres opp i CLS.

4.4 Tredjeparter og likviditetsrisiko

Dersom et oppgjørsmedlem ikke innfrir sine forpliktelser overfor CLS, kan dette føre til at både oppgjørsmedlemmets egne og tilknyttede tredjeparters transaksjoner ikke blir gjort opp. For risikonivået i CLS er det derfor viktig at tredjeparter og eventuelle brukermedlemmer knytter seg til solide og likvide oppgjørsmedlemmer. Tredjeparter har dessuten ikke direkte tilgang til informasjon fra CLS, og er dermed avhengige av at oppgjørsmedlemmene har effektive løsninger for å gi tredjeparter informasjon om oppgjørene. Lav risiko vil derfor også avhenge av tredjeparters og brukermedlemmers tilpasning, selv om de ikke er direkte ansvarlig for å gjøre innbetalinger til systemet.

4.5 Enklere tilgang til intradaglikviditet

CLS har skapt større behov for at bankene har tilgjengelig likviditet på bestemte tidspunkt gjennom dagen. En mulig konsekvens av dette er at det blir etablert løsninger som gjør det mulig for multinasjonale banker å flytte likviditet mellom ulike land innen knappe tidsfrister. På denne måten kan det sikres at en bank har nok likviditet i en valuta forutsatt at den er likvid i andre valutaer. Andelseierne i CLS har utredet ulike ordninger som kan gjøre det lettere å flytte likviditet over grensene. To ulike løsninger kan være aktuelle. Den første er at det blir etablert løsninger som gjør det mulig å flytte sikkerhet intradag mellom ulike sentralbanker, og den andre at det utvikles metoder for å flytte innskudd raskt fra en sentralbank til en annen. Sistnevnte løsning vil være enklest å implementere, og er i prinsippet lik den løsningen som er valgt for flytting av likviditet mellom sentralbankene i Skandinavia, jf. ramme 3.

Behovet for likviditet innenfor bestemte tidsfrister gjennom dagen kan også bidra til at det oppstår et intradagmarked for likviditet. Banker som må overholde en innbetalingsfrist i en valuta, vil kunne ta opp lån hos andre banker og betale tilbake samme dag. En viktig premisse for et slikt opplegg er at sentralbankene ikke gir renter på innskudd eller krever renter for lån gjennom dagen. For banker som tilbyr intradaglån innebærer dette at likviditeten ofte ikke vil ha en alternativ anvendelse, mens det for etterspørre innebærer at det først vil være aktuelt å låne hos andre banker etter at lånemulighetene i sentralbanken er uttømt. Dette kan tilsi at bankene må ha et høyt likviditetsbehov før et slikt marked oppstår, og at lånene trolig vil bli gitt til gunstige betingelser hvis låntaker blir ansett for å være en solid bank. Hvordan et slikt marked ellers vil fungere er uklart, men det antas å være en fordel om konvensjonene og reglene blir harmonisert i ulike valutaer.

5 Omsetningen i CLS

Både for å oppnå den tiltenkte reduksjonen i valutaoppgjøringsrisiko og for å være økonomisk bærekraftig er CLS avhenging av en høy omsetning. Som nevnt ble CLS etablert av om lag 70 av de største valutabankene, og disse tok i bruk systemet for oppgjør av sin valutahandel relativt raskt etter at det ble satt i drift høsten 2002. Systemet oppnådde dermed en betydelig omsetning i løpet av de første månedene, jf. figur 4. Veksten i omsetningen har avtatt etter den innledende fasen. Den daglige omsetningen i januar 2004 tilsvarte om lag 1200 milliarder USD.

Ut fra en sammenligning med handelstall som ble samlet inn i regi av BIS i 2001, anslås det at i overkant av 50 prosent av den totale handelen med valuta blir gjort opp i CLS.⁶ Det knytter seg betydelig usikkerhet til dette anslaget, blant annet fordi bankenes handel med valuta kan ha endret seg siden 2001. BIS vil imidlertid gjennomføre en ny kartlegging i 2004, og dette vil gjøre det mulig å sammenligne oppgjørstallene fra CLS med nye handelstall. Det vil imidlertid fremdeles være usikkerhet knyttet til et slikt anslag.

5.1 Fortsatt vekst i omsetningen i CLS

Fortsatt vekst i CLS kan oppnås ved at nye valutaer blir inkludert, ved at mindre banker blir deltakere og ved at nye typer institusjoner tar CLS i bruk. Det foreligger planer om å inkludere hongkongdollar, newzealandske dollar, koreanske won og sørafrikanske rand i løpet av 2004. Veksten som nye valutaer kan gi, er imidlertid begrenset ved at de største valutaene allerede er inkludert. Nye banker kan ta i bruk CLS som oppgjørsmedlemmer, brukermember eller tredjeparter. Banker kan også delta som fjerdeparter, det vil si knyttes til systemet via en tredjepart. Ettersom kostnadene ved å bli oppgjørsmedlemmer er betydelige, og ettersom de stør-

ste bankene allerede er tilknyttet CLS, vil videre vekst mest sannsynlig komme via nye banker som slutter seg til som tredjeparter eller brukermember. Erfaringene hittil viser at bankene velger å bli tredjeparter, og det har vært en betydelig vekst i antall banker med en slik tilknytningsform i løpet av 2003, jf. figur 5. Denne veksten antas å ville fortsette i 2004.

Hittil har fokuset vært rettet mot å knytte banker til CLS som oppgjørsmedlemmer eller tredjeparter, men bedrifter og særlig fondsforvaltere står for en betydelig andel av valutahandelen. I oktober 2003 ble det foretatt endringer i systemet som gjør CLS bedre egnet til å håndtere oppgjør av fondsforvalteres valutahandel, og dette øker muligheten for at de vil velge å gjøre opp sin valutahandel i CLS. CLS har tilkjennegitt ambisjoner om også å kunne gjøre opp andre typer transaksjoner, men etablering av løsninger for dette ligger trolig lenger fram i tid, jf. avsnitt 6.3.

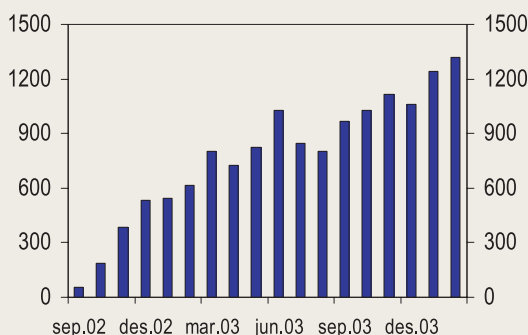
6 Utviklingstrekk og mulige effekter av CLS

CLS har medført etablering av en omfattende infrastruktur for oppgjør av valutahandelen. Kostnadene knyttet til dette tilsier at systemet bør ha stor oppslutning. Med en stor oppslutning kan CLS imidlertid få effekter på valutahandelen eller det finansielle systemet som ikke er direkte knyttet til reduksjon av bankenes valutaoppgjøringsrisiko.

6.1 Effekter på bankenes valutahandel

CLS kan få betydning for hvilke motparter bankene velger i valutahandelen og til hvilke betingelser kontrakter blir inngått. Mellomstore banker har allerede antydning at de lettere finner motparter når de deltar i CLS. Dette kan forklares med at de utgjør en mindre risiko for motpart-

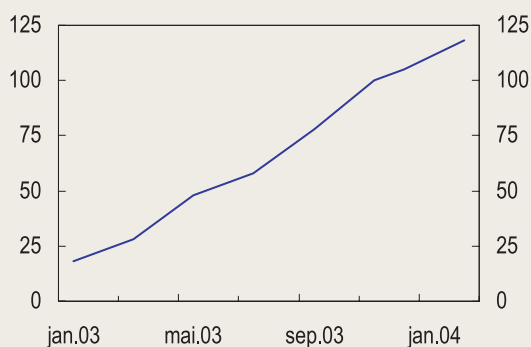
Figur 4 Daglig gjennomsnittlig omsetning i CLS i milliarder USD-ekvivalenter. September 2002–februar 2004



Omsetningen fra september 2002 til og med oktober 2003 og fra november 2003 til februar 2004 er hentet fra to ulike kilder.

Kilde: CLS og Norges Bank

Figur 5 Utviklingen i antall tredjeparter i CLS



Kilde: CLS

⁶ Omsetningstallene fra CLS er oppgitt for hver valuta. Fordi det er to valutaer involvert i alle handle, innebærer dette at tallet som oppgis for totalomsetningen er det dobbelte av den faktiske omsetningen.

ene når de er CLS-deltakere. Det kan ikke utelukkes at enkelte banker vil begynne å operere med kjøps- og salgskurser som avhenger av om en bank deltar i CLS eller ikke. Hvis hoveddelen av handlene blir gjort opp innenfor systemet, vil det i tillegg til høyere risiko trolig innebære et merarbeid å handle med motparter som gjør opp på andre måter. Større differanse mellom kjøps- og salgspris til banker utenfor CLS vil dermed inkludere en premie for ekstra kostnader og risiko. Med en slik utvikling kan det også bli en polarisering av valutamarkedet. Banker med en viss omsetning blir deltakere i systemet, mens andre banker reduserer aktiviteten sin til et lavere nivå. Sannsynligheten for at det oppstår en slik todelt prisstruktur i markedet avhenger trolig av at CLS får en mer dominerende rolle i valutaoppgjøret enn de har i dag.

For aktører som har en så begrenset handel i valuta at en tilknytning til CLS ikke er hensiktsmessig, er det dessuten mulig å benytte andre metoder for å oppnå redusert risiko. Dette kan for eksempel være å sikre at eksponeringer blir målt og overvåket, og påse at motpartenes eksponeringer ikke overstiger de grensene som er satt. Risikoen kan også begrenses ved sikkerhetsstillelse eller ved at det inngås juridisk bindende netting-avtaler. En nærmere veiledning om håndtering av valutaoppgjørssisiko er gitt av Baselkomitéen for banktilsyn, jf. BIS (2000).

