

Sentralbanken i forandringens tegn

*Jarle Bergo*¹

Dette skrift er resultatet av et sterkt ønske fra mange av Kjell Storviks nære medarbeidere om å hedre hans innsats for Norges Bank og for Norge.

Artikkelsamlingen pretenderer ikke å dekke hele sentralbankens virksomhet, heller ikke alle store endringer og utfordringer som en har stått overfor. Siktemålet har vært å bringe frem og belyse et knippe problemstillinger som alle har vært sentrale for Norges Bank under Kjell Storviks tid i banken, og hvor han har utvist særlig interesse og engasjement og dermed bidratt til sakenes fremdrift og løsning. Artikkelen er likevel holdt strengt tematiske, de søker å belyse problemstillingene, ikke enkeltpersonenes innsats.

Dels er det tunge trender i tiden nasjonalt og internasjonalt, dels plutselige, uforutsette begivenheter som har satt saken på sentralbankens dagsorden. Alltid vil det ha vært et teamarbeid med flere berørte som har brakt sakene fremover mot en avklaring. Samtidig gjelder det uten unntak at i forhold til de problemstillinger som drøftes nedenfor, har Kjell Storvik vært en sentral kraft i Norges Banks arbeid. Mange av temaene vil det bli arbeidet videre med nærmest kontinuerlig så langt vi kan se fremover

Da Kjell Storvik kom til Norges Bank i juni 1985 som nyutnevnt visesentralbanksjef, gjaldt fortsatt formelt den gamle lov om Norges Bank fra 1892. En ny lov var riktignok vedtatt, men trådte først i kraft i september 1985. Sentralbankens oppgaver etter den nye lov var mange, men i praksis var ikke det å være et beslutningsorgan for pengepolitikk en av dem. De sentrale instrumenter i penge- og valutapolitikken var hjemlet i kredittloven av 1965 og valutaloven av 1950. Beslutninger om bruk av disse og andre, mer uformelle virkemidler var lagt til Finansdepartementet. (For valutalovens vedkommende var riktignok viktige reguleringsområder delegert til Norges Bank). Innslaget av direkte reguleringer var betydelig, selv om en var kommet inn i en fase der disse var under nedbygging og til dels nærmest hadde avvirket seg selv.

Norges Bank skrev i denne tiden brev med råd om bruken av de kreditt- og valutapolitiske virkemidler; om rentestyring, plasseringsplikt, emisjonsregulering, rentekontroll, reservekrav, geografisk differensiering av kredittlovens virkemidler og om lisensiering av valutalån og kronelån til utlandet. Alt dette er nå avvirket, og pengepolitikken i Norge følger det internasjonalt vanlige mønster

¹ Jarle Bergo er visesentralbanksjef

med mål fastsatt av politiske myndigheter og en sentralbank som selv treffer beslutninger om bruken av virkemidlene for å nå dette mål.

Riktignok eksisterer fortsatt det formelle reguleringslovverk, men Finansdepartementet har i et høringsnotat foreslått at kredittloven og valutaloven oppheves og at bestemmelser som det er aktuelt å videreføre, innarbeides i sentralbankloven.

Det ville i så fall representere sluttsteinen på et arbeid Kjell Storvik har vært tungt engasjert i. Rasjoneringsystemet møtte han som medlem av Skipsvalutakomiteen fra 1970 av, og som statssekretær i Finansdepartementet ble han i 1982 satt til å lede et offentlig utvalg for revisjon av valutaloven. Senere kunne han i Norges Bank være med å legge grunnlaget for avvikling av de direkte reguleringer i praksis og overgang til markedskonforme virkemidler.

Innen penge- og valutapolitikken har altså Norges Banks oppgaver utviklet seg fra nærmest å være et rasjoneringskontor for kreditt og valuta til en moderne sentralbank med instrumentuavhengighet. Denne endringen er godt dokumentert i bankens egne publikasjoner og andre kilder. Det har vært medvirkende til at vi i dette skriftet har lagt hovedvekten på andre oppgaver og problemstillinger som er viktige for sentralbanken, men kanskje mindre kjent utad.

Selv om praksis med hensyn til pengepolitikken, og etter hvert trolig også lovverket, er kommet nærmere hva som er vanlig internasjonalt, kan det imidlertid være gode grunner til å vurdere en større revisjon av sentralbankloven. Dette er blant de tema som tas opp i *Nyhagens* artikkel om sentralbanklovgivningen avslutningsvis i dette skrift. Her trekkes også noen linjer bakover.

Norges Bank skal være et utøvende og rådgivende organ i penge- og valutapolitikken. Det krever kjennskap til og begrunnede oppfatninger om utviklingen i norsk økonomi fremover. Norges Bank utarbeider anslag på utviklingen, med særlig vekt på det nominelle forløp i sine kvartalsvise inflasjonsrapporter. Disse og andre analyser danner et viktig grunnlag for rådgivning om den økonomiske politikken og, under vårt nåværende pengepolitiske regime, også for vurderinger av virkemiddelbruken. I tillegg er Norges Bank pålagt å holde offentligheten informert om penge- og valutaforholdene, som ikke kan ses isolert uten referanse til økonomien for øvrig.

Rådgivningen (og folkeopplysningen) kommer til uttrykk i brev til Finansdepartementet, i ledere til Inflasjonsrapporten, i sentralbanksjefens årstale og gjennom bl.a. forelesninger og pressekonferanser.

Hammerstrøm og *Nicolaisen* har i sin artikkel sammenholdt konjunkturutviklingen og Norges Banks ex ante vurderinger av den gjennom Kjell Storviks peri-

ode som sentralbanksjef. *Holmsen* og *Qvigstad* går nærmere inn på inflasjonsrapportene som analyseverktøy.

Gode vurderinger av den økonomiske utviklingen og en effektiv gjennomføring av pengepolitikken krever dyp innsikt i økonomiens funksjonsmåte, både teoretisk og gjennom en empirisk tallfesting av de økonomiske sammenhenger. Det er derfor ikke underlig at sentralbanker, og Norges Bank er intet unntak her, satser betydelige ressurser på forskningsvirksomhet. Fra en forsiktig begynnelse tidlig på 80-tallet har forskningsaktiviteten i Norges Bank fått solid feste. Kjell Storviks aktive støtte til satsingen på økonomisk forskning har vært av stor betydning. Norges Bank er nå deltaker i internasjonalt forskningsarbeid på felter av sentral interesse for banken, og ikke lenger som en juniorpartner. Artikkelen til *Ericsson*, *Jansen*, *Kerbeshian* og *Nymo* representerer nettopp et nasjonalt og internasjonalt forskningssamarbeid om et tema med nær tilknytning til praktisk utøvelse av pengepolitikken.

Kjell Storvik stod videre i 1996 bak et initiativ for å styrke forskningen omkring pengepolitikk, finansmarkeder og finansinstitusjoner også utover Norges Bank. Initiativet ledet til opprettelsen av *Senter for pengepolitisk og finansiell forskning*, finansiert i fellesskap av en rekke statlige institusjoner og private organisasjoner. Det finansierer doktorgradskurser ved norske universiteter og høyskoler, samt doktorgradstipendier innenfor disse forskningsfeltene.

God statistikk er essensielt for forskning og analyser. Som det fremgår av *Holters* artikkel er Norges Bank en betydelig statistikkprodusent. Fokus for virksomheten har i Kjell Storviks tid i banken dreiet fra å skulle understøtte regulerings- og rasjoneringsssystemet til nettopp å danne basis for forskning og analyse, selv om kontrollaspektet fortsatt er viktig.

Problemene i bankvesenet, som skulle vise seg å lede opp til den store bankkrisen, begynte å tårne seg opp ikke lenge etter at Kjell Storvik tiltrådte sin stilling i banken. Han var meget aktivt med allerede i arbeidet med å finne løsninger av de første større bankproblemene, som blant annet ledet frem til dannelsen av Sparebanken Nord-Norge og administrasjonen av Norion Bank. Disse erfaringene sammen med vervet som styremedlem i Kredittilsynet i perioden 1986 til 1992 var sikkert sterkt medvirkende til det engasjement han la inn i arbeidet i Norges Bank med å etablere et ryddig og godt forhold til andre tilsynsmyndigheter og operasjonalisere sentralbankens rolle i makrotilsynet av finansinstitusjonene og -markedene. Gjennom et nært samarbeid med Kredittilsynet har en hensiktsmessig arbeidsdeling blitt etablert. I Norges Bank er de halvårlige *Finansielt utsyn*-rapportene et initiativ som er blitt applaudert frem av Kjell Storvik. *Lund* og *Solheim* redegjør nærmere for dette arbeidet og om betydningen av finansiell stabilitet i sin artikkel.

Lund og Solheim setter som en forutsetning for finansiell stabilitet at finanssektoren har «mekanismer som demper utslagene av de impulsene finansinstitusjonene eller finansmarkedene utsettes for». Oppgjørssystemene er viktige, svært viktige, i så måte. Betalingsoppgjørene er en potensiell kilde til overføring av problemer fra en finansinstitusjon til en annen. Sikre og effektive oppgjørssystemer er en essensiell del av et opplegg for å sikre finansiell stabilitet. Kjell Storvik drev dette arbeidet frem i Norges Bank. Han ledet flere interne arbeidsgrupper på området på begynnelsen av 90-tallet. Dette resulterte i at risikospørsmålet ved avregning og oppgjør, og utvikling av et nytt og sikrere oppgjørssystem i Norges Bank ble definert som et hovedsatsingsområde for sentralbanken. *Grønvik* og *Vedel* beskriver i sitt bidrag viktige aspekter ved oppgjørssystemene, og vurderer hvordan Norges Banks oppgjørssystem samsvarer med den internasjonale utvikling.

Lov om Norges Bank er rik på opplisting av oppgaver, men sparsom på formål for banken. På ett punkt er formålet klart: Banken skal «fremme et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet».

Selv om Norge kanskje sto seg rimelig godt i internasjonal sammenheng, var det klare forbedringspotensialer for norsk betalingsformidling midt på åtti-tallet. Manglende effektivitet hadde ikke minst sammenheng med manglende prising på betalingsformidlingstjenester, delvis forårsaket av offentlig subsidiering av enkelte tjenester. Kundene ble dermed ikke ledet til de mer kostnadseffektive tjenestene. Kjell Storvik har påsett at Norges Bank etter beste evne har vært en pådriver i forsøkene på å endre dette. Kontaktutvalget for betalingsformidling var et Norges Bank-initiativ og hvor Storvik var leder fra 1994. Banken har dessuten gjennomført to større analyser av bankenes og postens inntekter, kostnader og prissetting i betalingsformidlingen, og kartlegger årlig utviklingen i bruken av ulike betalingstjenester og prisingen av disse. Dette arbeidet har vakt interesse også internasjonalt. Loven spesifiserte målet for bankens virksomhet på området, men ga ingen virkemidler for å oppnå dette annet enn gjennom rådgivning og opinionspåvirkning. Likevel, kanskje mye på grunn av Kjell Storviks innsats, er situasjonen nå langt mer tilfredsstillende. *Grønvik* og *Veggum* tar for seg dette og andre sider ved pengeflytting før og nå i sin artikkel.

Velfungerende verdipapirmarkeder er av stor viktighet for en sentralbank, både utfra mulighetene for en effektiv og markedskonform virkemiddelbruk i pengepolitikken og for den finansielle stabilitet. Kjell Storvik har lagt stor vekt på dette. Han var også styremedlem ved Oslo Børs i perioden 1993-1996. Han, og mange med ham, er opptatt av fremtiden til den norske markedsplassen. Dens konkurransemuligheter i et stadig mer integrert verdipapirmarked internasjonalt er et sentralt tema i *Wemes* artikkel, som spenner opp interessante perspektiver og muligheter for det norske verdipapirmarkedet.

Det internasjonale aspekt har vært sentralt gjennom hele Kjell Storviks yrkesaktive liv. Årene i Rederiforbundet og studier ved Harvard gav ham en internasjonal orientering tidlig i karrieren. Det ble ikke mindre av internasjonalt arbeid i Norges Bank. Som visesentralbanksjef gikk han inn som medlem i Nordisk finansielt utvalg, som har til hovedoppgave å drøfte og utvikle nordiske holdninger og synspunkter på sentrale internasjonale monetære og finansielle spørsmål, særlig slike som berører Det internasjonale valutafond (IMF). Formann i dette utvalget var han fra 1993 til 1996. Som sentralbanksjef ble han utnevnt til norsk medlem av IMF's høyeste beslutningsorgan, guvernørrådet. Der, og i de månedlige møter med sentralbanksjefer fra toneangivende land i Den internasjonale oppgjørsbanken (BIS) i Basel, har de store internasjonale økonomiske problemstillinger stått på dagsorden. Selv om Norge er et lite land og vår innflytelse begrenset, har landet hatt en innsiktsfull og artikulert talsmann i disse fora. Men Kjell Storvik brakte ikke bare norske synspunkter inn i den internasjonale debatt, han tok også det internasjonale perspektiv med seg i arbeidet her hjemme. Det gjaldt så vel på det overordnede økonomisk-politiske området som på praktiske spørsmål vedrørende organisering og drift av sentralbanken. På dette siste området deltok han da også meget aktivt i et større prosjekt i regi av BIS.

Et av de store tema som for tiden drøftes internasjonalt, er hvorledes en skal søke å forbedre det internasjonale finansielle system for å forebygge og redusere omfanget av kriser som dem vi nylig har sett i Mexico, Russland og flere land i Sørøst-Asia. Dette og beslektede problemstillinger drøftes i *Grønns* artikkel om rammene for internasjonal økonomi.

Sentralbankens oppgaver endrer seg normalt bare gradvis over tid. Den enkelte sentralbanksjef kan påvirke kursen, men skipet vil til vanlig ha vært godt underveis i lang tid allerede, og store kursendringer tar det tid å gjennomføre.

Forvaltningen av petroleumsfondet har imidlertid kommet til som en ny og svært viktig oppgave for Norges Bank de siste tre årene. Utredningene om grunnlaget for og innretningen av forvaltningen og rådgivningen om dette overfor Finansdepartementet, så vel som oppbyggingen av organisasjonen har i sin helhet funnet sted mens Kjell Storvik var sentralbanksjef. Dette har hatt det resultat at Norges Bank nå er landets desidert største kapitalforvalter også på aksjesiden. Å lede dette arbeidet har vært en stor utfordring og ekstremt krevende. Selv om horisonten for forvaltningen er langsiktig, og det er i det perspektiv en får bedømme virksomheten og avkastningen av den, må det kunne sies at så langt, selv i en meget turbulent tid, har det hele teknisk og risikostyringsmessig fungert meget tilfredsstillende.

Dette er et område hvor Kjell Storviks innsats utvilsomt vil bli vurdert som meget betydningsfull, også i et langsiktig perspektiv. To artikler tar for seg emner relatert til forvaltningen av Petroleumsfondet. *Bøhn* og *Vikøren* tar for seg

prinsippene for forvaltningen og den praktiske organisering av arbeidet, mens *Kjær* drøfter strategien for å oppnå meravkastning i aksjeporteføljen.

Til sammen håper vi denne kavalkade av, skal vi kalle det «fremtidsrettede tilbakeblikk» på sentrale problemstillinger for Norges Bank over de senere år, kan bidra til å gi et inntrykk av bredden i Kjell Storviks interesseområde og hans innsats som leder av sentralbanken.

Konjunkturutviklingen og Norges Banks vurderinger 1996–1998

Grete Hammerstrøm og Jon Nicolaisen¹

De tre siste årene har konjunkturutviklingen vært preget av at internasjonale forhold både direkte og indirekte har bidratt til å forsterke svingningene i norsk økonomi. Veksten i økonomien har samtidig vært høy – trolig betydelig høyere enn den underliggende veksten i produksjonspotensialet. Norges Bank har advart mot at manglende justeringer underveis med nødvendighet må medføre korreksjoner senere, og at kostnadene ved nødvendige omstillinger har en tendens til å øke jo lengre tid det går før de gjennomføres. Utviklingen i disse årene illustrerer behovet for å innrette den økonomiske politikken mot langsiktig stabilitet og gardere seg mot endringer i de internasjonale rammevilkårene.

Oljerikdom og utfordringer

På mange måter var økonomien på vei inn i en kritisk fase ved inngangen til 1996. De langsiktige fremskrivningene i Inflasjonsrapport 95/4 viste riktignok at det var grunn til å vente en rimelig balansert utvikling fram mot årtusenskiftet uten tegn til markert oppgang i lønns- og prisveksten, selv om det var en viss risiko for noe tap av konkurranseevne mot slutten av prognoseperioden. Dette scenarioet var imidlertid betinget av at finanspolitikken bidro til å stabilisere den økonomiske utviklingen gjennom å bringe veksten ned mot den langsiktig trendveksten, og at økonomien ikke ble utsatt for «sjokk» fra internasjonal økonomi:

«Fortsatt moderat pris- og kostnadsvekst, en relativt stram budsjettpolitikk for å dempe veksten i etterspørselen og stabile forhold i penge- og valutamarkedene er avgjørende forutsetninger for å få til en vellykket overgang til en balansert og stabil vekst inn i det neste århundret.»

Oljeproduksjonen var i 1996 nær fordoblet siden inngangen til 1990-tallet, og veksten i statens inntekter fra oljeproduksjonen var en sterkt medvirkende faktor til at det hadde vært mulig å føre en ekspansiv finanspolitikk i perioden 1989-93. Oljereservene og profilen på produksjonen var forventet å innebære at inntektene ville øke kraftig fram mot årene rett etter årtusenskiftet, for deretter å avta nokså markert.

¹ Grete Hammerstrøm er rådgiver og Jon Nicolaisen er fagdirektør i Økonomisk avdeling

Samtidig vil alderssammensetningen i befolkningen og opptjeningsprofilen i pensjonene bidra til at blant annet Folketrygdens utgifter vil øke betydelig fra 2010. For andre nasjoner, som gjennomgående slet med svekkede statsfinanser, fremsto oljen som en svært misunnelsesverdig gave fra naturens side. Ikke desto mindre stilte – og stiller – både eksistensen og forvaltningen av petroleumsformuen Norge overfor store utfordringer, ikke minst knyttet til fordelingen av velferden mellom generasjoner.

Utfordringene knyttet til forvaltningen av oljeformuen ble belyst i sentralbanksjefens tale til representantskapet (årstalen) i februar 1996, med hovedvekt på konsekvensene av å bruke en stor andel av oljeinntektene innenlands. Sentralbanksjefen tok utgangspunkt i et tankeeksperiment med en relativt høy vekst i offentlige utgifter (om lag 2½ prosent realvekst per år) fram til årtusenskiftet. Resultatet av en slik politikk var i beregningene som ble lagt fram i talen, i første omgang sterk vekst i innenlandsk etterspørsel, med økende press i arbeidsmarkedet og tiltakende lønns- og prisvekst som resultat. I neste omgang ville lavere lønnsomhet i bedriftene gi en viss avskalling av produksjonskapasiteten i konkurranseutsatt sektor, som ville gi færre ben å stå på for fastlandsøkonomien og økt oljeavhengighet i økonomien.

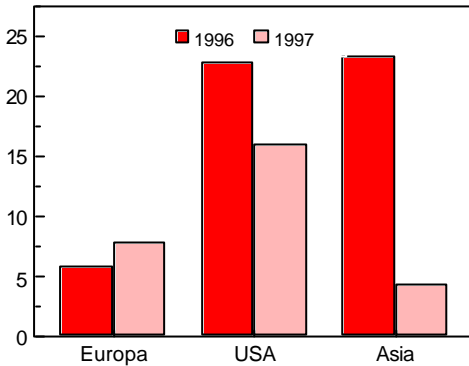
Videre i dette tankeeksperimentet ble det antatt at økende lønns- og prisvekst over tid ville gi seg utslag i en svekkelse av kronekursen rundt årtusenskiftet, med renteoppgang og et omslag i bedriftenes investeringer som resultat. Omslaget i økonomien ville forsterkes av at fallende boligpriser, økte rentekostnader og lavere vekst i lønnsinntekter ville bidra til redusert forbruk i husholdningene. Når statens oljeinntekter i tillegg skulle falle rett etter tusenårsskiftet, ble det antatt at det ville bli nødvendig med innstramminger i finanspolitikken.

I sum viste disse modellberegningene at økonomien ville vise et markert konjunkturforløp med sterk vekst etterfulgt av en kraftig nedgangskonjunktur like etter årtusenskiftet og en dobling av antall ledige i løpet av tre år. I tillegg ville bruken av oljeinntektene innenlands gjennom mindre overskudd i statsbudsjettet motsvares av lavere avsetninger til Petroleumsfondet.

Gjennom første halvår 1996 var det klare indikasjoner på at veksten i økonomien fremover ville bli sterkere enn både Norges Bank og andre hadde anslått ved utgangen av året før. Lønnsoppjøret gav større tillegg enn ventet, og sysselsettingen økte kraftig. Sammen med stabile renter dannet dette grunnlag for at husholdningene kunne øke forbruket betydelig uten at spareraten falt vesentlig. Behandlingen av Revidert nasjonalbudsjett innebar også at finanspolitikken i 1996 ble mindre stram enn salderingen av budsjettet indikerte. I lederen til Inflasjonsrapport 96/2 skrev sentralbanksjefen:

«Disse anslagene er basert på det vi i dag kjenner til. Samtidig vet vi at vi må planlegge for det uforutsette. Dagens kapasitetsutnyttning gir lite rom for økt press på ressursene. Om økonomiske «sjokk» skulle drive etterspørselen ytterligere opp, vil hovedeffekten lett kunne bli at pris- og

Figur 1 Vekst i eksportverdi av tradisjonelle varer til ulike regioner. Prosent vekst fra året før



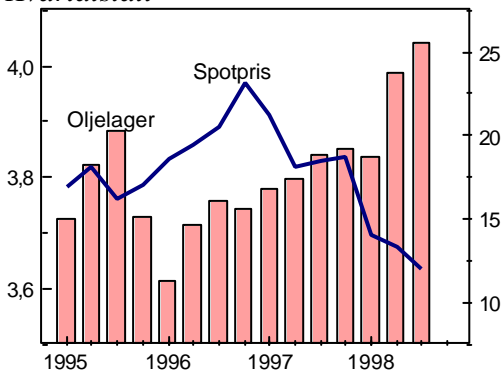
Kilde: Statistisk sentralbyrå

bedringen i konkurranseevnen, dannet denne etterspørselsveksten grunnlag for at også den tradisjonelle vareeksporten økte betydelig. Det var en tydelig vridning i eksporten mot økonomier som vokste raskt, best illustrert ved at verdien av eksporten til Asia økte med hele 23 prosent i 1996, mens veksten i eksportverdien til EU-landene bare var knappe 4 prosent.

Det lille rike landet i nord

Et annet viktig trekk ved internasjonal økonomi som skulle få svært stor betydning for det innenlandske konjunkturforløpet de nærmeste årene, var utviklingen i oljepriisen. Etter å ha ligget nokså stabilt mellom 15 og 20 dollar fatet gjennom 1994 og -95, økte oljepriisen betydelig gjennom 1996. Etter den kalde vinteren 1995/96 var oljelagrene bygget ned, og i løpet av sommeren økte de mindre enn normalt. Ved inngangen til vintersesongen 1996/97 var lagrene dermed fortsatt betydelig lavere enn vanlig. Dette innebar at etterspørselsendringer som følge av selv små temperatursvingninger bidro til kraftig prisoppgang på olje gjennom høsten 1996 og vinteren 1997.

Figur 2 Oljelager, millioner fat i OECD-landene (venstre akse) og oljepriis i USD (høyre akse). Kvartalstall



Kilde: IEA og Norges Bank

kostnadsveksten tiltar. Virkningene på produksjon og realvekst kan bli små på kort sikt og trolig negative på lang sikt.»

Selv om veksten hos våre tradisjonelle handelspartnere var nokså beskjeden, økte den globale veksten til over 4 prosent i 1996. Dette var den høyeste veksttaket

siden verdensøkonomien gikk inn i en lavkonjunktur på begynnelsen av 1990-tallet. Sammen med en betydelig utvidelse av produksjonskapasiteten og relativt god lønnsomhet som følge av høye råvarepriser og den forutgående

Den umiddelbare konsekvensen av oljeprisoppgangen var en bedring i både budsjett- og driftsbalansen, og dette stilte den økonomiske politikken overfor store utfordringer midt i en kraftig høykonjunktur. Oppgangen i oljepriisen innebar blant annet at overskuddet på statsbudsjettet og avsetningene til Petroleumsfondet ville øke betydelig uten at veksten i de offentlige utgiftene trengte å gå ned. I den aktuelle konjunktursituasjonen, med sterk vekst i privat sektor, understreket sentralbanksjefen i sin leder til Inflasjons-

rapport 96/3 at:

«Når økonomien nå er i klar fremgang, er det vesentlig at vi ikke mister det som er vunnet. Det er derfor nødvendig å ligge i forkant, og dempe presstendensene gjennom utformingen av den økonomiske politikken.

Vi er i en situasjon hvor norsk økonomi har en betydelig sterkere vekst enn våre handelspartnere i Europa. Dette gjør det mer krevende enn ellers å holde pris- og kostnadsveksten nede på handelspartnerens nivå. En ytterligere kraftig vekst i etterspørselen vil gjøre denne oppgaven enda vanskeligere.»

Også pengepolitikken ble sterkt påvirket av oppgangen i oljeprisen. Det oppsto et tiltakende press i retning av en sterkere krone. Til tross for betydelige valutaintervensjoner vedvarte presset, og dette førte til at Norges Bank satte ned styringsrentene overfor bankene med 0,5 prosentpoeng i november 1996.

De langsiktige fremskrivningene som ble presentert i Inflasjonsrapport 96/4 viste et bilde av økonomien fram mot årtusenskiftet som tydet på at flere økonomiske ubalanser var i ferd med å utvikle seg. På bakgrunn av den sterke veksten i etterspørselen indikerte fremskrivningene at presset i økonomien ville øke, og at svekkelsen av konkurranseevnen mot slutten av perioden ville bli sterkere enn anslått ett år tidligere. I lederen til Inflasjonsrapporten het det:

«Selv om usikkerheten går begge veier, er det for planleggingsformål viktig å være oppmerksom på at risikoen vi utsetter oss for, ikke er symmetrisk. De kostnadene vi påføres ved eventuelt å overvurdere faren for press i økonomien, er i dagens situasjon trolig små: Skulle det vise seg at presstendensene er overvurdert, er det relativt enkelt å justere den økonomiske politikken raskt, slik at den tilpasses utviklingen. Skulle vi derimot undervurdere presstendensene, risikerer vi store svingninger i økonomien i årene fremover.

Våre og andre lands erfaringer viser at slike svingninger kan få meget kostbare og varige følger, blant annet i form av tapt konkurransekraft, feilinvesteringer og varig høyere arbeidsledighet. [- - -]

Erfaringene fra 80-årene tilsier at en i utformingen av den økonomiske politikken bør ta tilbørlig hensyn til risikoen for fremtidige svingninger i økonomien. I denne sammenhengen er det også vesentlig at den økonomiske politikken ikke i seg selv gir opphav til svingninger eller til urealistiske forventninger om vekst i befolkningens fremtidige inntekter og formue.»

Appresieringspresset mot kronen tiltok ytterligere over årsskiftet, til tross for

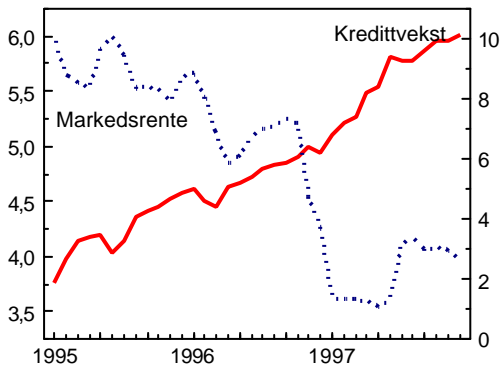
svært store valutaintervensjoner. 9. og 10. januar ble styringsrentene satt ned med i alt 0,75 prosentpoeng. Pengemarkedsrenten lå etter dette rundt $3\frac{1}{4}$ - $3\frac{1}{2}$ utover vinteren og våren. Samtidig erklærte sentralbanksjefen at Norges Bank inntil videre bare i begrenset grad ville kjøpe valuta utover det som fulgte av valutakjøpene til Petroleumsfondet.

Rentenedgangen bidro til at pengepolitikken virket i retning av å stimulere etterspørselen innenlands. Både den høye andelen selveiere i boligmarkedet og det forhold at husholdningene i overveiende grad har rentebetingelser knyttet til utviklingen i kortsiktige pengemarkedsrenter, innebærer at tilpasningen i husholdningssektoren i Norge trolig er mer følsom overfor renteendringer enn i de andre nordiske landene og i kontinental-europeiske land.

På denne bakgrunn påpekte sentralbanksjefen i årstalen 1997 at pengepolitikken så ut til å gi et vesentlig bidrag til å forsterke konjunkturutslagene i Norge:

«Det synes klart at pengepolitikken i den nærmeste tiden vil bidra til ytterligere vekst i etterspørselen innenlands. Dersom denne innretningen av pengepolitikken får slå gjennom i den innenlandske økonomien, må vi regne med at høykonjunktoren i sektorer rettet mot innenlandske markeder kan bli mer markert. Vi må også regne med at denne høykonjunktoren kan bli avløst av en lavkonjunktur og nedgang i sysselsettingen. Både i Norge og i andre land har vi erfaring for at slike svingninger i økonomien har varige virkninger, blant annet i form av en permanent økning i arbeidsledigheten. På bakgrunn av de erfaringene vi har med samspillet mellom finans- og pengepolitikken, mener jeg det er grunn til å understreke den utfordringen som innretningen av pengepolitikken nå stiller finanspolitikken overfor.»

Figur 3 *Tremåneders rente (venstre akse) og tolv månedersvekst i innenlandsk kreditt (høyre akse). Månedstall 1995 - 1997*



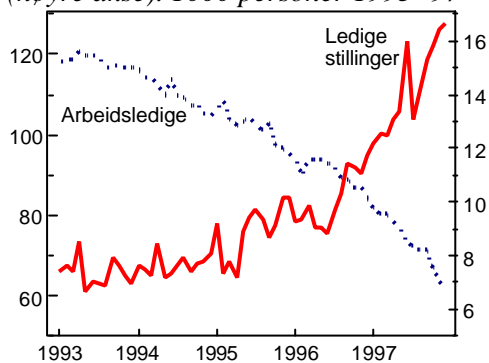
Kilde: Norges Bank

Rentenedgangen bidro til sterk vekst i formuesprisene og økende kredittvekst, og det lå an til nok et år med svært høy vekst i husholdningenes konsum. I løpet av våren ble også anslagene for oljeselskapenes investeringer på kontinental-sokkelen oppjustert. I tillegg innebar behandlingen av Revidert nasjonalbudsjett for 1997 i Stortinget at det meste av innstrammingen fra høstens budsjettforslag var borte.

Foruten at den samlede økonomiske politikken neppe bidro til å begrense veksten i etterspørselen, var det et annet forhold som bidro til gjentatte oppjusteringer i anslagene for den kortsiktige konjunkturutviklingen. Sysselsettingen

fortsatte å øke betydelig mer enn demografien tilsa, til tross for at yrkesfrekvensene i utgangspunktet var høye, både i historisk og internasjonalt perspektiv. Den sterke veksten i sysselsettingen gikk

Figur 4 Registrerte arbeidsledige (venstre akse) og ledige stillinger (høyre akse). 1000 personer 1993 -97



Kilde: Arbeidsdirektoratet

hånd i hånd med nesten like sterk vekst i arbeidstilbudet. Grovt sett ble 3 av 4 nye sysselsatte rekruttert utenfor ledighetskøen. Veksten i arbeidsstyrken skyldes i første rekke at kvinnene økte sin yrkesdelaktelse, men også høy mobilitet i det felle nordiske arbeidsmarkedet. Fleksibiliteten i arbeidsmarkedet bidro til at sysselsettingen kunne øke så sterkt uten at lønnsveksten tok seg ytterligere opp. Ikke desto mindre var det mot slutten av 1997 klare tegn til både bransjemessig og regionalt press i arbeidsmarkedet, og tallet på ubesatte stillinger viste kraftig vekst.

I det tradisjonelle budsjettbrevet høsten 1997 skrev Norges Bank:

«På bakgrunn av det samlede risikobildet for den økonomiske utviklingen i tiden fremover, oppfatter Norges Bank situasjonen slik at det skal forholdsvis lite til før en kommer inn i en utvikling med ubalanser i flere deler av økonomien, blant annet i arbeidsmarkedet og i markedene for formuesobjekter. Slike ubalanser vil før eller senere gi seg utslag i økt pris- og kostnadsvekst og realøkonomiske svingninger som følge av endringer i tilpasningen i privat sektor. Dette kan etter Norges Banks syn unngås ved å bringe veksten i etterspørselen ned mot den underliggende veksten i produksjonskapasiteten, slik at en forhindrer en ytterligere økning i priset mot produksjonsressursene.»

Banken understreket også de utfordringene som fulgte av at pengepolitikken innretning bidro til å forsterke konjunkturbevegelsene ytterligere:

«Norge har de senere år erfart et sterkt og langvarig konjunktur-oppsving som nå slår ut i økte presstendenser på mange områder av økonomien. Det er ingen klare tegn til at etterspørselsveksten avtar. Over tid må dette forventes å slå ut i økende pris- og kostnadsvekst, fra en veksttakt som allerede ligger over handelspartnerne. Det nåværende pengepolitiske styringssystemet kan innebære at virkemidlene må innrettes på en slik måte at disse problemene aksentueres.»

Blant annet på denne bakgrunn foreslo Norges Bank også å justere retningslinjene for pengepolitikken innenfor hovedmålet om å holde en stabil valutakurs mot europeiske valutaer, med sikte på å redusere faren for at pengepolitikken skulle lede til en ustabil økonomisk utvikling.

Vendepunkt

Høsten 1997 ble internasjonal økonomi rammet av hendelser som i løpet av det neste året skulle vise seg å få betydelige konsekvenser for norsk økonomi. Etter at ubalanser hadde fått bygge seg opp over lengre tid, opplevde en rekke asiatiske land et sterkt press på sine valutaer og aksjemarkeder som førte til en bølge av devalueringer. Etter hvert ble det klart at de rammede landene måtte gjennomføre innstramningstiltak som ville bidra til å redusere den samlede veksten i etterspørselen i verdensøkonomien. I neste omgang rammet dette råvaremarkedene, der de asiatiske landene hadde stått bak en mye høyere andel av veksten i etterspørselen enn det størrelsen på disse økonomiene alene skulle tilsi. Videre bidro tap på utlån og finansielle plasseringer i de rammede landene til å redusere risikoviljen blant finansielle investorer, noe som ut over i 1998 førte til økt uro i finansielle markeder også i de tradisjonelle industrilandene.

De langsiktige fremskrivningene i Inflasjonsrapport 97/4 viste at norsk økonomi med stor sannsynlighet ville få et markert konjunkturforløp med sterk vekst de nærmeste to årene og et relativt kraftig tilbakeslag over årtusensskiftet. Lav rente, sterk vekst i husholdningens lønnsinntekt og formuesverdier samt en nøytral finanspolitikk ville i sum bidra til at veksten fortsatte med om lag samme styrke i 1998. I denne rapporten ble imidlertid også risikoen for et raskere og dypere omslag påpekt. I lederen til Inflasjonsrapporten skrev sentralbanksjefen:

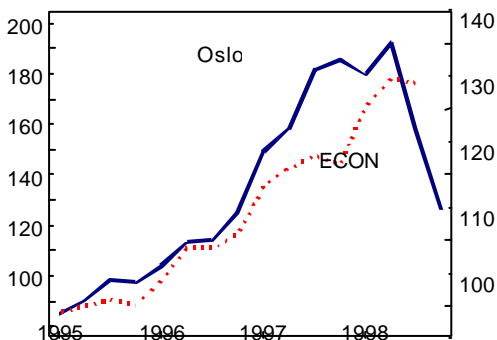
«I vurderingen av politikktutforming må det legges stor vekt på usikkerheten i den økonomiske situasjonen. Dette kan selvsagt slå begge veier. For eksempel kan vi ha undervurdert fleksibiliteten i arbeidsmarkedet. Men i den tilstand økonomien befinner seg i øyeblikket, er det størst grunn til å være på vakt mot ekspansive sjokk. Det ville være mulig å inn-

rette den samlede økonomiske politikken slik at vi står bedre rustet mot slike sjokk.

Både utsiktene til overoppheting av økonomien og risikoen for nye sjokk som forsterker konjunktorene, taler altså for en stram økonomisk politikk. Alternativet kan bli en "hard landing" for norsk økonomi om noen år.»

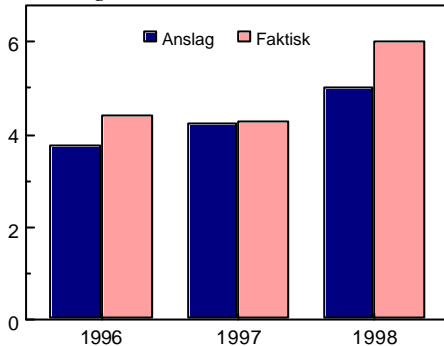
Kredittveksten og oppgangen i formuesprisene fortsatte gjennom våren, og totalindeksen på Oslo Børs, som hadde falt nokså markert i fjerde kvartal 1997, økte igjen og nådde en ny toppnotering i

indeks Oslo Børs (venstre akse)
ECONs boligprisindeks (høyre akse)
1995=100.