6.2 Valutaer i og utenfor CLS

Det kan tenkes at enkelte valutaer ikke får adgang til å delta i CLS fordi dette ikke vurderes som lønnsomt. Opptak av nye valutaer innebærer blant annet en prosess med omfattende testing som alle oppgjørssmedlemmer må ta del i, og det har allerede vært en viss motstand mot å inkludere mindre valutaer. Det kan imidlertid oppfattes som en konkurransemessig ulempe å ikke kunne tilby risikofritt oppgjør. Handel i valutaer som står utenfor CLS vil kunne innebære høyere risiko og tungvinte rutiner for bankene, og det kan ikke utelukkes at omsetningene i slike valutaer vil bli påvirket av dette.

Det stilles som nevnt krav knyttet til likviditet, historisk volatilitet og konvertibilitet for at en valuta skal kunne inkluderes i CLS. Flere av disse kravene har bakgrunn i at CLS tilbyr PvP i valutaoppgjøret. En mulig utvikling på sikt kan være at det inkluderes enkelte valutaer som ikke tilfredsstiller slike krav, men at det til gjengjeld ikke tilbys PvP i oppgjør hvor disse valutaene inngår. Bankene vil da ikke være fullt ut beskyttet mot Herstattisiko, men CLS vil kunne bidra til å gjøre bankenes operasjonelle rutiner enklere og sikrere. For valutaer med lav omsetning kan imidlertid selv en begrenset tilknytning til CLS være uaktuell.

6.3 CLS på nye områder

CLS ble etablert for å begrense bankenes kredittrisiko

knyttet til valutaoppgjøret og forutsatte omfattende investeringer i systemutvikling og ny infrastruktur. For å oppnå høyere avkastning på investeringene vurderes mulighetene for å kunne benytte systemet til nye typer tjenester. Eksempler på slike tjenester kan være oppgjør av rene betalinger i fremmed valuta og tjenester knyttet til oppgjør av grensekryssende verdipapirhandel. Dette vil kunne redusere aktørenes risiko, gjøre det mulig å legge om til mer effektive rutiner og bedre informasjonen knyttet til ulike finansielle transaksjoner. På den annen side er slike tjenester ikke direkte knyttet til bankenes valutaoppgjørssisiko. En utvikling som innebærer at CLS ekspanderer sin virksomhet på nye områder, kan få som konsekvens at CLS blir en svært sentral tjenestetilbyder for det finansielle markedet. Det kan derfor ikke utelukkes at det på sikt kan bli reist spørsmål om uheldige sider ved at et selskap får en så sentral rolle i den internasjonale finansielle infrastrukturen.

En særskilt problemstilling i denne sammenhengen er sentralbankenes rolle i forhold til CLS. Etableringen av systemet er initiert av og drevet fram av den private banknæringen, men i nært samarbeid med sentralbankene for de involverte valutaene. Sentralbankene har lagt ned betydelige ressurser for å tilrettelegge for deltakelse, og har gitt CLS adgang til sine oppgjørssystemer på særskilte vilkår. Det er også sentralbankene som formelt godkjenner at respektive nasjonale valutaer blir inkludert i systemet, og som har ansvaret for å føre tilsyn med det. Enkelte sentralbanker vurderer dessuten å knytte seg til CLS for å kunne gjøre opp egne valutahandler. I denne sammenhengen kan det reises spørsmål ved om en så omfattende involvering fra sentralbankenes side kan bidra til å skape uklarhet omkring banknæringens ansvar for CLS.

7 Oppsummering

Med CLS er det innført Payment versus Payment i valutaoppgjøret, og bankenes kredittrisiko knyttet til handler som blir gjort opp innenfor dette systemet, er med dette fjernet. Etter halvannet års drift står systemet for oppgjør av om lag halvparten av bankenes handel med valuta, og inkludering av nye valutaer og nye deltakere vil trolig føre til en fortsatt økning i omsetningen. Kredittrisikoen knyttet til bankenes valutaoppgjør er dermed blitt vesentlig redusert som følge av etableringen av CLS.

CLS garanterer bare for oppgjør av transaksjonene hvis bankene innfrir sine innbetalingsforpliktelser. Hvis transaksjoner blir avvist fordi en bank ikke oppfyller innbetalingsforpliktelsene, kan dette påvirke likviditetssituasjonen til andre banker, og på denne måten kan likviditetsproblemer spre seg gjennom systemet. Erfaringene hittil har imidlertid vært gode, og det er etablert mekanismer som reduserer bankenes likviditetsbehov i forbindelse med valutaoppgjøret. Samlet sett er det der-

for rimelig å anta at bankenes likviditetsrisiko er blitt redusert som følge av etableringen av CLS.

Den operasjonelle risikoen kan derimot tenkes å ha økt. Systemet forutsetter at avanserte tekniske løsninger fungerer både hos CLS sentralt, hos sentralbankene og hos bankene som er tilknyttet. Sammen med stramme frister for innbetaling av likviditet kan dette medføre at en eventuell operasjonell svikt får betydelig konsekvenser. For å oppnå den risikoreduksjonen som er tilsiktet, er det derfor avgjørende at sentralbankene, banknæringen og CLS har sterkt fokus på operasjonell stabilitet i CLS og hos alle aktører som er tilknyttet.

Som et ledd i arbeidet for å fremme finansiell stabilitet har Norges Bank i likhet med andre sentralbanker generelt stilt seg positiv til tiltak for å redusere valutaoppgjørslrisikoen, og har som en følge av dette deltatt aktivt i arbeidet for å inkludere norske kroner i CLS. På sikt kan det tenkes at det oppstår enkelte nye problemstillinger hvis systemet får en svært dominerende rolle i den finansielle infrastrukturen. Dette kan særlig være tilfellet hvis CLS utvider sin aktivitet til å omfatte tjenester som ikke er direkte knyttet til å redusere bankenes valutaoppgjørslrisiko. I denne sammenheng er det relevant å peke på at norske kroner er en liten valuta sammenlignet med de fleste valutaene som gjøres opp i CLS. Norske aktører kan, i likhet med representanter for andre små valutaer, tenkes å ha begrenset mulighet til å påvirke utviklingen av systemet i fremtiden. Gjennom fortsatt deltakelse i undergruppen av Committee on Payment and Settlement Systems som arbeider med CLS-spørsmål, og ved å ta del i det tilsynssamarbeidet som er opprettet, vil Norges Bank imidlertid søke å bidra til en fortsatt positiv utvikling av rammebetingelsene omkring CLS.

Referanser:

Allsopp, Peter (2002): «The future of foreign exchange transactions: continuous linked settlement». *Central Banking Publications*, mars 2002.

BIS (1989): *Report on Netting Schemes* (Angell), februar 1989.

BIS (1990): *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes* (Lamfalussy), november 1990.

BIS (1993): *Central Bank Payment and Settlement Services with respect to Cross-Border and Multi-Currency Transactions* (Nöel), september 1993.

BIS (1996): *Settlement Risk In Foreign Exchange Transactions* (Allsopp), mars 1996.

BIS (1998): *Reducing Foreign Exchange Risk: A Progress Report*, juli 1998.

BIS (2000): *Supervisory Guidance for Managing Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions*, september 2000.

BIS (2002): «Foreign exchange and derivatives market activity in 2001». *Triennial Central Bank Survey*, mars 2002.

CLS hjemmeside: <http://www.cls-services.com> (web-siden inneholder mye relevant informasjon)

Nytt på nett fra Norges Bank

Dokumenter mv. lagt ut på Norges Banks web-sider (www.norges-bank.no) i tiden fra forrige nummer av Penger og Kreditt fram til 16. mars 2004:

Rapporter

Penger og Kreditt 4/2003 (16. desember 2003)

Forvaltning av Norges Banks valutareserver. Rapport for tredje kvartal 2003 (13. januar 2004)

Economic Bulletin 4/2003 (6. februar)

Occasional paper no. 32: «Explaining movements in the Norwegian exchange rate» (13. februar 2004)

Årsrapport for Statens petroleumsfond. (3. mars 2004)

Forventningsundersøkelse 1. kvartal 2004. (Lenke til TNS Gallup) (3. mars 2004)

Inflasjonsrapport 1/2004 (11. mars 2004)

Strateginotat 3/03. Gjennomføringen av pengepolitikken fram til mars 2004 (11. mars 2004)

Rapport fra regionalt nettverk – mars 2004 (12. mars 2004)

Taler og foredrag

Global infrastructures are becoming a reality. What are the industry consequences?

(Foredrag av Visesentralbanksjef Jarle Bergh på Global Electronic Payments Conference, i London, 20–21. januar 2004). Kun engelsk tekst

Fleksibel inflasjonsstyring (*Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Bergo ved Samfunnsøkonomenes Forenings Valutaseminar på Gausdal, 23. januar 2004*)
Økonomiske perspektiver (*Sentralbanksjef Svein Gjedrems årstale, 19. februar 2004*)

Brev og uttalelser avgitt av Norges Bank

Høring – utkast til forskrift om fripoliseregister (*Norges Banks brev av 13. januar 2004 til Finansdepartementet*)
Høring – utkast til forskrift om forvalterregistrering i verdipapirregistre for finansielle instrumenter (*Norges Banks brev av 15. januar 2004 til Finansdepartementet*)
Høring – Forskrift om beregning av fradrag i pensjonsytelsene for ytelser fra folketrygden (*Norges Banks brev av 29. januar 2004 til Finansdepartementet*)
Høring – NOU 2003:28 fra Banklovkommisjonen (*Norges Banks brev av 6. februar 2004 til Finansdepartementet*)
Høring – forslag til forskrift om kredittforetak som utsteder obligasjoner med særskilt sikkerhet (*Norges Banks brev av 8. mars 2004 til Finansdepartementet*)

Rundskriv

Nr. 8/2003. Auksjonskalendere og opplegg for statspapirene (*17. desember 2003*)
Nr. 1/2004. Opphevelse av Norges Banks forskrift om valutaregulering (*15. januar 2004*)