Kilde: ECON og Norges

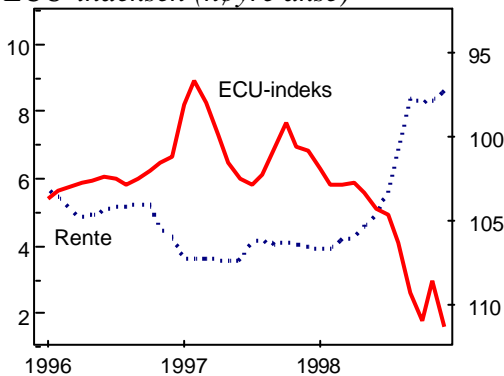
Figur 6 Årslønnsvekst i prosent.
Anslag i desember året før og faktisk utvikling¹.



¹ Faktisk lønnsvekst i 1998 er anslag fra Inflasjonsrapport 4.98
Kilde: Teknisk beregningsutvalg for inntektsoppgjørene, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

under sterkt press, og i løpet av våren og sommeren satte Norges Bank signal-

Figur 7 Tremåneders rente (venstre akse) og kronkursen målt mot ECU-indeksen (høyre akse)



Kilde: Norges Bank

fall i oljeinvesteringene. Samtidig så det ut til at drahjelpen fra omverdenen ville utebli de nærmeste årene, dels som følge av etterdønningene fra Asia-krisen, men også fordi veksten i USA, som gjennom de siste årene hadde vært «lokomotiv» i verdensøkonomien, var forventet å avta etter seks år med høykonjunktur.

En annen konsekvens av dette var at veksten i konsumprisene så ut til å bli lavere enn tidligere antatt. Forskjellen i prisveksten i forhold til Norges handelspartnere har økt som forventet, men denne økningen i inflasjonsdifferansen har funnet sted gjennom en nedgang i konsumprisveksten i utlandet, snarere enn gjennom den

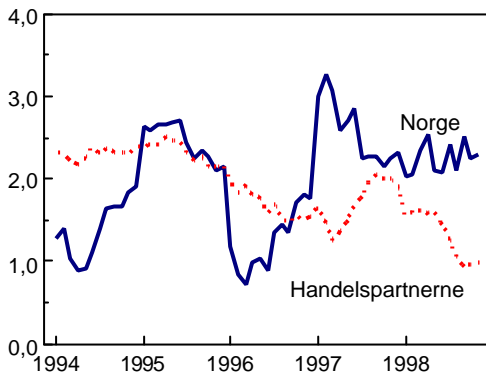
mai 1998. Lønnsoppgjøret gav høyere lønnsvekst enn ventet. Sammen med sterk vekst i stønadene til husholdningene og økende formuesverdier, lå det an til at veksten i husholdningenes inntekter også dette året ville danne grunnlag for svært høy vekst i konsumet. Importen viste også kraftig oppgang, blant annet som følge av at investeringene både på fastlandet og i Nordsjøen økte betydelig, men dette var også et symptom på at tilbuds-siden i økonomien ikke klarte å møte den økte etterspørselen.

Det ble etter hvert klart at ringvirkningene av krisen i Asia på verdensøkonomien ville bli store. Oljeprisen falt kraftig, og i mars 1998 vedtok OPEC å begrense oljeproduksjonen blant medlemslandene. Den norske kronen kom

opp ved flere anledninger. Etter toppnoteringer på forsommeren, var også aksjemarkedene i industrilandene på vei nedover. Dette gikk spesielt hardt ut over Oslo Børs, der totalindeksen i løpet av fire måneder falt med 30 prosent. Presset i valutamarkedet kulminerte i slutten av august, og etter å ha hevet renten med til sammen 4,50 prosentpoeng erklærte Norges Bank at banken inntil videre ikke ville foreta ytterligere endringer i virkemiddelbruken.

Anslagene i de siste to inflasjonsrapportene i 1998 indikerte at omslaget i den økonomiske utviklingen som banken tidligere hadde sett for seg, ville komme raskere og bli forsterket av svakere vekst i innenlandsk etterspørsel og et kraftig

Figur 8 *Konsumprisvekst i Norge og hos handelspartnerne. Tolvmånedersvekst. Prosent*



Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD

økningen i prisveksten innenlands som Norges Bank tidligere anslo. Nedgangen i den internasjonale prisveksten skyldes trolig sjokket som den globale økonomien ble utsatt for etter krisen i Asia. Lav importprisvekst har bidratt til å holde nede konsumprisveksten i Norge, mens prisveksten hos våre handelspartnere har avtatt markert i løpet av 1998.

Den gjenstridige virkelighet

Ofte kan spådommer og advarsler fra økonomer generelt og sentralbanksjefen spesielt virke påtrengende pessimistiske. I den anledning kan det være på sin plass å minne om hovedmålet for den økonomiske politikken, nemlig å sikre et varig grunnlag for en bærekraftig økonomisk vekst og full sysselsetting. Sentralbanksjefen uttalte i sin tale på Økonomisk forum i mai 1998 :

«Enkelte vil kunne oppfatte situasjonen slik at vi økonomer har en tendens til å bli dystre til sinns desto bedre det går i norsk økonomi. Jeg vil derfor allerede nå tilkjennegi at dersom noen skulle oppfatte min sinnsstemning her som preget av en slik unødig dysterhet, så har det i så fall ikke sin bakgrunn i et spesielt eller puritansk sinnelag, der glede over situasjonen i seg selv vekker bekymring.

Årsaken til vår bekymring er vel snarere grunnet i den evne – eller rettere sagt mangel på evne – vi gjennom de siste ti-femten årene har vist når det gjelder å stabilisere den økonomiske utviklingen her i landet.»

Det er påfallende mange likhetstrekk mellom det tankeeksperiment som sentralbanksjefen gjennomførte i sin årstale i februar 1996 og den faktiske utviklingen siden den gang. Ikke alle «spådommene» i dette tankeeksperimentet slo til, og andre mekanismer – ikke minst uforutsette internasjonale sjokk – har gjort seg gjeldende. Det omslaget som norsk økonomi står foran ved årsskiftet 1998/99, er således både et resultat av den samlede økonomiske politikken og forhold i verdensøkonomien

som vi ikke har herredømme over. Men utviklingen har samtidig synliggjort hvor krevende det er å ha en tilstrekkelig langsiktig horisont i den løpende utformingen av den økonomiske politikken. Kanskje har den også vist hvor krevende det kan være å påkalle oppmerksomheten om de langsiktige utfordringene i en situasjon der budbringeren kan oppleve betydelig avstand mellom folks forventninger og en gjenstridig virkelighet. Avslutningen av lederen til Inflasjonsrapporten i januar 1998 kan stå som en illustrasjon på dette:

«Også ved slutten av den forrige høykonjunkturen var det enkelte, både blant publikum og politikere, som tenderte mot å legge mer vekt på gleden over den oppgangen vi hadde bak oss enn på konsekvensene rundt neste sving. Vi må håpe og tro at vi som nasjon denne gangen kan være noe mer forutseende og noe mer nøkterne i våre forventninger til fremtiden. Det er fortsatt umulig å vokse inn i himmelen.»

Ved inngangen til 1999 står den norske økonomien foran en periode der de siste årenes utvikling med nødvendighet må korrigeres. Dette er en konsekvens av internasjonale begivenheter, ikke minst utsiktene til varig lavere oljepris, men også av at konjunkturoppgangen de siste årene har økt fallhøyden og gjort økonomien mer sårbar overfor sjokk utenfra. Likevel er den grunnleggende balansen i økonomien fortsatt god, og det er all grunn til å anta at norsk økonomi vil tåle de nødvendige omstillingene. I sin siste leder som sentralbanksjef gir Kjell Storvik en oppsummering som tross alt inneholder atskillig tro på mulighetene til å takle situasjonen:

«Anslagene i inflasjonsrapporten viser også at lønns- og prisveksten, som i forbindelse med høykonjunkturen har ligget over gjennomsnittet for våre handelspartnere, vil avta etter århundreskiftet. Dersom lønnsdannelsen i Norge fortsetter å fungere som den har gjort tidligere i 1990-årene, vil en anslått gradvis avmatning av presset i arbeidsmarkedet gi grunnlag for en vesentlig lavere lønnsvekst i 2000, og deretter lavere lønnsvekst enn i andre land. Dette gir i neste omgang grunnlag for lavere konsumprisvekst etter århundreskiftet.

Den utviklingen som er avtegnet i inflasjonsrapporten, skulle med andre ord være i godt samsvar med at kronekursen kan bringes tilbake til utgangsleiet. Den omstillingen som må finne sted for å få til dette, med en nødvendig innstramming og redusert lønns- og prisvekst, innebærer kostnader i form av en viss økning i arbeidsledigheten. Med det press i økonomien, ikke minst i arbeidsmarkedet, som har fått bygge seg opp, vil imidlertid en slik korreksjon under enhver omstendighet tvinge seg fram.»

Inflasjonsrapporten som instrument

Jan F. Qvigstad og Amund Holmsen¹

Internasjonalt er det på 1990-tallet blitt stadig mer vanlig for sentralbanker å utgi inflasjonsrapporter. Siden sommeren 1994 har også Norges Bank publisert slike. Rapporten er et viktig instrument for bankens rådgivning om den økonomiske politikken, og har dessuten en sentral funksjon for å oppfylle bankens lovpålagte oppgaver om å informere allmennheten. Like fullt står banken overfor flere dilemmaer knyttet til inflasjonsrapporten. En kan ikke utelukke at Norges Banks synspunkter og forventninger i seg selv kan være med og påvirke den faktiske utviklingen. Dette reiser igjen spørsmål om publiseringen av inflasjonsrapporten kan komme i konflikt med det operative målet for pengepolitikken, eller om banken kan fristes til å bruke rapporten ikke bare til å belyse, men aktivt forsøke å påvirke rammebetingelsene for pengepolitikken.

Den 10 desember 1992 måtte Norges Bank oppgi forsvaret av den norske kronen. Det tok noen tid før et nytt regime var på plass.

Våren 1994 sendte Norges Bank et brev til Finansdepartementet med sine anbefalinger til hvordan det nye pengepolitiske regimet burde være. Det har lenge vært bred politisk konsensus om at hovedmålene for den økonomiske politikken er å sikre et varig grunnlag for høy sysselsetting og en bærekraftig økonomisk vekst. I tråd med dette la Norges Bank vekt på at pengepolitikken vil gi det beste bidraget til å nå disse målene når den på lang sikt rettes inn mot å opprettholde lav pris- og kostnadsvekst – på linje med eller lavere enn våre konkurrentland. Norges Bank anbefalte derfor at det *langsiktige* målet for pengepolitikken skulle være lav pris- og kostnadsvekst.

Det ble også i brevet diskutert om en som et *operativt mellommål* skulle velge et valutakursmål, eller om en skulle styre direkte mot lav inflasjon («inflasjonsstyring»). Norges Bank valgte å anbefale et valutakursmål særlig av to grunner:

- Norge hadde en lang historisk tradisjon for valutakursmål
- arbeidsdelingen mellom finans-, penge- og inntektspolitikk kunne beholdes («solidaritetslinjen»).

Nå er det over tid nødvendigvis ikke så stor forskjell mellom disse to regimene. Det er normalt ikke mulig å oppnå lav pris- og kostnadsvekst på sikt uten at kronekursen er stabil mot våre viktigste handelspartnere. Samtidig er lav pris- og kostnadsvekst en forutsetning for å lykkes med å holde kronekursen stabil.

¹ Jan F. Qvigstad er direktør for Område I - Pengepolitikk, og Amund Holmsen er kontorsjef i Økonomisk avdeling.

Regjeringen fastla retningslinjene for pengepolitikken i valutakursforskriften fra mai 1994. Det operative målet for pengepolitikken var i samsvar med Norges Banks forslag og ble nærmere omtalt i Revidert nasjonalbudsjett samme år.

Fortsatt kan det være debatt internasjonalt (og ikke minst i Norge) om hva som er det mest egnede *operative* styringsmålet, valutakursstyring eller inflasjonsstyring. Det synes imidlertid å være bred internasjonal enighet om at lav pris- og kostnadsvekst bør være det *langsiktige* målet for pengepolitikken. Bakgrunnen for dette synet ligger i at pengepolitikken på lang sikt bare kan påvirke monetære forhold, og at et land derfor over tid ikke kan øke sysselsettingen mot å akseptere høyere inflasjon. Før eller senere vil inflasjonen bli et så altoverskyggende problem at grunnlaget for sysselsettingen rives vekk. På lang sikt eksisterer det derfor ikke noe bytteforhold mellom høyere inflasjon og høyere sysselsetting. I den grad det er noen sammenheng mellom disse variablene på lang sikt, er det snarere grunn til å tro at den går i motsatt retning, det vil si at for høy inflasjon svekker grunnlaget for økonomisk vekst og høyere sysselsetting.

Lav pris- og kostnadsvekst måtte dermed forstås som en langsiktig forutsetning for gjennomføringen av pengepolitikken. Dette stilte også krav til partene i arbeidslivet og i særlig grad til finanspolitikken. Ved siden av å gjennomføre den operative oppgaven i pengepolitikken ved å stabilisere kronekursen, var det derfor naturlig for Norges Bank å legge større vekt på inflasjonsovervåking for å vurdere forutsetningene for pengepolitikken over tid. Dette var bakgrunnen for at Norges Bank erstattet sine kvartalsvise økonomiske rapporter med inflasjonsrapporter fra høsten 1994.

Som sentralbank er Norges Bank ikke bare pålagt ansvaret for den operative gjennomføringen av penge- og valutapolitikken, men har i tillegg en informasjonsplikt overfor allmennheten. Inflasjonsrapporten kombinerer disse hensynerne, men publiseringen av rapporten reiser også en del spørsmål. Resten av denne artikkelen går nærmere inn på de vanskelige valg sentralbanken står overfor i utformingen av inflasjonsrapporten:

- Skal rapporten gis en særnorsk utforming, eller skal man adoptere en internasjonal norm?
- Skal Norges Bank publisere anslag for den økonomiske utviklingen? I så fall, skal anslagene presenteres som en kravanalyse til den økonomiske politikken eller skal en legge vekt på bankens forventninger om den økonomiske utviklingen?
- Skal evalueringer av anslagene offentliggjøres og beregningsmetodene være åpne for innsyn?
- Kan inflasjonsrapporten lette eller vanskeliggjøre gjennomføringen av pengepolitikken? Bør banken bruke inflasjonsrapporten til aktivt å påvirke forventningene i markedet?

Inflasjonsrapportens rolle

I løpet av 1990-tallet ble det etter hvert stadig flere sentralbanker som publiserte inflasjonsrapporter. Norges Banks inflasjonsrapport føyer seg derfor inn i en internasjonal trend, hvor oppbyggingen og presentasjonen følger visse felles trekk. Mange lesere observerte at de første inflasjonsrapportene hadde mange likhetstrekk med rapportene fra Bank of England. Etter hvert har imidlertid rapporten funnet sitt eget særpreg, med stor vekt på å tolke utviklingstrekk i økonomien og presentere anslag på en lettfattelig, men grundig måte.

I land med inflasjonsmål danner inflasjonsrapporten et viktig element i beslutningsgrunnlaget for rentefastsettelsen. Dersom inflasjonen forventes å avvike fra inflasjonsmålet innenfor en bestemt tidshorisont, kan dette danne grunnlag for endringer i rentenivået i dag. På den måten blir prisanalysen et viktig utgangspunkt for instrumentfastsettelsen i pengepolitikken.

I Norge har inflasjonsrapporten naturligvis ikke den samme operative rollen på kort sikt som i land med inflasjonsmål. Den er likevel ikke uten betydning for vurderingen av utformingen av pengepolitikken. Norges Bank har stabilitet i kronens verdi i forhold til europeiske valutaer som mål for pengepolitikken. Retningslinjene gir likevel et stort rom for skjønn som det er Norges Banks oppgave å utøve. Skal kronen svære stabil, må veksten i priser og kostnader i Norge over tid være på linje med stigningen i Europa. Når kronen er svak, må Norges Bank derfor ha for øyet at prisveksten må ned på det nivået europeiske land sikter mot. Renten må altså settes slik at den bidrar til lav prisstigning. Det vil være nødvendig for at kronen skal stabiliseres og etter hvert styrke seg. Samtidig må en unngå en for sterk oppbremsing. Den nedgangstid med deflasjon som etter en tid ville følge av en for brå pengepolitisk innstramning, ville også svekke kronekursen. I slike vurderinger vil inflasjonsrapporten, sammen med andre analyser, være viktig bakgrunnsmateriale.

Selv om Norge har hatt et annet operativt mål for pengepolitikken enn for eksempel Sverige og Storbritannia, har det hele tiden vært viktig for banken å presentere en inflasjonsrapport som følger en internasjonal norm og som blir gjenkjent og forstått av de mange internasjonale aktørene som leser rapporten.

Det har utviklet seg en meget stor interesse for inflasjonsrapporten både fra markedet (nasjonalt og internasjonalt) og fra media. Inflasjonsrapporten presenteres på en pressekonferanse hvor alle riksdekkende medier er til stede, både aviser, nyhetsbyråer og etermedier. Også de store internasjonale byråene er til stede. Rapportens leserkrets har dessuten økt ved at den gjøres tilgjengelig på Internett

Anslag og troverdighet

Når en skal lage fremskrivninger av den økonomiske utviklingen kan en ta ulike utgangspunkt. Følgende to metoder er de vanligste:

- En *kravanalyse* ser på hvilke politikktiltak som må til for å nå bestemte mål for enkelte sentrale variable som pris- og lønnsutviklingen, utenrikshandelen, arbeidsmarkedet og offentlige finanser. En slik analyse belyser derfor

ikke hvordan banken tror utviklingen faktisk kommer til å bli, men snarere hvordan den bør bli, og hvilken økonomisk politikk som kreves for å oppnå dette.

- *Forventningsbaserte anslag* tar utgangspunkt i at gjeldende økonomiske politikk videreføres og forsøker å analysere hva den leder til.

Norges Bank har som utgangspunkt de siste årene valgt å gi forventningsbaserte anslag, men også dette reiser dilemmaer for sentralbanken. For det første må anslagene betinges av noen sentrale forutsetninger om størrelser som rente, valutakurs og finanspolitikk. Det innebærer at hvis disse forutsetningene ikke slår til, så vil heller ikke anslagene være gode. For det andre kan det ikke utelukkes at anslagene i seg selv er med og påvirker forventningene i økonomien. Det er ingen tvil om at prognoser fra en sentral aktør som Norges Bank kan bidra til å påvirke atferden i økonomien. Banken står derfor overfor et kortsiktig dilemma om en skal gi prognoser med sikte på bevisst å forsøke å utnytte dette. Et konkret spørsmål kan være om banken bør søke å oppnå lavere prisvekst ved å anslå lav lønnsvekst. Tilsvarende problemstillinger gjør seg gjeldende i penge- og valutamarkedet.

Evalueringer og sammenlikninger banken har gjort av historiske anslag, tyder på at bankens prognoser de siste årene har truffet relativt bra. Dette kan jo i sin tur innebære at bankens anslag blir imøtesett med en viss interesse, og at markedet justerer sine forventninger etter dem. Prognoser med den hensikt å lede markedet til en bestemt handling ville imidlertid over tid gå ut over bankens troverdighet. Inflasjonsrapporten er derfor utformet med hensynet til langsiktig troverdighet som rettesnor.

Skal anslagene over tid være troverdige, er det avgjørende at de er etterprøvbare. Derfor har Norges Bank lagt stor vekt på åpenhet og innsyn i prognosearbeidet. Anslagene er basert på en modell som er offentlig kjent, og hvor også bankens bruk av modellverktøyet publiseres åpent. Hensikten er at kompetente økonomer utenfor banken skal ha muligheter for å vurdere hvordan en har kommet fram til anslagene. Samtidig presenteres systematisk etterprøving av modellbruken. Dette stiller naturligvis større krav til inflasjonsrapporten og sikrer at prognosene ikke brukes til aktivt å forsøke å påvirke markedet i den ene eller andre retning. Det er naturligvis lett å tenke seg situasjoner hvor sentralbanken aktivt kunne ønske å påvirke forventningene gjennom inflasjonsrapporten, men en slik strategi vil raskt bli avslørt og ikke være opprettholdbar over tid. Tvert imot bidrar det til å styrke tilliten til inflasjonsrapporten som instrument dersom anslagene er basert på nøytrale forutsetninger uavhengig av den aktuelle situasjonen i penge- og valutamarkedet.

Særtrekk ved den norske inflasjonsrapporten

Det mest påfallende særtrekket i den norske inflasjonsrapporten er at den gir presise anslag ikke bare for pris- og kostnadsutviklingen, men for alle de sentrale størrelsene i nasjonalbudsjettet. På den måten uttrykker Norges Bank sine forventninger om den økonomiske utviklingen de neste årene. Det gjør samtidig at det er mulig å etterprøve bankens anslag.

Et annet særtrekk er at inflasjonsrapport nummer 4 (i desember) hvert år har et noe lenger tidsperspektiv. Ved hjelp av modellberegninger belyser rapporten utfordringer for norsk økonomi på 4-5 års sikt.

Gjennom arbeidet med inflasjonsrapporten har en gradvis funnet fram til noen prinsipper som i stor grad bidrar til å løse noen av konfliktene vi har diskutert ovenfor:

- For det første er det et mål at anslagene på kort sikt reflekterer bankens oppfatning av den mest sannsynlige utviklingen.
- For det andre skal analysen baseres på en mest mulig nøytral bruk av modellverktøyet.
- For det tredje skal en etterleve åpenhet og innsyn i analysearbeidet og -verktøyet.

Anslagene vil naturligvis avhenge av forutsetningene om de sentrale politikkvariablene som rente, valutakurs og finanspolitikk. Hovedtanken er at disse variablene skal defineres ut fra hva som best kan beskrives som en forlengelse av dagens politikkinntretning («nøytral penge- og finanspolitikk»). Men det er ikke så lett alltid å si hva det er. For å belyse usikkerheten i utviklingen og virkningene av andre utviklingsbaner legges det derfor stor vekt på å presentere alternative scenarier med andre forutsetninger for disse variablene.

I internasjonal litteratur om pengepolitikk blir sentralbanken ofte tillagt en viktig rolle. Det legges stadig større vekt på at sentralbanken skal

- ha et veldefinert mandat
- ha instrumenter til å gjennomføre mandatet
- stå til ansvar for hvordan den utfører sitt mandat.

Teorien sikter her særlig til de utøvende oppgavene – hvordan sentralbanken fastsetter rentene for å oppnå sitt mandat. I Norge har imidlertid sentralbanken også lovpålagte *rådgivende* oppgaver. I henhold til sentralbanklovens §3 skal banken uttale seg om spørsmål den blir forelagt av Regjeringen eller Finansdepartementet og underrette departementet når det etter bankens oppfatning er behov for penge-, kreditt- og valutapolitiske tiltak av andre enn banken. I tillegg pålegges banken å informere offentligheten om penge-, kreditt- og valutaforholdene.

Inflasjonsrapportene er et viktig instrument til å imøtekomme disse kravene. Dels er rapporten direkte informasjon til publikum, og dels danner rapporten grunnlaget for bankens rådgivning om den økonomiske politikken. Dermed får allmennheten vite grunnlaget for Norges Banks råd – inflasjonsrapportene bidrar således til å «demokratisere» sentralbanken.

Gjennom de 17 inflasjonsrapportene som til nå har kommet, kan en se visse utviklingstrekk. Mens de første rapportene la stor vekt på å presentere all tilgjengelig informasjon på en nøytral måte, har en etter hvert gått over til en noe mer fleksibel form. Det er lagt større vekt på å forklare og tolke den økonomiske utviklingen, slik at analysen også skal kunne leses av interesserte som ikke til

daglig jobber med samfunnsøkonomi. I tillegg vil valget av figurer og rammer gi en veiledning i hvilke temaer som for tiden er aktuelle.

Det er lagt stor vekt på at inflasjonsrapporten i seg selv skal være mest mulig nøytral. Norges Banks hovedstyre blir informert om rapporten på forhånd, men den er administrasjonens ansvar. Det er derfor heller ikke noen samordning mellom Norges Bank og andre institusjoner på forhånd. Tolkninger av anslagene og råd om utformingen av den økonomiske politikken kommer til uttrykk i sentralbanksjefens leder som ikke er en del av rapporten.

Økonomiske rapporter fra Norges Bank – en historikk

1925:

Monthly Report on the Economic Conditions in Norway blir første gang utgitt fra Norges Bank. Banken har allerede siden 1921 produsert et tilsvarende notat for Norges utenriksstasjoner. Rapporten inneholder en generell gjennomgang av norsk økonomi, med kommentarer til utviklingen i Norges Banks balanse, med særlig vekt på pengemengden i omløp og utviklingen i internasjonale valutakurser. Rapporten redegjør også for statsbudsjettet, bankenes finanser, arbeidsledigheten, konsumprisene og de viktigste næringsvirksomhetene. Rapporten inneholder dessuten et sammendrag av sentralbanksjefens årstale. Fra 1930 trykkes årstalen i sin helhet.

1946:

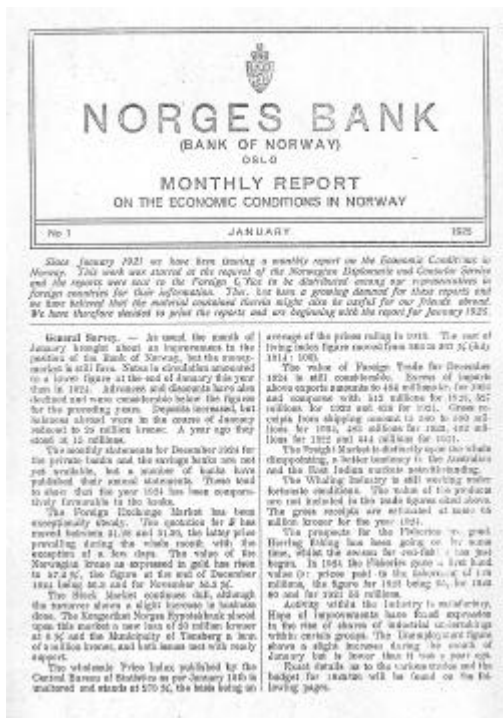
Etter krigen endrer rapporten navn til *Monthly Bulletin*. Rapporten utvides med tabeller over finans- og valutastatistikk i tillegg til utenrikshandel, industriproduksjon og sysselsetting.

1948:

Etter at rapporten en periode har kommet ut hver annen måned endres navnet til «*Bulletin*» og kommer ut seks ganger i året. Fra slutten av 1940-tallet vier rapporten stor plass til strukturundersøkelser av norsk økonomi. Artikkelen er temaorienterte og tar for seg alt fra bankhistorie og bankregulering, til detaljert omtale av industriproduksjon, utenrikshandel mv.

1953:

«*Bulletin*» blir kvartalsrapport.



1965:

Rapporten legges om og skifter navn til «*Economic Bulletin*». Statistikkvedlegget endres for å gi et mer sammenfattende bilde av norsk økonomi og den løpende utviklingen. Den økonomiske situasjonen blir fortsatt omtalt hvert kvartal, mens resten av rapporten vies ulike temaer som nasjonalbudsjettet, kredittpolitikken, pengepolitiske instrumenter, pensjonssystemet mv.

1973:

I april dette året kommer *Penger og Kreditt* ut for første gang – på norsk. Sentralbanksjef Knut Getz Wold understreker i forordet at banken ønsker å nå et innenlandsk publikum «med orienterende artikler, hovedsakelig med emner hentet fra Norges Banks eget virkefelt og skrevet av bankens egne folk». Han legger også vekt på å presentere «det statistiske materiale som ligger til grunn for mange av bankens vurderinger og tilrådinger».

1994:

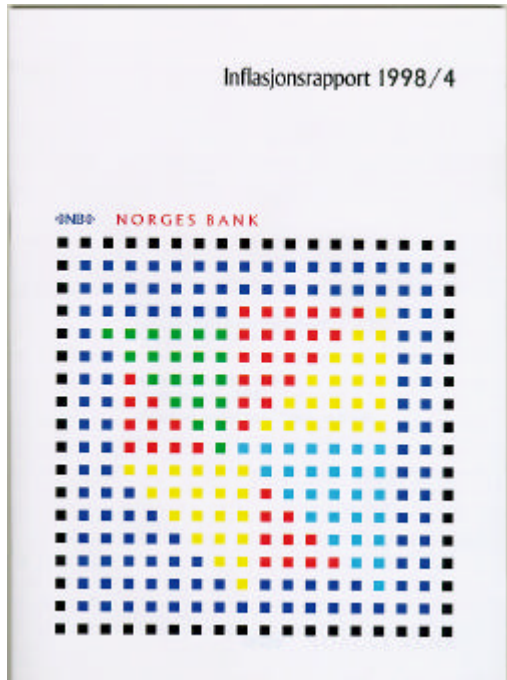
Den første *Inflasjonsrapporten* kommer ut i desember 1994. Rapporten erstatter konjunkturkapitlet i *Penger og Kreditt*. Det nye er at rapporten legger hovedvekten på den løpende utviklingen i priser og prisdrivende faktorer, og munner ut i en vurdering av hva som er den mest sannsynlige prisutviklingen de kommende 12-18 månedene. Det legges vekt på at inflasjonsrapporten er i samsvar med utviklingen i blant annet Sverige og Storbritannia. Samtidig tas RIMINI-modellen i bruk for å lage økonomiske fremskrivninger, som etter hvert gjøres mer detaljerte.

1995:

Inflasjonsrapporten kommer ut som egen trykksak fra Norges Bank, men trykkes også i *Penger og Kreditt*. Fra høsten 1996 er rapporten tilgjengelig på Internett (www.norges-bank.no).

1997:

Bankens analysevirksomhet utvides ved at *Finansiell stabilitet* kommer ut hvert halvår i *Penger og Kreditt*. Rapporten analyserer finansiell utsatthet blant foretak og husholdninger basert på tallgrunnlaget fra Inflasjonsrapporten.



Interpreting a Monetary Conditions Index in economic policy

Neil R. Ericsson, Eilev S. Jansen, Neva A. Kerbeshian and Ragnar Nymoen *

The main purpose of this paper is to review and interpret the use of a Monetary Conditions Index (or MCI) by central banks in the conduct of monetary policy. Numerous central banks, governmental organizations, and businesses now calculate an MCI as an indicator of the stance of monetary policy. Two central banks, those for Canada and New Zealand, use their MCIs as operational targets.

This paper describes and defines the concept of an MCI, summarizes how central banks implement MCIs in practice, reviews some of the operational and conceptual issues involved, and evaluates the sensitivity of MCIs to an inherent source of uncertainty in their calculation. Empirically, this uncertainty typically results in MCIs that are uninformative as indicators of monetary conditions, so some possible alternatives are briefly considered.

1 A Monetary Conditions Index in practice

Several central banks calculate a Monetary Conditions Index for use in monetary policy. Empirically, an MCI is a weighted average of changes in an interest rate and an exchange rate relative to their values in a base period. The weights on the interest rate and exchange rate reflect the estimated relative effects of those variables on aggregate demand over some period, often approximately two years. MCIs are currently used as indicators of monetary conditions and as operational short-run targets for monetary policy.

A Monetary Conditions Index has several attractive features. Its motivation is simple: exchange rates influence aggregate demand, especially in small open economies. Thus, focusing on exchange rates as well as interest rates may be important in understanding an economy's behavior, and so in policymaking. Also, an MCI is easy to calculate. For central banks, an MCI is an intuitively appealing operational target for monetary policy. It generalizes interest-rate targeting to include effects of exchange rates on an open economy, and it serves as a model-based policy guide between formal model forecasts. For institutions other than central banks, an MCI as an index per se may capture both domestic and foreign influences on the general monetary conditions of a country.

MCIs have gained widespread use. The central banks of Canada, New Zealand, Norway, and Sweden each have published an MCI and, to varying degrees,

* For information about the authors, see the end of the article.

use their respective indexes in the conduct of monetary policy. Additionally, the International Monetary Fund (IMF) and the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) calculate MCIs for evaluating the monetary policies of many countries; and firms such as Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, and Merrill Lynch publish MCIs to ascertain the general monetary environment in various countries.

An MCI assumes an underlying model relating economic activity and inflation to the variables in the MCI, with the weights in the MCI reflecting the effects of the interest rate and exchange rate on aggregate demand. Being model-based, those variables' effects are estimated, and the corresponding coefficients have an associated uncertainty from estimation. This paper shows that, empirically, this uncertainty typically renders MCIs uninformative for their ostensible purposes.

Sections 2 and 3 provide a foundation for understanding MCIs in practice, and hence for understanding how estimation uncertainty impinges on their use. Section 2 describes and defines the Bank of Canada's Monetary Conditions Index, summarizes how the Bank utilizes its MCI in conducting monetary policy, reviews some operational considerations, and documents MCI usage by other institutions and for other countries. Section 3 analyzes two facets in the design of an MCI: the choice of weights and variables, and the assumptions of the underlying empirical model. Section 4 presents confidence intervals of estimated relative MCI weights derived from models for Canada, New Zealand, Norway, Sweden, and the United States. In light of the (often) extreme uncertainty present in calculating MCIs, Section 4 then considers some possible alternatives. While intuitively appealing, an MCI appears fraught with difficulties as an indicator of monetary stance and as an operational target for monetary policy.

A previous paper, Eika, Ericsson, and Nymoen (1996a), derives analytical and empirical properties of MCIs in an attempt to ascertain their usefulness in monetary policy. The current paper complements Eika, Ericsson, and Nymoen (1996a) by focusing on the practical implementation of an MCI and the degree to which implementation is affected by uncertainty in the estimated weights.

2 Construction and use of MCIs

The concept of a Monetary Conditions Index was developed at the Bank of Canada and has been used there more extensively than elsewhere, so this section begins by describing the Bank's MCI (Section 2.1), its implementation in practice (Section 2.2), and operational considerations (Section 2.3). Section 2.4 considers MCIs used by other institutions and for other countries. The discussion in the first three subsections relies heavily on Duguay and Poloz (1994), Poloz, Rose, and Tetlow (1994), and Longworth and Freedman (1995) for the role of the Bank's quarterly model in monetary policy; on the Bank of Canada (1994, 1995), Barker (1996), and Zelmer (1996) for details on the MCI itself; on Freedman (1994) for the justification of an MCI in monetary policy; and especially on Freedman (1995) and Thiessen (1995) for overviews encompassing all of these issues.

2.1 Construction of the Bank of Canada's MCI

For the last several years, the Bank of Canada has used an MCI as an operational target in setting monetary policy. This subsection defines the construction of the MCI, briefly describes its empirical underpinnings, and interprets the generated index.

The Bank's MCI is a weighted sum of changes in the nominal Canadian 90-day commercial paper interest rate (R) and a nominal G-10 bilateral trade-weighted exchange rate index (E), where both variables are relative to values in a base period. The weights on the interest rate and exchange rate reflect their estimated relative effects on Canadian output. The Bank of Canada uses weights of 3 to 1, interest rate to exchange rate. That is, a one percentage point increase in the interest rate induces three times the change in the Bank's MCI as would a 1% appreciation of the Canadian dollar. Algebraically, it is convenient to write the MCI as:

$$MCI_t = \theta_R(R_t - R_0) + \theta_e(e_t - e_0), \quad (1)$$

where t is a time index, $t = 0$ is the base period, θ_R and θ_e are the respective weights on the interest rate and the exchange rate, and variables in lower case denote logarithms. Thus, the calculated MCI depends upon the weights θ_R and θ_e , the measures of the exchange rate and the interest rate, and the base period. Usually, the exchange rate in (1) is in logarithms or in percent deviations from its baseline value, whereas the interest rate is in levels. Below, logarithms of the exchange rate generally are used, and the choice makes little difference for the countries and sample periods involved.

The relative weight of 3 is derived from a range of econometric evidence on the determinants of aggregate demand. As discussed in Freedman (1994, pp. 469–70 and footnote 27), Duguay's (1994) results are typical of that evidence, so we focus on a representative regression from that paper, Duguay (1994, p. 50, Table 1, column 7):

$$\Delta y_t = +0.13 + 0.52\Delta y_t^* + 0.45\Delta y_{t-1}^* - 0.40[\Delta_8 RR_t / 8] - 0.15[\Delta_{12} q_t / 12] \quad (2)$$

(0.13) (0.11) (0.11) (0.22) (0.12)

$$T = 44[1980(1) - 1990(4)] \quad \bar{R}^2 = 0.64 \quad \hat{\sigma} = 0.62\% \quad dw = 1.96.$$

The series are all quarterly and include real Canadian GDP (Y) and real US GDP (Y^*); and Δ is the first difference operator.¹ The real interest rate (RR) is constructed as the nominal 90-day commercial paper interest rate (R) minus the one-quarter lag in the annual rate of change of the Canadian GDP deflator (P).

¹ The difference operator Δ is defined as $(1-L)$, where the lag operator L shifts a variable one period into the past. Hence, for x_t (a variable x at time t), $Lx_t = x_{t-1}$ and so $\Delta x_t = x_t - x_{t-1}$. More generally, $\Delta^j x_t = (1-L)^j x_t$. If i (or j) is undefined, it is taken to be unity.