Pressemeldinger

Penger og Kreditt nummer 4/2003 (*16. desember 2003*)
Norges Bank reduserer sine rentesatser overfor bankene (*17. desember 2003*)
Direktør Jon A. Solheim ny eksekutivdirektør i IMF (*22. desember 2003*)
Penge- og kredittstatistikk (*30. desember 2003*)
Norges Bank har solgt deler av gullreserven, men beholder myntene fra «gulltransporten» (*28. januar 2004*)
Norges Bank reduserer sine rentesatser overfor bankene (*28. januar 2004*)
Penge- og kredittstatistikk (*2. februar 2004*)
Myntverkssamlingen blir på Kongsberg (*19. februar 2004*)
Norges Banks regnskap for 2003 (*19. februar 2004*)
Penge- og kredittstatistikk (*26. februar 2004*)
Petroleumsfondets avkastning 12,6 prosent i 2003 (*3. mars 2004*)
Norges Bank reduserer styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 1,75 prosent (*11. mars 2004*)

Videoopptak fra pressekonferanser

Rentebeslutning (*17. desember 2003*)
Rentebeslutning (*28. januar 2004*)
Statens petroleumsfond. Presentasjon av Årsrapport 2003 (*3. mars 2004*)
Rentebeslutning/Inflasjonsrapport (*11. mars 2004*)

Working Papers og reprints

Working paper 2003/11. Kjerst-Gro Lindquist: Banks' buffer capital: How important is risk?
Working paper 2004/1. Tommy Sveen og Lutz Weinke: Pitfalls in the modelling of forward-looking price setting and investment behaviour.
Working paper 2004/2. Olga Andreeva: Aggregate bankruptcy probabilities and their role in explaining banks' loan losses.
Working paper 2004/3. Tommy Sveen og Lutz Weinke. New perspectives on capital and sticky prices

Annet

Figurer til hovedstyrets rentemøte 18. desember 2003
Figurer til pressekonferanse om rentebeslutning 18. desember 2003
Figurer til hovedstyrets rentemøte 28. januar 2004
50-kroneseddelen oppgraderes/ekthetskriterier for den oppgraderte seddelen. 19. januar 2004
Endringene i sentralbankloven i kraft 1. januar 2004. Melding 5. januar 2004
Figurer til hovedstyrets rentemøte 11. mars 2004
Figurer til pressekonferanse om rentebeslutning 11. mars 2004

Oversikt over virkemiddelbruk overfor bankene

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. 17. mars 2004.

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⁾	
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
	16.–31.	–	–	0,0	–	–	30,5	5,56	24,5
April	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	–	24,9
	16.–30.	–	–	0,0	–	–	–	–	20,2
Mai	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	–	26,6
	16.–31.	–	–	0,0	2,5	5,07	–	–	14,0
Juni	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	–	17,9
	16.–30.	–	–	0,0	–	–	–	–	30,9
Juli	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	–	47,6
	16.–31.	–	–	0,0	–	–	–	–	29,8
August	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	–	34,7
	16.–31.	–	–	0,0	–	–	–	–	32,3
September	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	–	48,5
	16.–30.	–	–	0,0	–	–	–	–	27,6
Oktober	1.–15.	–	–	0,1	12,4	2,60	–	–	14,8
	16.–31.	–	–	0,0	4,0	2,62	–	–	13,8
November	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	–	23,2
	16.–30.	–	–	0,1	21,7	2,56	–	–	16,1
Desember	1.–15.	–	–	0,0	19,8	2,53	–	–	16,4
	16.–31.	–	–	0,0	10,4	2,33	–	–	22,1
2004									
Januar	1.–15.	–	–	0,0	3,2	2,33	–	–	32,5
	16.–31.	–	–	0,0	2,3	2,29	–	–	17,1
Februar	1.–15.	–	–	0,0	–	–	–	–	26,3
	16.–29.	–	–	0,0	–	–	–	–	23,3
Mars	1.–15.	–	–	0,0	1,1	1,78	–	–	37,2

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
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%
06.03.03–30.04.03:	7,50%	7,8%	5,50%	5,6%
01.05.03–25.06.03:	7,00%	7,2%	5,00%	5,1%
26.06.03–13.08.03:	6,00%	6,2%	4,00%	4,1%
14.08.03–17.09.03:	5,00%	5,1%	3,00%	3,0%
18.09.03–17.12.03:	4,50%	4,6%	2,50%	2,5%
18.12.03–28.01.04:	4,25%	4,3%	2,25%	2,3%
29.01.04–11.03.04:	4,00%	4,1%	2,00%	2,0%
12.03.04–	3,75%	3,8%	1,75%	1,8%

Forskrifter og virkemidler med hjemmel i sentralbankloven Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank

f.o.m. 1.6.01 (Se rundskriv nr. 4/18. mai 2001 og nr. 3/26. 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:

- Obligasjoner og sertifikater utstedt eller garantert av stater og lokale myndigheter innenfor OECD-området.
- Obligasjoner og sertifikater utstedt av foretak innenfor OECD-området
- Eierandeler i verdipapirfond
- F-innskudd
- 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.

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. håndsmarkedet 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. håndsmarkedet 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. Beholdningstill 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)

	31.10.2003	30.11.2003	31.12.2003	31.01.2004	29.02.2004
EIENDELER					
Utenlandske fordringer	245 482	237 362	250 975	263 087	287 787
Internasjonale reserver	245 450	237 331	250 941	263 052	287 749
Andre fordringer	32	31	33	35	38
Plasseringer for Statens petroleumsfond	828 934	824 354	844 587	905 626	928 081
Innenlandske fordringer og anleggsmidler	30 691	50 557	39 195	29 593	29 199
Verdipapirer	26 115	23 174	23 281	23 226	23 508
Utlån	552	24 563	12 552	537	529
Andre fordringer	2 557	1 362	1 901	4 378	3 708
Varige driftsmidler	1 468	1 458	1 461	1 453	1 455
Kostnader	141 818	130 740	174 151	55 854	73 126
SUM EIENDELER	1 246 925	1 243 013	1 308 907	1 254 160	1 318 193
GJELD OG EGENKAPITAL					
Utenlandsk gjeld	55 709	50 883	51 963	54 569	74 637
Innskudd	380	261	256	607	606
Innlån	53 605	48 938	49 776	51 970	72 044
Annen gjeld	27	30	267	242	240
Motverdi av spesielle trekkrettigheter IMF	1 697	1 654	1 664	1 750	1 747
Innskudd Statens petroleumsfond	828 934	824 354	844 587	905 626	928 081
Innenlandsk gjeld	174 056	193 942	191 993	180 595	182 411
Sedler og mynt i omløp	40 816	41 806	46 249	42 801	42 224
Innskudd fra statskassen	109 987	132 138	108 586	104 860	102 734
Øvrige innskudd	17 469	13 082	28 343	16 151	28 932
Innlån	4 693	5 824	8 229	15 456	5 810
Annen gjeld	1 092	1 094	586	1328	2 712
Egenkapital	25 439	25 439	46 213	46 213	46 213
Kursreguleringer	120 183	102 179	123 469	62 941	78 256
Inntekter	42 603	46 216	50 682	4 217	8 595
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	1 246 925	1 243 013	1 308 907	1 254 160	1 318 193
Forpliktelser					
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	310	310	275	275	275
Internasjonale reserver:					
Derivater og terminkontrakter solgt	60 727	56 849	53 004	60 037	61 937
Derivater og terminkontrakter kjøpt	61 048	59 802	55 485	59 296	59 227
Statens petroleumsfond:					
Derivater og terminkontrakter solgt	211 081	234 525	236 920	252 809	268 323
Derivater og terminkontrakter kjøpt	211 375	248 329	248 582	251 607	256 230
Rettigheter ¹⁾					
Internasjonale reserver:					
Opsjoner solgt	-1	1	646	3 603	3 449
Opsjoner kjøpt	1	2	647	3 483	4 270
Statens petroleumsfond:					
Opsjoner solgt	-8	5	4 324	24 072	23 044
Opsjoner kjøpt	10	12	4 331	23 298	28 542

¹⁾ Opsjoner er presentert med markedsverdi av de underliggende instrumentene fra og med desember 2003.

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

	31.10.2003	30.11.2003	31.12.2003	31.01.2004	29.02.2004
Gull	3 037	3 074	3 142	1 905	1 628
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 384	2 351	2 237	2 224	2 246
Reserveposisjon i IMF	7 105	6 711	6 641	6 959	6 858
Lån til IMF	753	728	703	756	751
Bankinnskudd - utlån utenlandske banker	87 306	86 872	92 681	101 129	136 018
Utenlandske statskasseveksler	665	620	744	283	310
Utenlandske statssertifikater	0	95	107	113	92
Utenlandske sertifikater	1 395	1 163	1 315	1 525	1 591
Utenlandske ihendehaverobligasjoner ¹⁾	113 818	110 658	109 063	114 859	105 969
Utenlandske aksjer	29 838	29 485	33 566	35 664	36 633
Opptjente, ikke forfalte renter og kortsiktige fordringer	-851	-4 426	742	-2 365	-4 347
Totalt	245 450	237 331	250 941	263 052	287 749

¹⁾ Inkluderer obligasjoner underlagt gjenkjøpsavtaler.