That is, $RR_t = R_t - \Delta_4 p_{t-1}$. The real exchange rate (Q) is the product of the nominal bilateral US-Canadian exchange rate (E , in US dollars per Canadian dollar) and the ratio of the Canadian GDP deflator to the US GDP deflator (P^*): i.e., $Q = E \cdot (P/P^*)$. Thus, an increase in Q represents an appreciation of the Canadian real exchange rate. The symbols T , \bar{R}^2 , $\hat{\sigma}$, and dw denote the sample size of the estimation period, the adjusted squared multiple correlation coefficient, the estimated equation standard error, and the Durbin-Watson statistic respectively. The coefficients are estimated by least squares, and estimated standard errors are in parentheses.²

In (2), the ratio of the coefficients on the interest rate and the exchange rate is $(-0.40)/(-0.15)$ or 2.67, which is virtually the relative weight of 3 used by the Bank of Canada. While the relative weight is based on estimated relations with real interest rates and exchange rates, the Bank applies the weight to an index with the corresponding nominal variables. Switching from real to nominal variables is convenient operationally, and it has been defended by the short horizon for MCI-based monetary policy and the near constancy of inflation and relative prices over that horizon.

Figure 1 plots the Bank's Monetary Conditions Index. A decline in the interest rate increases aggregate demand and lowers the MCI, as does a depreciation of the Canadian dollar, so a fall in the index is interpreted as a loosening of monetary conditions. As a policy indicator, the MCI aims to keep track of both interest rate and exchange rate movements and their effects on aggregate demand. From 1990 through 1993, the MCI fell steadily, signaling a general loosening of monetary conditions. In 1994 and early 1995, conditions tightened. Thereafter, the index resumed falling.

In Figure 1 and in all other figures of MCIs herein, each MCI is scaled such that its weights sum to unity, i.e., $\theta_R + \theta_e = 1$. A plotted MCI is thus always in units equivalent to the interest rate, measured as a fraction, thereby permitting easy interpretation of and comparison across different MCIs. For instance, the decline in the Canadian MCI from 1990 to 1994 is interpreted as the equivalent of a 12 percentage point (1,200 basis point) decline in the interest rate. Roughly half of this decline is due to the 20% depreciation of the Canadian dollar over that period, leading to Figure 2.

² A minor notational and empirical discrepancy exists between (1) and (2), in that E in the former is the G-10 trade-weighted exchange rate whereas E (through Q) in the latter is the bilateral US-Canadian exchange rate. This distinction is maintained below. MCIs for Canada use the G-10 trade-weighted exchange rate, whereas regressions for Canada use the bilateral US-Canadian exchange rate. Choice between the two exchange rates should make only a minor difference: the US-Canadian exchange rate dominates the G-10 trade-weighted exchange rate, with the former receiving a weight of over 80% in the latter.

Figure 1. The Canadian MCI evaluated at a relative weight of 3

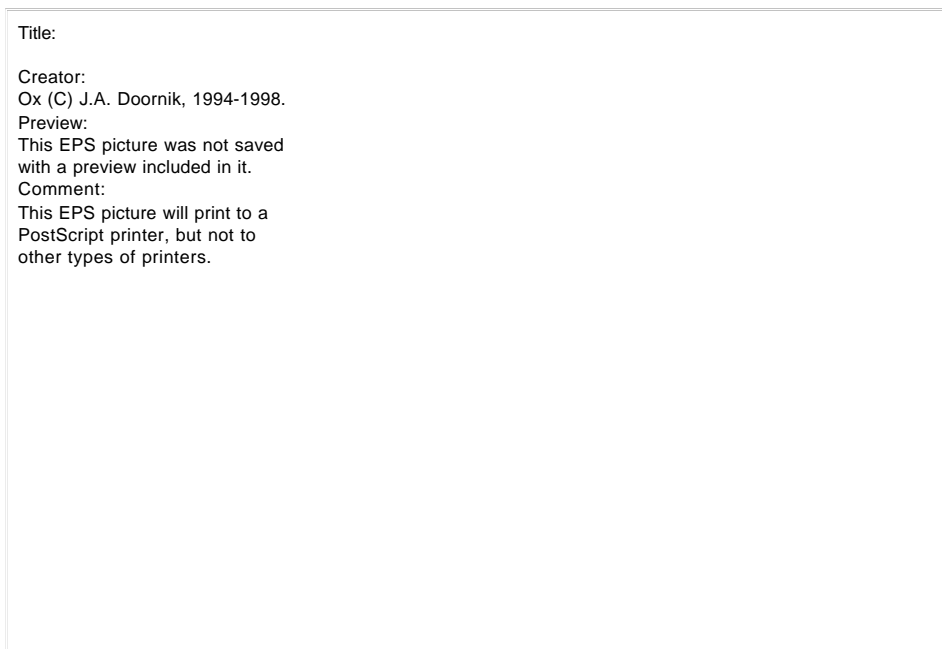


Figure 2. The components of the Canadian MCI: the 90-day commercial paper interest rate and the logarithm of the exchange rate

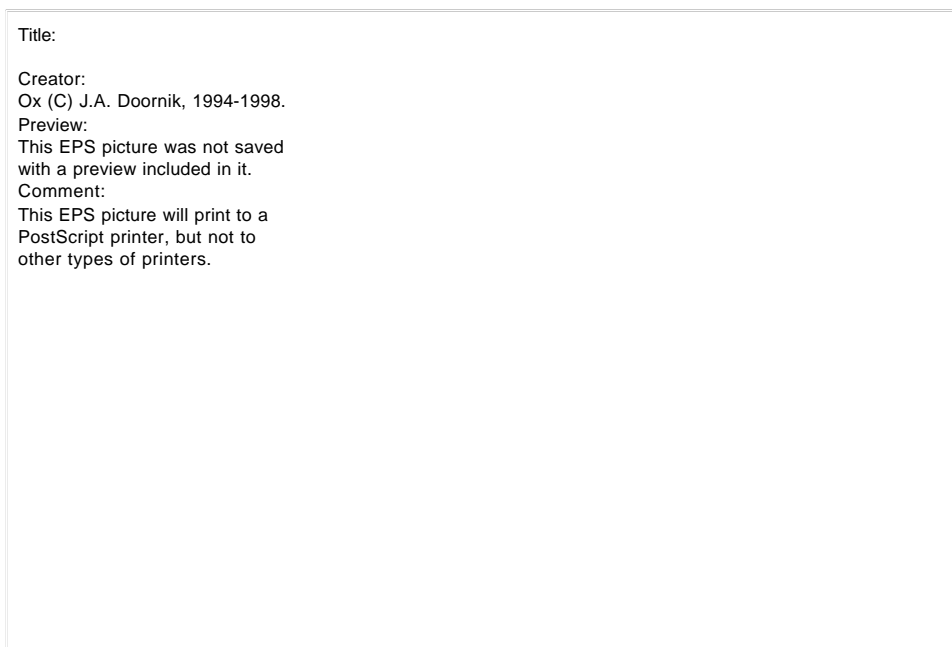


Figure 2 shows the two components of the MCI: the nominal 90-day commercial paper rate and the logarithm of the nominal G-10 trade-weighted Canadian dollar. During 1990 and 1991, the Canadian dollar remained relatively constant while the interest rate declined, with the latter variable being primarily responsible for the fall in the MCI. In 1992 and 1993, both variables moved downward, with both contributing to the MCI's continued fall. From 1994 onward, the two variables have moved in opposite directions, offsetting each other's movements to some extent.

2.2 *The Bank of Canada's MCI as an operational target*

The Bank of Canada has used its MCI as an operational target for several years. This subsection describes how the Bank has done so, focusing on the role played by the Bank's econometric model.

The Bank of Canada calculates a desired or target path for the MCI from interest rate and exchange rate forecasts from the Bank's Quarterly Projection Model (or QPM). The QPM includes equations for output growth (similar to (2)), inflation, and the exchange rate. In the model, interest rates and exchange rates influence output, which in turn influences inflation through a Phillips curve relationship. The exchange rate is determined through an uncovered interest rate parity condition with a risk premium. Additionally, the model incorporates a monetary response function, which is designed to bring inflation back to the midpoint of the Bank's inflation target range within a specified time, and subject to smoothness constraints on the path of the interest rate. Currently, the Bank has an inflation target range of 1 to 3% per annum at 6 to 8 quarters out. From the model, the Bank derives a solution for the future paths of the interest rate and exchange rate, consistent with the inflation target. The desired path for the MCI is then calculated from those paths on the interest rate and exchange rate.³

If, in the short term – from week to week – the actual MCI rises above (or falls below) its target path, this is interpreted as a tightening (or loosening) of monetary conditions relative to those anticipated and desired, and the Bank considers responding. In effect, the MCI is a convenient short-hand calculation for how to adjust interest rates if the exchange rate moves sometime between adjacent formal (quarterly) forecast rounds with the QPM. Operationally, at weekly and mid-quarter meetings, the MCI serves as a starting point in policy discussions, in which the Bank looks at developments that have occurred since the beginning of the quarter in deciding whether to adjust policy. The Bank then may also make adjustments to the desired path of the MCI.

³ In practice, the Bank controls the overnight interest rate, which is closely linked to the 90-day commercial paper interest rate. For the most part, the discussion below ignores the distinction between the Bank's actual policy instrument and what constitutes a very short-term operational target.

Gordon Thiessen, Governor of the Bank of Canada, summarizes the role of the MCI at the Bank, as follows:

... we [at the Bank of Canada] aim at a path for monetary conditions that would bring about a path for aggregate demand and prices consistent with the control of inflation.

Thiessen (1995, p. 54)

Charles Freedman, Deputy Governor of the Bank of Canada, provides additional details:

In the last few years, the Bank of Canada has used the concept of monetary conditions (the combination of the movement of interest rates and the exchange rate) as the operational target of policy, in much the same way as short-term interest rates were used in the past.

... The objective of monetary policy over the next three years or so is to maintain the rate of inflation within a band of 1 to 3 per cent. The quarterly Bank of Canada staff projection takes into account such factors as the movements in foreign variables and domestic exogenous variables as well as the momentum of the economy, and sets out a path for monetary conditions that will result in the rate of inflation six to eight quarters ahead being within the Bank's target band. ... One can think of this path [of the MCI] as the desired or target path for monetary conditions.

Freedman (1995, pp. 53, 54, 56)

Three qualifications should be noted. First, while the QPM is the foundation for generating the forecasts, additional analyses of the domestic and foreign economies also play a role, with iterations between sectoral specialists and the QPM resulting in judgmentally adjusted forecasts. Second, the forecasts are conditional, both on the Bank's views of future domestic monetary and fiscal policy and on its views of future foreign economic outcomes. Third, there are operational considerations, as described in the next subsection.

2.3 Operational considerations

Implementing an MCI as a target involves practical, operational considerations, which are reflected by the Bank of Canada's experience. These considerations include both the timing of policy adjustments and the role of additional information in the policy process. Timing, or "tactical" considerations, has sometimes made an MCI a difficult operational target to achieve.

The Bank has a desired path for the MCI. If the actual MCI is "off course", then the Bank tries to move it back on track as quickly as is tactically possible. "Tactically" is the operational word here, in that the Bank sometimes has al-

lowed actual and desired MCIs to differ for considerable periods – of a quarter or more. The Bank has explained such episodes by arguing, for example, that observed exchange rates were out of line relative to fundamentals, as the Bank believed happened with transitory reactions to the Quebec problem. In such situations, the calculated index may not accurately reflect intended or actual monetary conditions. Freedman (1995) provides a lucid account of this problem:

... Suppose an easing of monetary conditions was appropriate, but there was a great deal of uncertainty and nervousness in the exchange market. ... In such circumstances, the Bank would delay any decision to ease monetary conditions because of the risk that an action to reduce the overnight rate could result in significant weakness in the exchange market and lead to the buildup of extrapolative expectations in that market, followed, as we have so often seen in Canada in recent years, by an increase in interest rates in the money market and the bond market. In effect, an attempt to ease monetary conditions could, via the interaction of developments in the exchange market and domestic financial markets, result in an outcome where monetary conditions ended up tighter and not easier. Thus, the tactical aspect involves choosing the timing of changes to avoid undesired market-driven outcomes. (p. 58)

Timing is clearly an issue. Furthermore, market conditions and the market's responses to Bank actions may simply prevent the Bank from achieving its target, at least in the short or medium term.

The MCI is central to the Bank's decision process, in which the use of the MCI is viewed as interest-rate targeting, adjusted for exchange-rate effects on aggregate demand in a small open economy. That said, inputs additional to the MCI do influence the Bank's policy decisions, as Freedman (1995) indicates:

... While the [model-based path for the MCI] recommended by the staff is a crucial input into the views of senior management on the desired path for monetary conditions, senior management may also incorporate into its thinking the possible effects of a broad range of outcomes with respect to the movements of exogenous variables or the momentum of the Canadian economy. Indeed, the staff prepares alternative "risk scenarios" that incorporate some of these factors. Management may also decide in which direction to take or avoid risks (e.g., that it is appropriate to be especially vigilant about a resurgence of inflation). If, following this type of analysis, there is a divergence between actual and desired monetary conditions, the Bank will look for the right time to make adjustments. Among the factors that enter into the timing decision are market uncertainty and market nervousness. (p. 59)

Thus, even for a stable developed economy like Canada, achieving targeted levels of the MCI has sometimes proven infeasible because of tactical difficulties. For countries with much more volatile economies and larger speculative

swings in the exchange rate, tactical considerations are even more likely to make an MCI operationally infeasible.

2.4 General usage of MCIs

While much discussion in the literature focuses on the Bank of Canada's use of its Monetary Conditions Index, MCIs have widespread use among other institutions and for other countries. The central banks of New Zealand, Norway, and Sweden each have published an MCI and (to varying degrees) use it in conducting monetary policy. The Reserve Bank of New Zealand (starting in late 1996) uses an MCI as an operational target in much the way that the Bank of Canada does; see the Reserve Bank of New Zealand (1996). The central banks of Norway and Sweden use MCIs in a more limited fashion – as indicators of monetary conditions when formulating their monetary policies; see Norges Bank (1995) and Hansson and Lindberg (1994). In a recent paper, Dornbusch, Favero, and Giavazzi (1998) construct an MCI for the European Central Bank over a region spanning most of the European Monetary Union (EMU). The IMF and the OECD also use MCIs in evaluating monetary policies across countries, and businesses such as Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, and Merrill Lynch calculate MCIs to evaluate different countries' monetary conditions.

Table 1 compiles alternative relative weights for MCIs across selected countries, as published or made available by the institutions and authors just mentioned. This table is indicative of the range of countries and sources, rather than being exhaustive. While MCIs are about *monetary* conditions, institutions other than the central bank of a given country may well calculate an MCI for that country, even if that central bank does not publish or use an MCI in policy. For many countries, several estimates of the relative weights are available, and the estimates vary considerably. In light of the range in available weights, Section 3 considers inter alia the empirical consequences of using different weights.

The range of estimated weights in part reflects the use of different models and different sample periods. However, a given range of estimated weights across a set of models and sample periods has no implications for the confidence intervals of any model's estimated relative weight, not even for those of a correctly specified model's estimated relative weight. A consensus in estimated weights across models would reflect just that – a consensus – and nothing more. For instance, Freedman (1994, pp. 469-70) reports similar estimates of relative weights across a range of Canadian models. That consensus implies nothing about confidence intervals for those estimated weights. Such a consensus could easily arise if the different models of a given economy used more or less the same data: specifically, the different models' estimated relative weights are unlikely to represent *independent* random draws on some unknown relative weight. Section 4 thus examines the uncertainty of the estimated weights and the empirical consequences that such uncertainty has for using an MCI as an indicator or target.

Table 1. Selected alternative relative weights for MCIs

Country	Source							
	Central banks	IMF	OECD	Deutsche Bank	Goldman Sachs	JP Morgan	Merrill Lynch	Dornbusch et al.
Australia			2.3			4.3	4	
Austria				3.3				
Belgium						0.4		
Canada	2, 3	4, 3	2.3		4.3	2.7	3	
Denmark						1.9		
EMU								2.17
Finland						2.5		
France		3	4	3.4	2.1	3.5		2.10
Germany		2.5, 4	4	2.6	4.2	2.3	4	1.39
Italy		3	4	6.6	6	4.1		2.89
Japan		10	4		8.8	7.9	10	
Netherlands				3.7		0.8		
New Zealand	2							
Norway	3					1.4		
Spain			1.5	2.5		4.2		1.46
Sweden	3-4		1.5	0.5		2.1		8.13
Switzerland				6.4		1.7		
United Kingdom		3	4	14.4	5	2.9	3	
United States		10	9		39	10.1	10	

Notes: Weights are those on interest rates relative to those on exchange rates.

Sources: Bank of Canada (1995, p. 14), Reserve Bank of New Zealand (1996, pp. 22–3), Norges Bank (1995), Hansson and Lindberg (1994, p. 16), International Monetary Fund (1996a, p. 16; 1996b, p. 19; 1997, p. 24), OECD (1996, p. 31), Gräf and Schonebeck (1996), Davies and Simpson (1996), Suttle (1996), Merrill Lynch (1997), and Dornbusch, Favero and Giavazzi (1998, Table 5.6), with additional information on specific MCI weights for Deutsche Bank, Goldman Sachs, and JP Morgan from personal communications with Theodor Schonebeck, John Simpson, and Carl Strong.

3 Two facets of MCI design

This section analyzes two facets in the design of an MCI: the choice of weights and variables (Section 3.1), and the assumptions of the underlying empirical model (Section 3.2), with the latter leading directly into Section 4 on coefficient uncertainty. Empirically, MCIs appear very sensitive to even minor changes in weights, variables, and assumptions.

3.1 *Choice of weights and variables*

The choice of weights and variables in an MCI is central to constructing the index itself, and MCIs can be empirically sensitive to that choice. For example, Figure 3 plots three alternative MCIs for Canada: one using the Bank of Canada's relative weight of 3, and the other two using the smallest and largest Canadian weights appearing in Table 1 (weights of 2 and 4.3 respectively). In 1986 and 1987, the MCI is nearly invariant to the relative weight because the exchange rate was virtually constant; see Figure 2. From 1988 through 1994, weights matter considerably because the Canadian dollar appreciated and then depreciated. In late 1996, some versions of the index actually move in different directions. To focus on this phenomenon, Figure 4 plots the MCIs from the beginning of 1994 onwards. The MCI with the smallest relative weight indicates a moderate tightening of monetary policy in the autumn of 1996, whereas the indexes with larger weights on the interest rate show a moderate or considerable loosening. Similar episodes occur in 1983–84, while noting that the extreme scale of Figure 3 necessary for capturing 17 years of data does dwarf the discrepancies in the various MCIs' behavior. In general, the weights can and do affect the magnitude and the sign of changes in the index. Notably, the Bank of Canada initially used weights of 2:1 and then switched to 3:1, with a substantial effect on the measured MCI.

The selection of variables in the MCI is an open issue as well. MCIs in this paper's figures are calculated from only a single interest rate and a single exchange rate for a given country. Many possible interest rates and exchange rates are available, and using different variables in the MCI can induce differences in movement similar to those encountered in the choice of weights.

For example, the Bank of Canada currently uses a nominal G-10 bilateral trade-weighted exchange rate. Such an exchange rate is appealing in trade equations, and hence in an aggregate output equation such as (2). However, for short-term to medium-term monetary policy, international exchange markets may be more speculative and financial in nature, in which case bilateral *trade* weights are less germane. A conflict may well exist between the data appropriate for the underlying econometric model and those appropriate for policy analysis.

A range of alternative interest rates also exists. Numerous short-term rates are available, and MCIs need not be restricted to short-term rates alone. Deutsche Bank and Goldman Sachs in particular use weighted averages of long-term and short-term interest rates in calculating their MCIs. Furthermore, an MCI may be

Figure 3. The Canadian MCI evaluated at relative weights of 3, 2 and 4.3

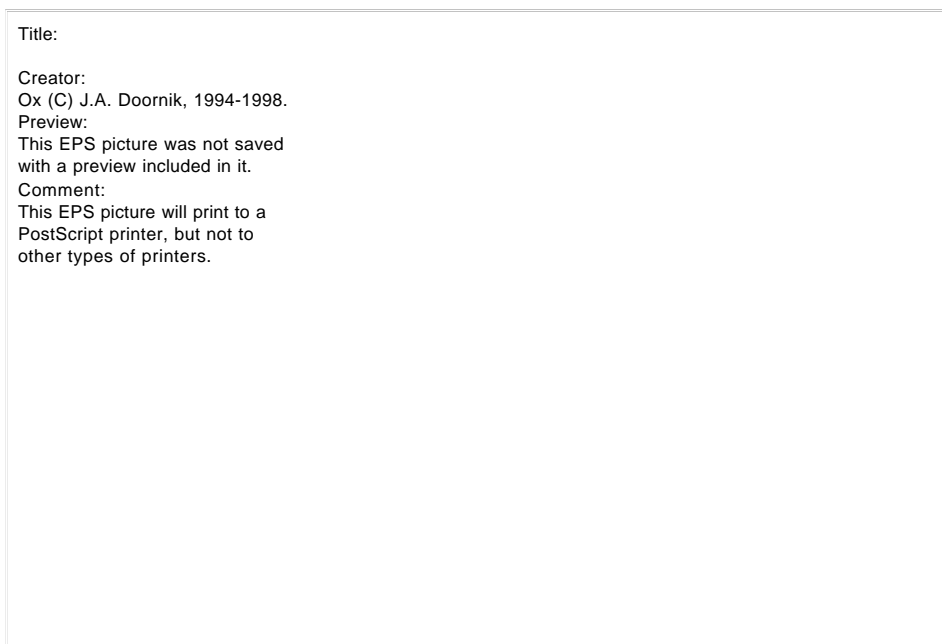
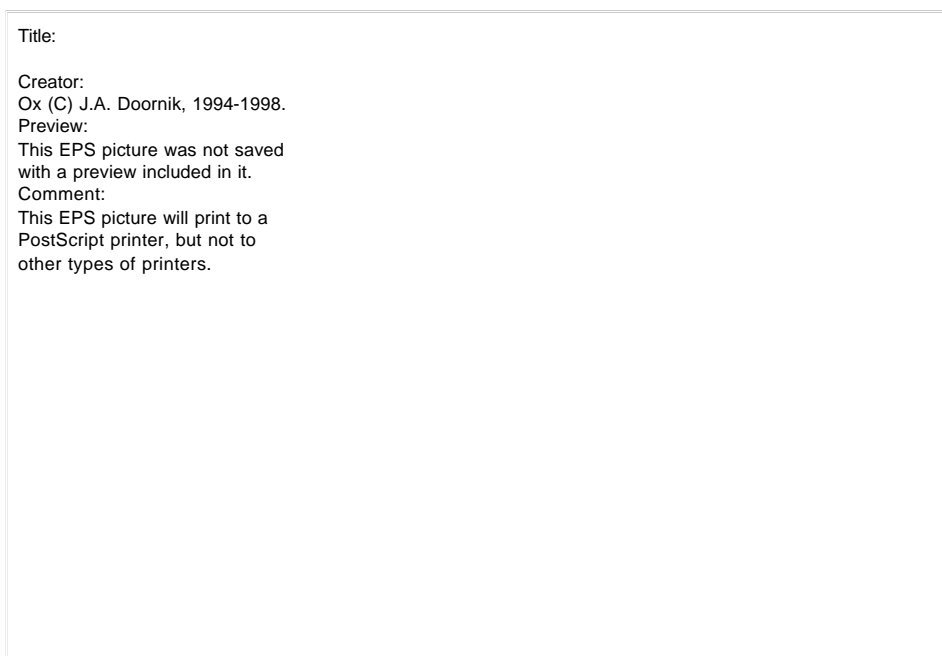


Figure 4. The Canadian MCI evaluated at relative weights of 3, 2 and 4.3 over a recent subsample



calculated from real (rather than nominal) variables, with the measurement of expected inflation implying yet an additional choice in variables. Without substantially better information on the choice of weights and variables, currently calculated MCIs may well be misleading about underlying changes in monetary stance, both in magnitude and in sign.

The choice of variables also can be viewed as an issue in aggregation, with four forms of aggregation occurring. First, an MCI includes only exchange rates and interest rates, to the exclusion of other potential variables; see Section 3.2 below. That exclusion constitutes aggregation, with weights of zero on those other variables. Second, bilateral exchange rates are aggregated into a single exchange rate index. Third, available interest rates are aggregated, often into a single interest rate. Fourth, combining a given exchange rate index and a given interest rate into an MCI constitutes aggregation. All four senses of aggregation involve losses of information, and use of an MCI implicitly assumes that the information lost is not important for policy. Specifically, because many combinations of an interest rate and an exchange rate give rise to the same value of the index, the lost information is important if the mix of the two variables is of concern.

In practice, the Bank of Canada does look at the two variables separately, especially when considering how to alter monetary conditions; see Freedman (1995, p. 58), as quoted above. For example, rapid depreciation of the exchange rate can translate into risk premia across the yield spectrum, in which case the exchange rate may be weaker in conjunction with higher interest rates, but overall monetary conditions can be unaffected. As Figures 1-4 show, episodes exist (such as early 1994) when the interest rate increased but the exchange rate weakened even more, with the MCI moving in the *opposite* direction from the interest rate.

3.2 *Assumptions of the underlying empirical model*

The use and interpretation of an MCI rests upon the assumptions of the underlying model. Several issues arise for that model, including dynamics, data nonstationarity and differencing, exogeneity and feedback, parameter constancy, the choice of model variables, and the uncertainty arising from estimating the model. This subsection summarizes these six issues, relating them to the corresponding model assumptions. These assumptions are often testable and, if violated, directly affect the economic interpretation of the MCI. Eika, Ericsson, and Nymoen (1996a) present a more detailed analytical assessment, and their empirical evaluation confirms such difficulties in models for the Canadian, Swedish, and Norwegian MCIs. Gerlach and Smets (1996) and Alexander (1997) discuss possible economic theoretical underpinnings of an MCI and the associated, rather stringent assumptions required for an MCI to be an optimal policy target.

First, the relationships between the policy instruments, the exchange rate, the short-term interest rate, output, and inflation generally are *dynamic*, implying different short-run, medium-run, and long-run multipliers. Thus, the policy hori-

zon may affect the relative weight. If policy is concerned with several horizons, the weight for a single horizon may not be adequate.

Second, the temporal properties of the data themselves bear on the construction of an MCI. In particular, *nonstationarity* of the data (e.g., as in a series with drift) may affect the distribution of the error terms in the associated model and thereby affect statistical inference. Nonstationary data also may be cointegrated. If so, the relevant equations should include levels of the series, and calculations of multipliers should account for those levels. By contrast, output equations for calculating MCI weights are typically estimated with differenced or detrended data, with no testing for cointegration. Furthermore, the MCI itself is calculated on the levels of the data. Adjustment of the MCI relative to a base period simply subtracts a constant from an unbased MCI and does not constitute working with differenced data. The mixed use of differences and levels affects the interpretation of the weights: short run for differences, contrasting with long run for levels.

Third, the postulated *exogeneity* of the policy instruments and other variables is potentially misleading. In the MCI itself, the weights are interpreted as elasticities of aggregate demand with respect to the interest rate and the exchange rate. This interpretation assumes no feedback from aggregate demand or inflation onto exchange rates and interest rates over the relevant policy horizon. Such feedback may occur under any policy regime and seems likely to occur under inflation targeting by design. With feedback, the estimated weights need not reflect the total effects of the exchange rate and interest rate on aggregate demand. As an alternative, the feedback could be estimated and subsequently incorporated into the elasticities from which an MCI is derived.

Fourth, *parameter constancy* is critical to the interpretation of an MCI, and it turns on all three of the aforementioned issues. Statistically nonconstant weights may arise empirically from misspecified dynamics, improper treatment of nonstationarity, or incorrect exogeneity assumptions. Because the MCI is designed for policy, it is important to establish the invariance of the weights to changes in policy, yet this conjectured invariance generally has not been investigated empirically. With nonconstant parameters, estimation over different sample periods would result in different estimates of the weights, and so different choices of weights. Eika, Ericsson, and Nymoen (1996a, Section IV) illustrate how that choice of weights can affect policy inferences with an MCI.

Fifth, the *choice of model variables* determines the variables omitted from the model. Significant omitted variables in the model's relationships may affect dynamics, cointegration, exogeneity, and parameter constancy in the model.

More generally, the use and interpretation of an MCI in policy assumes the existence of direct and unequivocal relationships between the variables involved. Possible additional influences in those relationships can confound the strict interpretation of an MCI as an index of monetary conditions.

One such relationship is that between the actual policy instrument (such as the central bank's overnight interest rate) and the exchange rate and short-term interest rate. If variables other than the policy instrument play an important role in determining the exchange rate and interest rate, neglect of those other vari-

ables has substantive implications for policy with an MCI. For example, changes in world oil and commodity prices may alter a country's terms of trade, thereby affecting the exchange rate. The MCI would then change, even if monetary stance remained unchanged. Likewise, changes in world interest rates and inflation rates and changes in domestic asset portfolio preferences may alter the domestic short-term interest rate, and so the MCI. The variables from which the MCI is constructed may reflect phenomena other than just direct monetary policy, so movements in the MCI are not tied unequivocally to changes in monetary stance. Conversely, by following or targeting an MCI, a central bank could be misled into adopting an overly tight or loose monetary policy, simply because some external shock affected the exchange rate or the domestic short-term interest rate.

An additional relationship is the one between exchange rates, interest rates, and output growth, which is the basis for calculating the relative weight in the MCI. Exchange rates have other effects on the economy, such as influencing domestic prices directly; cf. Froot and Rogoff (1995), Juselius (1992), and de Brouwer and Ericsson (1998) for examples of theoretical and empirical research supporting such a channel. The interest rate also may have other channels to inflation. Specifically, interest rates may affect mortgage payments and hence inflation through the calculated cost of housing. Neglect of these transmission mechanisms is likely to result in the MCI being a misleading index of monetary conditions per se, particularly if the MCI is being used by the central bank in targeting inflation. An MCI focuses on only one of many potential channels and on only two of many potential variables in the monetary transmission mechanism.

Sixth, the relative weight in an MCI is based on an estimated empirical model, and so is subject to coefficient *uncertainty* from that estimation. Thus, the estimated weight may be numerically nonconstant, even if it is statistically constant. Numerically nonconstant weights may arise from the lack of information content in the data, leading to large standard errors. Section 3.1 above shows that the calculation of an MCI can be sensitive to the choice of weights. Uncertainty from estimation has not been previously examined for MCIs, so the next section (Section 4) turns to quantifying that uncertainty and assessing its consequences for using an MCI in practice.

4 The uncertainty of MCI weights and some consequences

This section assesses the statistical uncertainty from estimating the MCI weights in models for Canada, New Zealand, Norway, Sweden, and the United States. This section then summarizes the policy consequences of uncertainty in an MCI's relative weight and considers some alternatives. See Ericsson, Jansen, Kerbeshian, and Nymoen (1999) for details on the statistical framework employed.

To assess the uncertainty of an MCI weight, an equation is estimated in the form:

$$\Delta y_t = a\Delta RR_t + b\Delta q_t + \text{other variables} + \text{error} . \quad (3)$$

The relative MCI weight μ is a/b , and its estimated value $\hat{\mu}$ is \hat{a}/\hat{b} , where a circumflex denotes estimation. Confidence intervals for the estimated MCI weight can be constructed from a Wald statistic, a likelihood ratio statistic, or a Fieller statistic inter alia; see Wald (1943), Silvey (1975, pp. 115-8), Fieller (1940, 1954), and Kendall and Stuart (1973, pp. 130-2). As Gregory and Veall (1985) discuss in general and Ericsson, Jansen, Kerbeshian, and Nymoen (1999) discuss for the MCI relative weight in particular, the likelihood ratio approach has distinct advantages over the other two approaches, so it is used below.⁴ Similar issues arise in calculating the estimated uncertainty of NAIRUs; see Staiger, Stock, and Watson (1997).

Table 2 lists estimated MCI relative weights and their confidence intervals from models for Canada, New Zealand, Norway, Sweden, and the United States. Confidence intervals are calculated for 95%, 90%, and 67.5% (i.e., “ ± 1 standard error”) levels. For each country, the interest rate is measured as a fraction and the exchange rate is in logarithms. The models are taken from Duguay (1994, p. 50, Table 1, column 7), Dennis (1997, p. 14, Table 2, Equation A), Jore (1994, Equation 2), Hansson (1993), and Ericsson, Jansen, Kerbeshian, and Nymoen (1999) respectively. See also Eika, Ericsson, and Nymoen (1996a, 1996b) and Hansson and Lindberg (1994) for additional analysis of the Norwegian and Swedish models. Following the various central banks’ practices, the Canadian MCI is nominal, whereas those for New Zealand, Norway, and Sweden are real. The Federal Reserve Board does not publish an MCI, so the choice of a nominal MCI versus a real MCI is open for the United States. Below, the nominal MCI is used for the United States. Ericsson, Jansen, Kerbeshian, and Nymoen (1999) provide additional details on all five models.

For Canada, the estimated relative MCI weight is 3.56, somewhat larger numerically than the estimate of 2.67 from Duguay’s equation, but well within the range of estimates typically obtained for Canada (see Table 1). The 95% confidence interval is enormous: $[0.74, \infty]$. It includes equal weights on the interest rate and exchange rate ($\mu = 1$) as well as a zero weight on the exchange rate ($\mu = \infty$). Even the 67.5% confidence interval, equivalent to a plus-or-minus one standard error band for single coefficient estimates, is large: $[1.80, 9.60]$. This high degree of uncertainty is unsurprising, given the marginally significant coefficient on the exchange rate in (2).

For New Zealand, the estimated relative MCI weight is 1.75, and the 95% confidence interval is $[0.30, 7.31]$. While the confidence intervals for New Zealand are not as large as those for Canada, the presence of small relative weights in the confidence interval can have a marked effect on the calculated MCIs.

⁴ That said, the confidence intervals for the estimated MCI weights in Dornbusch, Favero, and Giavazzi (1998, Table 5.6) are calculated using the Wald statistic.

Table 2. MCI relative weights and their estimated confidence intervals

Calculation	Country				
	Canada	New Zealand	Norway	Sweden	United States
MCI relative weight					
Published	3	2	3	3–4	–
Estimated	3.56	1.75	2.15	2.02	-3.69
Confidence interval					
95% level	[0.74, ∞]	[0.30, 7.31]	[0.00, ∞]	[1.06, 2.96]	[-∞, ∞]
90% level	[1.06, ∞]	[0.52, 5.05]	[0.36, 26.6]	[1.27, 2.76]	[-∞, ∞]
67.5%	[1.80, 9.60]	[0.97, 3.04]	[1.00, 4.98]	[1.61, 2.43]	[-8.45, 1.84]

Notes: The published MCI relative weights are those used by the corresponding central banks; see Table 1. The estimated MCI relative weights are calculated for a long-run horizon from the models reported in Ericsson, Jansen, Kerbeshian, and Nymoen (1999). The estimated confidence intervals are constructed from likelihood ratio statistics for those models at the reported significance levels.

For Norway, the estimated relative MCI weight is 2.15, and the 95% confidence interval is $[0.00, \infty]$, even larger than those calculated for Canada and New Zealand. All non-negative weights fall within the 95% confidence interval, and completely different accounts of monetary conditions are feasible with different empirically acceptable estimates of the MCI relative weight.

For Sweden, the estimated relative MCI weight is 2.02, and the 95% confidence interval is quite small: $[1.06, 2.96]$. However, the calculated confidence intervals are probably unreliable, given that the over-identifying restrictions in the Swedish model are rejected against the corresponding unrestricted reduced form; see Eika, Ericsson, and Nymoen (1996a, Appendix). Even if a 95% confidence interval of $[1.06, 2.96]$ is assumed, MCIs still can differ by a few hundred basis points, depending upon which value of the relative weight is chosen from that interval.

Although the Federal Reserve Board does not publish an MCI for the United States, other institutions do, as Table 1 shows. To calculate the uncertainty of an estimated MCI weight for the United States, we estimate a model for the growth rate of real US GDP that is similar in form to the Canadian and Norwegian models. The real interest rate has a negative coefficient whereas the real exchange rate has a positive coefficient, so the estimated relative MCI weight is negative: -3.69, numerically. A negative coefficient such as this is difficult to interpret economically. However, the 95% confidence interval is the entire real line, $[-\infty, \infty]$. Even the 67.5% confidence interval is large: $[-8.45, 1.84]$.

For the models examined, the large estimation uncertainty associated with the MCI weights renders calculated MCIs uninformative for policy. The model for the Swedish MCI is itself misspecified, so it is difficult to interpret MCIs based on that model. For all five countries, the estimation uncertainty often implies discrepancies in the calculated MCI of 100 basis points or more for statistically acceptable choices of the relative weight. Such discrepancies occur even at one quarter ahead, which is a short horizon for policy based on an MCI. Furthermore, the choice of weight often affects the MCI's direction of movement, and not just the magnitude of its movement. That feature is particularly problematic, in so far as an MCI is interpreted as an *indicator* of monetary stance. See Ericsson, Jansen, Kerbeshian, and Nymoen (1999) for further graphical evidence of the marked numerical consequences on the MCIs from estimation uncertainty.