Kilde: Norges bank

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

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Kassebeholdning og bankinnskudd	2 803	2 284	2 172	2 130	2 561
Utlån i alt	188 076	190 941	190 988	191 526	191 286
Herav:					
Til publikum ¹⁾	185 801	188 608	188 726	189 323	188 598
Fordringer på Stats- og trygdeforvaltningen	-	-	-	-	-
Andre eiendeler	6 193	8 219	6 736	6 699	4 756
Eiendeler i alt	197 072	201 444	199 896	200 355	198 603
Ihendehaverobligasjonslån	34	33	29	29	25
Herav:					
I norske kroner	34	33	29	29	25
I utenlandsk valuta	-	-	-	-	-
Andre lån	187 482	191 156	191 056	191 539	189 764
Herav:					
Fra stats- og trygdeforvaltningen	187 482	191 156	191 056	191 539	189 764
Annen gjeld mv.	5 231	5 921	4 494	5 844	5 459
Aksjekapital, fond mv.	4 325	4 334	4 317	2 943	3 355
Gjeld og egenkapital i alt	197 072	201 444	199 896	200 355	198 603

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Kassebeholdning	5 063	4 030	4 515	4 112	4 980
Innskudd i Norges Bank	57 760	58 547	40 119	34 092	26 784
Innskudd i forretnings- og sparebanker	16 026	17 763	29 494	25 354	19 982
Innskudd i utenlandske banker	29 596	23 390	37 061	32 315	56 636
Statssertifikater	4 289	6 395	8 866	10 469	7 288
Andre sertifikater	15 770	10 034	7 129	7 977	7 394
Statsobligasjoner mv. ¹⁾	3 128	2 576	3 702	4 561	5 529
Andre ihendehaverobligasjoner	93 450	97 752	103 103	98 869	105 734
Lån til utlandet	46 264	49 036	49 951	46 814	51 186
Utlån til publikum	1 096 289	1 117 134	1 144 220	1 163 475	1 185 722
Herav:					
I utenlandsk valuta	81 765	84 446	89 541	88 806	85 731
Utlån til finansieringsforetak og forsikring mv. ²⁾	96 485	96 737	107 062	107 895	108 850
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	671	557	528	286	138
Andre eiendeler ³⁾	104 216	153 201	161 368	162 731	142 360
Eiendeler i alt	1 569 007	1 637 152	1 697 118	1 698 950	1 722 583
Innskudd fra publikum	757 632	758 326	788 394	773 152	785 865
Herav:					
I utenlandsk valuta	20 129	21 768	22 286	23 892	24 001
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	19 369	21 917	33 835	29 953	21 737
Innskudd fra finansieringsforetak og forsikring mv. ²⁾	45 997	45 463	46 820	44 247	47 767
Innskudd fra stats- og trygdeforvaltn. og statlige låneinst.	8 611	9 652	7 341	7 770	10 090
Innlån i form av banksertifikater	78 509	80 638	66 344	66 759	70 673
Lån og innskudd fra Norges Bank	8 812	9 560	7 436	7 224	19 995
Lån og innskudd fra utlandet	213 583	212 076	215 315	199 767	220 247
Annen gjeld	331 113	394 447	423 870	459 640	433 953
Aksje-/grunnfondskapital	28 157	28 399	28 553	28 667	28 530
Avsetninger, fond mv.	72 430	75 076	75 228	75 351	77 066
Nettoinntekt	4 794	1 598	3 982	6 420	6 660
Gjeld og egenkapital i alt	1 569 007	1 637 152	1 697 118	1 698 950	1 722 583
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	125 352	137 522	160 566	154 256	193 506
Gjeld overfor utlandet	370 392	416 204	431 702	434 835	467 225

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)

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl.kommuneforetak	10 107	9 817	8 759	7 965	8 095
Ikke-finansielle foretak ²⁾	358 997	366 176	371 478	364 038	356 290
Husholdninger ³⁾	727 186	741 141	763 983	791 472	821 336
Utlån til publikum i alt	1 096 289	1 117 134	1 144 220	1 163 475	1 185 722
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl.kommuneforetak	43 925	42 627	40 540	39 051	38 456
Ikke-finansielle foretak ²⁾	225 553	219 261	221 815	220 971	234 257
Husholdninger ³⁾	488 154	496 438	526 038	513 129	513 152
Innskudd fra publikum i alt	757 632	758 326	788 394	773 152	785 865

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)

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Kassebeholdning og bankinnskudd	3 089	4 291	5 730	3 613	2 954
Sertifikater	3 504	2 869	5 926	2 626	973
Statsobligasjoner mv. ¹⁾	656	657	941	665	882
Andre ihendehaverobligasjoner	48 002	51 650	57 401	56 802	54 012
Utlån til:					
Finansielle foretak	28 001	30 150	31 018	33 764	37 032
Publikum ²⁾	182 011	187 251	193 656	198 596	210 327
Andre sektorer	9 907	9 435	9 941	9 760	9 193
Andre eiendeler ³⁾	1 063	4 413	5 089	4 833	5 679
Eiendeler i alt	276 233	290 716	309 702	310 659	321 052
Sertifikater	29 981	33 809	37 832	28 173	32 440
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ⁴⁾	63 337	60 466	59 131	58 227	57 544
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ⁴⁾	89 301	95 090	104 622	110 587	110 490
Andre innlån	80 269	83 824	91 765	96 326	102 984
Egenkapital	11 554	12 345	12 709	13 002	12 765
Annen gjeld	1 791	5 182	3 643	4 344	4 829
Sum gjeld og egenkapital	276 233	290 716	309 702	310 659	321 052

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)

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Kassebeholdning og bankinnskudd	1 875	1 651	2 277	2 471	1 867
Sertifikater	97	123	125	99	104
Ihendehaverobligasjoner	0	0	0	0	0
Utlån ¹⁾ (brutto)	86 518	88 923	90 946	91 660	92 990
Herav:					
Utlån til publikum ²⁾ (netto)	83 154	85 722	87 747	88 363	89 309
Utlån til andre sektorer (netto)	3 226	3 018	3 059	3 130	3 503
Andre eiendeler ³⁾	2 249	2 469	2 618	2 390	2 347
Eiendeler i alt	90 739	93 166	95 966	96 620	97 308
Sertifikater	600	0	0	0	0
Ihendehaverobligasjonslån	0	558	533	533	533
Lån fra andre enn banker	10 896	10 996	11 161	10 824	10 163
Lån fra banker	62 830	64 446	67 531	67 649	69 383
Annen gjeld mv.	8 786	9 356	8 604	9 146	7 937
Kapital, fond mv.	7 627	7 810	8 137	8 468	9 292
Gjeld og egenkapital i alt	90 739	93 166	95 966	96 620	97 308

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)

	30.09.2002	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003
Kassebeholdning og bankinnskudd	14 956	21 163	16 066	15 204	13 998
Norske sertifikater	33 146	37 337	36 903	29 537	32 025
Utenlandske staskasseveksler og sertifikater	7 735	13 084	11 667	9 133	5 071
Norske ihendehaverobligasjoner	112 449	121 379	131 346	139 788	144 077
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	105 789	96 277	99 165	104 317	104 633
Norske aksjer, andeler, grunnfondsbevis, eierinteresser	32 295	32 730	31 619	35 454	39 528
Utenlandske aksjer, andeler, grunnfondbevis, eierinteresser	33 189	30 236	32 838	40 229	41 892
Utlån til publikum ¹⁾	23 201	23 123	23 827	23 661	23 598
Utlån til andre sektorer	680	656	680	664	693
Andre spesifiserte eiendeler	56 971	54 315	56 060	54 847	55 798
Eiendeler i alt	420 411	430 300	440 171	452 834	461 313

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 9. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30.09.2002	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003
Kassebeholdning og bankinnskudd	7 285	7 861	7 835	7 220	6 722
Norske sertifikater	6 055	7 949	10 707	12 330	13 681
Utenlandske sertifikater	862	860	927	951	1 193
Norske ihendehaverobligasjoner	15 730	14 752	13 880	14 679	14 857
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	14 582	14 138	13 758	14 765	12 475
Norske aksjer, andeler, grunnfondsbevis, eierinteresser	7 312	6 804	6 752	7 153	7 300
Utenlandske aksjer, andeler, grunnfondbevis, eierinteresser	7 715	3 960	4 999	5 529	6 140
Utlån til publikum ¹⁾	875	918	1 021	1 129	1 173
Utlån til andre sektorer	138	212	281	278	264
Andre spesifiserte eiendeler	41 499	40 541	44 959	45 414	44 949
Eiendeler i alt	102 053	97 995	105 119	109 448	108 754

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

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

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Bankinnskudd	3 564	4 107	5 658	4 484	5 334
Statssertifikater mv. ¹⁾	2 372	4 099	5 292	5 855	4 356
Andre norske sertifikater	21 812	20 794	21 031	21 766	24 555
Utenlandske sertifikater	235	0	0	0	0
Statsobligasjoner mv. ²⁾	3 521	3 504	4 121	4 080	4 149
Andre norske obligasjoner	26 235	25 060	26 048	24 851	25 756
Utenlandske obligasjoner	2 665	0	0	0	0
Norske aksjer	19 385	16 401	20 564	23 073	28 628
Utenlandske aksjer	26 796	31 423	38 237	43 076	52 141
Andre eiendeler	2 597	2 566	2 956	3 179	3 643
Eiendeler i alt	109 182	107 955	123 907	130 365	148 561

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)

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Stats- og trygdeforvaltningen	422	488	639	630	676
Banker	2 869	2 080	2 452	1 901	981
Andre finansforetak	14 504	11 618	14 329	15 845	22 141
Kommuneforvaltning og -foretak	8 674	8 914	10 158	10 110	10 889
Andre foretak	21 733	21 046	23 099	24 070	27 220
Husholdninger	56 111	57 907	66 625	70 785	78 629
Utlandet	2 900	3 937	4 641	5 062	6 061
Andelskapital i alt	107 213	105 990	121 944	128 401	146 597

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

Verdipapirstatistikk

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

Eiersektorer	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Stats- og trygdeforvaltningen	214 025	196 897	230 564	228 580	279 981
Norges Bank	0	0	2	2	3
Statlige låneinstitutter	13	14	14	18	20
Banker					12 980
Sparebanker	3 007	2 886	3 176	3 350	
Forretningsbanker	6 834	18 007	18 521	10 731	
Forsikringsselskaper	19 756	17 917	21 053	23 254	27 214
Kredittforetak	71	34	32	30	7
Finansieringsselskaper	3	2	2	2	2
Verdipapirfond	21 637	18 491	23 310	26 280	31 769
Andre finansielle foretak	49 245	47 802	48 594	48 764	49 070
Kommuneforvaltning og -foretak	3 355	3 182	3 805	3 890	4 765
Statsforetak	8 340	7 830	6 354	6 677	6 755
Andre private foretak	129 578	117 654	137 008	143 478	145 887
Lønnstakere mv.	41 941	40 108	44 307	47 553	47 000
Andre husholdninger	1 918	1 791	2 005	1 981	2 234
Utlandet	186 552	151 501	193 777	209 647	228 064
Ufordelt	943	705	487	720	543
I alt	687 217	624 820	733 011	754 955	836 296