These results on estimation uncertainty could have been otherwise: the confidence intervals could have been small, but they were not. Confidence intervals could still be small for relative MCI weights derived from *other* models of these countries' economies, or from models of other countries' economies. However, for the models studied, which were developed at the countries' respective central banks, these confidence intervals are large empirically.

While MCIs as such appear impractical for use in policy, their motivation is sensible. In a small open economy, foreign economic activity is likely to affect the domestic economy through the exchange rate; and empirical models are a potentially sensible way of capturing the exchange rate's effects.

That said, tools other than MCIs are available for policy input in this context. In the conduct of monetary policy, central banks historically have considered a wide range of economic variables, including but not limited to interest rates and exchange rates. Central banks have changed their emphasis across those variables over time, for instance, in light of financial innovation. Instead of summarizing model-based calculations in a single index such as an MCI, those calculations may be presented directly, as time-dependent effects across a variety of economic aggregates. Such model-based calculations also may then be part of the economic information feeding into the policy process itself.

Policy-oriented examples of model-based calculations for Canada, Norway, and the United States appear in Poloz, Rose, and Tetlow (1994), Norges Bank (1996), and Mauskopf (1990). Good graphical and tabular techniques can ease the burden in communicating inherently multivariate results; see Tufte (1983, 1990, 1997). Furthermore, better design of empirical models for policy appears possible, using econometric tools and corresponding software developed over the last decade or so. Spanos (1986), Banerjee, Dolado, Galbraith, and Hendry (1993), and Hendry (1995) describe some of those tools; Doornik and Hendry (1996) exemplifies the software available; and the papers in Ericsson and Irons (1994) *inter alia* show how such tools and software can aid empirical modeling.

Conclusions

An MCI is an appealing operational target for monetary policy – it broadens an interest-rate target to include effects of the exchange rate on an open economy.

In doing so, an MCI also incorporates model-based estimates of the effects of monetary policy on the economy. Notwithstanding the intuitive attraction of a Monetary Conditions Index, substantive limitations in the index's use arise from tactical difficulties, the choice of weights and variables, the underlying model's assumptions, and the associated uncertainty of the estimated relative weight. The latter three issues pertain to summary indicators and model-based calculations generally, but they appear particularly important empirically for MCIs. As a policy target and as an indicator of monetary conditions, an MCI focuses on only two of many potential variables in the monetary transmission mechanism. While the Bank of Canada and the Reserve Bank of New Zealand currently use MCIs as operational targets, they are well aware of the shortcomings involved. This paper has reviewed and interpreted the use of an MCI, focusing on the implications of estimation uncertainty for the practical implementation of MCIs in monetary policy.

The authors: The first author is a staff economist in the Division of International Finance, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C. 20551 U.S.A. The second author is the director of the Research Department, Norges Bank, Oslo N-0107 Norway. The third author is a graduate student in the Department of Economics, Stanford University, Stanford, California 94305 U.S.A., and was a research assistant at the Federal Reserve Board when this paper was initially written. The fourth author is a professor in the Department of Economics, University of Oslo, Oslo N-0317 Norway. The authors may be reached on the Internet at ericsson@frb.gov, eilev.jansen@norges-bank.no, neva45@Leland.stanford.edu, and ragnar.nymoen@econ.uio.no, respectively. The views in this paper are solely the responsibility of the authors and should not be interpreted as reflecting the views of Norges Bank, of the Board of Governors of the Federal Reserve System, or of any other person associated with Norges Bank or the Federal Reserve System.

Acknowledgements: The first author gratefully acknowledges the generous hospitality of Norges Bank, where he was visiting when he became involved in this research. We wish to thank Carol Bertaut, Agathe Côté, John Crow, Richard Dennis, Jurgen Doornik, Pierre Duguay, Charles Freedman, Dick Freeman, Stefan Gerlach, Dale Henderson, David Hendry, Karen Johnson, Anne Sofie Jore, David Longworth, Cathy Mann, David Mayes, Dinah Maclean, David Mozina, Simon van Norden, Sunil Sharma, Frank Smets, Ralph Smith, Lars Svensson, and Anders Vredin for helpful discussions and comments; Richard Dennis, Bengt Hansson, and Anne Sofie Jore for providing the data in Dennis (1996, 1997), Hansson (1993), and Jore (1994); and Theodor Schonebeck, John Simpson, and Carl Strong for providing the MCI weights used by Deutsche Bank, Goldman Sachs, and JP Morgan respectively. All numerical results were obtained using PcGive Professional Versions 8.00, 8.10, and 9.00; cf. Doornik and Hendry (1994, 1996). The paper was presented at the third meeting of central bank model builders and econometricians held at the BIS on 19th-20th February 1998, and it is also available in a conference volume from that meeting: *Topics in monetary policy modelling*, BIS Conference Papers Volume 6, pp. 237-254, Bank for International Settlements, Basle, Switzerland.

References

- Alexander, L. S. (1997): "Notes on the Poole Model and MCIs". *Memo*, Division of International Finance, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., January 2.
- Banerjee, A., J. J. Dolado, J. W. Galbraith, and D. F. Hendry (1993): *Co-integration, Error Correction, and the Econometric Analysis of Non-stationary Data*, Oxford University Press, Oxford.
- Bank of Canada (1994): "Recent Economic and Financial Developments – L'Évolution Économique et Financière Récente". *Bank of Canada Review – Revue de la Banque du Canada*, Autumn, pp. 3-21.
- Bank of Canada (1995): *Monetary Policy Report*. Bank of Canada, Ottawa, Canada, May.
- Barker, W. (1996): "The Relationship Between Daily Bank of Canada Operations and the Monetary Conditions Index", in M. Zelmer (ed.) *Money Markets and Central Bank Operations*, Bank of Canada, Ottawa, Canada, pp. 169-209 (with discussion).
- de Brouwer, G., and N. R. Ericsson (1998): "Modeling Inflation in Australia". *Journal of Business & Economic Statistics*, 16, 4, pp. 433-49.
- Davies, G., and J. Simpson (1996): "Summary". *The International Economics Analyst* (Goldman Sachs), 11, 7/8, pp. iii-xviii.
- Dennis, R. (1996): "Monetary Conditions and the Monetary Policy Transmission Mechanism". *Memo*, Reserve Bank of New Zealand, Wellington, New Zealand, November.
- Dennis, R. (1997): "A Measure of Monetary Conditions". *Discussion Paper G97/1*, Reserve Bank of New Zealand, Wellington, New Zealand, January.
- Doornik, J. A., and D. F. Hendry (1994): *PcGive Professional 8.0: An Interactive Econometric Modelling System*. International Thomson Publishing, London.
- Doornik, J. A., and D. F. Hendry (1996): *PcGive Professional 9.0 for Windows*. International Thomson Business Press, London.
- Dornbusch, R., C. A. Favero, and F. Giavazzi (1998): "The Immediate Challenges for the European Central Bank". *NBER Working Paper*, No. 6369, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, January.
- Duguay, P. (1994): "Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada: An Aggregate Approach". *Journal of Monetary Economics*, 33, 1, pp. 39-61.
- Duguay, P., and S. Poloz (1994): "The Role of Economic Projections in Canadian Monetary Policy Formulation". *Canadian Public Policy - Analyse de Politiques*, 20, 2, pp. 189-99.
- Eika, K. H., N. R. Ericsson, and R. Nymoen (1996a): "Hazards in Implementing a Monetary Conditions Index". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 58, 4, pp. 765-90.
- Eika, K. H., N. R. Ericsson, and R. Nymoen (1996b): "Hazards in Implementing a Monetary Conditions Index". *International Finance Discussion Paper*, No. 568, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., October (also available on the World Wide Web at <http://www.bog.frb.fed.us/pubs/ifdp/1996/568/default.htm>).

- Ericsson, N. R., and J. S. Irons (eds.) (1994): *Testing Exogeneity*. Oxford University Press, Oxford.
- Ericsson, N. R., E. S. Jansen, N. A. Kerbeshian, and R. Nymoen (1999): "Understanding a Monetary Conditions Index". *International Finance Discussion Paper*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Fieller, E. C. (1940): "The Biological Standardization of Insulin". *Journal of the Royal Statistical Society, Series B*, 7, 1, pp. 1-54 (with discussion).
- Fieller, E. C. (1954): "Some Problems in Interval Estimation". *Journal of the Royal Statistical Society, Series B*, 16, 2, pp. 175-85.
- Freedman, C. (1994): "The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada". Chapter 18 in T. J. T. Baliño and C. Cottarelli (eds.) *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, International Monetary Fund, Washington, D.C., pp. 458-76.
- Freedman, C. (1995): "The Role of Monetary Conditions and the Monetary Conditions Index in the Conduct of Policy - Le Rôle des Conditions Monétaires et de l'Indice des Conditions Monétaires dans la Conduite de la Politique". *Bank of Canada Review - Revue de la Banque du Canada*, Autumn, pp. 53-9.
- Froot, K. A., and K. Rogoff (1995): "Perspectives on PPP and Long-run Real Exchange Rates". Chapter 32 in G. M. Grossman and K. Rogoff (eds.) *Handbook of International Economics*, Volume 3, North-Holland, Amsterdam, pp. 1647-88.
- Gerlach, S., and F. Smets (1996): "MCIs and Monetary Policy in Small Open Economies under Floating Rates". *Memo*, Bank for International Settlements, Basle, Switzerland, November 18.
- Gräf, B., and T. Schonebeck (1996): "DBR MCI in August: Little Change". *Market Issues: Economics* (Deutsche Morgan Grenfell), October 7, pp.2-3 (also available on the World Wide Web at <http://www.rdt.com/rdt/dmg>).
- Gregory, A. W., and M. R. Veall (1985): "Formulating Wald Tests of Nonlinear Restrictions". *Econometrica*, 53, 6, pp. 1465-8.
- Hansson, B. (1993): "A Structural Model". Chapter 5 in T. Franzén, K. Andersson, A. Alexius, C. Berg, B. Hansson, C. Nilsson, and J. Nilsson (eds.) *Monetary Policy Indicators*, Sveriges Riksbank (Swedish Central Bank), Stockholm, Sweden, pp. 55-64.
- Hansson, B., and H. Lindberg (1994): "Monetary Conditions Index - A Monetary Policy Indicator". *Quarterly Review* (Sveriges Riksbank - Swedish Central Bank), 1994, 3, pp. 12-7.
- Hendry, D. F. (1995): *Dynamic Econometrics*, Oxford University Press, Oxford.
- International Monetary Fund (1996a): *World Economic Outlook: May 1996*, International Monetary Fund, Washington, D.C., May.
- International Monetary Fund (1996b): *World Economic Outlook: October 1996*, International Monetary Fund, Washington, D.C., October.
- International Monetary Fund (1997): *World Economic Outlook: May 1997*, International Monetary Fund, Washington, D.C., May.
- Jore, A. S. (1994): "Beregning av en indikator for pengepolitikken". *Penger og Kreditt* (Norges Bank - Bank of Norway), 94, 2, pp. 100-5 ("Calculation of an Indicator for Monetary Policy").

- Juselius, K. (1992): "Domestic and Foreign Effects on Prices in an Open Economy: The Case of Denmark". *Journal of Policy Modeling*, 14, 4, pp.401-28.
- Kendall, M. G., and A. Stuart (1973): *The Advanced Theory of Statistics: Volume 2, Inference and Relationship*, Charles Griffin and Company, London, Third Edition.
- Longworth, D., and C. Freedman (1995): "The Role of the Staff Economic Projection in Conducting Canadian Monetary Policy", in A. G. Haldane (ed.) *Targeting Inflation*, Bank of England, London, England, pp. 101-12.
- Mauskopf, E. (1990): "The Transmission Channels of Monetary Policy: How Have They Changed?" *Federal Reserve Bulletin*, 76, 12, pp.985-1008.
- Merrill Lynch (1997): "Central Bank Watch". *Currency and Bond Market Trends* (Merrill Lynch), August 7, pp. 32-7.
- Norges Bank (1995): "Norges Bank's Monetary Conditions Index". *Economic Bulletin* (Norges Bank - Bank of Norway), 95, 1, p. 33.
- Norges Bank (1996): "Inflation Report: Projections to the Year 2000". *Economic Bulletin* (Norges Bank - Bank of Norway), 96, 4, pp. 259-81.
- OECD (1996): *OECD Economic Outlook*, Volume 59. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris, France, June.
- Poloz, S., D. Rose, and R. Tetlow (1994): "The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model (QPM): An Introduction - Le Nouveau Modèle Trimestriel de Prévision (MTP) de la Banque du Canada: Un Aperçu". *Bank of Canada Review - Revue de la Banque du Canada*, Autumn, pp. 23-38.
- Reserve Bank of New Zealand (1996): *Monetary Policy Statement*, Reserve Bank of New Zealand, Wellington, New Zealand, December (also available on the World Wide Web at <http://www.rbnz.govt.nz/monetary/mpspdf.htm>).
- Silvey, S. D. (1975): *Statistical Inference*, Chapman and Hall, London.
- Spanos, A. (1986): *Statistical Foundations of Econometric Modelling*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Staiger, D., J. H. Stock, and M. W. Watson (1997): "The NAIRU, Unemployment and Monetary Policy". *Journal of Economic Perspectives*, 11, 1, pp. 33-49.
- Suttle, P. (1996): "Monetary Conditions Worldwide". *World Financial Markets* (JP Morgan), March 29, p. 26.
- Thiessen, G. G. (1995): "Uncertainty and the Transmission of Monetary Policy in Canada - L'Incertitude et la Transmission de la Politique Monétaire au Canada". *Bank of Canada Review - Revue de la Banque du Canada*, Summer, pp. 41-58.
- Tufte, E. R. (1983): *The Visual Display of Quantitative Information*, Graphics Press, Cheshire, Connecticut.
- Tufte, E. R. (1990): *Envisioning Information*, Graphics Press, Cheshire, Connecticut.
- Tufte, E. R. (1997): *Visual Explanations: Images and Quantities, Evidence and Narrative*, Graphics Press, Cheshire, Connecticut.
- Wald, A. (1943): "Tests of Statistical Hypotheses Concerning Several Parameters When the Number of Observations Is Large". *Transactions of the American Mathematical Society*, 54, 3, pp. 426-82.
- Zelmer, M. (1996): "Strategies Versus Tactics for Monetary Policy Operations", in M. Zelmer (ed.) *Money Markets and Central Bank Operations*, Bank of Canada, Ottawa, Canada, pp. 211-78 (with discussion).

Produksjon og bruk av statistikk i Norges Bank

*Jon Petter Holter*¹

Artikkelen belyser omfanget av og formålet med Norges Banks statistikk over finansielle markeder. Relevant og aktuell statistikk står sentralt ved vurderingen og utøvelsen av et lands pengepolitikk og for analyser av finansiell stabilitet. Norges Bank har to store statistikk-systemer på dette feltet. Finansstatistikken gir informasjon om innenlandske penge- og kapitalmarkeder. Den danner grunnlag for oversikt over de innenlandske sektorenes fordrings- og gjeldssituasjon. Valutastatistikken gir informasjon om transaksjoner mellom innlendinger og utlendinger og er hovedkilden for utenriksregnskapet som inngår i landets nasjonalregnskap. Artikkelen viser hvorledes avreguleringen av kreditt- og valutamarkedene har endret statistikkproduksjonen og den økte vektlegging på internasjonal statistikkrapportering.

Generelt om statistikkens formål

«Ingenting er viktigere for pengepolitikken enn god statistikk. Statistisk informasjon er nødvendig for beslutningene om hva slags politiske tiltak og handlinger som bør iverksettes, for å forklare dem for offentligheten og for å vurdere virkningene i ettertid.»

Uttalelsen ble gitt av Alexandre Lamfalussy, tidligere president i Det europeiske monetære institutt (forløperen til Den europeiske sentralbank) i 1996, og bør være gyldig for alle pengepolitiske myndigheter.

Utarbeidingen av statistikk i Norges Bank er avledet av behovet for relevant og aktuell informasjon som grunnlag for vurderingen og utøvelsen av pengepolitikken og for bankens overvåkning av finansmarkeder og betalingssystemer. Statistikken er således nødvendig for at banken skal løse sine oppgaver og nå sine mål, slik de kommer til uttrykk i loven om Norges Bank. For at «*Banken skal være et utøvende og rådgivende organ for penge-, kreditt- og valutapolitikken*» (ϩ1) er det viktig å vite hva som faktisk skjer i penge-, kreditt- og valutamarkedene. Statistikkavdelingens omfattende datamateriale om finansforetakene - på såvel mikronivå som makronivå - er et viktig fundament for å «*overvåke penge-, kreditt- og valutamarkedene*» (også ϩ1). Videre vil den generelle informasjonsverdi som statistikken representerer, være knyttet til det mål at «*Banken skal informere offentligheten om penge-, kreditt- og valutaforholdene*» (ϩ3). Endelig har en som mål å dekke relevante behov for offisiell statistikk i samarbeid med

¹ Jon Petter Holter er spesialrådgiver i Statistikkavdelingen i Norges Bank. Fram til 1. mars 1995 var han statistikkdirektør i banken.

Statistisk sentralbyrå (SSB) og å innfri økende internasjonale rapporteringsforpliktelser.

For å løse disse oppgavene har Norges Bank bygget opp en egen statistikkproduksjon der en søker å skreddersy statistikken til de løpende behov. Nedenfor er det gitt en beskrivelse av de mest sentrale arbeidsfeltene.

Makroøkonomiske indikatorer som viser utviklingen i publikums likviditet - *penge-mengden* - og i tilførselen av kreditt - *kredittindikatorer* - ble utviklet og tatt i bruk i Norges Bank allerede på begynnelsen av 1970-tallet og er fremdeles viktige signallamper for hva som skjer i penge- og kredittmarkedene. For å få oversikt over likviditetsutviklingen i bankene har det siden midten av 1970-årene vært utarbeidet daglig statistikk og prognoser over *bankenes kronelikviditet*. Statistikk over finansforetakenes gjennomsnittsrenter - *rentestatistikken* - har gjennomgått til dels store endringer, avhengig av det gjeldende rentepolitiske regime. Statistikk over *husholdningenes finansinvesteringer* ble etablert i første halvdel av 1980-årene ut fra den erkjennelse at husholdningenes finansielle tilpasninger kan gi kraftige utslag i realøkonomien. Nedbyggingen av valutareguleringen i siste del av 1980-årene, har gjort det nødvendig å legge om arbeidet med *valutastatistikken*. På samme tid ble det utviklet statistikk i samarbeid med VPS - «*VPS-statistikken*» - for å bedre oversikten over de innenlandske verdipapirmarkedene. Disse dataene og annen finansstatistikk ble viktig input i databasen for kvartalsvise *finansielle sektorbalanser* - *Findatr* - som ble utviklet fra slutten av 1980-årene. Formålet med Findatr var primært å gi datainput til Norges Banks kvartalsvise modell Rikmod, men den har etter hvert også blitt brukt som en analysedatabase for mange interne og eksterne brukere. Med sikte på å få et bedre informasjonsgrunnlag om aktørenes rolle i valutamarkedet etablerte Statistikkavdelingen i Norges Bank i begynnelsen av 1990-årene en *ukentlig statistikk over valutastrømmene* mellom de ulike sektorer. Utviklingen i *derivatmarkedene* har også ført til en utbygging av statistikken over valutaterminmarkedet og en del andre derivater.

Bruken av Norges Banks statistikk

Norges Banks bruk av egen statistikk er knyttet til pengepolitikken, finansiell stabilitet og internasjonal rapportering. Det gjelder dels statistikk med sikte på å beskrive den makromessige utvikling i penge- og kredittmarkedene og dels opplysninger på mikroplanet som utgjør et viktig informasjonsgrunnlag i bankens overvåking av finansmarkeder og betalingssystemer.

Som utøvende pengepolitisk myndighet har Norges Bank hatt til oppgave å sørge for stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Lav pris- og kostnadsvekst over tid, på linje med våre viktige handelspartnere, er en forutsetning for en stabil kronekurs. Som et ledd i overvåkingen av utviklingen i priser - og faktorer som påvirker pris- og kostnadsveksten - utarbeider banken hvert kvartal en *inflasjonsrapport*, som også publiseres i bankens kvartalstidsskrift Penger og Kreditt. Her gis statistikk over og omtale av utviklingen i priser, valutakurser, renter og andre monetære størrelser. Videre beskrives konjunkturutviklingen, herunder arbeidsmarked og lønninger. Blant annet på grunnlag av disse dataene gir Norges Bank anslag på inflasjonsutviklingen.

I arbeidet med å overvåke penge-, kreditt- og valutamarkedene utarbeider Norges Bank løpende statistikk og analyser av kredittutviklingen og den finansielle stilling i

husholdningene og i næringslivet. Denne informasjonen - sammen med analyser av regnskapsdata fra banker og andre finansforetak - danner grunnlag for halvårlige rapporter om *finansiell stabilitet*. Slike rapporter blir også publisert i Penger og Kreditt.

De eksterne brukere av Norges Banks statistikk omfatter blant andre Finansdepartementet, Kredittilsynet, Statistisk sentralbyrå, næringslivets bransjeorganisasjoner og media, samt internasjonale organisasjoner.

Norges Bank rapportering til internasjonale organisasjoner har økt betydelig de siste årene. Til bruk i Det internasjonale valutafondets (IMFs) *International Financial Statistics* rapporterer banken månedlige data for internasjonale reserver, valutakurser, renter samt balansedata for offentlige og private banker og finansieringsforetak.

I kjølvannet av Mexico-krisen i 1995 vedtok IMF i 1996 en ny standard for spredning av statistikk til markedene, *The Special Data Dissemination Standard (SDDS)*. Norge har sluttet seg til denne. Standarden stiller omfattende krav til deltakerlandenes statistikkproduksjon når det gjelder dekning, kvalitet, hyppighet, aktualitet og tilgjengelighet. Deltakerlandene må gi opplysninger til IMFs elektroniske oppslagstavle - som er tilknyttet Internett - om forhold rundt statistikkproduksjonen. Statistikkbrukere over hele verden vil derved blant annet få tilgang til opplysninger om hvor dataseriene er tilgjengelige og kan selv kontrollere at publiseringsfrister overholdes. For Norges Banks vedkommende har tilslutningen til SDDS medført betydelige forbedringer i statistikkproduksjonen, som kortere publiseringssetterslep for kredittindikatoren, pengemengdestatistikken, internasjonale reserver og Norges Banks balanse. Som følge av denne nye internasjonale statistikkstandarder innførte og offentliggjorde Norges Bank nylig en statistikkalender som viser datoene for frigivelse av ny statistikk.

I november 1998 ble det inngått en avtale mellom EUs statistikkorgan Eurostat, Norges Bank og SSB om statistikk på betalingsbalanseområdet. Avtalen innebærer at SSB har ansvaret for å rapportere data til Eurostat vedrørende utenriksregnskapet, mens Norges Bank har ansvaret for å rapportere data om direkte investeringer.

Den internasjonale oppgjørsbanken (BIS) mottar data fra Norges Bank til *International Banking Statistics* samt data til sin internasjonale makrostatistikkdatabase som Norges Bank er gitt tilgang til. For øvrig gir Norges Bank finansielle data til Den europeiske sentralbanken og OECD.

Norges Bank deltar i fora hvor utviklingen av internasjonale statistikkstandarder og internasjonal rapportering blir drøftet. Dette skjer blant annet i Eurostats *Committee on Monetary, Financial and Balance of Payments Statistics* og i arbeidsgrupper under denne.

Nærmere om finansstatistikk

Finansstatistikken gir i første rekke informasjon om forholdene i penge- og kredittmarkedet, basert på ulike indikatorer. Den søker også å vise det finansielle samspill mellom de ulike sektorer i økonomien ved hjelp av finansielle sektorbalanser samt gi beskrivelser av utviklingen i verdipapirmarkedene.

Utarbeidingen av finansstatistikk skjer dels i SSB og dels i Statistikkavdelingen i Norges Bank. I henhold til samarbeidsavtalen mellom de to institusjonene gjeldende fra begynnelsen av 1996, har Norges Bank ansvaret for innsamling, bearbeiding, revisjon samt den mest detaljerte publiseringen av statistikk for private og offentlige banker,

kredittforetak, finansieringsselskaper og verdipapirfond. Samarbeidsavtalen med SSB innebærer at Norges Bank også har ansvaret for rentestatistikken, samt drift og vedlikehold av den felles databasen for de ovennevnte sektorene som benyttes av Kredittilsynet, Norges Bank og SSB. I en egen ramme gis det en mer detaljert oversikt over de forskjellige finansstatistikkene.

Nærmere om valutastatistikk

Valutastatistikkenes hovedoppgave er å gi informasjon om de norske sektorenes transaksjoner overfor utlandet som grunnlag for utenriksregnskapet som SSB sammenstiller og publiserer. Noe av bakgrunnen for at utarbeidningen av valutastatistikken ble lagt til Norges Bank - og ikke SSB - er den lange tradisjonen med valutaregulering, valutakontroll og valutastatistikk som tre sider av samme sak i de første ti-år av etterkrigstiden. Etter hvert som valutareguleringen og valutakontrollen ble bygd ned, er statistikk blitt hovedformålet. Dette er en utvikling vi deler med andre land med tilsvarende statistikk-system. Samtidig har den senere tids økende fokusering på hvitvasking av penger og bekjempelse av økonomisk kriminalitet på nytt økt betydningen av valutastatistikkdataene som kontrollgrunnlag. Dette er bakgrunnen for Statistikkavdelingens samarbeid med skatte- og tollmyndigheter og Økokrim. En etterfølgende ramme gir detaljer om kilder til valutastatistikken og publiseringen av delstatistikker.

Eksempler på nytten av statistikken over valutastrømmer

Statistikken som Norges Bank utarbeider skal som tidligere nevnt primært dekke bankens løpende informasjonsbehov for å løse sine oppgaver. Statistikken kan også være til stor nytte for å kaste lys over forholdene i spesielle situasjoner. Nedenfor har vi illustrert dette ved å beskrive noen eksempler på bruken av ukestatistikken over valutastrømmer i forbindelse med kronekursstyringen.

For å skaffe et bedre informasjonsgrunnlag om aktørenes rolle i valutamarkedet tok Norges Bank i begynnelsen av 1990-årene i bruk en nyutviklet statistikk som ukentlig viser hvordan bankenes valutahandel fordeler seg på innenlandske og utenlandske aktører. Særlig i perioder med valutauro - og intervensjoner fra Norges Banks side - har denne statistikken vært viet stor oppmerksomhet. Kjennskap til

Finansstatistikk

Makrostatistikk for banker, finansieringsforetak og verdipapirfond: Heftet «*Finansstatistikk*», som utgis med 18 nummer i året, gir makrostatistikk på grunnlag av regnskapsoppgaver for private og offentlige banker, kredittforetak, finansierings-selskaper og verdipapirfond, med blant annet balanse- og resultatregnskapsdata.

Statistikkavdelingen utarbeider også en rekke delstatistikker som publiseres i form av «stripehefter», i tabellvedlegget til Penger og Kreditt eller på Internett. Nedenfor er det gitt en kort oversikt over hovedinnholdet i de enkelte delstatistikkene.

«**Månedssindikatorene**»: Kredittindikatorene er indikatorer for endringene i publikums (dvs. kommuner, næringsliv og husholdningers) bruttogjeld. Pengemengdestatistikken viser utviklingen i pengemengden og faktorene som forklarer denne.

Finansielle sektorbalanser: *Finansielle sektorbalanser* gir kvartalsvise avstemte finansielle sektorbalanser for hele den norske økonomien. Dataene foreligger i databasen Findatr. *Husholdningenes finansregnskap*, som bygger på Findatr, viser utviklingen i husholdningenes finansielle eiendeler og gjeld, med fordeling på transaksjoner og omvurderinger.

Verdipapirstatistikk: *Emisjoner av obligasjoner og sertifikater* er en månedlig statistikk som viser bruttoemisjoner av slike verdipapirer lagt ut i Norge og i utlandet – fordelt på utstedersektorer. *Kvartalsstatistikk fra Verdipapirsentralen* gir oversikt over beholdninger av aksjer, obligasjoner og sertifikater fordelt på kreditor- og debitorsektorer, samt transaksjoner i de samme verdipapirene. *Statistikk for verdipapirfond* viser utviklingen i verdipapirfondenes forvaltningskapital og aktivaposter samt eierfordelingen av verdipapirfondsandeler.

Betalingsformidlingsstatistikk: *Utviklingstrekk i betalingsformidlingen* er en årlig statistikk for antall transaksjoner og omsetning for viktige betalingsinstrumenter. *Prisutviklingen i betalingsformidlingen* viser priser på blankettbaserte og elektroniske betalingstjenester.

Annen statistikk: *Rentestatistikken* gir kvartalsvis oversikt over finansforetakenes gjennomsnittsrenter på utlån og gjennomsnittsrenter på innskudd i bankene. Den månedlige *derivatstatistikken* gir omfanget av utestående valutaterminforretninger, FRA, valutaopsjoner og finansielle futures.

Valutastatistikk

Rapportsystemer for månedlig valutastatistikk: To ulike rapportssystemer benyttes ved utarbeidelsen av valutastatistikken. Det er for det første daglige rapporter fra valutabankene om egne og formidlede transaksjoner mellom innlendinger og utlendinger og for det andre månedlige rapporter fra foretak om utenlandsbetalinger utenom valutabankene (dvs over egne konti i utlandet eller oppgjørsordninger med utlendinger).

Rapporteringen er i begge systemer basert på et utvalg av rapportpliktige konti som skal dekke alle konti som brukes ved utenlandsbetalinger. Alle bevegelser på disse konti skal rapporteres, og de rapporterte transaksjoner skal kunne forklare endringene i beholdningene på kontiene. Dette gjør at det norske valutastatistikksystemet klassifiseres som et «lukket» system, i motsetning til «åpne» systemer som ikke gir samme muligheter for kontroll med dataene. Rapporteringen fra bankene skjer i maskinlesbar form, mens de fleste konto/oppgjørordninger fortsatt rapporteres på papirskjema. Bearbeidningen er lagt opp etter de krav til innhold og spesifikasjoner som nasjonalregnskapet og utenriksregnskapet setter.

Foruten å utarbeide statistikk for å dekke utenriksregnskapets behov, lages det også spesialstatistikker på en del områder som er særlig etterspurt. Nedenfor er det gitt en kort oversikt over enkelte delstatistikker.

Årsstatistikk over direkte investeringer i og fra utlandet: Oversikter over landfordelte beholdningsdata for direkte investeringer fra utlandet i Norge og fra Norge i utlandet er mye etterspurt. For å dekke dette statistikkbehovet - og dessuten få en best mulig kvalitet på dataene i utenriksregnskapet - foretar Statistikkavdelingen årlige spørreundersøkelser for å fremskaffe data som ikke fanges opp i den månedlige statistikken. Et viktig hensyn her er utenriksregnskapets behov for informasjon om overskudd som reinvesteres i utlandet og i Norge. Slikt «tilbakeholdt utbytte» medfører ikke noen betalingsstrøm og må derfor innhentes via informasjon fra foretakenes regnskaper.

Kvartalsstatistikk over direkte investeringer i og fra utlandet: Denne statistikken bygger hovedsakelig på tall for investeringsstrømmene slik de fremkommer i den månedlige valutastatistikken.

Månedstatistikk over fordringer og gjeld overfor utlandet: Denne statistikken er en månedlig statistikk som utarbeides ved å kombinere beholdningsstørrelser fra SSBs årlige «finanstelling» med endringstall fra utenriksregnskapet/valutastatistikken.

Ukestatistikk over valutastrømmer: Ukestatistikken har spesielt som formål å gi informasjon om hvilke aktørgrupper som har vært aktive i perioder med uro i valutamarkedet. Dessuten er det lagt vekt på å vise hvilke «instrumenter» - dvs. spotforretninger eller terminforretninger - som aktørene har benyttet.

hvem som er operatører i valutamarkedet, og om de handler spot eller på termin, er av

betydning for hvorledes Norges Bank håndterer valutasituasjonen.

Valutauroen i uke 47 (16.-20. november) 1992: I denne uken interвенerte Norges Bank i valutamarkedet for 48,6 milliarder kroner med støttekjøp av kronen. På grunnlag av ukestatistikken over valutastrømmer kunne Statistikkavdelingen allerede 27. november gi en oversikt over hvilke aktører som hadde vært inne i bildet: 38,8 milliarder var brukt til å dekke opp salg av valuta til innenlandske kunder og 10,8 milliarder til å dekke opp salg til utlandet. Transaksjonene skjedde i det alt vesentlige over spotmarkedet, der norske kunder direkte vekslet om disponible kronemidler til valuta. I denne perioden var det altså norske kunder som forårsaket uroen i valutamarkedet.

Norske kroner under appresieringspress 1996/1997: Fra årsskiftet og fram til utgangen av august 1996 kjøpte Norges Bank valuta fra bankene for 34 milliarder kroner. I samme periode hadde bankene på sin side kjøpt valuta for 22 milliarder kroner fra utlandet og for 12 milliarder kroner fra norske kunder. I løpet av de siste fire månedene av året kjøpte Norges Bank valuta fra bankene for ytterligere 56 milliarder kroner i den hensikt å bremse appresieringen av kronen. Bankenes tilgang på valuta fra norske kunder beløp seg i denne perioden til hele 54 milliarder kroner. Norges Banks valutakjøp fortsatte inn i 1997 fram til 10. januar da banken kunngjorde at en i en periode ikke ville interвенere i vesentlig grad. I løpet av dette korte tidsrommet hadde Norges Bank kjøpt valuta for ytterligere 31 milliarder kroner. Medregnet kjøpene fra bankene i 1996 var det samlede beløp kommet opp i 121 milliarder kroner. Bankene på sin side hadde i samme periode en tilgang på valuta som fordelte seg som vist i tabell 1.

Tabell 1. Bankenes tilgang på valuta 01.01.96 - 10.01.97. Milliarder kroner

Spotkjøp fra utlandet	21
Terminkjøp fra utlandet	21
Spotkjøp fra norske kunder	69
Terminkjøp fra norske kunder	6
Økte spotfordringer overfor norske kunder	5
Sum	122 ¹⁾

¹⁾ Bankene økte sin egen totalposisjon med 1 mrd. kr.

Valutamarkedet gjennom de åtte første måneder av 1998: Ukestatistikken over valutastrømmer viste at utviklingen i valutamarkedet i første halvår 1998 var preget av romslig tilgang på valuta fra utlandet, slik at bankene foruten å selge valuta til norske kunder også kunne selge valuta til Norges Bank i betydelig omfang. Utover høsten fortsatte utlandets salg av valuta eller kjøp av kroner, men nå i betydelig

Tabell 2. Bankenes tilgang og avgang på valuta i perioden 17.-28.08.98. Milliarder kroner.

Tilgang		Avgang	
Nettokjøp fra Norges Bank	1,4	Nettosalg til utlandet, termin	30,6
Nettokjøp fra utlandet, spot	0,1	Nedgang i netto valutafordringer på norske kunder	2,6
Nettokjøp fra norske kunder, spot	19,2	Netto kurstap og inntektsunderskudd i valuta	0,8
Nettokjøp fra norske kunder, termin	15,9		
Sum	36,6	Sum	34,0
		Saldo: Økning i total valutaposisjon	2,6

mindre grad. Samtidig kjøpte norske kunder valuta i et omfang som gjorde det nødvendig for Norges Bank å intervenere ved å selge valuta. Tabell 2 viser hva ukestatistikken kunne fortelle om aktørenes valutahandel i perioden 17. - 28. august 1998. I denne perioden, med press på kronekursen, var det et salg av kroner fra utlandet på over 30 milliarder kroner. Siden Norges Bank i denne perioden bare intervenerte i beskjeden grad, førte kursutviklingen til at norske kroner ble så «billige» at norske aktører på sin side fant å ville kjøpe kroner for rundt 35 milliarder kroner. Den 24. august bestemte Norges Bank seg for inntil videre ikke å intervenere, samtidig som banken hevet renten. Banken tok 16. oktober opp igjen bruken av intervensjoner som virkemiddel.

Finansiell stabilitet – et viktig mål for sentralbanken

Arild J. Lund og Jon A. Solheim¹

Asiakrisen og dens store negative realøkonomiske konsekvenser viser hvor viktig finansiell stabilitet er og hvorfor myndighetene er opptatt av dette, både nasjonalt og internasjonalt. Bankkrisene i Finland, Norge og Sverige er andre eksempler som viser hvorfor stabilitet er viktig. Generelt er makroøkonomisk stabilitet en forutsetning for å sikre finansiell stabilitet. Mer spesielt søker myndighetene å sikre finansiell stabilitet på det nasjonale plan gjennom tiltak som skal hindre at problemer i et marked eller finansinstitusjon sperrer seg til andre markeder eller institusjoner. For dette formål er det opprettet innskuddssikringsordninger, og det er innført kapitaldekningskrav og ulike direkte reguleringer av den risikoen finansinstitusjonene kan ta. I tillegg er sikkerheten i betalings- og oppgjørssystemene styrket. Det foregår et løpende arbeid både nasjonalt og internasjonalt med sikte på å øke den finansielle stabilitet og gjøre institusjoner og markeder mer robuste overfor sjokk. I Norge er myndighetenes arbeid med finansiell stabilitet delt mellom Finansdepartementet, Kredittilsynet og Norges Bank. Finansdepartementet har et overordnet ansvar for at landet har en fungerende finansnæring. Kredittilsynet står for det direkte tilsynet med aktørene i den finansielle sektor. Norges Bank har ansvar for å bidra til stabile og effektive finansmarkeder og betalingssystemer og å overvåke faren for systemproblemer i den finansielle sektor.

I denne artikkelen vil vi i del 1 drøfte hva som ligger i begrepet finansiell stabilitet. I del 2 drøfter vi hva myndighetene kan gjøre for å oppnå og opprettholde finansiell stabilitet, hvordan tankegangen omkring begrepet har endret seg over tid og hvordan finansiell stabilitet naturlig henger sammen med spørsmålet om prisstabilitet eller monetær stabilitet. I del 3 redegjør vi for hvordan arbeidet med finansiell stabilitet er og har vært organisert i Norge og særlig i Norges Bank. Til slutt peker vi på enkelte forventede utviklingstrekk i finansiell sektor og mulige konsekvenser av slike trekk for arbeidet med finansiell stabilitet.

1 Hva menes med finansiell stabilitet?

Det er nærliggende å ta utgangspunkt i finansiell ustabilitet eller finansielle kriser i en drøfting av hva som menes med finansiell stabilitet. Bankkriser i nyere tid, både i Norge og mange andre land, er allerede nevnt. I Norge hadde vi også en bankkrise i 1920-årene som fulgte tilbakevendingen til den såkalte paripoli-

¹ Arild J. Lund er spesialrådgiver og Jon Solheim er direktør i Område II - Finansmarkeder og betalingssystemer.

tikken. Den mest kjente internasjonale finansielle krisen i vårt århundre startet med børskursfallet i 1929. Den påfølgende smitten til den øvrige finansielle sektoren og videre til realøkonomien skapte den sterkeste nedgangskonjunkturen i dette århundre og en rekordhøy arbeidsledighet. En mindre internasjonal krise inntraff da aksjekursene falt sterkt i 1987. De realøkonomiske konsekvensene var den gang små. Finansiell stabilitet vil i en viss forstand være fravær av slike kriser. Begrepet innebærer at finanssektoren har mekanismer som demper utslagene av de impulsene finansinstitusjonene eller finansmarkedene utsettes for.

Eksemplene over viser at en viktig grunn til at vi er så opptatt av finansiell stabilitet, er faren for at problemer i et marked eller hos en aktør skal spre seg til andre markeder og aktører. Er en slik fare til stede, innebærer det en systemrisiko, dvs. en fare for at selve det finansielle systemet kan slutte å fungere etter hensikten. Tilsvarende eksisterer en risiko for at finansiell ustabilitet kan spre seg fra land til land, slik vi har opplevd de siste par årene i og med Asiakrisen, og true det globale finansielle system. I en dynamisk økonomi vil det alltid være enheter (bedrifter, husholdninger) som går konkurs. Ofte innebærer det tap for banker eller andre finansinstitusjoner. Tapene vil øke i en generell nedgangskonjunktur eller dersom en næring rammes av et negativt sjokk. Et sentralt punkt i en vurdering av finansiell stabilitet vil være hvor store tap finansinstitusjonene vil kunne tåle før det får negative konsekvenser for deres evne til å utføre sine primære oppgaver. Sagt på en annen måte: hvor robust er det finansielle system overfor ulike typer sjokk?

Forstyrrelser som kan utvikle seg til å utgjøre en potensiell systemrisiko, kan overføres både gjennom finansinstitusjoner (særlig banker) og gjennom finansielle markeder der bankene ikke nødvendigvis er store deltagere. I en diskusjon av finansiell stabilitet kan det derfor være naturlig å skille mellom institusjoner og markeder.² Stabile institusjoner vil da være solide institusjoner det er almen tillit til, mens stabile markeder vil bety at det ikke er «overdrevne» prisutslag.

I tillegg til institusjoner og markeder, er det nærliggende å trekke fram finansiell sektors infrastruktur som et viktig element i arbeidet med å fremme finansiell stabilitet. Sentralt i infrastrukturen står betalings- og oppgjørssystemene. Et sammenbrudd i disse kan både være opphav til og bidra til spredning av finansiell uro. Det er derfor viktig at betalings- og oppgjørssystemene er utformet slik at problemene i en institusjon ikke påfører andre institusjoner tap. Krav om at deltakerne må stille sikkerhet, innføring av bruttooppgjørssystemer, der større transaksjoner tas enkeltvis til oppgjør, og innføring av krav til nettooppgjørssystem har redusert denne faren de siste årene.

Når det gjelder finansinstitusjoner, er bankene i en særstilling. De transformerer kortsiktige innskudd fra publikum til langsiktige lån, og de spiller en sentral rolle i betalings- og oppgjørssystemer både gjennom sin oppgjørsfunksjon og ved at de faktisk utsteder (konto)penger. Blant annet gjennom sin rolle i beta-

² Et slikt skille er blant annet brukt av Andrew Crockett, General Manager i Bank for International Settlements i: «Why is Financial Stability a Goal of Public Policy», i *Maintaining Financial Stability in a global Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997.

lingssystemet har bankene også betydelige mellomværender med hverandre, det såkalte interbankmarkedet. I tillegg til at problemer i en bank naturlig vil skape frykt for at liknende problemer kan oppstå i andre banker og dermed skape en flukt («run») av kunder som ønsker å ta ut sine innskudd, kan problemer i en bank forplante seg til andre banker gjennom interbankmarkedet.

En sentral indikator for en vurdering av finansiell stabilitet vil derfor være soliditeten til bankene. Jo mer kapital en bank har, jo lettere vil den kunne absorbere problem i sin egen portefølje. Faren for smitte over til andre institusjoner eller markeder blir dermed mindre.

Stabilitet i markeder betyr fravær av prisutslag ut over hva fundamentale forhold skulle tilsi og/eller prisutslag som kan skape større økonomiske problemer i andre markeder og sektorer. Prisene i for eksempel aksjemarkedet, valutamarke- det, eiendomsmarkedet osv. vil og skal selvsagt endres i tråd med endringer i fundamentale forhold. Det er prisutslag utover dette og konsekvensene av en eventuell korleksjon som utgjør en trussel mot finansiell stabilitet. Hva som er fundamentalt riktige priser er naturlig nok vanskelig å avgjøre, slik at en opera- sjonalisering av begrepet stabile markeder er vanskelig. I den nære forhistorien er det, foruten de nevnte episodene i aksjemarkedet, vanlig å peke på en over- vurdert dollar i valutamarke- det midt på 1980-tallet, uroen på de europeiske valutamarke- der tidlig på 1990-tallet og spekulative bobler i eiendoms- og aksje- markedet i Japan og i eiendomsmarkedet i Norge og flere andre europeiske land i løpet av 1980-tallet som eksempler på ustabilitet i markeder.

2 Myndighetenes rolle

2.1 *Hvorfor er det nødvendig med inngrep fra myndighetene?*

Det er åpenbart at finansiell stabilitet er ønskelig, og således noe som bør etter- strebes. Finansielle kriser kan ha store negative samfunnsøkonomiske og stats- finansielle kostnader. Samtidig har stabile institusjoner og markeder en positiv indirekte virkning ved at de gir et bedre grunnlag for spare- og investerings- beslutninger hos den enkelte aktør og styrker finansmarkedets rolle i å kanalisere sparing til investering. Finansiell stabilitet bidrar således til en bedre ressurs- allokering. Finansiell stabilitet gjør det dermed også enklere å oppnå andre øko- nomiske målsetninger, for eksempel mål om makroøkonomisk eller monetær stabilitet.

Selv om finansiell stabilitet er ønskelig, er det ikke opplagt at det offentlige behøver å foreta seg noe i den forbindelse. De fleste markeder fungerer bra uten offentlige inngrep, så hvorfor skulle ikke også finansmarkedene kunne gjøre det? Det er flere grunner til at finansmarkedene generelt og bankene spesielt krever spesielle tiltak fra myndighetenes side:

- Den viktigste grunnen er at en konkurs i eller tvil om soliditeten til en bank normalt vil ha mer vidtrekkende konsekvenser enn en konkurs i et enkeltfore- tak i andre bransjer eller næringer. En slik situasjon kan som nevnt føre til en omfattende flukt av innskyttere som ønsker å ta ut sine penger både i denne og andre banker, noe som vil kunne ha vidtrekkende konsekvenser for betalings-

systemet og for den generelle tilliten til det finansielle system. Via interbankmarkedet kan også problemer i en bank svært raskt spre seg til andre banker.

- De makroøkonomiske konsekvensene av internasjonal finansiell ustabilitet har vist seg å kunne bli veldig store, jf børs krisen i 1929 og den pågående Asiakrisen.
- De budsjettmessige konsekvensene av å redde et banksystem kan bli svært store.
- Manglende tillit til finansinstitusjonene kan føre til et uoptimalt nivå på sparing og investering, med langsiktige negative konsekvenser for den økonomiske veksten.

Det er med andre ord betydelige såkalte eksterne virkninger i finansiell sektor som den enkelte aktør ikke kan forventes å ta hensyn til, og som gjør at myndighetene i de fleste land har innført tiltak for å sikre en viss grad av stabilitet i finansiell sektor. Inngrepene har i noen grad endret karakter over tid. På et tidlig stadium var det faren for at smitte fra en enkeltbank kunne lede til innskyterflukt fra hele banksystemet, man så på som den alvorligste form for finansiell ustabilitet. For å redusere denne faren ble det opprettet innskuddsforsikring samtidig som det mer eller mindre eksplisitt var klart at sentralbanken i siste instans ville tilføre likviditet i situasjoner med mangel på likviditet («lender of last resort»).

At aktører skjermes fra å måtte ta de fulle konsekvenser av sine egne handlinger, svekker imidlertid markedsdisiplinen og kan føre til at bankene tar større risiko ved plassering av sine midler enn de ellers ville gjort, såkalt moralsk hasard. Innskyttere som uansett er sikret, har ikke noe insentiv til å vurdere bankens utlånspolitikk og dermed risikoen for en bankkonkurs. Dermed vil også banken kunne ta større risiko og oppnå høyere forventet avkastning uten å måtte betale for det i form av høyere innlånskostnader. Mange av disse forholdene er knyttet til de informasjonsproblemer som er til stede i finansiell virksomhet (se egen ramme).

For å unngå for stor risikotaking har myndighetene i nærmest alle land innført en rekke reguleringer av bankers og andre finansinstitusjoners virksomhet. Dette gjøres dels gjennom regler for hva slags og hvor stor risiko de kan ta inn i sine porteføljer, dels gjennom krav til en bestemt størrelse på egenkapitalen i forhold til den risikoen institusjonen har i sin portefølje. I tillegg er det opprettet offentlige tilsynsorganer som skal påse at reguleringer overholdes, og mer generelt at finansinstitusjonene ikke påtar seg for stor risiko.

Myndighetenes oppgaver med å regulere og overvåke finansinstitusjonene endrer seg stadig i tråd med endrede rammebetingelser. En overgang fra et gjennomregulert finansmarked med betydelige innslag av kvantitative reguleringer, slik Norge og mange andre land hadde i flere tiår etter krigen, til det liberaliserte systemet vi har nå, innebar at finansinstitusjonene fikk mulighet til å øke risikoen i sine utlånsporteføljer betydelig. De påfølgende store tapene i mange land viste hvor viktig det er at finansinstitusjonene har tilstrekkelig kapital til å kunne stå imot tap, og at det finnes et godt offentlig tilsyn med finansinstitusjonenes risikotaking. Det er i denne forbindelse særlig viktig at finansinstitusjonene har

Informasjonsproblemene

Informasjon er sentralt for finansiell formidlingsvirksomhet og en hovedgrunn til at vi har banker i den tradisjonelle betydning av bank. Dersom alle aktører hadde perfekt informasjon, kunne man tenke seg at låntagere og långivere traff hverandre direkte i markedet og ble enige om betingelsene for lånet. Slik fungerer kapitalmarkedet for store bedrifter, særlig i de anglosaksiske land. Mindre bedrifter har normalt ikke adgang til kapitalmarkedet, og en svært viktig oppgave for en bank er å gi lån til mindre bedrifter basert på bedre informasjon om bedriften enn det potensielle individuelle långivere vil ha.

Selv om en bank skaffer seg så god informasjon som mulig om et låneprosjekt og kunde, vil uansett kunden ha bedre informasjon både om seg selv og om det aktuelle prosjektet enn banken. Det er dette som kalles *asymmetrisk informasjon*, og det gir opphav for mange av de problemene som er forbundet med bankvirksomhet.

Asymmetrisk informasjon gir opphav til det som kalles *skjevt utvalg*, «*adverse selection*» og innebærer at det vil være fare for en overvekt av prosjekter med høy risiko i bankens utlånsportefølje. Går et svært risikofylt prosjekt bra, tar kundene hele gevinsten, mens det er banken som uansett må dekke et eventuelt tap. De kundene som har prosjektene med den største risikoen, vil derfor være de kundene som mest aktivt søker et lån og som er villig til å betale den høyeste prisen. Bankene kan derfor risikere å bli sittende med for mange slike prosjekter og dermed med for stor risiko.

Moralsk hasard fra en låntakers side innebærer at låntakeren etter at lånet er innvilget påtar seg større risiko enn banken har lagt til grunn ved inngåelse av kontrakten. Dersom prosjektet lykkes, vil dermed låntakeren sitte igjen med større fortjeneste, mens banken uansett vil måtte dekke tapet dersom prosjektet ikke lykkes. Moralsk hasard skyldes at banken ikke har informasjon om disse aktivitetene. Moralsk hasard kan imidlertid også skyldes at kostnadene med å sørge for at låntakeren opptrer i samsvar med forutsetningene, er så store at låntakeren spekulerer i at långiveren ikke vil gå til et slikt skritt. Denne formen for moralsk hasard kan medføre at bankene reduserer utlånene for å redusere problemet.

Et annet problem knyttet til informasjonsinnhenting er et gratispassasjerproblem som særlig kan tenkes å oppstå i verdipapirmarkeder. Investorer skaffer seg informasjon om selskaper etc for å kunne yte lån til selskaper de mener er underpriset. Andre investorer kan unnlate å ta kostnadene ved å samle inn denne type informasjon og gjør bare som de antatt velinformerte investorer. Dette vil redusere fortjenesten ved informasjonsinnhenting. Konsekvensen kan bli at det samlet sett blir for lite informasjonsinnhenting, noe som kan føre til det samme problem med skjevt utvalg av låntakere som nevnt over.

styringsformer som setter dem i stand til å vurdere sin egen risikotaking. Selv i et stabilt liberalisert regime skjer det imidlertid stadige strukturendringer knyttet blant annet til finansielle og teknologiske innovasjoner som regulerings- og tilsynsmyndighetene må forholde seg til.

2.2 Gjensidig avhengighet med andre politikkområder

De siste tiårene har det internasjonalt skjedd en økt vektlegging både av finansiell stabilitet og såkalt monetær stabilitet, eller prisstabilitet som er et mer vanlig uttrykk. Det er en betydelig gjensidig avhengighet mellom de to målsetningene. Tiltak som styrker den finansielle stabilitet øker også mulighetene for å oppnå prisstabilitet og omvendt.

Variierende og dermed tidvis høy inflasjon truer den finansielle stabilitet gjennom flere kanaler:

- Variierende inflasjon gjør det vanskeligere å vurdere risikoen i ulike investeringsprosjekter. Det kan føre til at det blir gitt lån til prosjekter som i en viss forstand er for risikable, mens noen prosjekter som egentlig har tilfredsstillende lønnsomhet og risiko ikke får lån.
- Variierende inflasjon innebærer ofte betydelige svingninger i rentenivået. En kraftig økning i rentenivået kan skape problemer for mange bedrifter som har store lån, og dermed utsette finansinstitusjonene for tap. En kraftig økning i rentenivået kan også gi betydelige tap på finansielle aktiva som obligasjoner og aksjer, noe som kan gi finansinstitusjonene høye tap på sine egne beholdninger av disse aktiva og øke tapsutsattheten for lån som er gitt mot sikkerhet i slike finansobjekter.

Finansiell stabilitet kan i første rekke bidra til monetær stabilitet ved at den letter bruken av de pengepolitiske virkemidler. Det er i den forbindelse reist spørsmål om ustabile institusjoner eller markeder kan forhindre den virkemiddelbruk som skal til for å oppnå monetær stabilitet, av frykt for at en finans- eller pengepolitisk innstramning kan utløse en finansiell krisesituasjon.

Et viktig berøringspunkt mellom monetær og finansiell stabilitet er formuesprisene. Målsettinger om prisstabilitet defineres i dag kun ut fra priser på varer og tjenester. For finansiell stabilitet er derimot formuesprisene spesielt viktige. Sterk prisvekst på boliger og andre eiendommer og rask kursøkning i aksjemarkedet med påfølgende kollaps utgjør en stor trussel mot bankers sikkerheter og kan lede til finansiell ustabilitet. Det er derfor blitt foreslått at stabile formuespriser bør inngå som et eget mål for de pengepolitiske myndigheter.³

Ved utformingen av pengepolitikken vil myndighetene uansett følge utviklingen i ulike formuespriser nøye. For det første kan formuesprisene være en viktig kanal for pengepolitikken virkning på realøkonomien, ved den såkalte formueseffekten. Høyere eiendomspriser eller aksjekurser som følge av en rentesenkning kan føre til økt privat etterspørsel, fordi husholdninger og bedrifter har fått økt

³ Se for eksempel, Goodhart, C. (1996): «Price stability and financial fragility», i K. Sawamoto, Z. Nakajimaand og H. Taguchi, *Financial stability in a changing environment*, Basingstoke: Macmillan.

sin netto formue. For det andre kan ulike formuespriser, som obligasjons- og aksjekurser, gi signaler om forventninger i markedene, blant annet om den framtidige pengepolitiske virkemiddelbruk, som myndighetene kan dra nytte av i implementeringen av pengepolitikken.

2.3 *Nærmere om hvordan myndighetene kan bidra til å forebygge finansiell ustabilitet.*

På det forebyggende plan søker myndighetene å hindre finansiell ustabilitet gjennom krav om konsesjon ved opprettelse av nye institusjoner, ved grenser for lån til enkeltengasjement og ved krav om kapitaldekning. Konsesjonsbestemmelsene skal hindre etablering av useriøse og lite solide enheter.⁴ Grenser for lån til enkeltengasjement skal redusere utlånsporteføljens samlede risiko gjennom en form for tvungen diversifisering og innebærer at samlet engasjement med en enkelt kunde ikke i noe tilfelle må overstige et beløp lik 25 prosent av foretakets ansvarlige kapital. Kapitalkravene skal redusere spredningsfaren, ved å øke den enkelte institusjons evne til å absorbere tap selv.

Etter at Baselkomiteen i 1988 definerte krav til kapitaldekning for internasjonale banker, har de fleste land innført tilsvarende krav til sine banker.⁵ Kravet innebærer at en bank skal ha en kapitaldekning (egenkapital, ansvarlig kapital og fond) som utgjør minst 8 prosent av den risikoveide forvaltningskapitalen. Risiko-veiingen innebærer for eksempel at lån til statlige myndigheter i industriland ikke behøver å telles med, fordi de vurderes som helt sikre, mens næringslivslån skal telle 100 prosent. Opprinnelig var kapitalkravet kun ment å omfatte finansinstitusjonenes kredittrisiko. Senere har Baselkomiteen anbefalt at det også skal omfatte markedsrisiko, noe som innebærer at kapitaldekningen også skal omfatte poster utenom balansen. Mange land har gjennomført disse endringene.

8-prosentregelen har bidratt til å styrke bankenes robusthet overfor kriser i mange land, men regelen er beheftet med enkelte svakheter, og nye former for kapitaldekningskrav er derfor under vurdering. I kapitalkravet tas det for eksempel ikke hensyn til at det er svært ulik grad av risiko mellom ulike bedrifter, og det tas heller ikke hensyn til at risikoen kan reduseres ved diversifisering, dvs å spre plasseringene på mange næringer og bedrifter. Arbeidet med nye kapitalkrav tar sikte på at kapitaldekningskravene bedre skal reflektere den reelle økonomiske risikoen i bankene, og således gi grunnlag for en mer effektiv bruk av den kapitalen som stilles som sikkerhet for innskudd.

Arbeidet med å gjøre betalings- og oppgjørssystemene mer robuste overfor problemer i finansinstitusjoner eller finansmarkeder er også av forebyggende karakter. I hovedsak har dette gått ut på å redusere risikoen i disse systemene

⁴ Ifølge konsesjonsbestemmelsene skal egenkapitalen til en ny kredittinstitusjon være minst 5 millioner ECU (1 million i ekstraordinære tilfeller) i tråd med EUs annet bankdirektiv. Konsesjon krever videre godkjenning av vedtekter og driftsplan for de 3 første årene samt at ledelsen har nødvendig kompetanse og plettfri vandel.

⁵ Baselkomiteen består av representanter for sentralbanker og tilsynsmyndigheter i USA, Canada, Japan, Tyskland, Frankrike, Italia, Storbritannia, Belgia, Nederland, Sveits og Sverige. De diskuterer løpende tiltak som kan bidra til finansiell stabilitet.

ved: 1) gjennom mer bruk av bruttooppgjørssystemer å redusere tiden det tar å gjennomføre en transaksjon og kontrollere at betaleren har dekning før en transaksjon slippes gjennom, og 2) gjennom krav til nettooppgjørssystemer, blant annet i form av sikkerhetsstillelse, å redusere muligheten for at problemer hos en aktør skal kunne spre seg til andre aktører.

Tilsynsarbeidet er også av forebyggende karakter. Det skal bidra til at problemer ikke oppstår og, dersom problemer uansett er i ferd med å bygge seg opp, at de oppdages så tidlig som mulig. Det vil kunne hindre unødige smitte.

Mer og bedre informasjon om bankene og deres virksomhet vil redusere faren for finansiell ustabilitet. For det første vil det kunne gjøre det enklere å identifisere illikvide, men solide banker. For det andre vil det gjøre det mulig for innskyterne å vurdere en banks risikotaking, og ut fra det kreve en pris for innskuddet/innlånet i tråd med denne risikoen. Dermed vil også banken redusere sin risikoeksponering.⁶ For det tredje vil det gjøre det mulig for innskytere å skille mellom banker, slik at faren for at problemer i en bank skal smitte over på andre banker, blir mindre. På det globale plan er det i det siste lagt betydelig vekt på bedre informasjon som middel mot spredning av finansielle kriser, jf det pågående arbeidet i Det internasjonale pengefondet (IMF) om en ny internasjonal finansiell arkitektur, som er nærmere beskrevet i A. Grønns artikkel i denne artikkelsamlingen.

2.4 *Krisehåndtering*

I praksis har myndighetene i de fleste land inntatt en pragmatisk holdning når det gjelder hvordan finansielle kriser skal håndteres. Dette innebærer at myndighetene påtar seg et overordnet ansvar for finansiell stabilitet, men at de ikke på forhånd klargjør i hvilke situasjoner og med hvilke virkemidler de vil gripe inn. Dette betegnes ofte som «konstruktiv uklarhet» («constructive ambiguity»). Siktemålet med uklarheten er å redusere insentivene til moralsk hasard, som nødvendigvis vil øke jo sikrere aktørene er på at de slipper å bære de økonomiske konsekvensene av sine egne handlinger.

Det er imidlertid alternativer til en slik pragmatisk holdning som omfatter alt fra ingen innblanding overhodet til mer regelbaserte prinsipper for innblanding.

Et helt fritt banksystem har vært forsøkt, men har ikke overlevd. Skal et slikt system fungere, må det være basert på at innskyterne er i stand til å vurdere bankens aktivaside og dermed er i stand til å prise den risikoen banken tar med de innskutte midler. Det vil begrense bankens risiko. På et teoretisk grunnlag kan det imidlertid argumenteres med at det er så store informasjonsproblemer at en slik løsning ikke er mulig. Innskyterne kan vanskelig skaffe seg tilstrekkelig kjennskap til en banks aktivaside. Dersom de kunne det, ville en stor del av bankers virksomhet være overflødig, fordi bedrifter ville kunne finansiere seg direkte hos velinformerte investorer. Dette informasjonsproblemet er også årsaken til at det er vanskelig for innskyterne å skille mellom institusjoner, slik at innskyterflukt fra én institusjon lett vil smitte over på andre institusjoner.

⁶ Innskytere som er omfattet av innskuddssikring, vil ikke ha noe insentiv til å kreve betalt for den risikoen banken tar.

Et mer regelstyrt prinsipp for myndighetenes innblanding er basert på at myndighetenes rolle skal begrenses til å sikre tilførselen av *samlet* likviditet i en krisesituasjon. Det vil bety noe økt tilførsel for å kompensere for den reduksjonen i pengenes omløpshastighet som gjerne følger med en finansiell uro. I forhold til alternativet over vil en slik løsning redusere faren for at likviditetsmangel skal forsterke spredning av problemer i en enkelt institusjon. De informasjonsproblemene som er nevnt over, er imidlertid også til stede her.

En annen regelbasert strategi vil kunne være at sentralbanken gjør det klart at den i krisesituasjoner vil stille rikelig med likviditet - med en strafferente - til veie til illikvide, men solvente banker.⁷ En slik strategi vil i prinsippet redusere risikotakingen fra bankenes side og tilsynelatende sikre en kontrollert avvikling av dårlige enheter. I praksis kan det imidlertid by på problemer å skille ut de institusjonene som er illikvide, men solvente, når en krisesituasjon først har oppstått. Dessuten, hvis det var allment kjent og forstått at en institusjons problem begrenset seg til et spørsmål om likviditet, burde det som hovedregel være mulig for banken å få lån i markedet slik at sentralbankens inngrep ble unødvendig. Problemet med å identifisere illikvide, men solvente banker, er en viktig grunn til at de fleste land baserer seg på et system basert på konstruktiv ukklarhet.

Uavhengig av hvilket prinsipp man legger til grunn for krisehåndtering, er det fornuftig å ha et apparat som kan håndtere en krise og ta de nødvendige beslutninger når en krise oppstår.

3 Arbeidet med finansiell stabilitet i Norge

3.1 Bakgrunn

Arbeidet med finansiell stabilitet blir naturlig nok sterkt preget av erfaringene fra perioder med finansiell uro og tilfeller av finansielle kriser. I dette århundre har vi i Norge hatt to episoder som kan betegnes som betydelige bankproblemer: i 1920-årene og i 1987-92.⁸ Mens krisen i 1920-årene må sees i sammenheng med tilbakevendingen til den såkalte paripolitikken, var den siste krisen et resultat av uheldig valg av tidspunkt og sekvens for reformene i finansiell sektor, og dårlig risikostyring i bankene, sammen med manglende tilpasning av den øvrige økonomiske politikken. I begge tilfeller oppstod betydelige utlånstap. En viktig forskjell mellom de to episodene var at tapene var vesentlig større på 1920-tallet, men at bankene den gang hadde vesentlig mer kapital å møte krisen med. Sett i forhold til utlånstapene ble derfor de umiddelbare konsekvensene for statskassen (og Norges Bank) vesentlig mindre da enn ved krisen på begynnelsen av 1990-tallet.

⁷ Dette er den klassiske formuleringen av «lender of last resort»-funksjonen og stammer fra Bagehot, *W. Lombard Street*, London 1873.

⁸ For en beskrivelse av bankkrisen på 1920 tallet, se: Hermod Skånland, «Bankkrise og livet etterpå», *Penger og Kreditt 1990/4*, Norges Bank. Bankkrisen i perioden 1987-1992 er beskrevet i: *SNF-rapport 29/92 Bankkrisen i Norge*; *NOU 1992:30 Bankkrisen* (Munthe utvalget); *St.meld. nr. 39 (1993-94) Bankkrisen og utviklingen i den norske banknæringen* og i *Dokument nr. 17 (1997-98)* fra granskningskommisjonen som ble nedsatt av Stortinget for å gjennomgå ulike årsaksforhold knyttet til bankkrisen (Smith-utvalget).

Bankene møtte problemene på 1920-tallet med en kapitaldekning på hele 16 prosent, mens den i 1990 var kommet ned i 7 prosent for forretningsbankene og vel 9 prosent for sparebankene. En god del av kapitalen i 1990 var dessuten ansvarlig lånekapital, som egentlig ikke er en buffer mot tap, men bare kan brukes ved en avvikling av banken. Erfaringene fra bankkrisen i 1920-årene tilsa et høyt kapitalkrav, og det formelle kravet for forretningsbankene var på 10 prosent fra 1924.⁹ I praksis fikk imidlertid kapitalkravet mindre betydning i perioden som fulgte. Den økonomiske krisen på 1920- og 1930-tallet og deretter 2. verdenskrig førte til en gjennomregulering av den finansielle sektoren både i Norge og internasjonalt. Muligheten for å ta risiko ble redusert, og de makroøkonomiske rammebetingelsene var stabile. Begge forhold bidro til lavere tap i bankene.

I en lang periode etter andre verdenskrig var det norske bankvesen stort sett stabilt. Fra tid til annen oppstod det problemer i enkelte banker, men disse ble gjerne løst ved overtagelse fra andre banker og i noen tilfelle med likviditetsstøtte fra Norges Bank. Fram til midten av 1980-årene hadde Norges Bank en relativt varierende praksis for innvilgning av lån på spesielle vilkår (såkalte S-lån), og spesielle strukturelle (for eksempel banksammenslutninger) og konjunkturelle forhold kunne være begrunnelse for særskilt likviditetsstøtte. Helt til slutten av 1970-årene var norske banker underkastet en strengere kredittpolitisk regulering enn i de fleste andre industriland, selv om reguleringene kunne være omfattende også i andre land. Dette førte med seg en relativt skjermet konkurransesituasjon og en inntjening som sikret tilfredsstillende soliditet. Behovet for kapital syntes mindre enn tidligere, og kapitalkravet ble redusert til 8 prosent i 1961 og 6.5 prosent i 1972.¹⁰ I 1980-årene kom reguleringene i økende grad under press, og det ble iverksatt en rekke liberaliseringstiltak. Kredittreguleringene ble nedbygget, renten har siden 1987 vært markedsbestemt, og valutareguleringen ble helt opphevet i 1990.

Liberaliseringen av finansmarkedene, herunder liberalisering av internasjonale kapitalbevegelser, synliggjorde behovet for kapitalkrav og regulering av finansinstitusjonenes risikotaking. Med den økte internasjonale konkurransen var det også viktig å skape mer like rammebetingelser. Disse faktorene var bakgrunnen for Baselkomiteens arbeid med kapitalkravene. I Norge ble det videre på slutten av 1980-tallet blant annet innført nye eierbegrensningsregler og grense for store engasjementer.¹¹ Tilsynsarbeidet ble videre styrket gjennom opptrapping av Kredittilsynets virksomhet. Disse tiltakene kunne imidlertid ikke hindre bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet. Bankkrisen innebar en betydelig

⁹ Lov om aktiebanker av 4. april 1924.

¹⁰ Forretningsbankloven av 24. mai 1961 nr 2 med endringer ved lov av 23. juni 1972. I tillegg til det reduserte kapitalkravet innebar begge lovendringene endringer i beregningsgrunnlaget som ytterligere svekket soliditeten.

¹¹ Eierbegrensningsregelen innebærer at en enkelt eier ikke kan eie mellom 10 og 100 prosent av en finansinstitusjon. Banklovkommisjonen har foreslått en viss oppmyking av denne regelen, jf NOU 1998:14 Finansforetak m.v. - Utredning nr 4 fra Banklovkommisjonen. Grensen for størrelsen på enkeltengasjement innebærer at samlet engasjement med en enkelt kunde ikke i noe tilfelle må overstige et beløp lik 25 prosent av foretakets ansvarlige kapital.

strukturell endring i finansiell sektor, men selve reguleringene ble ikke vesentlig endret som følge av bankkrisen. Et unntak er innføringen av en ny innskytergarantiordning fra 1997.¹²

3.2 Myndighetenes ansvar

Myndighetenes arbeid og rollefordeling for å sikre et stabilt finansielt system har endret seg over tid i tråd med strukturelle endringer på finansmarkedene. Ikke minst har erfaringene med de to bankkrisene påvirket tilsynsfilosofi og forståelse av systemansvar.

Myndighetenes ansvar for den finansielle stabilitet ivaretas i dag i hovedsak av Kredittilsynet, Norges Bank og Finansdepartementet. Videre har bankenes sikringsfond en sentral plass i det norske sikringssystemet. Selv om både Finansdepartementet og Norges Bank har et helhetsansvar for at landet har en fungerende finansnæring, er det Finansdepartementet som har det overordnede ansvaret. Finansdepartementet gir for eksempel konsesjon til opprettelse av nye institusjoner. Ved kriser der både Kredittilsynet og Norges Bank er involvert, vil Finansdepartementet i tillegg til sitt overordnede ansvar ha en viktig rolle i koordineringen av de ulike aktørers virksomhet.

Kredittilsynet skal se hen til at de institusjoner det har tilsyn med, virker på en hensiktsmessig og betryggende måte. Kredittilsynets oppgaver i dette arbeidet er firedeelt:

- kontroll og overvåking
- forvaltning og utvikling/forbedring av lover, forskrifter og retningslinjer
- aktiv faglig rådgivning for overordnet myndighet, tilsynsenhetene og allmennheten
- sikre beredskap for krisehåndtering

Tilsynsloven gir ikke eksplisitt uttrykk for at Kredittilsynet er underlagt Finansdepartementet, men det følger likevel av loven at Finansdepartementet er overordnet Kredittilsynet.

Norges Bank har ansvaret for å bidra til stabile og effektive finansmarkeder og betalingssystemer. I en situasjon der en banks stilling er truet på en slik måte at det må fryktes å få konsekvenser for den generelle tillit i kredittmarkedet, vil Norges Bank treffe de nødvendige tiltak for å befeste tilliten til det finansielle system. Norges Bank har dermed også et helhetsansvar for at landet har en vel-fungerende finansnæring. I dette inngår rollen som tilfører av likviditet til bankene på spesielle vilkår. Det er således gjennom de såkalte S-lånene at Norges Bank utøver sin rolle som «lender of last resort». Dersom Norges Bank skal innvilge S-lån til en krisebank, vil det være en sak av særlig viktighet, som etter sentralbankloven vil bli forelagt Finansdepartementet. En forutsetning for S-lån

¹² Alle innskudd opp til 2 millioner kroner er garantert under denne ordningen, gjennom bankenes egne sikringsfond. Tidligere var innskytergarantien i praksis ubegrenset, og ingen innskytere tapte penger under bankkrisen tidlig på 1990-tallet.

vil vanligvis være at Norges Bank får sikkerhet for sitt lån, eller at krisebankens soliditet sikres gjennom egenkapitaltilførsel, for eksempel fra et sikringsfond.

I Norge har Forretningsbankenes sikringsfond og Sparebankenes sikringsfond en sentral rolle ved behandling av kriser i banker. Ved illikviditet eller insuffisiens (dvs. at verdien av dens eiendeler ikke lenger er tilstrekkelig til å dekke dens forpliktelser) i en bank skal Kredittilsynet varsle det aktuelle sikringsfond, som vurderer mulige støttetiltak. Dersom Kredittilsynet vurderer støttetiltakene som utilstrekkelige, vil Kredittilsynet varsle Finansdepartementet, som kan beslutte å sette banken under administrasjon. I denne prosessen vil også Norges Bank være involvert ut fra sitt helhetsansvar og sin «lender of last resort»-rolle.

Som følge av de norske bankproblemene i årene 1987-90 ble sikringsfondenes finansielle stilling kraftig svekket, og myndighetene opprettet derfor i mars 1991 Statens Banksikringsfond. Opprettelsen av Statens Banksikringsfond hadde til formål å understøtte soliditeten i det norske banksystemet i krisesituasjoner og å medvirke til at bankenes egne sikringsfond i slike situasjoner kunne sikre innskyternes interesser.

På tross av de betydelige problemer norsk banknæring gjennomgikk i bankkriseperioden, fungerte det samlede sikkerhetssystemet for bankene alt i alt bra. Innskytergarantiene kombinert med bankenes sikringsfond, Statens Banksikringsfond og myndighetenes øvrige tiltak førte til at man unngikk vesentlig innskuddsflukt fra problembanker, og tilliten til norsk bankvesen ble langt på vei opprettholdt nasjonalt og internasjonalt. Hovedinntrykket er videre at Kredittilsynet, Norges Bank og Finansdepartementet i kriseårene utviklet et effektivt samarbeid og relativt klar ansvarsfordeling.

Stortingets granskningskommisjon for bankkrisen («Smith-utvalget») reiser likevel spørsmål om ansvarsfordelingen er klar nok. Dette gjelder spesielt Kredittilsynets ansvarslinje i forhold til Finansdepartementet. Mens Kredittilsynet i første rekke har ansvar for tilsyn og oppfølging av enkeltinstitusjoner, hviler hovedansvaret for det samlede finanssystemet og for å forebygge senere bankkriser på Finansdepartementet og Norges Bank. Ifølge granskningskommisjonen er kompetanse- og ansvarsforholdene mellom Finansdepartementet og Norges Bank heller ikke tilstrekkelige klare. Dersom formålet er å forebygge fremtidige bankkriser, bør forholdet mellom disse to institusjonene etter granskningskommisjonens syn gjøres klarere enn det er etter dagens lovgivning.¹³

Norges Bank og Kredittilsynet har utviklet et nært samarbeid når det gjelder oppgaver og områder der begge institusjoner er engasjert. Formålet med samarbeidet har vært å utnytte spesialkompetansen i de to institusjonene og unngå unødig dobbeltarbeid samtidig som man ivaretar de to institusjonenes selvstendige roller og oppgaver. Som et ledd i dette avholdes det faste kvartalsmøter mellom ledelsen i Norges Bank og Kredittilsynet i tillegg til faste månedlige møter på fagavdelingsnivå. Generelt er oppfatningen hos begge institusjoner at samarbeidet fungerer godt, og er til stor nytte for begge institusjonene.