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Banker					27 512
Sparebanker	11 284	11 284	11 422	11 511	
Forretningsbanker	15 595	15 845	15 845	15 845	
Forsikringsselskaper	2 525	2 525	2 525	2 528	2 530
Kredittforetak	2 194	2 194	2 194	2 194	2 194
Finansieringsselskaper	5	5	5	5	5
Andre finansielle foretak	20 048	20 238	20 114	20 092	16 861
Kommuneforvaltning og -foretak	2	2	2	2	2
Statsforetak	18 468	18 268	18 268	18 268	18 273
Andre private foretak	44 817	46 108	49 646	45 814	45 220
Utlandet	5 489	5 716	5 631	5 422	5 224
Ufordelt	0	0	0	4	0
I alt	120 426	122 184	125 652	121 684	90 309

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)

4. kvartal 2003

Utstedersektorer	Kjøper-/selgersektorer																
	Stats- og trygde- forv.	Norges Bank	Statl.- låne- inst.	Banker	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⁾
Banker	-12	0	0	1 696	-141	0	-1	43	183	-8	-5	-270	-217	-2	-100	1	1 169
Forsikringsselsk.	0	0	0	-1	-4	0	0	32	-8	9	0	48	8	0	-6	2	80
Kredittforetak	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
Andre finansielle foretak	1 551	0	0	-763	187	-3	0	-119	-11	-21	-101	-1 338	-141	-129	917	-7	24
Kommuneforv. og -foretak	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-93	0	0	1	0	-1	93	0
Statsforetak	-7 898	0	0	-362	453	-12	0	239	86	71	-16	572	216	32	6 698	14	92
Andre priv. foretak	-1 198	2	5	773	623	-38	0	448	-1 817	362	-2 636	9 354	-1 345	-121	5 755	145	10 311
Utlandet	-55	0	0	6 160	-251	0	0	-981	-870	-8	-6	-1 610	-403	-39	-1 438	5	505
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	-7 611	2	5	7 504	866	-53	-1	-339	-2 438	313	-2 763	6 756	-1 880	-259	11 825	253	12 179

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)

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Stats- og trygdeforvaltningen	26 709	24 658	25 942	27 183	28 630
Norges Bank	7 034	6 765	3 863	8 275	6 549
Statlige låneinstitutter	166	162	145	141	126
Banker					83 504
Sparebanker	33 813	34 185	37 036	34 638	
Forretningsbanker	44 209	42 956	49 945	45 872	
Forsikringsselskaper	182 923	195 999	204 979	208 000	213 906
Kredittforetak	14 968	15 084	17 522	16 348	16 912
Finansieringsselskaper	67	65	58	63	61
Verdipapirfond	28 227	30 124	31 639	30 387	30 897
Andre finansielle foretak	4 061	7 650	7 993	8 245	5 231
Kommuneforvaltning og -foretak	18 591	20 350	22 568	22 801	23 283
Statsforetak	2 951	3 060	2 976	2 813	6 087
Andre private foretak	22 092	23 544	25 578	23 075	24 451
Lønnskakere mv.	16 512	16 987	17 232	18 125	20 134
Andre husholdninger	5 042	5 846	6 341	6 436	6 933
Utlandet	66 810	72 625	71 333	74 887	78 992
Ufordelt	574	580	216	270	216
I alt	474 748	500 640	525 366	527 559	545 910

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Stats- og trygdeforvaltningen	124 640	139 843	144 841	149 395	152 392
Statlige låneinstitutter	199	194	173	169	148
Banker					159 244
Sparebanker	77 604	81 534	90 704	88 407	
Forretningsbanker	68 756	70 310	68 764	70 132	
Forsikringsselskaper	435	435	435	317	317
Kredittforetak	70 703	66 840	64 573	62 856	62 854
Finansieringsselskaper	500	500	500	500	500
Andre finansielle foretak	3 796	3 708	2 667	2 617	2 619
Kommuneforvaltning og -foretak	43 981	48 756	48 600	48 661	51 652
Statsforetak	35 060	33 454	33 024	32 415	32 721
Andre private foretak	36 338	36 476	41 156	38 999	40 220
Husholdninger	81	196	196	196	213
Utlandet	13 332	13 780	14 230	16 397	17 792
Ufordelt	0	0	239	0	0
I alt	475 425	496 026	510 101	511 059	520 673

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

4. kvartal 2003

	Kjøper -/selgersektorer																
	Stats- og trygde- forv.	Norges Bank	Statl.- låne- inst.	Banker	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																	
Stats- og trygdeforvaltningen	-2 813	-931	0	3 028	16 291	617	3	1 157	-624	648	41	87	-80	96	10 317	14	27 852
Statlige låneinstitutter	0	0	-42	-7	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-50
Banker	2 262	0	0	3 004	6 175	852	8	914	-130	327	70	82	1 412	669	-1 951	63	13 757
Forsikringsselskaper	0	0	0	-27	-5	-5	0	-43	25	0	0	-42	0	-1	-27	0	-126
Kredittforetak	-89	0	0	-2 448	-2 875	579	1	-333	-423	-127	-123	-504	-291	13	-566	-2	-7 187
Finansieringsselsk.	0	0	0	-45	7	0	0	5	0	2	0	30	1	2	0	0	0
Andre finansielle foretak	0	0	0	-74	-789	0	0	-7	1	55	0	-192	-29	37	8	-1	-991
Kommuneforv. og -foretak	471	0	0	61	5 051	-109	0	515	23	2 407	12	248	30	384	48	0	9 141
Statsforetak	-114	0	0	334	-3 579	-4	0	-306	-70	202	5 116	-249	31	365	-1 071	0	655
Andre private foretak	-897	0	0	1 395	517	-169	0	754	-1 063	376	14	2 284	104	-46	392	-1	3 661
Husholdninger	0	0	0	-2	20	0	0	0	26	0	0	31	6	23	0	3	107
Utlandet	0	0	0	161	2 200	-30	-22	-225	31	63	1	192	662	71	1 347	8	4 460
Ufordelt	0	0	0	239	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	239
I alt	-1 180	-931	-42	5 618	23 012	1 733	-10	2 431	-2 204	3 951	5 133	1 968	1 845	1 613	8 497	84	51 517

¹⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til marksværdi - salg til marksværdi - 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)**

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Stats- og trygdeforvaltningen	3 806	9 037	11 198	9 257	1 443
Norges Bank	2 298	2 177	3 513	10 288	7 471
Statlige låneinstitutter	0	0	0	0	0
Banker					16 439
Sparebanker	4 424	3 878	3 890	3 924	
Forretningsbanker	14 890	10 721	9 589	12 333	
Forsikringsselskaper	52 320	49 107	50 388	58 291	53 719
Kredittforetak	1 238	3 525	5 014	3 247	1 778
Finansieringsselskaper	30	33	41	36	41
Verdipapirfond	26 054	25 834	27 000	28 802	29 881
Andre finansielle foretak	2 722	3 518	2 758	3 695	3 286
Kommuneforvaltning og -foretak	6 526	5 860	3 543	2 296	2 031
Statsforetak	1 510	12 847	6 696	4 293	6 473
Andre private foretak	7 038	5 456	3 786	3 676	3 761
Lønnstakere mv	274	301	258	237	160
Andre husholdninger	1 049	1 387	1 376	1 152	1 293
Utlandet	10 980	10 814	8 838	9 249	10 423
Ufordelt	22	6	5	0	0
I alt	135 180	144 502	137 893	150 775	138 200

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Stats- og trygdeforvaltningen	51 500	62 500	64 500	79 784	68 013
Fylkeskommuner	474	622	502	334	404
Kommuner	4 285	4 241	4 814	4 913	5 468
Statlige låneinstitutter	0	0	0	0	0
Forretningsbanker	18 434	14 357	8 090	6 010	7 713
Sparebanker	40 538	37 629	30 133	32 787	34 854
Kredittforetak	1 787	4 255	6 767	3 568	5 843
Finansieringsselskaper	600	0	0	0	0
Andre finansielle foretak	0	0	0	0	19
Statsforetak	6 555	3 370	2 960	3 280	2 860
Kommuneforetak	8 526	7 044	6 751	6 621	6 276
Private foretak	8 412	9 852	7 674	8 065	6 674
Utlandet	2 500	3 190	4 220	4 090	3 493
I alt	143 611	147 060	136 411	149 452	141 617

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 1994	893,5	1 071,8	501,3	2,3	1,4	5,8	2,9	1,2
desember 1995	936,0	1 123,6	530,3	4,9	5,6	6,0	5,4	1,3
desember 1996	992,5	1 213,4	564,4	6,0	5,3	6,4	7,8	4,6
desember 1997	1 099,1	1 363,7	578,5	10,2	10,2	1,8	10,1	3,0
desember 1998	1 192,8	1 521,5	605,3	8,3	12,2	4,4	6,4	5,4
desember 1999	1 295,0	1 697,2	670,1	8,4	8,0	10,5	9,9	8,4
desember 2000	1 460,9	1 921,1	731,8	12,3	10,6	8,8	12,0	7,3
desember 2001	1 608,2	2 078,1	795,4	9,7	7,1	9,3	9,0	10,5
oktober 2002	1 701,9	2 140,1	844,7	8,6	7,1	8,6	8,0	4,0
november 2002	1 724,0	2 156,9	829,2	8,9	7,0	7,7	8,8	9,8
desember 2002	1 724,9	2 152,0	855,3	8,9	6,9	8,3	9,8	9,0
januar 2003	1 735,1	2 159,0	866,6	9,1	6,9	6,3	8,7	7,3
februar 2003	1 745,5	2 183,4	858,8	8,8	6,8	6,2	7,7	2,3
mars 2003	1 756,8	2 198,6	854,3	8,7	6,5	5,5	6,3	1,5
april 2003	1 765,6	2 213,7	844,5	8,1	6,0	5,9	6,9	2,0
mai 2003	1 780,0	2 214,9	850,7	8,3	6,3	5,8	7,1	3,1
juni 2003	1 795,7	2 250,5	871,0	7,6	5,7	2,9	7,5	3,2
juli 2003	1 797,5	2 245,6	870,9	7,5	5,5	3,9	6,6	3,0
august 2003	1 811,2	2 267,6	867,2	7,5	5,5	4,6	6,6	2,6
september 2003	1 817,4	2 249,4	855,3	7,6	5,3	4,1	6,7	2,5
oktober 2003	1 828,3	2 271,3	868,9	7,5	5,4	2,8	7,3	1,8
november 2003	1 840,3	2 276,9	856,9	6,9	5,1	3,3	7,3	2,9
desember 2003	1 850,4		873,2	7,1		1,9	7,5	1,9
januar 2004	1 867,9		880,2	7,2		1,3		

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.