¹³ Smith-utvalgets innstilling er nærmere drøftet i B. Nyhagens bidrag i denne artikkel-samlingen.

3.3 Arbeidet med finansiell stabilitet i Norges Bank

Norges Banks oppgaver for å sikre den finansielle stabilitet og for å forhindre systemkrise kan i hovedsak deles i tre hovedområder:

- i) Sikker og stabil infrastruktur (betalingssystemer, regelverk, øvrige rammebetingelser)
- ii) Sikre og stabile finansinstitusjoner
- iii) Sikre og stabile finansmarkeder.

Med hensyn til sikker og stabil infrastruktur representerer Norges Banks ansvar for å fremme et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet en hovedoppgave. En svikt i infrastrukturen kan ha betydelige konsekvenser for stabiliteten i finansmarkedene og påføre samfunnet store kostnader. Norges Bank har derfor lagt stor vekt på å begrense systemrisikoen, slik at problemer i en finansinstitusjon eller i et delmarked ikke forplanter seg til de øvrige banker og finansmarkeder gjennom betalingssystemene. Norges Bank innførte i november 1997 et nytt system for oppgjør av bankenes mellomværende, der oppgjør skjer kontinuerlig gjennom dagen, mens oppjøret tidligere skjedde ved dagens slutt. Når oppgjørssystemet er ferdig utviklet, vil store interbanktransaksjoner bli foretatt enkeltvis og fortløpende (bruttooppgjør), mens oppgjør på basis av avregning mellom bankene (nettoppgjør) vil bli gjennomført oftere enn tidligere.¹⁴

Mens Norges Bank har et direkte og overordnet ansvar på betalingssystemområdet, har sentralbanken på regelverksområdet og for rammebetingelsene for øvrig i første rekke en rådgivningsfunksjon overfor Kredittilsynet og Finansdepartementet. Norges Banks uttalelser på disse områdene vil i særlig grad ta utgangspunkt i spørsmål av betydning for den finansielle stabilitet, som tapsavsetningsregler, kapitaldekningsforskrifter, regnskapsregler, m.v.

Når det gjelder arbeidet med å bidra til sikre og stabile finansinstitusjoner og finansmarkeder, har Kredittilsynet et særansvar for tilsyn og oppfølging av enkeltinstitusjoners drift og soliditet, men Norges Banks helhetsansvar for den finansielle stabilitet tilsier at sentralbanken har en overvåkingsfunksjon for finansmarkedet som helhet og de største finansinstitusjonene. I den sammenheng utarbeider Norges Bank bl.a. regelmessige analyser av finansinstitusjonenes stilling, og det er utviklet et indikatorsett for tidlig varsling av bankproblemer på basis av data for inntjening, likviditet, soliditet, m.v. Siden 1995 har Norges Bank dessuten utarbeidet rapporter som gir en sammenfattende fremstilling av situasjonen i finansiell sektor og utsiktene fremover. Arbeidet omfatter både analyser av utviklingen i finansinstitusjonene, i første rekke bankene, og av sammenhengen mellom makroøkonomiske utviklingstrekk og utviklingen i finansiell sektor. Det er utviklet et analyseopplegg for å overvåke den finansielle stillingen til husholdninger og foretak. Disse rapportene er til internt bruk, men de gjøres også tilgjengelige for Finansdepartementet og Kredittilsynet. Siden 1997 har

¹⁴ Se Elisabeth Holvik og Dag-Inge Flatraaker, «Norges Banks nye oppgjørssystem», *Penger og Kreditt 1997/3*, for en nærmere beskrivelse.

utdrag fra disse analysene vært publisert i Penger og Kreditt nr. 2 og nr. 4 under tittelen *Finansielt utsyn*.

Et sentralt siktemål med arbeidet for disse halvårsrapportene er å kartlegge hvordan forventede makroøkonomiske utviklingstrekk vil påvirke husholdningenes og foretakenes gjeldsbetjeningsevne, og i neste omgang tapene i finansiell sektor. Norges Banks økonometriske kvartalsmodell, RIMINI, er i økende grad utviklet til å behandle også slike problemstillinger. I analysene av finansiell utsatthet inngår en rekke finansielle indikatorer, og ved hjelp av modellen søker en å danne seg et bilde av mulige endringer i husholdningenes og foretakenes finansielle stilling ved endringer i sentrale variable, som for eksempel rentenivå. For analyse av foretakssektoren bruker Norges Bank også en omfattende analysemodell for risikoklassifisering (SEBRA), som baserer seg på årsregnskap for det enkelte foretak.¹⁵ I dette arbeidet har Norges Bank et nært samarbeid med Kredittilsynet, som også utarbeider faste makroøkonomiske oversikter med sikte på overvåking av finansiell stabilitet. I forhold til andre sentralbanker har Norges Bank kommet langt i å inkorporere arbeidet med finansiell stabilitet i sentralbankens generelle makroøkonomiske analysearbeid. Ambisjonen er at Norges Bank på dette området skal holde seg i front internasjonalt, og det legges i den sammenheng vekt på samarbeid med andre sentralbanker, ikke minst med Sveriges Riksbank og Bank of England.

4 Forventede utviklingstendenser i det finansielle system og mulige konsekvenser for sentralbankens fremtidige rolle

Alt tyder på at senere års utviklingstendenser på det finansielle området vil forsterke seg i årene fremover. Særlig vil den raske utviklingen på informasjonsteknologiområdet bidra til raskere og sikrere betalingssystemer og fortsatte innovasjoner med hensyn til produkter og handelsteknikker på finansmarkedet. Et forventet skifte fra «pay-as-you-go» til fonderte pensjonssystemer i mange land, vil kunne svekke bankenes stilling og forsterke veksten i verdipapirmarkedene. En nødvendig styrking av offentlige finanser i mange land vil også ha viktige implikasjoner for utviklingen i finansiell sektor. Globaliseringstendensene vil trolig forsterkes, og konkurransen i finansmarkedet vil fortsette å øke, ikke minst i Europa, der innføringen av euro vil gjøre det enklere for kunder å sammenligne finansielle tjenestetilbud fra ulike land.

For myndighetene blir utfordringen fremover å utforme en infrastruktur og rammebetingelser som gir grunnlag for solide finansinstitusjoner uten at man dermed hemmer mulighetene for videreutvikling og effektivisering. I et slikt utviklingsbilde vil både Kredittilsynet og Norges Bank fortsatt ha sentrale opp-

¹⁵ SEBRA var opprinnelig utviklet for å overvåke og analysere låneporteføljer og enkelt-selskapers finansielle stilling, men den har også vist seg velegnet til en mer generell belysning av finansiell utsatthet i foretakssektoren. I risikoklassifiseringen brukes i hovedsak tre nøkkeltall: selvfinsiering i prosent av langsiktig gjeld, egenkapital i prosent av total kapital og likviditet (betalingssmidler minus kortsiktig gjeld).

gaver. For Norges Bank vil en utvikling mot mer fleksible rammebetingelser og mindre klare skillelinjer mellom aktørene i finansmarkedet sette store krav til overvåkingen av den finansielle stabilitet og av mulige systemproblemer. For å fylle denne rollen kan mye tale for at Norges Bank, som fremholdt av granskingskommisjonen, bør få et klarere ansvar på dette området, i første rekke i forhold til Finansdepartementet, men også i noen grad i forhold til Kredittilsynet. Selv om myndighetsorganenes roller på dette området varierer til dels betydelig fra land til land, er en slik klargjøring i ferd med å finne sted i flere land det kan være naturlig å sammenligne oss med.

Oppgjørssystemer i et internasjonalt perspektiv

Gunnvald Grønvik og Eline Vedel¹

Sentralbanken er bankenes bank og har dermed en viktig oppgave som oppgjørspartner, det vil si som formidler av betalinger mellom banker i sentralbankpenger som er det befriende betalingsmiddelet. Banker har foliokonto i sentralbanken som blant annet brukes ved oppgjør dem imellom og i pengepolitiske operasjoner.

Sentralbankens oppgjørssystem er som andre betalingssystemer i stadig utvikling, og i pakt med muligheter og behov har de fleste land endret oppgjørssystemene de siste årene. Da har en i praksis måttet avveie ulike hensyn til risiko og effektivitet. Basert på erfaringer fra samarbeidet mellom sentralbanker i BIS trekkes det fram viktige forhold ved systemer for oppgjør, og viktige aspekter ved oppgjørssystemet i Norges Bank forklares.

Innledning

Sentralbanken utsteder det befriende betalingsmiddelet – sentralbankpenger, som finnes i to former: Som innestående på konti i sentralbanken og som sedler eller mynt. Sentralbanken tilbyr bankene konti, og får dermed en viktig oppgave som oppgjørspartner. Bankenes innskudd og kreditter i sentralbanken er en vesentlig del av bankvesenets arbeidskasse og brukes blant annet ved interbankoppgjør, det vil si oppgjør av betalinger mellom bankene. Kontiene i sentralbanken brukes også i de pengepolitiske operasjonene og ved betalinger til eller fra staten, som har sentralbanken som sin hovedbank.

Vanligvis forutsettes det i lærebøker at betalinger skjer kostnadsfritt. Selv om det i mange sammenhenger er en god og nyttig forenkling, kan verken sentralbanker eller bankene se betalingssystemene som noe som eksisterer uforanderlig eller kostnadsfritt. Tvert imot, i pakt med muligheter og behov vil betalingssystemene endres. En særlig viktig del av betalingssystemet er oppgjørssystemene, og de siste tiårene har så godt som alle land gjennomført store ombygginger av systemene for oppgjør mellom banker.

Ved disse omleggingene er det særlig to hensyn som ofte har stått i hvert fall delvis mot hverandre: sikkerhet og effektivitet. Temaet her er oppgjørssystemer, og spesielt avveilingen mellom effektivitet og sikkerhet slik det forstås internasjonalt og slik systemene er formet ut i Norge. Med oppgjørssystemer tenkes det ikke bare på oppgjør og oppgjørsrutiner i sentralbanken, men også juridiske

¹ Gunnvald Grønvik er fagdirektør og Eline Vedel er assisterende direktør i Avdeling for finansielle instrumenter og betalingssystemer. Forfatterne takker for nyttige innspill og kommentarer fra andre ansatte i avdelinga og Norges Bank for øvrig.

rammebetingelser og avtalene om kommunikasjon om transaksjoner m.v. mellom sentralbanken og bankene.

Når vi på denne måten skal prøve å gi innsikt i elementer av hva det vil si å være bankenes bank, vil vi også peke på noen viktige økonomiske mekanismer som det må tas hensyn til når denne funksjonen skal utøves. Et utgangspunkt vil være arbeid som sentralbanker verden over har vært involvert i hver for seg, men med sideblikk til hverandre. Spesielt har mye viktig arbeid foregått i regi av sentralbankenes sentralbank – Den internasjonale oppgjørssbanken (BIS) – som ligger i Basel i Sveits.² I Norges Bank ble risikospørsmål ved avregning og oppgjør og utvikling av et nytt oppgjørssystem definert som et hovedinnsatsområde tidlig på 1990-tallet, jf Norges Bank (1993)³ og Storvik (1996).

Oppgjør og oppgjørssystemer

Hva er oppgjør

Et oppgjør mellom to banker gjøres ved at den betalende banks konto i oppgjørssbanken debiteres like mye som den mottakende banks konto krediteres. Oppgjørssbanken passer på at det er dekning for betalingen før transaksjonen tas til oppgjør. Rutiner og systemer for utveksling av, kontroll med og oppgjør av transaksjoner kalles oppgjørssystemet. Når oppgjørssbanken tar en transaksjon til oppgjør, erstattes fordringsforholdet bankene imellom av et forhold mellom hver av bankene og oppgjørssbanken. Dette er å foretrekke for mottakerbanken. Mottakerbanken har etter en vurdering bl.a. av kredittrisiko valgt oppgjørssbank, og en kjent motpart er å foretrekke framfor den i prinsippet ukjente debitorbanken. Siden sentralbanken er den endelige utsteder av betalingsmidler, kan ingen være mer solid enn sentralbanken. Oppgjør i sentralbanker er derfor av spesiell interesse – ikke minst for store banker som oftest har sentralbanken som sin oppgjørssbank.⁴

Som nevnt har det stadig skjedd forandringer i betalings- og oppgjørssystemers utforming både i bankene og i sentralbanken. Økonomi og teknologi forandrer seg kontinuerlig, og elementer i bankenes oppgjørssystem forandrer seg med behov og muligheter. Både i bankene og i sentralbanken føres i dag konti i edb-systemer. I Norges Bank er det gjort fra begynnelsen av 1970-tallet, det var tidlig i edb-alderen og hullkort ble brukt. Det har skjedd svært omfattende tekno-

² De viktigste BIS-rapportene om oppgjør er Lamfalussy-rapporten (BIS (1990)) som dreier seg om sikkerhet i nettingsystemer, DVP-rapporten (BIS (1992)) som dreier seg om sikkerhet for levering mot betaling i verdipapiroppgjør og RTGS-rapporten (BIS (1997)) som bl.a. dreier seg om ulike oppgjørssystemer i sann tid.

³ Rapporten referert til som Norges Bank (1993) ble oversendt Finansdepartementet 29.11.93.

⁴ Praksis varierer sterkt mellom ulike land. Det er bare 16 store «pengesenterbanker» som har oppgjør i Bank of England, mens alle tyske banker har oppgjør i Bundesbank. I Norge har om lag førti banker Norges Bank som oppgjørssbank. Svært mange sparebanker har oppgjør gjennom Sparebanken NOR og Sparebank 1 Midt-Norge (Den norske oppgjørsspyramiden er illustrert i Grønvik og Veggum (1999)).

logiske nyvinninger i verden siden den gangen. Det har endret både hvordan sentralbanker mottar, kontrollerer og gjør opp transaksjoner fra bankene. I Norges Bank gikk utviklingen fra hullkort via sentralisert og seinere desentralisert elektronisk registrering. Da ble alle døgnetts konteringer gjennomført under ett i en satsvis kjøring ved slutten av dagen. Etter det var det en periode med løpende registrering over datasamband, og en kunne da på ethvert tidspunkt se summen av åpningssaldo og betalinger registrert så langt, men oppgjør var ved slutten av dagen. Kontinuerlig oppgjør gjennom dagen ble innført i november 1997.

Hvorfor er oppgjør viktig?

Det er flere grunner til at bankene trenger å kunne gjøre opp seg imellom. *For det første* vil det ofte kreve kreditering av kundekonto i en annen bank å utføre en betaling for en kunde. Mottakerens bank vil dermed få en fordring på betalers bank. *For det andre* vil betalinger til og fra utlandet ofte bli kanalisert via noen få store banker. De får dermed fordringer på og forpliktelser i forhold til de mindre bankene som sender eller mottar betalingene. *For det tredje* vil små banker med kunder som trenger mer sofistikerte finansielle tjenester enn den kan tilby selv, ofte bruke større banker som leverandører. Det gjelder ved kjøp eller salg av verdipapirer, ved valutahandel og ved andre typer transaksjoner. Og *for det fjerde* vil bankene i sin egen kapitalforvaltning fordele tilgjengelig likviditet seg imellom gjennom såkalte likviditetsforretninger.

Det omsettes daglig store beløp via og mellom banker. Omsetningen i Norge ble anslått til 100-200 milliarder kroner per dag ved en kartlegging i 1995. Som det vil bli vist noe seinere, stammer det aller meste av omsetningen fra transaksjoner i finansmarkedene. Tabellen under inneholder noen indikatorer for utviklingen i ulike grupper transaksjoner som viser at det er liten grunn til å anta at beløpet er falt.

Tabell 1. Indikatorer på vekst i betalinger og omsetning i Norge. 1998 = 100

	1989	1992	1995	1998
Kronedelen av valutaomsetningen ⁽¹⁾	44,6	57,1	58,5	100
Aksjeomsetning på Oslo Børs ⁽²⁾	22,6	16,7	40,9	100
Obligasjonsomsetningen på Oslo Børs ⁽²⁾	--	49,6	54,9	100
Sertifikatomsetningen på Oslo Børs ⁽²⁾	--	58,5	58,8	100
Massebetalinger ⁽³⁾	22,6	37,7	49,2	100

(1) Kilde: BIS-undersøkelsene, jf Jacobsen (1998).

(2) Kilde: Oslo Børs. Tallene for 1998 gjelder perioden fra 01.12.97 til 30.11.98.

(3) Kilde: Norges Bank (1998). Siste år gjelder 1997.

Tabell 1 indikerer at det har vært fra en drøy fordobling til femdobling av omsetningen gjennom det siste tiåret. Indikatorene har med alle massebetalinger (betalinger basert på vanlige betalingsmeldinger som brevgiro, kjøpsterminaler, bedriftsterminaler m.v.), men spesifiserer bare noen av de store betalingene. Kronedelen av valutaomsetningen gjøres opp i Norge og er med. For det korte

pengemarkedet i norske kroner inngår såkalte repoforretninger i obligasjons- og sertifikatomsetningen, men det mangler indikatorer for andre deler av det korte innenlandske pengemarkedet. Sentralbankens pengepolitiske operasjoner er heller ikke med. Det er imidlertid ikke grunn til å tro at en mer komplett statistikk ville gitt et annet bilde av utviklingen enn det som er vist.

Kreftene som driver utviklinga av oppgjørssystemene framover, er felles for alle land. Veksten i de store betalingene er også et internasjonalt trekk, for eksempel viser de internasjonale BIS-undersøkelsene at valutaomsetningen har vokst noe sterkere i de store pengesentrene og i andre nordiske land enn i Norge. Veksten i betalingene bidrar til å forklare hvorfor interessen for de oppgjørfaglige spørsmålene er økt kraftig.

Sentralbanker har mye å lære av å samarbeide med hverandre om de kravene som skal stilles til oppgjørssystemer. Arbeidet i BIS viser at sentralbankers svar på utfordringene i de fleste land har vært å utvikle systemer som tillater bruttooppgjør gjennom dagen. Det har imidlertid blitt ulik utforming av disse oppgjørssystemene bl.a. som følge av ulike legale og historiske forutsetninger.

Brutto- og nettooppgjør

Et viktig skille mellom oppgjørssystemer går på i hvilken grad de er basert på brutto- eller nettooppgjør.

- *Bruttooppgjør* innebærer at transaksjonene gjøres opp for seg etter hvert som forpliktelsene oppstår. Slikt oppgjør går oftest sammen med at oppgjørsbanken har et system som tillater oppgjør i tilnærmet sann tid. Det betyr at når bank A melder til oppgjørsbanken at det skal betales et beløp til bank B, vil beløpet bli overført gjennom en samtidig debitering av kontoen til bank A og en kreditering av kontoen til bank B. Det vil bli gjort med endelig virkning så fort det er dekning på kontoen til bank A i oppgjørsbanken. Utsettelse av oppgjør forekommer da bare når banken som skal gjøre opp, ikke har tilstrekkelig dekning på det aktuelle tidspunkt.
- *Nettoppgjør* er oppgjør som utføres på bakgrunn av en avregning av transaksjoner mellom bankene. Det innebærer at ingen conti i oppgjørsbanken endres bare på grunn av en enkelt betalingsmelding, men at det regnes ut en nettoendring for hver enkelt bank som er med i nettoppgjøret, basert på mange innmeldte transaksjoner. Oppgjør kan enten skje når transaksjonene som er meldt inn siden siste oppgjør, har nådd en viss verdi eller et visst antall, eller på tidspunkt avtalt på forhånd. Det forutsetter en oppsamling av transaksjoner og innebærer derfor alltid utsettelse av alle andre transaksjoner enn den siste som blir meldt inn i avregningen. Ved avregning blir forpliktelsene nettet slik at resultatet blir et samlet fordringsforhold mellom de som deltar i nettingen. Nettoppgjør innebærer en avvikling av fordringene som inngår i motregningen, og avregningen kan enten være bilateral (mellom to banker) eller multilateral (mellom tre eller flere banker).

I Norge har vi i dag en omfattende grad av netting, og omsetningen gjennom Norges Banks oppgjørssystem (NBO) er derfor vesentlig mindre enn omsetningen i betalingssystemet samlet sett. Tabell 2 illustrerer dette.

Tabell 2. Bakenforliggende betalinger og omsetning i NBO⁽¹⁾. Milliarder kroner per dag

	Bakenforliggende betalinger ⁽²⁾	Omsetning i NBO
Store transaksjoner i forbindelse med valuta- og likviditetsforretninger	Ca. 120	37,5
Handel med verdipapirer og derivater	Ca. 16	5,4
Massebetalinger	Ca. 20	4,7
<i>Sum interbankoppgjør</i>	<i>Ca. 156</i>	<i>47,6</i>
Transaksjoner relatert til statens konsernkonto og Norges Bank	-- ⁽³⁾	10,7
Transaksjoner vedrørende seddel og mynt	-- ⁽³⁾	0,9
<i>Total</i>	<i>--⁽³⁾</i>	<i>59,2</i>

(1) Gjennomsnittlig bruttoomsetning mellom bankene og gjennom NBO per dag i perioden jan. - okt. 1998.

(2) Anslagene basert på informasjon fra avregningsentralene.

(3) Anslag ikke tilgjengelig.

Det er grunn til å tro at beløpene gjennom NBO vil endre seg betydelig i årene framover. Våren 1999 blir det teknisk mulig for de 20-25 største bankene i Norge å sende transaksjoner elektronisk direkte inn i NBO, og samtidig vil det bli satt ei grense for hvor store transaksjoner som kan tas med i avregningene som sendes til nettooppgjør i Norges Bank. Det vil trolig føre til en fordobling av omsetningen i NBO basert på samme nivå for de bakenforliggende betalingene mellom bankene. På noen års sikt er det sannsynlig at noe liknende vil skje for betalinger av handler med verdipapir, der det i tillegg til dagens nettooppgjør trolig også vil komme bruttooppgjør. I løpet av noen år vil trolig også en internasjonal oppgjørsbank⁵ være i drift med norske kroner som en av ti-femten oppgjørsvalutaer. Det planlagte systemet vil i forhold til de nasjonale oppgjørssystemene ha effekt som en avregning eller netting, slik at omsetningen i NBO vil bli redusert alt annet likt.

Effektivitet og sikkerhet i oppgjørssystemer

De grunnleggende hensyn ved utforming av betalingssystemer er *effektivitet og sikkerhet*. Det er et stadig krav til økt effektivitet, samtidig som betalingssystemet er helt grunnleggende i pengeøkonomien, og sikkerhet er avgjørende for systemer der økonomiens aktører både flytter de daglige inntekter og utgifter, og oppbevarer store deler av og potensielt flytter hele formuen. Vi skal derfor presentere noen grunnleggende poenger om effektivitet og sikkerhet. I tillegg er en del sentrale elementer i oppgjørssystemer forklart i en egen ramme.

⁵ Mellom 50 og 100 av verdens store banker for valutahandel, blant dem DnB, har etablert en bank for oppgjør av valutahandel, CLS («Continuous Linked Settlement»). Når denne oppgjørsbanken kommer i drift, vil den sikre at begge banker som er med i en valutahandel vil levere – og dermed også motta - valuta i samme øyeblikk.

Elementer i oppgjørssystemer

En del hovedaspekter ved oppgjørssystemer er presentert i teksten. I denne rammen presenteres noen andre forhold av betydning for sentralbankers vurdering av aktuelle spørsmål.

Informasjon og oppgjør

For alle betalinger er det to elementer i pengeoverføringene. Det er: (1) informasjon om betalingen, og (2) oppgjøret av den.

Opgjør er den faktiske overføring mellom bankene og frigjør betalerens bank for forpliktelsen i forhold til mottakeren av penger idet mottakerens bank overtar forpliktelsen. Oppgjør som er *ugjenkallelig og ubetinget*, kalles *endelig*. I det store flertall systemer for bruttooppgjør i sann tid skjer oppgjøret i sentralbankpenger. Definisjonen av endelig kan variere mellom land, men det er vanlig å forstå oppgjøret som endelig når det har skjedd *med endelig virkning i sentralbankens oppgjørssystem*. Det er fordi det ikke er knyttet noen risiko til sentralbankpenger ettersom det er det som er *ekte penger*.

I prinsippet er alle moderne overføringssystemer for store betalinger kreditoverføringssystemer. Det vil si at både informasjon og oppgjørsinstruks initieres av avsender. Når oppgjørssystemet prosesserer informasjonen, inngår oftest automatiserte rutiner for identifikasjon, avstemming og bekrefting av betalingsmeldinger.

Viktige forskjeller mellom oppgjørssystemene gjelder vegen informasjonen tar fra avsender til mottaker, og hvor på vegen oppgjørsbanken ligger. Dette kan visualiseres gjennom bruk av store bokstaver, der avsender, mottaker og oppgjørsbank representeres av ytterpunktene på bokstavene og strekene er vegen informasjonen går. For eksempel betegner V et system der betalers bank (øverst til venstre i V-en) sender betalingsordre direkte til oppgjørsbanken (nederst i V-en), som når oppgjør har skjedd, sender ordren videre til mottakers bank (øverst til høyre). De aktuelle alternativene er:

V (forklart ovenfor)

Y Betalers bank (øverst til venstre) sender betalingsordre til datasentral (sentrum av Y-en), som først sender oppgjørordre til oppgjørsbank (nederst) og deretter, når oppgjørsbanken har bekreftet at oppgjøret har skjedd, sender betalingsordren videre til mottakers bank (øverst til høyre).

T Betalers bank (øverst til venstre) sender betalingsordren i sin helhet til mottakers bank (øverst til høyre), med kopi til datasentral eller oppgjørsbank (nederst), som sender bekreftelse til mottakers bank når oppgjør har skjedd.

L Betalers bank (nederst til venstre) sender først oppgjørsordre til oppgjørsbank (øverst) og dernest, når oppgjørsbank har bekreftet at oppgjør har skjedd, betalingsordre til mottakers bank (nederst til høyre).

(forts. neste side)

Bruttooppgjør i sann tid m.v.

Ved bruttooppgjør er et viktig skille mellom systemer om de gir endelig oppgjør gjennom dagen i sann tid eller på atskilte tidspunkt gjennom dagen. Det sentrale begrepet er *bruttooppgjør i sann tid* også kalt RTGS («Real Time Gross Settlement»). Karakteristisk for et oppgjørssystem som tillater bruttooppgjør i sann tid er at når informasjonen er sendt inn i systemet, vil systemet umiddelbart undersøke om det er dekning, og om det er det, vil oppgjøret bli gjennomført umiddelbart og informasjonen sendt videre til mottaker.

Ved bruttooppgjør som ikke skjer i sann tid og ved nettooppgjør, trenger ikke informasjonen om betalingene håndteres på samme måte som oppgjøret av dem. Derfor kan det oppstå forskjeller i tid mellom informasjon og oppgjør, noe som er en kilde til risiko i slike systemer.

Lokal og sentral kø

Utforming av systemer med bruttooppgjør i sann tid varierer sterkt. Et viktig skille gjelder hvordan transaksjoner det ikke er dekning for, håndteres. Oppgjørsbanken kan returnere dem til avsender slik at de må sendes om igjen når det er dekning. Det kan kalles avvisning, men her blir det kalt *lokal kø* hos avsender. Transaksjoner det ikke er dekning for, kan alternativt legges i kø i oppgjørssystemet, og det kan kalles *sentral kø*. Ved en sentral kø må det finnes regler for hvordan den skal håndteres. Det er vanlig at betalingene gjøres i den rekkefølgen de er meldt inn til oppgjør. Det er ikke uvanlig med lokal administrasjon av en sentral kø, og det kan innebære at banken som har sendt en betaling til oppgjør, kan kansellere den eller omprioritere rekkefølgen betalingene skal gjøres i.

Intradag likviditet

Ved bruttooppgjør i sann tid kan det være mangel på tilgjengelig likviditet gjennom dagen. Det vil føre til at det blir køer av transaksjoner som ikke tas til oppgjør. Bruttooppgjør i sentralbanken forutsetter en tilstrekkelig tilgang på sentralbankpenger gjennom dagen. Dersom banksystemet som helhet ikke har tilstrekkelig likviditet til at systemet kan fungere uten større forsinkelser, må tilgangen på sentralbankpenger økes. En hyppig brukt måte å redusere køer på er et system med kreditt i sentralbanken som kan brukes til å ta betalinger til oppgjør.

Sentralbanken må dermed bestemme om oppgjør bare skal skje når bankene har tilstrekkelig innskudd i sentralbanken, eller om den skal tilby såkalt *intradag likviditet*. Det innebærer at sentralbanken låner penger til bankene i løpet av dagen. Dersom lånet ikke tilbakebetales før oppgjørssystemet stenger om kvelden, blir det avløst av et lån over natten. Om sentralbanken gir intradag kreditt, må det fastsettes hvilke vilkår den skal knytte til slik tilførsel av midler. Det er et vanlig vilkår både for lån gjennom dagen (intradag lån) og for lån over natten (interdag lån) å kreve at det er pant i form av verdipapirer, som for eksempel statsobligasjoner. For de private bankene vil systemet for intradag kreditt ha konsekvenser i form av direkte eller indirekte kostnader. Systemene gir ulike behov for å holde lavforrentede innskudd i sentralbanken eller ulik binding av verdipapirer.

Effektivitet

Operasjonell effektivitet er sjølsagt viktig i oppgjørssystemer. Det er en fordel med få manuelle operasjoner, og det er lettere å få til hel- og halvautomatisering når virksomheten drives i stor skala. Effektivisering gjennom automatisering er viktig, og det må både sikres at rutinene ved automatisering har betryggende sikkerhet og at en har tilstrekkelige nødprosedyrer. Ønsket om så billig drift som mulig og stadige muligheter for effektivisering gjennom ny kommunikasjons- og informasjonsteknologi, fører til at oppgjørssystemene stadig utvikles.

Bestrebelsene på å effektivisere systemene fører også til et ønske om å binde minst mulig likviditet. Det er åpenbart viktig ut fra selve grunnideen ved bankdrift, som er at banker samler opp sparemidler som plasseres til forrentning. Jo bedre forrentning som oppnås ved plassering av midlene, jo bedre innskuddsrente til innskyterne og avkastning til eierne kan banken betale. Midler banken må ha for å gjennomføre sine oppgjør med andre banker, kan ikke fritt plasseres til høyest mulig forrentning. De bidrar dermed ikke fullt ut til inntekter som banken kan fordele mellom sparerne og bankeierne. Bankene vil derfor søke å binde et minimum av likviditet til oppgjør.

Bruttooppgjør i sann tid krever mer likviditet enn systemer der transaksjoner nettes før de tas til oppgjør. Bruk av et minimum av likviditet er et viktig kjenne-tegn på effektivitet, og i land med konkurrerende oppgjørssystemer kan banker komme til å velge effektivitet i det daglige på bekostning av sikkerhet også om systemene skulle utsettes for ekstreme sjokk. Det gjelder spesielt dersom de antar at sentralbanken vil se til at oppgjørssystemet ikke stopper opp. Det er derfor meget viktig å få til ordninger som kan sikre at likviditeten brukes effektivt. Det gjøres på ulike måter: gjennom likviditetstilgang, ordninger for håndtering av transaksjoner i kø og avtaler mellom bankene om transaksjonsutveksling.

Internasjonalt er den viktigste formen for likviditetstilgang ordninger med lån gjennom dagen. Oftest har slike lån ikke andre kostnader enn at det stilles sikkerhet for dem. Sikkerheten innebærer at den som stiller likviditeten til disposisjon (vanligvis sentralbanken) ikke har motpartsrisiko, men om lånet ikke betales tilbake slik at sikkerheten må overtas, har den som yter likviditeten en markedsrisiko. Det er jo ikke sikkert at sikkerheten som er stilt kan realiseres til full verdi. Det er derfor vanlig å ha former for avkorting i verdien som godkjennes som sikkerhet. Om banken som har lånt likviditet sørger for tilbakebetaling før dagen er omme, betales ikke rente for lånet. Sikkerheten stilles ofte i form av statsobligasjoner, og den som stiller sikkerheten beholder renteinntektene. Kostnaden ved å stille sikkerheten er dermed lik inntekten tapt ved en alternativ anvendelse.

I rammen foran er det forklart hva som menes med lokal kø og sentral kø. I tillegg til at en sentral kø er mindre ressurskrevende ved at transaksjoner ikke må sendes på nytt, gir en sentral kø muligheter til å forbedre bruken av likviditet og løse opp situasjoner som er gått i vranglås. Løsningen som er valgt i det norske oppgjørssystemet NBO, er spesiell, og sørger for at likviditet brukes mer effektivt enn i mange andre systemer. I den sentrale køen vil hver bank både kunne ha transaksjoner som ikke går til oppgjør fordi banken sjøl mangler likviditet, og

Tabell 3. Eksempel på en vranglås

	Bank A	Bank B	Bank C
Inngående saldo	50	10	25
Transaksjon fra A til B	-100	100	
Transaksjon fra B til C		-50	50
Transaksjon fra C til A	70		-70
Utgående saldo	20	60	5

transaksjoner banken vil være mottaker av og som ligger i kø på grunn av at en annen avsender mangler likviditet. Det er vist i tabell 3.

Tre banker A, B og C har hver sin inngående saldo. Alle tre har meldt inn til oppgjørskontoret ønske om en utgående transaksjon som er større enn innestående saldo. Ingen av transaksjonene vil bli tatt til oppgjør dersom de sees isolert. Men dersom alle tre transaksjoner tas til oppgjør samtidig, vil alle bankene ende opp med en positiv saldo i oppgjørskontoret.

I NBO er det bygd inn en funksjon som automatisk undersøker om det finnes slike samlinger av transaksjoner som kan tas til oppgjør. Et ubestemt antall transaksjoner kan tas under ett. Den eneste begrensningen er at dersom det ligger flere utgående transaksjoner fra en bank, vil de bli gjort opp i den tidsrekkefølge de er lagt inn i systemet.⁶ Denne funksjonen for å løse opp vranglåser gir en nettingeffekt som innebærer at transaksjoner kan gå gjennom systemet med mindre bruk av likviditet.

Siden oppgjør og styring av likviditet pågår gjennom hele dagen, er kravet til informasjon i sann tid økt. Det er derfor viktig at oppgjør ikke foregår i en «svart boks» - usynlig og upåvirkelig fra bankene. Det unngås gjennom informasjonssystemer etablert som deler av eller i tilknytning til oppgjørssystemene. I slike systemer kan autoriserte ansatte i bankene hente informasjon om egen banks posisjon og hendelser i systemet (når ble bestemte transaksjoner gjort opp, hvilken kø har jeg i dette øyeblikk, med videre) i sann tid.

Sikkerhet

For sentralbanker er det sentrale poenget å sikre at systemene for oppgjør er slik at problemer i en institusjon ikke spres seg til andre institusjoner eller til hele det finansielle systemet. Vi skal her forklare hvordan ulike systemer kan bidra til å redusere sikkerhetsproblemene i oppgjørssystemer. Det finnes gode argumenter for at RTGS-systemer har best evne til å forhindre spredning av problemer.

I betalingssystemene snakker en ofte om to hovedtyper av risiko som kan utløse mer omfattende problemer. Det er kreditt- og likviditetsrisiko, og når en bruker

⁶ I Norge er det lokal administrasjon av den sentrale køen slik at den som sender inn en transaksjon, kan snu om på rekkefølgen i sine utgående transaksjoner fram til de er gått til oppgjør. Den norske måten å løse opp vranglåser på brukes på den til enhver tid eksisterende køen.

betegnelsen oppgjørssisiko, som er risikoen for at oppgjør ikke finner sted, kan begge elementer inngå. To ulike kilder til risiki er oppgjørstid og leveringstid.

Oppgjørstid er tidsforløpet fra en betalingsinstruks er sendt til betaling er gjennomført. Oppgjørstid kan gi kredittisiko dersom *informasjon om betalingen går forut* for oppgjøret av den, fordi mange banker da vil godskrive mottakende kunde før oppgjør er skjedd. Dette kan også gi likviditetsrisiko fordi banken er usikker på hva den vil motta.

Leveringstid oppstår når betalingen gjelder handel med verdipapir eller valuta, og er tidsforløpet fra instruks om betaling er ugjenkallelig og forpliktende til verdipapir eller valuta er ugjenkallelig mottatt. At oppgjør og levering ikke skjer samtidig er en særlig viktig kilde til risiko i verdipapir- og valutaoppgjør.

Sentralbanker har et overordnet ansvar for at betalingssystemene fungerer. Betalingssystemer er nettverk, og det ligger i nettverks natur at de kan spre sjokk fra en enkeltinstitusjon til andre. Det gjelder uansett om utgangspunktet for problemene var kreditt- eller likviditetsrisiko. Med sitt oversiktsansvar er derfor sentralbanker særlig opptatt av systemrisiko, det vil si risikoen for at problemer i en institusjon skal utløse alvorlige problemer for andre institusjoner og eventuelt for hele det finansielle systemet. Det følger at interessen er størst for oppgjør av store betalinger, som åpenbart innebærer større systemrisiko.