	31.12.2001		31.12.2002		31.12.2003		31.01.2004	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker	1 030 694	9,6	1 097 144	8,2	1 185 763	7,8	1 196 239	7,9
Statlige låneinstitutter	176 494	5,1	185 932	5,3	188 593	1,4	188 668	0,7
Kredittforetak	167 698	15,6	182 006	10,9	210 326	15,3	212 237	15,4
Finansieringsselskaper	79 474	14,6	83 234	9,9	89 308	7,1	91 180	8,8
Livsforsikringsselskaper	24 482	0,2	23 124	-5,5	20 628	-10,8	20 630	-11,7
Pensjonskasser og -fond	3 742	7,1	3 936	5,2	3 936	0,0	3 936	0,0
Skadeforsikringsselskaper	934	-43,4	919	-1,6	1 170	27,3	1 170	23,2
Obligasjonsgjeld ²⁾	89 671	8,2	107 399	19,8	117 234	9,2	119 077	9,0
Sertifikatgjeld	23 752	-2,1	26 145	10,1	19 794	-24,3	21 325	-17,6
Andre kilder	11 227	69,8	15 036	33,1	13 646	-9,2	13 458	-12,7
Sum innenlandsk kreditt (K2) ³⁾	1 608 168	9,7	1 724 875	8,9	1 850 398	7,1	1 867 920	7,2

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 1994	40 454	172 153	210 107	286 082	5 116	501 305	25 289
desember 1995	42 069	178 653	217 727	296 799	15 731	530 257	28 952
desember 1996	43 324	208 073	247 938	294 741	21 686	564 365	34 108
desember 1997	46 014	227 382	269 597	278 741	30 200	578 538	14 173
desember 1998	46 070	237 047	279 189	292 820	33 322	605 331	26 793
desember 1999	48 020	300 128	343 494	295 820	30 802	670 116	64 785
desember 2000	46 952	328 816	371 339	326 350	34 152	731 841	61 725
desember 2001	46 633	344 110	386 148	370 171	39 048	795 367	63 526
oktober 2002	40 024	358 124	394 209	404 464	45 998	844 671	62 992
november 2002	40 783	349 028	385 823	398 520	44 822	829 165	55 219
desember 2002	44 955	360 341	400 623	409 704	45 001	855 328	59 961
januar 2003	41 157	360 621	397 903	426 301	42 388	866 592	45 568
februar 2003	40 236	359 575	396 152	421 504	41 111	858 767	46 371
mars 2003	39 718	363 230	399 372	412 803	42 135	854 310	41 438
april 2003	40 151	354 819	391 090	417 290	36 141	844 521	44 388
mai 2003	41 244	360 530	397 834	416 160	36 736	850 730	45 022
juni 2003	41 253	386 637	423 926	414 995	32 107	871 028	26 544
juli 2003	41 101	380 559	417 465	421 656	31 773	870 894	33 809
august 2003	40 724	374 424	411 388	425 179	30 603	867 170	40 809
september 2003	40 262	375 762	412 349	411 515	31 433	855 297	34 594
oktober 2003	40 816	384 107	421 197	416 966	30 757	868 920	24 249
november 2003	41 806	379 363	417 288	407 412	32 234	856 934	27 769
desember 2003	46 249	387 309	428 996	407 357	36 806	873 159	17 821
januar 2004	42 802	389 629	428 510	419 530	32 129	880 169	13 703

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

²⁾ Ekskl. bundne bankinnskudd (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 innskudd (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 30.09	
	2000	2001	2002	2002	2003		2000	2001	2002	2002	2003
Sedler mv og bankinnskudd	33,9	35,7	47,0	-13,0	-13,0		443,3	481,0	527,8	505,1	550,7
Sertifikater og obligasjoner	7,9	6,8	2,0	0,1	0,4		18,3	21,6	23,1	23,3	25,8
Aksjer og grunnfondsbevis	8,8	4,6	22,0	6,0	4,4		154,7	148,2	160,5	152,5	178,1
Verdipapirfondssandeler	11,4	2,7	-1,8	-1,2	1,0		85,7	78,1	61,4	66,9	76,1
Forsikringstekniske reserver	21,8	40,1	31,0	14,6	8,6		465,6	490,0	505,3	504,7	537,6
Utlån og andre fordringer ¹⁾	18,3	8,6	14,4	8,5	6,8		141,2	149,0	163,6	164,9	176,0
Fordringer i alt	102,0	98,4	114,5	15,0	8,3		1 308,8	1 368,0	1 441,7	1 417,5	1 544,3
Lån i banker (inkl. Norges Bank)	66,5	67,3	72,0	19,5	27,9		592,5	660,4	727,9	713,2	792,0
Lån i statlige låneinstitutter	5,7	7,7	7,5	2,5	0,3		140,9	148,5	156,0	154,9	159,1
Lån i kreditforetak og fin.selskaper	6,4	14,1	13,5	2,8	3,3		53,5	67,7	80,1	76,1	91,5
Lån i forsikringselskaper	-2,5	-0,6	0,4	0,3	0,1		16,7	16,1	16,5	16,6	16,9
Annen gjeld ²⁾	2,7	8,3	8,0	-8,4	-12,6		111,6	118,7	125,4	116,3	120,6
Gjeld i alt	78,7	96,8	101,4	16,6	18,9		915,2	1011,4	1106,0	1077,2	1 180,1
Nettofinansinvestering / nettofordringer	23,2	1,6	13,1	-1,6	-10,6		393,6	356,6	335,7	340,4	364,2

¹⁾ Utlån, påløpte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav og skattefordringer mv.

²⁾ Andre lån, obligasjons- og sertifikatgjeld og påløpte, ikke betalte renter mv.

Kilde: Norges Bank

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

	1/1-31/12		1/1-28/2	
	2002	2003	2003	2004
Staten og andre offentlige konti (ekskl. statspapirer)	5 950	-13 408	22 291	14 824
Statspapirer	-13 598	-41 322	-26 709	-6 306
Kjøp av valuta til Statens petroleumsfond	56 545	14 620	6 000	0
Andre valutatransaksjoner	421	0	0	0
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	1 741	-1 337	4 697	4 083
D-lån	0	0	0	0
F-lån	-15 140	12 000	0	-12 000
Annen sentralbankfinansiering	-18 700	18 716	-26 303	-56
Reserver i alt	17 219	-10 731	-20 024	545
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	17 219	-10 731	-20 024	545
Statskasseveksler	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 Norges Bank	Renter på bankenes folioinnskudd i Norges Bank
	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR		
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
mars 2003	5,8	5,6	5,7	5,5	5,4	5,2	7,6	5,6
april 2003	5,6	5,4	5,5	5,3	5,2	5,0	7,5	5,5
mai 2003	5,3	5,2	5,1	4,9	4,7	4,5	7,0	5,0
juni 2003	4,7	4,5	4,3	4,0	3,8	3,6	6,8	4,8
juli 2003	4,1	4,0	3,6	3,5	3,4	3,2	6,0	4,0
august 2003	3,5	3,3	3,3	3,1	3,4	3,2	5,4	3,4
september 2003	3,0	2,9	3,0	2,8	3,2	3,0	4,8	2,8
oktober 2003	2,9	2,8	3,0	2,9	3,2	3,1	4,5	2,5
november 2003	2,9	2,8	3,1	2,9	3,2	3,1	4,5	2,5
desember 2003	2,9	2,8	2,8	2,6	2,9	2,8	4,4	2,4
januar 2004	2,5	2,3	2,4	2,3	2,5	2,3	4,2	2,2
februar 2004	2,3	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1	4,0	2,0

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

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 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
mars 2003	2,6	3,6	0,0	3,5	1,3	2,5	2,9
april 2003	2,6	3,6	0,0	3,5	1,3	2,5	2,6
mai 2003	2,5	3,6	0,0	3,3	1,2	2,4	2,4
juni 2003	2,2	3,6	0,0	2,9	1,1	2,1	1,8
juli 2003	2,1	3,4	0,0	2,8	1,1	2,1	1,2
august 2003	2,1	3,5	-0,1	2,8	1,1	2,1	0,9
september 2003	2,1	3,6	0,0	2,8	1,1	2,1	0,6
oktober 2003	2,1	3,8	0,0	2,8	1,1	2,1	0,6
november 2003	2,2	3,9	-0,1	2,8	1,1	2,1	0,6
desember 2003	2,2	4,0	0,0	2,8	1,1	2,1	0,4
januar 2004	2,1	4,0	0,0	2,7	1,1	2,1	0,1
februar 2004	2,1	4,1	0,0	2,5	1,1	2,1	-0,2

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 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
mars 2003	5,0	5,3	5,1	6,3	5,2	5,7
april 2003	4,9	5,3	5,0	6,3	5,3	5,8
mai 2003	4,4	5,2	4,6	5,7	5,0	5,6
juni 2003	3,7	4,9	4,0	4,9	4,5	4,9
juli 2003	3,8	4,8	4,3	5,3	4,9	5,2
august 2003	3,9	4,8	4,4	5,4	5,0	5,2
september 2003	3,7	4,7	4,3	5,2	4,9	5,1
oktober 2003	3,9	4,7	4,4	5,4	4,9	5,7
november 2003	3,9	4,8	4,4	5,2	5,0	5,2
desember 2003	3,5	4,9	4,1	5,1	4,8	5,2
januar 2004	3,2	.	3,7	.	4,5	.
februar 2004	2,8	.	3,4	.	4,3	.

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	USD	Rentedifferanse
								NOK/DEM ²⁾
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	4,0	1,4
februar 2003	4,0	4,3	4,1	4,0	4,2	0,8	3,9	1,3
mars 2003	4,1	4,3	4,2	4,1	4,3	0,7	3,8	1,2
april 2003	4,2	4,5	4,3	4,2	4,4	0,7	4,0	1,1
mai 2003	3,9	4,1	3,9	3,9	4,1	0,6	3,5	1,1
juni 2003	3,7	3,9	3,8	3,7	4,0	0,6	3,3	0,8
juli 2003	4,1	4,2	4,1	4,0	4,3	1,0	4,0	0,8
august 2003	4,2	4,4	4,2	4,2	4,5	1,1	4,4	0,8
september 2003	4,3	4,5	4,3	4,2	4,6	1,4	4,3	0,7
oktober 2003	4,3	4,5	4,3	4,3	4,9	1,4	4,2	0,6
november 2003	4,5	4,6	4,4	4,4	5,0	1,3	4,3	0,5
desember 2003	4,4	4,6	4,4	4,3	4,9	1,4	4,3	0,4
januar 2004	4,3	4,2	4,2	4,2	4,8	1,3	4,1	0,3
februar 2004	4,2	4,4	4,2	4,1	4,8	1,2	4,1	0,1

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.)

		Utlån ekskl. nullstilte lån						
						Rammelån	Nedbetalingslån	
		Kommune- forvalt- ning	Ikke- finan- sielle offentlige foretak	Ikke- finan- sielle private foretak	Hus- hold- ninger	Kassekr. m.v. og byggelån	Utlån med pant i bolig	Andre utlån
I alt								
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.kvartal 2003								
Forretningsbanker	7,52	6,48	6,67	7,66	7,47	9,45	7,32	7,30
Sparebanker	7,94	6,48	6,98	8,32	7,84	10,25	7,56	8,26
Sum banker	7,74	6,48	6,75	7,92	7,68	9,81	7,46	7,71
2.kvartal 2003								
Forretningsbanker	6,60	6,43	5,39	6,63	6,61	8,33	6,43	6,40
Sparebanker	7,09	5,40	6,88	7,54	6,97	9,33	6,69	7,50
Sum banker	6,86	6,01	5,78	6,99	6,81	8,79	6,58	6,87
3.kvartal 2003								
Forretningsbanker	5,01	4,29	4,09	5,21	4,92	6,83	4,70	5,05
Sparebanker	5,44	4,02	4,24	6,14	5,27	8,11	4,96	6,06
Sum banker	5,24	4,16	4,14	5,58	5,12	7,42	4,85	5,49
4.kvartal 2003								
Forretningsbanker	4,50	4,41	3,50	4,62	4,44	6,53	4,21	4,52
Sparebanker	4,96	3,35	3,85	5,61	4,81	7,59	4,51	5,56
Sum banker	4,74	3,89	3,64	5,01	4,65	7,04	4,38	4,97

Kilde: Norges Bank

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

	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 2002							
Forretningsbanker	5,74	6,22	6,23	5,85	5,62	5,18	6,36
Sparebanker	5,85	6,60	6,53	5,89	5,75	4,55	6,53
Sum banker	5,79	6,46	6,36	5,86	5,69	4,92	6,46
1.kvartal 2003							
Forretningsbanker	4,89	5,17	5,22	4,82	4,90	4,30	5,53
Sparebanker	4,89	5,63	5,57	4,97	4,78	3,73	5,52
Sum banker	4,89	5,46	5,35	4,88	4,83	4,06	5,52
2.kvartal 2003							
Forretningsbanker	3,92	4,24	3,89	3,70	4,01	3,18	4,76
Sparebanker	3,84	4,51	4,28	3,92	3,76	2,64	4,56
Sum banker	3,88	4,42	4,03	3,78	3,87	2,95	4,65
3.kvartal 2003							
Forretningsbanker	2,26	2,82	2,55	2,12	2,29	1,88	2,69
Sparebanker	2,27	2,97	2,76	2,36	2,19	1,58	2,66
Sum banker	2,27	2,91	2,60	2,21	2,23	1,76	2,67
4.kvartal 2003							
Forretningsbanker	1,81	2,48	2,16	1,81	1,77	1,63	2,03
Sparebanker	1,87	2,53	2,37	1,91	1,80	1,32	2,18
Sum banker	1,84	2,51	2,25	1,84	1,78	1,50	2,12

Kilde: Norges Bank

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

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
31.12.2002	7,8	7,0	7,3
31.03.2003	6,9	6,4	6,7
30.06.2003	5,7	6,0	5,9
30.09.2003	4,3	5,5	4,9
31.12.2003	4,1	5,3	4,7

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
31.12.2002	7,8	7,7	7,3
31.03.2003	7,2	7,2	6,7
30.06.2003	6,6	6,8	6,3
30.09.2003	6,0	6,1	5,6
31.12.2003	5,5	5,7	5,2

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

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

	2001	2002	2003
Renteinntekter	7,5	7,3	5,5
Rentekostnader	5,8	5,5	3,9
Netto renteinntekter	1,8	1,9	1,6
Sum andre driftsinntekter	1,1	0,8	0,8
Andre driftskostnader	1,8	1,8	1,6
Driftsresultat før tap	1,0	0,9	0,9
Bokført tap på utlån og garantier	0,3	0,5	0,5
Resultat av ordinær drift (før skatt)	0,7	0,4	0,4
Kapitaldekning ²⁾	11,7	11,1	11,5
Herav:			
Kjernekapital	8,7	8,4	8,4

¹⁾ Mørbanker (ekskl. filialer i utlandet) og utenlandskeide filialer.

²⁾ I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning

Kilde: Norges Bank

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

	2001	2002	2003
Renteinntekter	8,1	7,8	6,1
Rentekostnader	5,6	5,3	3,8
Netto renteinntekter	2,5	2,5	2,3
Sum andre driftsinntekter	0,7	0,5	0,8
Andre driftskostnader	1,8	1,8	1,7
Driftsresultat før tap	1,4	1,2	1,5
Bokført tap på utlån og garantier	0,3	0,4	0,4
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,2	0,8	1,1
Kapitaldekning ¹⁾	13,8	13,5	13,4
Herav:			
Kjernekapital	11,0	11,1	11,2

¹⁾ I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning.

Kilde: Norges Bank

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

	2001	2002	2003
Renteinntekter	10,3	9,7	8,5
Rentekostnader	6,0	5,6	3,8
Netto renteinntekter	4,2	4,1	4,7
Sum andre driftsinntekter	2,8	2,5	2,3
Andre driftskostnader	4,4	4,1	4,1
Driftsresultat før tap	2,6	2,5	3,0
Bokført tap på utlån og garantier	0,5	0,6	1,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	2,1	1,9	2,0
Kapitaldekning ²⁾	11,3	10,9	10,8
Herav:			
Kjernekapital	9,8	9,3	9,3

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

	2001	2002	2003
Renteinntekter	6,5	5,3	4,4
Rentekostnader	5,7	4,7	3,8
Netto renteinntekter	0,8	0,7	0,7
Sum andre driftsinntekter	-0,0	-0,0	0,0
Andre driftskostnader	0,2	0,2	0,1
Driftsresultat før tap	0,6	0,5	0,5
Bokført tap på utlån og garantier	0,0	0,0	0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	0,6	0,5	0,5
Kapitaldekning ²⁾	14,7	12,7	12,2
Herav:			
Kjernekapital	11,2	10,4	9,7

¹⁾ Alle norske morselskaper.

²⁾ I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning.

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 DKK	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
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
mars 2003	98,02	7,8450	105,62	11,49	6,12	85,03	7,26
april 2003	97,78	7,8316	105,47	11,37	6,02	85,56	7,22
mai 2003	97,10	7,8711	106,01	11,04	5,80	85,97	6,80
juni 2003	100,77	8,1622	109,93	11,63	5,91	89,51	7,00
juli 2003	102,57	8,2893	111,52	11,84	6,14	90,24	7,29
august 2003	102,40	8,2558	111,08	11,81	6,24	89,37	7,41
september 2003	102,15	8,1952	110,34	11,76	6,36	90,37	7,31
oktober 2003	102,26	8,2278	110,74	11,80	6,42	91,32	7,04
november 2003	101,95	8,1969	110,22	11,83	6,41	91,14	7,01
desember 2003	101,55	8,2414	110,74	11,74	6,22	91,34	6,71
januar 2004	105,45	8,5925	115,36	12,42	6,41	94,04	6,81
februar 2004	107,82	8,7752	117,77	12,96	6,51	95,63	6,94

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

	GBP/USD	EUR/GBP	USD/EUR	EUR/JPY	JPY/USD
oktober 2002	1,5574	0,6299	0,981	121,5679	123,91
november 2002	1,5717	0,6371	1,001	121,6472	121,49
desember 2002	1,5851	0,6421	1,018	124,1810	122,01
januar 2003	1,6164	0,6571	1,062	126,1147	118,74
februar 2003	1,6086	0,6697	1,077	128,5750	119,35
mars 2003	1,5830	0,6825	1,080	128,1511	118,61
april 2003	1,5736	0,6890	1,084	130,0741	119,97
mai 2003	1,6227	0,7130	1,157	135,6071	117,20
juni 2003	1,6612	0,7017	1,166	138,0045	118,38
juli 2003	1,6235	0,7004	1,137	134,9582	118,69
august 2003	1,5926	0,6991	1,113	132,2774	118,80
september 2003	1,6093	0,6969	1,122	128,9269	114,95
oktober 2003	1,6760	0,6976	1,169	128,1083	109,57
november 2003	1,6888	0,6927	1,170	127,8064	109,25
desember 2003	1,7496	0,7022	1,228	132,4419	107,81
januar 2004	1,8223	0,6921	1,261	134,1105	106,34
februar 2004	1,8683	0,6768	1,265	134,7664	106,57