Ulike faktorer kan gi opphav til systemiske problemer. Det kan være:

- *Teknisk svikt* hos en deltaker i oppgjørssystemet, i systemet for pantsettelse eller i datautvekslingen mellom systemene som inngår. Den økte automatiseringen reduserer faren for slike svikt, men når svikt oppstår kan virkningene bli mer omfattende, og ulike typer beredskapsløsninger er derfor stadig viktigere.
- *Manglende oversikt over likviditetsbehov*. Det kan både inntre i ekstraordinære situasjoner, og fordi den likviditetsansvarlige ikke har tilstrekkelig oversikt over forpliktelser og tidspunktet for dem. Som vi skal forklare seinere, kan det være særlig vanskelig å ha oversikt over forpliktelser i nettosystemer, og spesielt dersom en annen aktør får problemer.
- *Manglende evne til å skaffe likviditet* enten på grunn av reelle solvensproblemer, eller fordi andre aktører tror slike problemer foreligger.

Kreditt- og likviditetsrisiko finnes også i annen finansiell virksomhet. Kreditt- og likviditetsrisiko i oppgjørssystemer inneholder imidlertid enkelte spesielle elementer.

Både ved *kreditt- og likviditetsrisiko* er det en sannsynlighet for at banken som på et gitt tidspunkt forvalter pengene, kan få problemer. Det spesifikke hensynet en må ha for øye ved vurdering av oppgjørssystemer, er at det kan være ukjent hvem som til enhver tid forvalter pengene. Det er derfor i mange tilfeller ikke mulig å kredittvurdere alle banker som deltar ved utføring av et betalingsoppdrag. Når et oppdrag leveres, gjør kunden det i en bank han, i hvert fall i prinsippet, har kredittvurdert. Denne banken kan sende betalingen gjennom en annen bank som får problemer i det øyeblikket den holder pengene. Siden oppgjørsvegen vanligvis er ukjent, vil kunden ikke ha kredittvurdert alle deltakerne i

den. Dette problemet aksentueres av at det kan være ulike oppgjørsveier.⁷ Det er et informasjonsproblem at det er ukjent hvilke banker som vil være involvert i å utføre et spesifikt betalingsoppdrag. Betalingssystemene bør derfor bygges så robuste at dette ikke spiller noen rolle.

Likviditetsrisiko oppstår ved at det er en fare for at betalingen ikke mottas til avtalt tid. Gjelder det store beløp, kan mottaker få problemer og kostnader med å skaffe seg penger på annen måte. Usikkert tidsforløp er derfor i seg selv en risikokilde. En spesielt forhold oppstår fordi moderne betalingsoppdrag både gir informasjon om betaling og leverer betalingen, og det kan være forskjell på når informasjon kommer og når pengene kommer. I tilfeller der informasjonen kommer først, finnes det eksempler på at banker gir penger videre før de faktisk har fått dem sjøl, og det gir en økt risiko.

De store verdiene som overføres i betalingssystemet gjelder ofte finansielle byttehandler - penger byttes mot verdipapirer eller beløp i en valuta byttes mot beløp i en annen valuta. *Leveringsrisiko* i slike transaksjoner er en kilde til risiko. Det trenger ikke være korrespondanse i tid mellom betaling og levering. En kan dermed forestille seg at en aktør betaler uten å få motytelsen fra motparten i transaksjonen. Siden dette gjelder store verdier i verdipapir- og valutahandel, er det særlig viktig å arbeide for sikringsmekanismer for slike oppgjør.⁸

Avregning

Mange av elementene forklart over aktualiseres rundt det som på norsk kalles avregning, motregning eller netting⁹. Tidligere var det ikke mulig å gjøre opp gjennom dagen, men bankene hadde behov for å holde oversikt over fordringene seg imellom. Sammen med kravet om effektiv bruk av likviditet, førte dette til at banker bare gjorde opp nettoen av mange innbyrdes transaksjoner i oppgjørsbanken. De førte da mellomregningskonti hos hverandre fram til de gjorde opp. Dette er bygd videre ut til avregning mellom mange banker, også kalt multilateral avregning. Multilateral avregning brukes særlig for små transaksjoner bl.a. i massebetalingene, men i mange land er det også etablert systemer for multilateral avregning av store transaksjoner.

En viktig grunn til at slike systemer føres videre og delvis også bygges ut, er effektiv bruk av likviditet. Avregning har imidlertid innebygde risikoelementer, både operasjonelle, juridiske og spesialvarianter av motpartsproblemet. Betalinger som nettes, samles opp over tid. Det innebærer at en av deltakerne i systemet kan få problemer mens betalingene samles opp, men før de er tatt til oppgjør.

⁷ Dette er trolig viktigst ved oppgjør av valutaforretninger, jf BIS (1996). Det vil for eksempel komme til å være mange veier fra en norsk avsenderbank til en mottakerbank av euro, og ulike veier avhengig av hvor i euroområdet mottaker befinner seg.

⁸ Dette har blitt behandlet i rapporter fra BIS. BIS (1992) gjelder nettopp spørsmål om levering mot betaling i verdipapiroppgjør. BIS (1996) drøfter tilsvarende problemer i valutaoppgjør. Levering mot betaling i det norske verdipapiroppgjøret er drøftet i Flatraaker og Bruflot (1997).

⁹ Termene «avregning», «motregning» og «netting» brukes her synonymt, men i noen typer faglitteratur har ordene marginale betydningsforskjeller.

Det er da ikke opplagt hvordan en situasjonen skal håndteres, og den kan få overraskende konsekvenser for helt andre oppgjørsdeltakere.

- *Et operasjonelt problem* er hva systemet gjør med betalinger til og fra aktøren med likviditetssvikt. Det kan være komplisert å ta ut av oppgjøret alle transaksjoner som gjelder denne aktøren. Dersom det er teknisk mulig, vil alle de andre deltakerne få en annen og uventet posisjon i oppgjøret. Nettobeløpet en annen aktør skal betale, kan bli større enn forventet, og det initiale problemet kan i verste fall spre seg til mange aktører.
- *Et juridisk problem* er den usikre rettslige status nettoavregningen har når deltaker ikke kan gjøre opp for seg. Dersom en deltaker er satt under offentlig administrasjon, oppstår spørsmålet om boets adgang til å kreve at hele eller deler av avregningen reverseres. Hvis problemet er manglende likviditet i et oppgjør, er det juridisk usikkerhet knyttet til hvilke transaksjoner som kan tas ut for å få deltakere i balanse på oppgjørsstadiet. Dette bør det foreligge klar forståelse av mellom deltakerne i nettosystemet.
- *En spesialvariant av informasjonsproblemet med ukjent motpart* er at alle deltakere i et avregningssystem har motpartsrisiko på hverandre fordi en bank kan få en annen og uventet posisjon i oppgjøret basert på problemer i en bank en ellers ikke har forretning med og ikke har kredittvurdert.

Avklaring av disse spørsmålene har betydning for sikkerheten i oppgjørssystemet. Et hyppig brukt kriterium er å si at et nettosystem gir sikkerhet for oppgjør dersom oppgjør vil finne sted selv om deltakeren med størst debetposisjon går konkurs eller settes under offentlig administrasjon og derfor ikke betaler.¹⁰ I en slik situasjon er det et tap som noen må bære. Det betyr enten at oppgjørssystemet må ha tilstrekkelig kapital til å ta tapet, eller at deltakerne i det må ha en forpliktende avtale om tapsfordeling og tilstrekkelig kapital til at de kan bære tapet.

Om avveiningene mellom effektivitet og sikkerhet

Økonomisering med likviditet og reduksjon av risiko er grunnleggende hensyn som på mange måter driver utviklinga av oppgjørssystemene framover. Sentralbanker blir derfor fra tid til annen stilt overfor avveining av hensyn til å binde lite likviditet versus hensynet til sikkerhet for at oppgjør finner sted også på den dagen det går galt for en av oppgjørssystemets deltakere.

Sentralbanker må også ta stilling til hvordan en skal avveie hensyn til god økonomi i den daglige drift mot tiltak som sikrer at systemene fungerer når enkeltaktører er utsatt for ekstreme situasjoner. Oppgjørssystemene vil være mer kostnadskrevenne jo mer ekstreme situasjoner de er bygd for å tåle, og sentralbanker vil ofte være mer opptatt av kostnadene ved konkurs og illikviditet enn

¹⁰ Denne standarden for sikkerhet benevnes ofte «Lamfalussy IV» ettersom den inngikk som fjerde anbefaling i Lamfalussy-rapporten, BIS (1990).

de private bankene. Banker kan, med støtte i historisk erfaring fra flere land, anta at sentralbanken vil gripe inn og redde systemet når det som begynner som en «lokal» katastrofe utvikler seg til en trussel mot hele oppgjørssystemet. Om de private bankene antar at slik «redning» vil bli iverksatt, er det *ikke åpenbart* at de fram til en utforming av oppgjørssystemene som gir den samfunnsøkonomisk riktige avveining av effektivitet og sikkerhet.

RTGS-systemer bidrar til å redusere sikkerhetsproblemene i oppgjørssystemer. Det kan en se direkte av definisjonen av et slikt system:

Et RTGS-system er et oppgjørssystem der prosessering og endelig oppgjør kan gjennomføres i sann tid. Overføringer skjer på *bruttobasis* med sentralbankpenger så sant avsenderen har dekning for transaksjonen, og gir dermed *endelig oppgjør i sann tid*.

Når endelig oppgjør skjer i sann tid, innebærer det at tidsforløpet fra en transaksjon er sendt til betaling til den faktisk er oppgjort, kan reduseres til det absolute minimum. Systemet gir endelig oppgjør. Det vil altså si at oppgjør skjer i sentralbankpenger eller på andre måter som er endelige, og det foreligger ikke motpartsrisiko.

Når det gis endelig oppgjør i sann tid, kan oppgjørstid minimeres. Med et slikt system kan dessuten oppgjør og levering synkroniseres, slik at det ikke blir leveringstid. På den måten kan systemer for bruttooppgjør i sann tid redusere eller til og med eliminere betalingssystemrisikoen.

Systemer for bruttooppgjør i sann tid reduserer systemrisikoen gjennom tre mekanismer:

1. Siden det blir betydelig mindre eksponering overfor andre banker gjennom dagen, reduseres sannsynligheten for at en banks konkurs skal smitte over på andre banker.
2. Bruttooppgjør i sann tid eliminerer problemer med «overraskelser» ved rekalkulering av oppgjørsforpliktelser i nettosystemer.
3. Siden banker kan få og gi endelig oppgjør gjennom dagen, vil press omkring enkelte tidspunkt reduseres. Dette innebærer at det vil bli bedre tid til å områ seg for eventuelt å skaffe likviditet fra andre kilder.

Alt dette innebærer at RTGS-systemer gir den høyeste sikkerhet.

Om sentralbankers oppgaver

Vi har her konsentrert oss om sentralbankens ansvar for at oppgjøret i sentralbanken fungerer hensiktsmessig. I tillegg til dette har sentralbanker et overordnet ansvar for at de andre betalingssystemene fungerer, og spesielt for å påse at de ikke bidrar til systemrisiko. Det er neppe mulig, eller i hvert fall svært dyrt, å sikre at betalinger alltid kommer til rett tid i oppgjørssystemene på alle nivåer i et land. Arbeidet for å sikre seg mot systemrisiko må derfor også søke å hindre dominoeffekter mellom oppgjørssystemene. Det skjer delvis ved å øke aktørenes

bevissthet om hvilke risiki de står overfor, og her hjelper sentralbankene ofte til med å kartlegge eksponering i og mellom oppgjørssystemer, og sannsynligheter for og størrelsen på mulige forsinkelser. Det skjer også ved å sørge for at kostnader bæres av dem som har nytte av et tiltak (f.eks. sikkerhet for intradag lån), og ved sanksjoner overfor deltakere som ikke overholder sine forpliktelser. I multilaterale nettoppgjør er det vanlig at sentralbanker påser at en sentral motpart, eller deltakerne kollektivt, deponerer tilstrekkelig sikkerhet til å dekke den største eller de par største netto debetposisjonene.¹¹ Sentralbankers arbeid for rettsvern for avregninger vil ha konsekvenser for øvrig tapsfordeling m.v. også på andre oppgjørnivåer.

Det er noen nyanser i hvordan kravene om at oppgjørssystemene skal være effektive formuleres. Stort sett poengterer alle sentralbanker at både sikkerhet og effektivitet for den delen av oppgjørssystemet som ligger utafør sentralbanken, er de private aktørenes ansvar. Sentralbanken bør likevel som en del av sitt tilsyn med betalingsvesenet kunne stille krav til sikkerheten i systemene. Enkelte sentralbanker framholder at det ikke er noen motsetning mellom at et oppgjørssystem bidrar til sikkerhet og at det er effektivt. Det påpekes at et oppgjørssystem som ikke er effektivt, ikke vil bli brukt, og da kan det ikke bidra til økt sikkerhet. Dette er nok en måte å formulere problemet på som forutsetter en større konkurranse mellom oppgjørssystemer enn det vi har i Norge. Ettersom spesielt de mindre bankene i Norge kan velge mellom å ha oppgjør gjennom en større bank eller å ha sine oppgjør i Norges Bank, er problemstillinga likevel ikke uten innhold for vår situasjon heller. De økte krav som må stilles til operasjonell standard m.v. for deltakerne i oppgjørssystemet i Norges Bank, vil representere økt bruk av ressurser til oppgjørsfunksjonen for deltakerne. Det er derfor ikke usannsynlig at flere mindre banker vil vurdere å overlate sin intradag likviditetsstyring til større banker og ha oppgjør gjennom dem. Det vil da være viktig å ha oversikt over og et visst tilsyn med sikkerhetsstandarden i oppgjør på lavere nivå.

Det norske oppgjørssystemet i internasjonal sammenheng

Så langt har vi nevnt at det internasjonalt er et hovedmønster, men også at det er forskjeller. I tabell 4 er vi mer spesifikke i forsøkene på å sammenlikne RTGS-systemer. Tabellen er lagd med utgangspunkt i BIS (1997).

De fleste aspektene ved tabellen er kommentert tidligere, men det kan likevel være grunn til å kommentere situasjonen i Norge i relasjon til «internasjonal standard». Ut fra tabellen kan det se ut som Norge var seint ute med sitt RTGS-system, men det kom i bruk omtrent samtidig med flere G-10 land og hovedtyngden av EU-land. Det er fri tilgang til Norges Banks oppgjørssystem, som er

¹¹ Systemer som oppfyller dette krav kalles gjerne for «Lamfalussy»- eller «Lamfalussy +»-kompatible.

Tabell 4 Noen eksempler på systemer for betalingsoppgjør

	Fedwire (USA)	CHAPS (England)	SIC Sveits	EIL-ZV (Tyskland)	RIX (Sverige)	ELLIPS (Belgia)	NBO (Norge)
Når etablert	1918	1984	1987	1988	1986	1996	1997
Eier	Sentralbanken	Sentralbanken og banker	Sentralbanken	Sentralbanken	Sentralbanken	Sentralbanken og banker	Sentralbanken
Antall deltakere	Ca. 10.000 (fri adgang)	16	214 (fri adgang)	Ca. 5.700 (fri adgang)	27		42 (fri adgang)
Eneste system for store betalinger ⁽¹⁾	Nei (CHIPS)	Ja	Ja	Nei (EAF)	Ja	Ja	Nei (NICS ⁽²⁾)
Intradagkreditt	Ja, innen rammer ⁽³⁾	Ja, mot sikkerhet	Nei	Ja, mot sikkerhet	Ja, mot sikkerhet	Ja, mot sikkerhet	Ja, mot sikkerhet + rammer ⁽⁴⁾
Typer intradag- oppgjør	Bruttooppgjør	Bruttooppgjør	Bruttooppgjør	Bruttooppgjør ⁽⁵⁾	Brutto- og nettoppgjør	Bruttooppgjør	Brutto- og netto- oppgjør
Struktur på meldings- flyt ⁽⁶⁾	V	V	V	V	V	Y	T og V
Hva skjer om oppdrag ikke har dekning	Oppdraget avvises	Oppdraget avvises	Oppdraget holdes i kø	Oppdraget holdes i kø	Oppdraget holdes i kø	Oppdraget holdes i kø	Oppdraget holdes i kø eller avvises ⁽⁷⁾
Vranglås- funksjonalitet	(Ingen kø)	(Ingen kø)	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja
Online likvidi- tetsinformasjon	?	Ja	Ja	Ja	?	Ja	Ja, via NICS

(1) Navn i parentes angir navnet på nettingssystem for store betalinger. Endelig oppgjør skjer i alle tilfeller i systemet for betalingsoppgjør.

(2) NICS (Norsk Interbank Clearing System) er bankenes felles avregningssystem og drives av BBS.

(3) Federal Reserve fastsetter rammer utfra kredittvurderinger.

(4) I tillegg til intradag lån mot sikkerhet yter Norges Bank E-lån, uten sikkerhet innen visse rammer og for visse formål.

(5) Bundesbank har separat system for intradag- nettoppgjør (samme konti).

(6) Informasjonsveger tegnes som store bokstaver og er forklart i rammen.

(7) Dersom et nettoppgjør ikke har dekning vil det før eller siden bli avvist.

mellomstort målt i antall deltakere. Det er avregning av en del store betalinger før et multilateralt avregningsresultat tas til oppgjør i Norges Bank. Dette er ikke vanlig, men bidrar til mindre krav til likviditet og forekommer også blant annet i Tyskland og i USA. Norge har en låneadgang på linje med de fleste andre land etter at det ble innført full sikkerhet for intradag lån i desember 1998. Vår mulighet til å løse opp vranglåste situasjoner er en funksjon ikke alle land har bygd, og representerer en god standard. Det gjør også likviditetsinformasjonen som gis i Norge. Et punkt der Norge ikke fullt ut følger internasjonal standard, gjelder håndtering av informasjon. I Norge brukes ennå såkalt «T-kopiering», som innebærer at mottaker får informasjon om betalinger før oppgjør har funnet sted (jf. omtale i rammen). Det skaper risiko for at mottakerbank krediterer kunden ugjenkallelig før banken har mottatt pengene. Mottakerbanken kan dermed få en ikke kontrollert eksponering i forhold til avsenderbank.

I løpet av de senere år har bankene og Norges Bank etablert løsninger som gir vesentlige reduksjoner i risiki i forhold til utgangspunktet. Fortsatt er det imidlertid mangler ved systemet i Norge. Den viktigste er at det ved årsskiftet 1998/99 ennå ikke er noe system for store bruttooppgjør *i helt sann tid*. Store bruttooppgjør blir gjennomført når de er registrert og det er dekning. Imidlertid krever dette fortsatt manuell dataregistrering i sentralbanken. Det begrenser både kapasiteten i systemet og bankenes muligheter til aktiv likviditetsstyring. Dette vil være løst i løpet av våren 1999.

Norges Bank har, etter ønske fra bankene, valgt å prioritere bankenes felles avregningssystem (NICS) som kanal mellom bankene og oppgjørssystemet i sentralbanken. Dette har bidratt til et godt samarbeid med banknæringen, men samtidig er Norges Bank blitt forsinket i arbeidet med en mulig supplerende kanal for meldingsutveksling mellom deltakerne i sentralbankoppgjøret og Norges Bank. For banker som er etablert i Norge (med hovedkontor eller norsk filial), er dette neppe et problem, men for mulige distansedeltakere¹² i oppgjørssystemet kan dette vise seg å være en alvorlig mangel. En alternativ kanal for meldingsutveksling vil dessuten gi bedre sikkerhet ved eventuelle tekniske eller operative driftsproblemer i NICS.

Det er dessuten mangler *i eksisterende lovverk* i forhold til effektivitet og sikkerhet i det norske oppgjørssystemet, og lovverket vil også måtte endres på grunn av endringer i internasjonale rammebetingelser. EU vedtok våren 1998 et direktiv om endelig oppgjør for betalings- og verdipapirsystemer (Settlement finality direktivet). Direktivet skal gjennomføres i nasjonal lovgivning i løpet av 1999, og det kan antas at det blir tatt inn i EØS-avtalen med samme frist for gjennomføring. Samtidig er det grunn til å tro at noen av manglene i eksisterende lovverk vil bli rettet opp gjennom lov basert på NOU (1996:24) «Om betalingssystemer m.v». Det er ventet at lovproposisjonen om dette vil bli fremmet våren 1999.

¹² Mange land har åpnet for at en bank som verken har hovedkontor eller filial i landet kan få knytte seg til oppgjørssystemet gjennom «distansedeltakelse». Norge er forpliktet til det gjennom EØS-avtalen.

Det er viktig å styrke norsk lovgivning bl a på følgende områder:

- Det bør etableres *rettsvern for avregnings- og oppgjørsavtaler* for å ivareta hensynet til finansiell stabilitet og sikre allmennheten tilgang til effektiv og sikker betalingsoverføring innenlands og overfor utlandet. Dette innebærer for eksempel at en avskjærer et konkurs- eller administrasjonsbos adgang til å angripe transaksjoner som er lovmessig registrert i systemene.
- Det bør etableres *rettsvern for transaksjoner med verdipapirer fra registreringstidspunktet (sann tid)*. I dag må transaksjoner registreres dagen før konkurs er registrert, for å etablere rettsvern. En overgang til registrering i sann tid vil kunne effektivisere betalingsoppgjørene ved at aktørene raskere kan endre sin pantsettelse og bankene kan dermed endre sin intradag låneadgang i Norges Bank. Dette vil være et av spørsmålene VPS-lovutvalget, som ble nedsatt i desember 1998, vil måtte vurdere.
- En styrking av *sentralbankens legale basis for oversyn over betalingssystemene* er ønsket. Norges Bank har i dag et lovbestemt overordnet ansvar på feltet, men har ikke påleggs- eller tilsynshjemmel for å håndheve ansvaret. I NOU (1996:24) «Om betalingssystemer m.v» foreslås dette og en konsekjonsordning for oppgjørssystemer. Det vil bidra til å oppfylle kravene til norsk lovgivning som blir satt i «Settlement finality direktivet» som forutsetter nasjonal godkjenning av betalingssystemer for å oppnå rettsvern for avregnings- og oppgjørsavtaler.

Et paradoks i det norske betalingssystemet gjelder *priser*. Norges Bank har arbeidet for kostnadsriktige priser i betalingsformidlingen i hvert fall i de siste tjue årene, men det er ennå ikke innført priser for Norges Banks oppgjørstjenester. For å komme opp til internasjonal standard må priser innføres, og det er trolig nødvendig med et betydelig kartleggingsarbeid før priser kan fastsettes etter riktige kriterier. Også i denne sammenheng er det viktig å få til en avveining som er slik at det sikre oppgjørssystemet ikke priser seg ut av markedet.

En siste utfordring er å opprettholde de gode *samarbeidsrelasjonene* mellom bankene og Norges Bank i videreutviklingen av oppgjørssystemene. Oppgjørssystemene er, som sagt tidligere, nettverk der ulike aktører har ansvar for de ulike elementene som binder byggverket sammen. Samarbeidet har vært viktig ved både utviklingen av Norges Banks Oppgjørssystem og i det samtidige fellesprosjektet med bankene om å etablere NICS som kanal for informasjons- og datautveksling mellom bankene og NBO. At samarbeidet mellom de private bankene og sentralbanken er svært viktig, er fullt ut i samsvar med internasjonale erfaringer. I en BIS-konferanse i 1997 ble det fra flere land framholdt at samarbeid mellom alle aktørene i oppgjørssystemene er en kritisk suksessfaktor når det skal gjøres endringer i dem (BIS (1998)).

Referanser:

- BIS (1990): *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries*. Bank for International Settlements, Basel.
- BIS (1992): *Delivery versus Payment in Securities Settlement*. Bank for International Settlements, Basel.
- BIS (1996): *Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions*. Bank for International Settlements, Basel.
- BIS (1997): *Real-Time Gross Settlement Systems*. Bank for International Settlements, Basel.
- BIS (1998): *Managing Change in Payment Systems*. Bank for International Settlements, Basel.
- Emmons, W. E. (1997): «Recent Developments in Wholesale Payments Systems.» *Federal Reserve Bank of St. Louis Review (November/December 1997)*, 23-43.
- Flatraaker D. I. og Brufplot, G. (1997): «Det norske oppgjørssystemet for verdipapirhandel», *Penger og Kreditt* 25, 245-253.
- Grønvik, G. og L. Veggum (1999): «Pengeflytting før og nå». *Norges Banks skriftserie, dette nr.*
- Holvik E. og Flatraaker D.I. og (1997): «Norges Banks nye oppgjørssystem – NBO», *Penger og Kreditt* 25, 379-386.
- Jacobsen, T. S. (1998): «Valuta og derivatundersøkelse våren 1998», *Penger og Kreditt* 26, 556-567.
- Norges Bank (1993): «Norges Bank – Oppgaver og ambisjoner i betalingsformidlingen», Intern rapport datert 2 november 1993.
- Norges Bank (1998): *Betalingsformidling. Rapport 1997*. Norges Bank, Oslo.
- NOU (1996:24). *Betalingsystemer m.v. Utredning nr. 3 fra Banklovkommissjonen*. Statens Forvaltningstjeneste, Oslo.
- Sveriges Riksbank (1997a): «Riksbankens roll i det finansiella systemet.» *Finansmarknadsrapport 1997-1*. Kap 1.
- Sveriges Riksbank (1997b): «Riksbankens övervakning av stabiliteten i betalningssystemet.» *Finansmarknadsrapport 1997-1*. Kap 2.
- Sveriges Riksbank (1998): «Motparts- och avvecklingsrisker i bankernas verksamhet.» *Finansmarknadsrapport 1998-2*, Kap 1-2, s 5 - 48.
- Storvik (1996): «Utfordringer i betalingsformidlingen mot år 2000». *Penger og Kreditt* 24, B251-B257.

Pengeflytting før og nå

Gunnvald Grønvik og Leif Veggum¹

I løpet av 100 år har det skjedd store endringer i måten betalinger skjer på. Det har skjedd endringer i hva slags penger som blir brukt i det samlede betalingssystemet, og det er utviklet en rekke systemer for overføring av disse pengene. Her gjennomgås noen av endringene, og det pekes på enkelte gevinster som følge av utviklinga. Effektiviseringa har gitt ulike former for kostnadsbesparelser hos aktørene. Det oppstår derfor diskusjoner om hvem som skal betale kostnaden ved de ulike tjenestene, og bankene kritiseres ofte for at de har økt gebyrene på betalingstjenester. Gebyrpolitikken har sammenheng med reduksjonen i rentemarginen, og det pekes på enkelte utfordringer myndighetene og banknæringa står overfor.

Generelt om verdien av et pengesystem og betalingssystem

Betalingsystemene vies ikke mye oppmerksomhet innen økonomilitteraturen. En velger gjerne aktivt å se bort fra betalingssystemene ved å forutsette at transaksjonskostnader ikke eksisterer. Så lenge systemene fungerer, vies de heller ikke mye oppmerksomhet i folks daglige liv. Det vil imidlertid fort bli veldig merkbart dersom et eksisterende betalingssystem slutter å fungere. Våre kollegaer i Bank of England refererer ofte til betalingssystemer som økonomiens finansielle rørsystemer; i likhet med ordinære rørsystemer spiller de ei viktig rolle i samfunnet, men de legges bare merke til når det oppstår problemer!

Pengeøkonomien har den fordelen i forhold til en bytteøkonomi at den ikke krever at hver av partene i en transaksjon finner fram til et byttemiddel som den andre part aksepterer. En rein bytteøkonomi vil kreve dobbelt sammenfallende ønsker. Det ville bety at en møbelsnekker med bruk for støvler måtte finne fram til en skomaker med behov for et passe stort bord. Ved byttetransaksjoner må det finnes byttemidler som har samme verdi, mens penger kan deles i mindre verdier som kan deles eller summeres. Dette illustrerer den viktige egenskapen ved et pengesystem at pengeenheten er den gjennomgående måleenheten for verdi. Eksistensen av pengesystem og betalingssystem forenkler dermed byttevirksomhet og bidrar til økt velstand (jf. Diamond (1982)).

På ethvert tidspunkt oppfattes betalingssystemet som forholdsvis fast. Som innen alle andre områder av samfunnet skjer det imidlertid forandringer gjennom ny teknologi m.v. Endringer i betalingssystemene skjer gjerne i små steg og får sjelden de store overskriftene, men over tid skjer det mye. Vi skal her si litt om betalingssystemet for hundre år siden, før vi nevner noen av de endringene vi

¹ Gunnvald Grønvik er fagdirektør og Leif Veggum er kontorsjef ved Avdeling for finansielle instrumenter og betalingssystemer.

sjøl har opplevd gjennom de siste førti åra. Det vil være et utgangspunkt for å drøfte effekter av endringene og peke på noen nye utfordringer.

Noen sider ved utviklinga de siste 100 år

Rundt 1900 var pengeøkonomien i Norge i ei tidlig utviklingsfase. Store grupper av befolkninga levde primært i et naturhushold, men innslagene av pengehushold var i vekst. Sparebankvesenet hadde gradvis utviklet seg og for alvor skutt fart i siste del av forrige århundre slik at kontosparing var etablert, men det var relativt sett noe nytt og ukjent for folk flest. Et offentlig tilsynsansvar med bankvesenet var erkjent ettersom den første inspektør for sparebankvesenet ble tilsatt i 1900. Selv om kontosparing ikke var spesielt vanlig, fantes dermed kontopenger som formuesbærere.

Når det gjelder betalingsmidler, fantes det få alternativer til sedler og mynt. Postverket hadde riktignok etablert postanvisninga som betalingsmåte på slutten av 1800-tallet. Ordninga finnes fortsatt og bygger på kontant innbetaling ved betalers postkontor og kontant utbetaling ved mottakers postkontor. Bruk av kontopenger som betalingsmiddel ble etter hvert vanlig innen næringslivet gjennom bruk av sjekk, og dette instrumentet ble regulert gjennom egen lov i 1932. Fram til postgiro ble etablert i 1943 var postanvisning den eneste standardiserte betalingstjenesta innen Postverket. I 1946 innførte en rekke forretnings- og sparebanker et felles sett av bankgirotjenester tilsvarende postgirotjenestene, men basert på bruk av bankkonti.

Etter dette har bruken av kontopenger som betalingsmiddel økt kraftig. Ulike reguleringer (kontohold og låneadgang i sentralbanken, banktilsyn og sikringsordninger) sikrer verdien på alminnelige innskudd, og kontopenger har i stor grad overtatt kontanenes rolle som det viktigste allment aksepterte betalingsmiddelet. Utbredelsen av kontopenger er dramatisk mye større i 1998 enn den var ved århundrets begynnelse. Dette har sammenheng med at pengeøkonomien dominerer i alle områder av samfunnet, for eksempel er også viktige omsorgstjenester (eldreomsorg, barnetilsyn m.m.) i stor grad integrert i pengeøkonomien. I tillegg har det skjedd ei strukturendring, hvor varer og tjenester i større grad kjøpes fra enheter som har spesialisert seg på å produsere disse. Omfanget av pengetransaksjoner har derfor økt vesentlig kraftigere enn veksten i realøkonomien. Mengda av penger i omløp har imidlertid ikke økt like kraftig, da pengene har en større omløphastighet enn før, dvs. at de deltar i flere betalinger, og at aktørene er blitt flinkere til å styre sin likviditet.

Utviklinga mot kontobaserte betalinger har aksellerert, og det er utviklet ei rekke betalingsinstrumenter knyttet til kontopenger. Samtidig er det gjort ei rekke endringer i håndteringa av betalingsoppdragene som har gjort instrumentene mer «konkurransedyktige».² Rundt 1960 ble det vanlig at folks lønn kom inn på lønnskonto. Dette innebar at publikums beholdning av betalingsmidler i større grad ble oppbevart på bankkonti. I løpet av 70-åra ble sjekk et vanlig betalingsinstrument også for privatpersoner, jf. reklameslagordet «bli sjekkis du også».

² Deler av framstillinga under dette punktet bygger på NOU 1996:24.

Lønnskontoordningas utbredelse førte også til økning i kontantuttak i bankene. For om lag 20 år siden begynte bankene å utlevere sedler via minibanker, og ikke bare over skranke. Bruken av minibanker har økt betydelig fra første halvpart av 80-tallet og fram til i dag.

Plastkort har vært benyttet som betalingsinstrument i Norge i ei årrekke. I første omgang var det kredittkort utstedt av de internasjonale betalingskortselskapene, og behandlingen på brukerstedene var papirbasert. På midten av 1980-tallet begynte bankene å utstede bankkort for elektronisk registrering av betalingsinformasjon. Kortene ble i første omgang brukt i minibanker, og de ble utstyrt med ei magnetstripe, selv om enkelte forretningsbanker også utstyrte sine kort med en microprosessor i en «chip» på kortene. Oljeselskapene utviklet sine egne systemer for kortbetaling med selskapenes egne kort på bensinstasjoner. Etter hvert ble bensinstasjonenes terminaler også tilpasset bankkort. Mot slutten av 1980-tallet begynte utviklingen av bankenes systemer for kortbetalinger på salgssteder (EFTPOS³) å skyte fart. I begynnelsen skjedde utviklingen på flere ulike datamiljøer, noe som var kostnadskrevenende. I 1991 ble bankene enige om å etablere et felles EFTPOS-selskap (Bank-Axcept AS). Bankenes ulike kortbaserte betalingssystemer ble integrert, og tekniske problemer ble etter hvert løst. I 1995 ble også Postbankens tilsvarende betalingssystem integrert i de øvrige bankenes fellessystemer. Vi har dermed et system med kjøpsterminaler i butikkene der alle bankkort kan benyttes til å flytte kontopenger fra kjøpers til selgers bankkonto uten blankettbehandling og uten fysisk håndtering av kontanter. De siste par åra er mange av disse kjøpsterminalene også blitt brukt til utlevering av kontanter i butikkene. Bruken av ikke-bankutstedte betalingskort i Bank-Axcepts terminaler er avhengig av bilaterale avtaler mellom det enkelte brukersted og den enkelte kortutsteder.

Også øvrige tjenester er videreutviklet. Allerede på slutten av 1960-tallet var det utviklet maskiner som kunne avlese koder på giroblankettene som gjorde det lettere å identifisere betalingene. BBS og Postgiro utviklet også tjenester for direkte debitering, som innebærer at betalingsmottaker etter avtale med betaler kan initiere ei overføring fra betalers konto. Samordning av bankgiro og postgiro ble utredet og foreslått allerede i NOU 1979:16, og er fullt ut realisert i 1998. Bankene utviklet også bedriftsterminalsystemer, hvor kundene kan initiere betalingsoverføringer til andre og overføringer mellom egne konti fra egne terminaler. I begynnelsen av 1990-åra kom telefonbaserte løsninger, hvor kundene kan registrere sine betalingsoppdrag pr. telefon. Internasjonalt er nå telefon- og Internett-initierte betalingstjenester med kontopenger i ferd med å skyte fart.

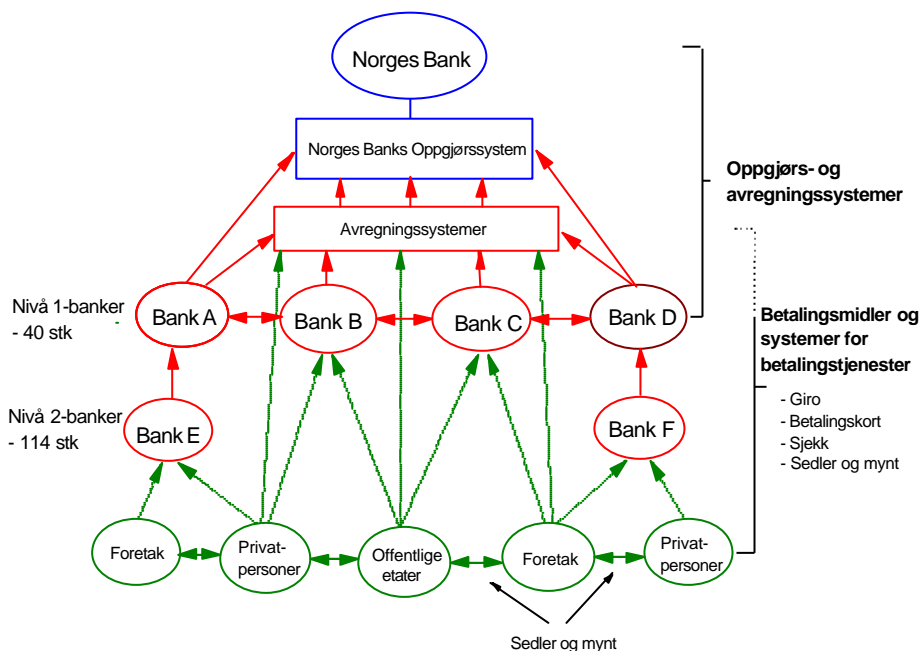
Elektroniske penger (e-penger) er et tema som har fått en del oppmerksomhet på 1990-tallet. Med e-penger menes forhåndsbetalt kjøpekraft som er elektronisk lagret på et instrument (kort eller PC) og som aksepteres som betalingsmiddel av andre enn utstederen. E-penger antas å kunne være et velegnet betalingsmiddel for småbeløp, bl.a. for tjenester som handles via Internett. Så langt er det ikke etablert noe åpent e-pengesystem i Norge, ut over enkelte prøveprosjekt.