Kilde: Norges Bank

Utenriksøkonomi

Tabell 38. Utenriksregnskap for Norge (Mill.kroner)

	2001	2002	2003
Varebalansen	232 340	186 875	192 566
Tjenestebalansen	28 145	22 836	21 827
Rente- og stønadsbalansen	-25 321	-13 632	-11 729
A. Driftsbalansen	235 164	196 079	202 664
Fordelt på:			
Oljevirkksomhet ¹⁾	318 422	273 181	294 590
Utenriks sjøfart ¹⁾	41 786	37 601	37 546
Annet	-125 044	-114 703	-129 472
B. Netto kapitaloverføringer	-53	-431	5 468
C. Kapitalutgang, ekskl. Norges Bank	-32 524	21 465	-22 552
Statsforvaltningen	15 018	-1 204	-3 208
Kommuneforvaltningen	237	719	137
Forretnings- og sparebanker	-32 892	-73 450	-39 538
Forsikring	3 770	17 680	19 043
Andre finansinstitusjoner	-23 370	-42 786	-31 412
Utenriks sjøfart	2 179	2 534	-976
Oljevirkksomhet	-44 150	-37 946	-2 402
Andre private og statlige foretak	37 558	73 296	33 698
Uforklart differanse	9 126	82 622	2 106
D. Norges Banks netto kapitalutgang (A + B - C)	267 635	174 183	230 684
E. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utlandet	-47 907	-175 470	41 802
Endring i Norges Banks netto fordringer på utlandet (D + E)	219 728	-1 287	272 486

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)

	31.12.2001			31.12.2002			31.12.2003		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Offentlig forvaltning	762,1	186,9	575,1	838,1	281,4	556,7	1 165,0	374,7	790,4
Norges Bank	217,9	58,1	159,9	226,7	64,4	162,3	253,9	61,5	192,4
Banker	136,1	355,9	-219,8	125,8	371,8	-245,9	193,3	473,1	-279,8
Andre finansielle foretak	114,1	162,5	-48,4	112,9	176,6	-63,6	116,5	216,7	-100,2
Forsikring	201,8	30,9	171,0	171,5	25,5	146,0	219,6	26,0	193,6
Offentl. eide ikke-finansielle foretak	112,1	107,8	4,2	120,3	112,1	8,1	153,4	111,7	41,7
Private eide ikke-finansielle foretak	379,7	430,4	-50,7	352,7	416,7	-64,0	351,0	422,0	-71,0
Husholdn. og ideelle organisasjoner	59,3	13,0	46,3	62,6	11,4	51,3	54,9	11,4	43,6
Ufordelte og statistisk avvik	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,1	0,0	2,1
Alle sektorer	1 983,1	1 345,5	637,6	2 010,6	1 459,7	550,8	2 509,8	1 697,2	812,7

Beholdningstallene er beregnet i Norges Bank med utgangspunkt i Statistisk sentralbyrås årlige finanstelling og sektorstatistikk for finansielle foretak. Dette er kombinert med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Internasjonale kapitalmarkeder

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

	2000	2001	2002	3.kvartal		Utestående
				2002	2003	30.sep.03
Total	1 221,5	859,4	742,0	93,8	-132,8	14 929,9
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	288,8	442,1	303,1	147,4	96,8	5 357,7
banker (og ufordelt)	932,7	417,3	438,9	-53,6	-229,6	9 572,2

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	
	2000	2001	2002	2002	2003
Amerikanske dollar (USD)	43,3	45,1	41,8	42,6	40,2
Tyske mark (DEM)	..	..	..	..	..
Sveitsiske franc (CHF)	2,2	2,1	2,0	2,1	1,9
Japanske yen (JPY)	8,2	6,1	5,5	5,6	5,0
Britiske pund (GBP)	4,4	5,3	5,2	4,4	5,2
Franske franc (FRF)	..	..	..	..	..
Italienske lire (ITL)	..	..	..	..	..
ECU/EURO ¹⁾	27,8	28,5	33,3	32,3	36,2
Ufordelt ²⁾	14,2	12,9	12,2	13,0	12,5
Totalt i mrd. USD	10 778,6	11 627,9	13 374,7	12 694,1	14 929,9

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 2003	0,0	23,9	22,2	55,0	101,1	110,0	632,2	87,8	577,2
februar 2003	0,0	32,7	46,7	64,9	144,3	121,7	630,8	75,0	565,9
mars 2003	0,1	49,4	42,4	32,2	124,1	114,4	595,9	72,0	563,7
april 2003	0,0	36,3	44,1	55,5	135,9	110,7	620,7	66,6	565,2
mai 2003	0,1	23,5	36,1	86,4	146,1	94,0	625,9	57,9	539,5
juni 2003	0,1	14,1	30,1	91,4	135,7	60,7	556,8	30,6	465,4
juli 2003	0,1	16,3	30,6	117,4	164,4	60,1	573,6	29,5	456,2
august 2003	0,1	14,5	35,9	118,2	168,7	62,1	591,8	26,2	473,6
september 2003	0,1	18,6	32,7	131,1	182,5	64,2	631,2	31,5	500,1
oktober 2003	0,1	-10,8	31,6	17,4	38,3	63,7	570,4	32,1	553,0
november 2003	0,1	-26,6	30,7	118,4	122,6	63,3	547,4	32,6	429,0
desember 2003	0,1	-19,2	42,9	118,2	142,0	74,5	514,1	31,6	395,9
januar 2004	0,0	-9,9	52,4	103,7	146,2	83,2	485,1	30,8	381,4

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)

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Valutaaktiva, spot	192 705	215 543	241 240	223 876	249 446
Valutapassiva, spot	326 594	365 732	388 607	392 606	418 397
1. Spotbalanse, netto	-133 889	-150 189	-147 367	-168 730	-168 951
2. Terminbalanse, netto	136 072	108 394	97 941	189 974	124 179

Kilde: Norges Bank

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

	2002		2003		Uke i 2004										
	1-52		1-52		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	1-10
1. Norske kunder	48	26	15,3	-9,8	1,2	-7,3	-0,7	0,3	14,2	7,2	-12,5	-6,4	1,6		
Spot netto ¹⁾	10	11	11,8	2,9	-1,7	-3,3	1,0	-0,4	11,7	9,9	-9,5	-5,4	17,0		
Termin netto ¹⁾	38	15	3,5	-12,6	2,9	-4,0	-1,7	0,7	2,5	-2,7	-3,0	-1,0	-15,4		
-Endring i kjøpskontrakter ²⁾	-12	-72	3,0	-0,7	5,7	-0,4	-6,1	2,4	10,9	-8,0	3,5	-1,3	9,1		
- Endring i salgskontrakter ³⁾	26	-87	-0,5	11,9	2,8	3,6	-4,4	1,7	8,4	-5,3	6,5	-0,3	24,5		
2. Utlandet	-81	-45	-5,0	0,8	-0,1	3,1	7,5	-10,0	-9,8	-1,4	12,0	0,0	-3,1		
Spot netto ¹⁾	-18	15	-6,9	-19,3	9,6	0,1	6,9	-16,3	-4,2	8,7	0,0	1,1	-20,4		
Termin netto ¹⁾	-63	-60	1,9	20,1	-9,7	3,0	0,6	6,3	-5,6	-10,1	11,9	-1,1	17,3		
-Endring i kjøpskontrakter ²⁾	-126	-184	-19,7	-10,5	0,3	-15,6	16,0	-12,1	16,7	-11,9	-12,7	1,0	-48,6		
- Endring i salgskontrakter ³⁾	-189	-124	-21,6	-30,6	10,0	-18,6	15,4	-18,4	22,3	-1,8	-24,7	2,1	-65,8		
3. Norges Bank	53	13	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Spot netto ¹⁾	53	13	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Termin netto ¹⁾	0	0	0,0	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	0,0	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	0,0	0,0		
4. Annet															
Nedbygging av bankenes netto valutafordringer overfor norske kunder	-11	-8	2,4	1,0	1,2	-0,8	0,2	3,4	-2,8	0,0	2,0	5,4	12,1		
Økning i totalposisjonen til bankene	4	-1	-1,8	3,1	-2,0	2,2	-2,1	1,3	-0,5	-1,7	0,7	-0,5	-1,2		
Spesifikasjon av utlandets spot															
Netto NOK-fordringer på bankene ⁴⁾	-13	35	-7,6	-15,1	7,0	-1,4	4,9	-14,8	-1,5	8,1	-1,4	2,0	-19,9		
VPS-registrerte aksjer ⁵⁾	-2	-16	0,2	0,3	1,2	0,5	0,5	-1,0	-1,6	2,9	0,4	-0,4	2,9		
VPS-registrerte obligasjoner ⁵⁾	-5	-5	0,8	-4,2	1,3	1,6	1,4	-0,7	-1,3	-2,5	0,8	1,0	-1,7		
VPS-registrerte sertifikater ⁵⁾	1	2	-0,3	-0,3	0,1	-0,5	0,0	0,2	0,1	0,1	0,3	-1,5	-1,7		
Utlandets kjøp av VPS-registrerte verdipapirer, totalt	-	-	16,5	47,0	60,5	38,5	44,4	46,4	56,1	57,1	56,6	66,6	489,6		
Utlandets salg av VPS-registrerte verdipapirer, totalt	-	-	17,2	42,7	63,0	40,1	46,3	44,9	53,3	57,7	58,1	65,7	489,2		

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.