³ EFTPOS er forkortelse for «Electronic Funds Transfer at Point Of Sale», betalinga initieres i en kjøpsterminal på salgsstedet.

Det foreligger ikke noen full oversikt over hvordan alle betalinger gjøres, men vi kjenner til en god del. I verdi dominerer giro- og kortbaserte betalings-transaksjoner over kontanter. Over 5000 milliarder kroner gikk i 1997 gjennom massebetalingssystemet via kontopengeinstrumenter. For ei mer fullstendig oversikt over norsk betalingsformidling vises til Norges Banks årlige rapport om betalingsformidling, jf. Norges Bank (1998).

Larsen og Skagemo (1997) drøfter kontanters rolle som betalingsmiddel og påviser at kontanter fortsatt er viktige. For mindre betalinger spiller kontanter fortsatt ei helt sentral rolle. Ifølge en utvalgsundersøkelse foretatt i 1993, utgjorde kontanter mer enn 95% av alle transaksjoner for beløp mellom 0 og 100 kroner. For transaksjonsbeløp mellom 100 og 500 kroner var 67% av alle transaksjoner foretatt ved hjelp av kontanter. For betalinger på over 500 kr var kontantandelen ikke mer enn 23%. På grunn av det store antallet transaksjoner med småbeløp utgjorde kontanter 69% av samtlige betalingstransaksjoner. Det er anslått at det årlig foretas rundt en milliard betalingstransaksjoner med kontanter i Norge. Selv om tallene er beheftet med usikkerhet, gir de en god indikasjon på kontantenes viktige rolle som betalingsmiddel for transaksjoner med lav verdi.

Kontanter vil også i framtida spille ei viktig rolle innenfor betalingssystemet. Dette har sammenheng med rolla som tvungent betalingsmiddel, noe som innebærer at alle i hovedsak er nødt til å motta eller betale i form av kontanter, dersom motparten krever det. Larsen og Skagemo viser også at kontanter kan være et kostnadseffektivt betalingsmiddel ved små transaksjoner, og ved et gitt betalings- og uttaksmønster.



Figur 1
Kilde: Norges Bank (1998)

Betalingsystemet omfatter imidlertid mer enn betalinger mellom selgere og kjøpere, foretak og arbeidstakere, butikker og kunder, offentlige og private, eller det som ofte kalles nedre del av betalingspyramida. Lenger opp i pyramida er oppgjørs- og avregningssystemer, som håndterer betalinger mellom banker. Øverste ledd i pyramida er oppgjør mellom banker via deres konti i Norges Bank.

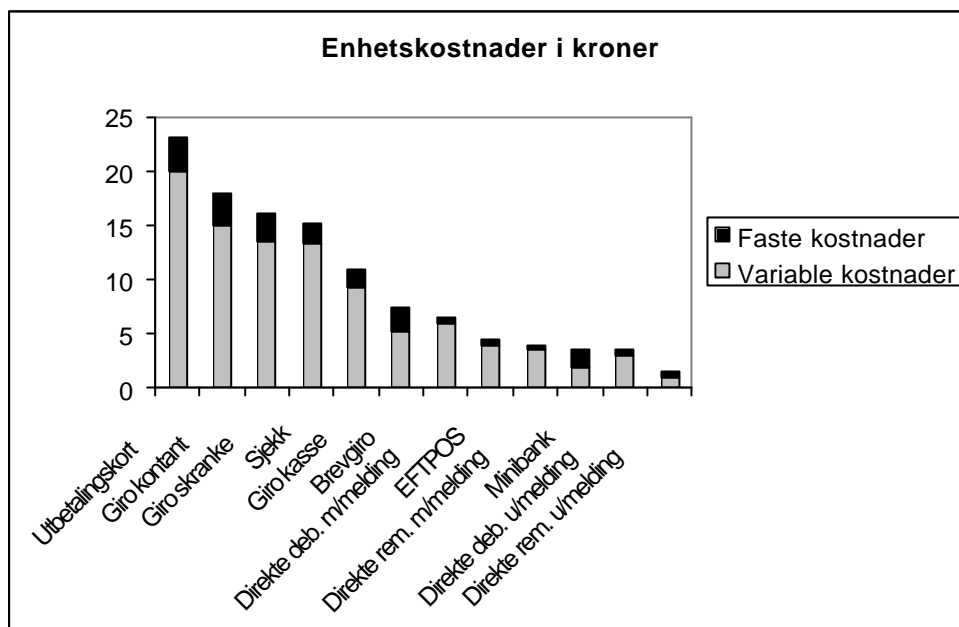
Også innen oppgjørs- og avregningssystemene har det skjedd store endringer de seinere åra. I utgangspunktet skjedde blankettbehandlninga innen bankgiro lokalt i de enkelte banker, og det var bilateral avregning mellom de deltagende bankene. I 1973 ble store deler av blankettbehandlninga lagt om og samlet i Bankenes Betalingsentral (BBS). De fleste betalingsoverføringer blir i dag kanalisert inn i oppgjørs- og avregningssystemene via BBS, Fellesdata eller NOVIT. I 1997 ble Norges Banks oppgjørssystem (NBO) innført. Dette systemet innebærer at bankene løpende gjennom dagen kan gjøre opp betalingstransaksjoner seg imellom i Norges Bank, og bankene kan få adgang til realtidsinformasjon om likviditeten fra NBO. (Se Grønvik og Vedel (1999) og videre referanser der).

Jo lenger opp en kommer i pyramida, jo viktigere er kontopenger, og jo større er summene som forflyttes. I NBO er foreløpig den daglige omsetninga i størrelsesorden 60 mrd. kroner. Av dette utgjør de såkalte massebetalingene ca. 8% av den totale verdien, og transaksjoner i forbindelse med sedler og mynt utgjør drøyt 1%. Det er imidlertid grunn til å merke seg at for begge disse kategoriene innebærer motregning (netting) at det ligger transaksjoner for mye større beløp bak beløpene som er registrert i NBO.

Gevinster ved utviklinga

Det har over ei årrekke skjedd ei kraftig utvikling i tilbudet og bruken av ulike betalingsformer. Den teknologiske utviklinga har åpnet for produksjon av nye tjenester, samtidig som det har vært ei utvikling mot stadig mer konkurranse om alle typer finansielle tjenester. Bl.a. som ei følge av dette har aktørenes prispolitikk blitt mer «kostnadsriktig», dvs. at prisene gjenspeiler reelle kostnadsrelasjoner. Dette har ført til ei ytterligere utvikling i retning av at brukerne velger nye og mer kostnadseffektive tjenester.

Robinson og Flatraaker (1995) gir en gjennomgang av bankenes, inkl. Postbankens, kostnader ved ulike betalingstjenester. Undersøkelsen baseres på interne kostnadsberegninger utført i bankene og posten, og det etableres en modell for å kunne foreta en sammenlignbar aggregering av de ulike institusjonenes produktkostnader. Kostnadene klassifiseres som variable eller faste. Som variable kostnader regnes direkte marginale kostnader, for eksempel enhetspriser fra underleverandører som BBS og Bank-Axcept, og kostnader til aktiviteter som ved større volumendringer kan falle bort, eller der ressursene kan omdisponeres, innenfor en planleggingshorisont på 1-3 år. Faste kostnader består hovedsakelig av sentrale funksjoner, data- og produktutviklingskostnader etc. Resultatene av undersøkelsen er vist i figur 2.



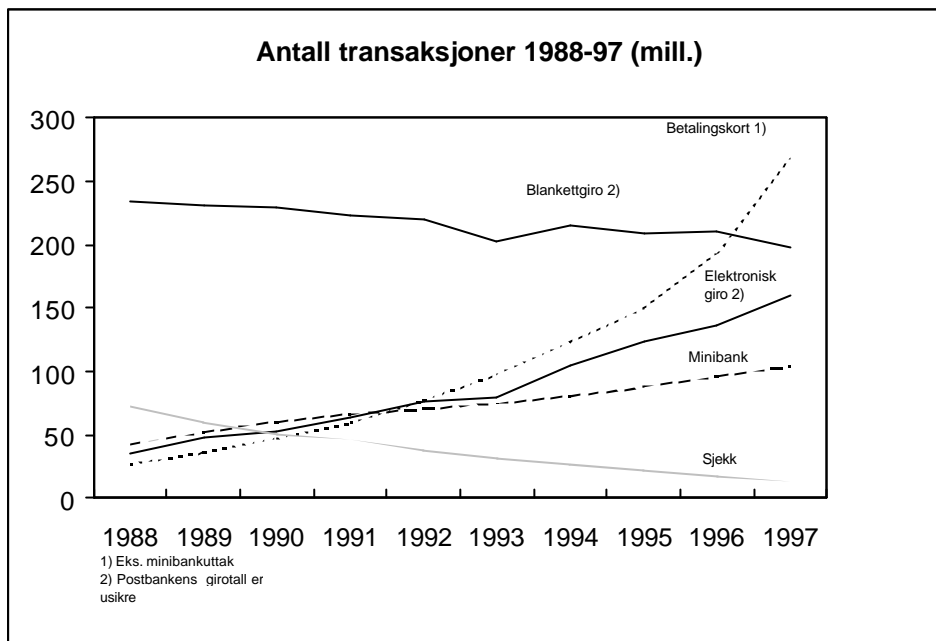
Figur 2

Kilde: Robinson og Flatraaker (1995)

Som figuren viser, er det store kostnadsforskjeller mellom ulike betalings-tjenester som dekker samme formål. Elektronisk baserte tjenester er betydelig mindre kostnadskrevene enn papirbaserte tjenester, og betalingsformidlingstjenester som medfører aktiviteter i filialene er mer ressurskrevene enn automatiserte tjenester.

Robinson og Flatraaker har også sett på transaksjonsprisene bankene krever for de viktigste betalingstjenestene. Tallene viser at for enkelte betalingstjenester var prisene høyere enn kostnadene, men de fleste tjenestene innebar underskudd for bankene. Sammenlignet med en tilsvarende undersøkelse i 1988/89 konkluderes det med at det samlede underskuddet er redusert, og at prissystemet i større grad enn tidligere reflekterer kostnadsforskjellene mellom de ulike tjenestene. Dette må antas å bety at brukerne står overfor «riktigere» insentiver når det gjelder å velge tjenester på bakgrunn av hvor høye kostnader de ulike tjenestene i realiteten innebærer. Figur 3 viser utviklinga i bruken av ulike former for betalings-tjenester, målt i antall transaksjoner.

Figuren viser en markant overgang fra papirbaserte til elektroniske tjenester. Betalinger med kontanter er imidlertid ikke med i denne oversikten, da kontanttransaksjonene ikke registreres og telles, bortsett fra uttakene i minibank. Det må imidlertid antas at kontanternes rolle er betydelig redusert ved at betalinger med kontanter ikke har økt i samme grad som betalinger med ulike instrumenter for betaling med kontopenger. Dette er ei utvikling som har gitt gevinster på ulike måter. I utgangspunktet var som nevnt kontanter det enerådende betalingsmiddelet. Overføring av kontanter innebærer nødvendigvis fysisk håndtering som



Figur 3

Kilde: Norges Bank (1998)

fører til kostnader hos alle involverte. Kundene har direkte kostnader ved henting og sikring, og likviditetskostnader ved at sedler og mynt ikke gir renteinntekter. Privatkunder tenker neppe mye på sine kostnader til sikring (men de fleste liker ikke å ha for tjukk lommebok), mens butikker utvilsomt tenker mer på sine kostnader til telling og sikring. Bankene har både kostnader ved telling, sortering og sikring i eget hus og ved transport til og fra Norges Bank eller andre «grossister». «Produksjons- og grossistbedrifta» Norges Bank har kostnader ved trykking, distribusjon til utleveringsstedene, sortering, telling, pakking, sikring m.m. Norges Bank skiller seg imidlertid fra de øvrige deltakerne i betalingskjeden ved at utestående sedler og mynt for sentralbanken er rentefrie innlån.

Overgangen til bruk av kontopenger gir kostnadsbesparelser innen kontant-håndteringa ved at det reduserer mengda kontanter som butikkene, bankene og Norges Bank må håndtere, samtidig som det også sparer tid for kundene som slipper å gå så ofte i bank eller minibank. Det reduserer likviditetsbehovet og bedrer dermed effektiviteten i kapitalforvaltninga i økonomien som helhet

Samtidig har det skjedd ei effektivisering i kontanthåndteringa i butikker og næringsliv for øvrig, og i bankene. Også Norges Bank søker å økonomisere ved behandling av sedler og mynt bl.a. gjennom bruk av effektive sorteringsmaskiner som gir stordriftsfordeler, og ved å legge opp til rasjonell distribusjon fra Norges Bank ut til bankene. Også revisjon av seddel- og mynttrekka med introduksjon av 20-krone mynt og 200-krone seddel har hatt effektivisering for øye.

Denne utviklinga har alle involverte hatt nytte av. Håndterings- og sikringskostnader som hver enkelt aktør svarer for er redusert, og i tillegg er mindre likviditet bundet i betalingssystemet slik at midler kan plasseres rentebærende.

Samtidig har det oppstått kostnader til nye redskaper for kontantspredning og pengeflytting (minibanker, kjøpsterminaler), og disse må betales av noen. Tradisjonelle tjenester videreutvikles med nye funksjoner, f.eks. gir konto- og girotjeneste i dag også data som forenkler bokføring m.m. for mottakeren. I det totale bildet inngår også slike effektiviseringer og utvidelser av tjenestene som gir kostnadsbesparelser for alle eller flere deltakere.

Fordeling av effektiviseringsgevinstene

Ikke alle ser i det daglige hvilke fordeler som oppstår som følge av utviklinga. Det oppstår derfor diskusjoner om hvem som skal betale kostnadene ved de ulike tjenestene. At det kan være uenighet om dette mellom kjøper og selger av pengeflyttingstjenester er ikke overraskende. Dette gjelder ikke minst fordi det til tider kan være ulik fortolkning av hvem som har nytte av tjenesten. For eksempel innebærer kjøpsterminaler i butikkene at kontopenger flyttes fra kjøpers til selgers bankkonto uten fysisk håndtering av kontanter. Dessuten er mange av disse kjøpsterminalene etter hvert også brukt til utlevering av kontanter i butikkene. Det kan da være uklart hvem som har størst nytte av denne reduksjonen i kontanthåndtering: butikkene, butikkenes kunder eller bankvesenet (inkl. Norges Bank).

Fram til 1980-åra var det vanlig å tilby betalingstjenester som gratistjenester. Midt på 1980-tallet begynte bankene å ta transaksjonsgebyr for sjekktjenesta, for å begrense veksten i bruken av denne tjenesta. Mot slutten av 1980-tallet begynte bankene og posten på bredere basis å prissette sine betalingstjenester. Bankene kritiseres ofte for gebyrpolitikken, og det vises til at gebyrene øker samtidig som tjenestene effektiviseres og medfører lavere kostnader for bankene. Det hevdes på denne bakgrunn at ikke kundene i stor nok grad får sin andel av effektiviseringsgevinstene. Det er imidlertid ikke tilstrekkelig å vurdere bare gebyrene når en skal studere prisene i betalingsformidlinga. Det er grunn til å peke på at rentekostnadene for kundene også var betydelige opp til for få år siden, da lave reelle innskuddsrenter i stor grad dekket kostnadene i betalingsformidlinga. Dette var kryssubsidiering, men den totale avkastninga i banknæringa var ikke eksepsjonelt høy. Det er dermed ikke grunn til å tro at bankenes kunder totalt sett betalte mer enn kostnadene.

Da konkurransen i finansnæringa ble sluppet fri, søkte enkelte aktører å tiltrekke seg midler til forvaltning ved å tilby høyere innskuddsrenter og samtidig kreve svært høye gebyrer i betalingsformidling. Kundene ville da kunne velge å ha et minimum av likvider på konti i banker med lave gebyrer i betalingsformidling, og sparemidler på konti i banker med høye renter. Ei slik utvikling ville true innskuddsbasen til banker som ikke endret sine renter, og lønnsomheten til banker som ikke endret sine gebyrer.

Som en kunne vente, har bl.a. dette ført til at bankenes rentemargin (differansen mellom bankenes gjennomsnittlige utlåns- og innskuddsrente) er blitt kraftig redusert. Faktisk er den blitt tilnærmet halvert i løpet av de siste 10 år. Dette skyldes sterkere konkurranse, både innbyrdes, fra utenlandske banker, fra andre

typer institusjoner og fra verdipapirmarkedene. Krysssubsidiert mellom forskjellige delmarkeder er også blitt vanskeligere i blandede konsern (bank, forsikring etc.) som tilbyr et bredt spekter av finansielle tjenester, fordi disse i hver enkelt nisje møter skjerpet konkurranse fra selskaper som har spesialisert seg på de aktivitetene de behersker best. De enkelte områdene, f.eks. betalingsformidling, må derfor i større grad enn tidligere stå på egne bein, og kundene må i større grad betale kostnadene ved tjenestene direkte (i form av gebyrer) og i mindre grad gjennom prisen på andre tjenester (rentemargin). Dette vil gjelde uavhengig av om det er banker eller andre som tilbyr betalingsformidlingstjenestene. Dette er reflektert i prisutviklinga som er referert ovenfor.

I betalingsformidling er det typiske at bankene formidler mellom en avsender og en mottaker av pengene. Det kan da være uklart hvem som kjøper hvilken tjeneste. Når det gjelder hvor mye av de samlede kostnadene de ulike leddene i Akjeden skal betale, vil dette være resultatet av prosesser hvor de enkelte aktørene velger de løsninger som i sum gir den beste nytten for den enkelte. Når aktørene bestemmer seg for å kjøpe produktet, må en anta at de enkelte partene vurderer sin totale nytte gjennom innsparinger i håndterings- og likviditetskostnader mot gebyrene som må betales. Bankene er selgere av disse tjenestene, og som alle andre selgere kan de tilby markedet et produkt, og markedets deltakere må sjøl bestemme om de vil kjøpe produktet på de vilkårene det bys fram på.

Om priser i betalingsformidlinga

Ei viktig forutsetning for at markedsmekanismene skal føre fram til gode løsninger, er at aktørene har full informasjon om prisene og om hvordan det betales. Dette gjelder også eventuelle kostnader som aktørene påføres ut over de direkte transaksjonsprisene eller gebyrene. Vårt inntrykk er at aktørene har oversikt over hvilke gebyr som gjelder, mens spesielt valuteringsregler kan gi opphav til noe uklarhet om likviditetskostnadene. Ifølge Robinson og Flatraaker (1995) varierer floattida (tida mellom debitering av betaler og kreditering av mottaker) mellom ulike tjenester og mellom kundegrupper. Variasjonen mellom de ulike tjenestene oppgis å være mellom 1 dag (brevgiro og direkte remittering) og 4,5 dager (utbetalingskort). Variasjonen i floattid for ulike kundegrupper er i stor grad et resultat av forhandlinger. Banklovkommissjonen foreslo i sin første innstilling (NOU 1994:19) regler om tidspunktet for kreditering og debitering. Norges Bank støttet i sin høringsuttalelse flertallets forslag om å eliminere tida pengene flyter fra avsender til mottaker, men også mindretallets forslag (en dags flyt), ville gitt større klarhet om likviditetskostnadene i betalingsformidling.

Norges Bank har argumentert for at prisene ved betalingsformidling bør dekke de faktiske kostnadene. Generelt er det slik at et system der kjøpere av tjenester står overfor priser som totalt sett gjenspeiler kostnadene ved å produsere dem, bidrar til ei rasjonell tilpasning. Tjenestene blir produsert i et passe stort omfang, og på den mest mulig effektive måten. Det er grunn til å anta at markedet etter hvert vil finne fram til priser som har denne egenskapen. Det var det ikke i samme grad tidligere da én stor aktør innen betalingsformidling (Postgiro)

i praksis ble subsidiert gjennom store statlige innskudd som det ikke ble krevd forrentning av. Det innebar at det var skattebetalerne som betalte for deler av kostnadene i Postgiro, og samfunnsøkonomisk ble det brukt for mye postgirotjenester samtidig som bankene etter eget utsagn fant det vanskelig å kreve de prisene de ville ha gjort i et marked uten en subsidiert aktør. Som kjent er Postgiro nå fusjonert inn i Postbanken, og vilkårene denne banken nå arbeider under, innebærer at skattebetalerne ikke lenger indirekte betaler for denne delen av betalingsformidlinga. I Norges Bank (1998) påpekes det at det er grunn til å anta at dagens prisnivå i større grad reflekterer bankenes reelle kostnader enn de gjorde tidligere.

Kontanter er i ei særstilling når det gjelder priser. Transaksjonsprisene gjelder for uttak fra bank, og ikke for hver betaling. Brukerne betaler i tillegg en pris ved at de ikke får renter på kontanter. Sedler og mynt kan som tidligere nevnt anses som et rentefritt lån til Norges Bank. Brukerne bestemmer da selv prisen pr. betalingstransaksjon ved å velge uttaksmønster. Her må det samtidig føyes til at uttaksgebyrene ikke er basert på de totale kostnadene ved å produsere tjenesta, ettersom kostnadene ved å produsere sedler og mynt bæres av Norges Bank.

Utfordringer

Debattinnlegg i ulike media viser at bankene må regne med å bli fulgt med argusøyne fra brukerne i sin prising. Norges Bank har et lovpålagt ansvar for å fremme effektive betalingstjenester, og vil derfor også følge med både i inntekter og kostnader i betalingsformidlinga. Norges Bank vil fortsette sin statistiske overvåking av markedet, og ved behov lage særlige analyser av viktige utviklingstrekk.

Et vanskelig spørsmål både for banknæringa og myndigheter er omfanget av og formene for samarbeid i betalingsformidlinga. Alle har glede av at bankkort virker overalt og at alle konti er tilgjengelige i girossystemene. Dette krever samarbeid og samordning, noe som også kan være kostnadsbesparende for bankene. Samarbeidet kan bl.a. være organisert gjennom felleseide institusjoner. Dette kan imidlertid innebære at prisdannelsen ikke blir «fri», og at insentiver til innovasjon svekkes. Det er derfor viktig at slikt samarbeid ikke omfatter områder som naturlig bør være et konkurransefelt for bankene og andre aktører. I likhet med de fleste andre områder i samfunnet vil betalingsvirksomheten være under kontinuerlig utvikling, og det er viktig å sikre at tjenestene kan bli tilpasset markedets behov. Det kan derfor være behov både for at det kommer inn nye tjenester og aktører, og for at eksisterende tjenester videreutvikles. Samarbeid og regulering innebærer gjerne etableringsbarrierer, noe som virker innovasjonshemmende. Det er derfor viktig å finne det rette nivået her. Norges Bank har gått inn for samarbeid innen den delen av betalingsformidlingas infrastruktur som omfatter standarder, ansvarsforhold og regler for transaksjonsutveksling. Den delen av infrastrukturen som omfatter investeringer i systemer for prosessering av betalingstransaksjoner, bør derimot være en konkurransearena. Avveining av stor-driftsfordeler og fordeler ved konkurranse, og vurdering av hvilke deler av infra-

strukturen som bør gjøres til gjenstand for konkurranse mellom flere tilbydere, er et område der ulike myndigheter vil følge utviklinga og gi sine bidrag til gode løsninger.

Minibanksystemet i Norge er et eksempel på samordning av standarder og informasjonsutveksling (du kan bruke kortet ditt i alle minibanker), men hvor det er ulike tilbydere av tjenestene (ulike nettverk drevet av ulike datasentraler).

Et eksempel på utvikling i retning av mer samordning er at Postbanken ble integrert i de øvrige bankenes fellessystemer innen betalingsformidlinga i 1995, og at girosystemene ble samordnet. Dette anses som ei positiv utvikling, men det kan også innebære at det i mindre grad er konkurrerende systemer.

Et eksempel som går i retning av mer konkurranse er Postbankens salg av girohåndteringstjenester til andre banker. Dette betyr at det er mer enn én stor aktør som tilbyr slike tjenester i Norge.

Myndighetene vil også vurdere nøye konkurranseaspektet i forhold til etableringsadgang for nye aktører og nye betalingsformidlingstjenester. Ei aktuell problemstilling gjelder elektroniske penger, som vil innebære ei ny form for betalingsmiddel, og mulige nye aktører på betalingsformidlingsområdet. Vi har inntrykk av at regulering av utstedelse av e-penger har vært diskutert i de fleste land, og at det har vært stor uenighet om i hvilken grad det bør reguleres og hvordan reguleringa bør være (herunder hvor tidlig i utviklingsfasen myndighetene bør gripe inn med regulering). Det foreligger imidlertid et forslag til EU-direktiv om regulering av institusjoner som utsteder elektroniske penger. Dette vil sikre enhetlige grunnprinsipper for regulering i EU, og trolig i hele EØS-området.

Referanser:

- Diamond, P.A. (1982): «Aggregate Demand Management in Search Equilibrium». *Journal of Political Economy*, 1982, vol.90, s. 881-894.
- Grønvik, G. og Vedel, E. (1999): «Oppgjørssystemer i et internasjonalt perspektiv». *Norges Banks skriftserie, dette nr.*
- Larsen, K. og Skagemo, S.W. (1997): «Kontanters rolle som betalingsmiddel». *Penger og Kreditt 1997/4*, s. 533-539.
- Norges Bank (1998): *Betalingsformidling. Rapport 1997*. Oslo: Norges Bank.
- NOU 1979:16: *Betalingsformidling*. Oslo: Universitetsforlaget.
- NOU 1994:19: *Finansavtaler og finansoppdrag. Delutredning nr. 1 fra Banklovkommisjonen*. Oslo: Statens forvaltningstjeneste.
- NOU 1996:24: *Betalingsystemer m.v. Utredning nr. 3 fra Banklovkommisjonen*. Oslo: Statens forvaltningstjeneste.
- Robinson, P.E. og Flatraaker, D.-I. (1995): «Kostnader i betalingsformidlingen». *Penger og Kreditt 1995/1*, s. 11-20.
- Robinson, P.E. og Flatraaker, D.-I. (1995): «Inntekter, kostnader og prissetting i betalingsformidlingen». *Penger og Kreditt 1995/2*, s. 96-107.

Det norske verdipapirmarkedets konkurransesituasjon

Sindre Weme¹

Markedet for finansielle tjenester har i økende grad blitt internasjonalisert gjennom deregulering, teknologisk utvikling, institusjonalisering av sparingen, økt internasjonal handel, økt internasjonal porteføljeallokering og etableringer over landegrensene. Alle disse faktorene påvirker det norske verdipapirmarkedets konkurransesituasjon. I denne artikkelen blir utviklingen i disse faktorene vurdert og knyttet til den samlede utvikling i det norske verdipapirmarkedet, og konsekvenser trekkes frem.

Et konkurransedyktig verdipapirmarked er her definert som et marked som oppfyller kundenes forventninger og krav til markedet på en like god måte som de markeder kundene ellers kunne benyttet. Krav til markedsplassen vil være likviditet, kostnadseffektivitet, hurtighet, fleksibilitet, serviceorientering og markedsregler som sikrer alle interessenter like vilkår. Kundene er investorer, utstedere og meglere, men også andre som har interesse av et effektivt verdipapirmarked.

Det gis først en kort beskrivelse av produkter og institusjoner i det norske verdipapirmarkedet. Deretter ses det på myndighetenes rolle i organiseringen, og årsaker til Norges Banks interesse. Hovedtemaet er den økende konkurransen mellom markedsplasser, med fokus på Europa. De viktigste forhold som påvirker konkurransen mellom markedsplasser, gjennomgås og knyttes til det norske verdipapirmarkedet. Det ses spesielt på konsekvenser for aktørene på Oslo Børs. I lys av beskrivelsen av markedsplassene i Europa, og utviklingen ved Oslo Børs spesielt gjøres det avslutningsvis noen betraktninger om den norske markedsplassens fremtid.

Det norske verdipapirmarkedet

Produkter

Verdipapirmarkedet i Norge kan deles inn i markeder for egenkapital, gjeld og derivater. Egenkapitalmarkedet omfatter aksjer og grunnfondsbevis. Gjelds-markedet omfatter sertifikater og obligasjoner. Det børsnoterte derivatmarkedet

¹ Sindre Weme er kontorsjef i Avdeling for finansielle instrumenter og betalingssystemer i Norges Bank. En takk til Leif Eide, Gunnvald Grønvik og Thomas Svane Jacobsen for innspill og kommentarer i arbeidet med artikkelen.

er begrenset til standard finansielle derivater og standard kraftderivater. Standard derivatkontrakter har samme pålydende, faste oppgjør datoer, de omsettes over børs og de blir avvirket med sentral motpart. Eksistensen av en sentral motpart innebærer at de handlende kun trenger å vurdere kredittrisikoen knyttet til én motpart, da den sentrale motparten kjøper av alle selgere og selger til alle kjøpere.

Ved siden av det børsregulerte markedet eksisterer i samme tjenestespekter et tildels overlappende OTC²-marked. Rentefutures på Oslo Børs kan for eksempel sies å konkurrere med FRA-kontrakter.³ OTC-markeder konkurrerer i første rekke med derivathandel over børs. Utenombørs-markedet er som regel uten kostnader til clearing og det har fordelen av å kunne konstruere de kontrakter som til enhver tid etterspørres. Ulempene består i hovedsak av større kreditt- og likviditetsrisiko, samt mindre tilgjengelig informasjon om for eksempel kontraktens markedsverdi. Også en betydelig mengde aksjer omsettes aktivt i foretak som ikke er notert på børs. Videre kan gjeld omsettes utenom børs. Det er heller ikke uvanlig at store poster i børsnoterte foretak omsettes utenom børs.

Egenkapitalmarkedet er i fokus i diskusjonen om et utvidet internasjonalt samarbeid mellom børser. Konkurransesituasjonen i den børsnoterte delen av aksjemarkedet vil derfor få størst plass i den videre gjennomgang.

Tabell 1 gir en oversikt over omsetning og markedsverdi av børsnoterte egenkapitalinstrumenter og gjeldspapirer. Tabell 2 gir en oversikt over omsetningen i børsnoterte derivater målt ved underliggende verdi, det vil si kontraktens pålydende.

Tabell 1. Omsetning og markedsverdi for børsnoterte verdipapirer. Milliarder kroner.

Finansielt instrument	1997		31.10.1998	
	Omsetning	Markedsverdi	Omsetning	Markedsverdi
Egenkapital	341,1	490,3	277,4	449,0
Obligasjoner ekskl. repo ¹	1 215,3	385,8	973,0	418,4
Sertifikater ekskl. repo	304,1	46,4	173,7	43,7

¹ «Repo» står for repurchase agreement, eller gjenkjøpsavtale på norsk

Kilde: Oslo Børs.

² Over The Counter. Ikke-børsnotert marked for blant annet skreddersydde finansielle produkter som kan handles «over disk» i for eksempel banker.

³ FRA (Forward Rate Agreement) – fremtidig renteaftale. Rentefutures er også fremtidige renteaftaler.

Tabell 2. Omsetning av børsnoterte derivater målt ved underliggende verdi. Milliarder kroner.

Finansielt instrument	1997	30.09.1998
Egenkapitalderivater	95,0	60,1
Rentederivater	75,5	66,4
Kraftderivater	na	10,0*

Kilde: Oslo Børs og Nord Pool. *Tallet er per 31.10.1998.

Organisering av verdipapirmarkedet

Oslo Børs er den organiserte markedsplassen for egenkapital, gjeldsinstrumenter og finansderivater i Norge. Derivater knyttet til kraftomsetning er organisert under den felles nordiske kraftbørsen Nord Pool ASA. Størstedelen av omsetningen i norske verdipapirer blir oppgjort og registrert i Verdipapirsentralen (VPS). Registreringen omfatter blant annet eierforhold til aksjer, sertifikater, obligasjoner og rapportering til myndighetene. Dette gjelder også i stor grad for handler som foretas utenom børs, da VPS i de fleste tilfelle vil være rettighetsregister også for slike transaksjoner. Utenlandske selskaper vil ofte ha registrert bare en del av sin aksjekapital i VPS. Norsk Oppgjørssentral (NOS) er sentral motpart i derivathandelen med opsjoner og futures. NOS sikrer seg mot motpartsrisiko ved å kreve at de handlende stiller sikkerhet for en viss andel av kontraktens pålydende. Ved endringer i markedsf forholdene til ugunst for den handlende krever NOS at sikkerheten økes, hvis så ikke skjer vil NOS inngå en motsatt kontrakt i markedet for å dekke inn sin posisjon. Oslo Børs, VPS og NOS er alle selvstendige institusjoner, organisert og regulert på ulike måter, men de søker mot et tett samarbeid.

Begrepet «verdipapirkjeden» blir ofte brukt. Verdipapirkjeden defineres som: «Den transaksjonskjede som foregår fra en investor har lagt inn en ordre, til transaksjonen er registrert i VPS og oppgjør har funnet sted.» Innenfor verdipapirkjeden påvirkes kostnader og effektivitet av transaksjonsvolum og organisering. For å få frem de totale kostnadene bør kostnadene i meglerapparatet også inngå. Disse kostnadene kan for eksempel påvirkes gjennom markedets organisering og tilgjengelighet.

Det er også noe samarbeid mellom de norske institusjonene i verdipapirkjeden og tilsvarende institusjoner i Norden. Oslo Børs og NOS samarbeider med Stockholm Fondsbørs og den svenske Options Marknaden gjennom LEC (Linked Exchanges – sammenkoblede børser) slik at norske derivater kan handles i det svenske markedet og vice versa. Det er også etablert en forbindelse til markedet i London. LEC-samarbeidet inkluderer integrering av ordrebøker. Dette har ikke vært vanlig i lignende samarbeidsprosjekter på tvers av landegrensene. VPS er sammen med verdipapirsentralene i Danmark og Sverige i gang med et

forprosjekt om et mulig felles oppgjørs- og avviklingsystem for verdipapiroppgjøret i de tre land⁴.

Myndighetenes og Norges Banks rolle i verdipapirmarkedet

Velfungerende finansmarkeder er en viktig del av samfunnsøkonomien. De bidrar til å omfordele sparing og risiko samt til å kanalisere kapital til de presumptivt mest lønnsomme investeringsprosjektene. Effektive aksjemarkeder kan også gi eierne bedre kontroll med virksomheten de eier ved at verdien av selskapene, og dermed ledelsen av dem, kontinuerlig blir vurdert i markedet (corporate governance). Myndighetenes fremste oppgave er å tilrettelegge lover og regler som gir best mulige forutsetninger for et velfungerende finansmarked. En effektiv organisering av verdipapirmarkedene er også viktig for å sikre et velfungerende finansielt system.

Det er viktig at verdipapirmarkedet er organisert slik at aktører og samfunnet for øvrig får tillit til markedet. Et tilsyn tuftet på internasjonale standarder for markedsovervåking og på effektiv disiplinering av markedsdeltakerne er av stor betydning for både aktørene og den allmene aksept av børsvirksomhet. Et slikt tilsyn bør i første rekke etableres av markeds plassens, ettersom det er den som i første omgang har nytte av det. Imidlertid tilsier den offentlige interesse for velfungerende markeder at markeds plassens igjen bør være underlagt offentlig tilsyn (det vil i Norge være tilsyn fra Kredittilsynet). Lovgivningen bør legge til rette for at markeds plassens interne regelverk og tilsyn kan utmeisles klart i henhold til internasjonal standard. Lovgivningen bør videre understøtte en effektiv praktisering av regelverket, for eksempel med hensyn til effektive straffereaksjoner ved innsidehandel.

Viktige forutsetninger for et velfungerende verdipapirmarked er at:

1. Lover og regler er tilpasset på en slik måte at det ikke foreligger noen vesentlige hindringer for at en aktør skal kunne få adgang til markeds plassens.
2. Kunnskapen om finansielle produkter, produktutvikling og regelverk holder en høy internasjonal klasse. Spesielt viktig er det at markedet fungerer slik at det er lik informasjon og like muligheter for alle markedsaktører.
3. Transaksjonskostnadene for å få utført finansielle tjenester er internasjonalt konkurransedyktige.
4. Hele transaksjonskjeden holder høy internasjonal standard med hensyn på sikkerhet og effektivitet.

⁴ S4-samarbeidet (Scandinavian Securities Settlement System). Forprosjektet er planlagt avsluttet våren 1999.

Norges Banks oppgaver i og interesse for verdipapirmarkedet begrunnes i fire saksforhold:

Norges Bank er

- oppgjørsbank på pengesiden i verdipapir- og derivatoppgjøret.
- ansvarlig for gjennomføringen av pengepolitikken, herunder fastsettelse av renter for bankenes innskudd og lån i Norges Bank.
- agent for staten ved opptak av og markedspleie i statlige lån.
- rådgiver for regjeringen om økonomisk-politiske spørsmål, her inngår blant annet handelsregler for markedsplassen for verdipapirer.

Konkurransen mellom markedsplasser

Dereguleringen av kapitalmarkedene har åpnet for kapitalmobilitet over landegrensene og det er relativt lave terskler for etablering i andre lands finansmarkeder både direkte og fra eget hjemland. Dette har ført til at store internasjonale investorer i økende grad stiller krav til verdipapirmarkedene.

Institusjonelle investorer

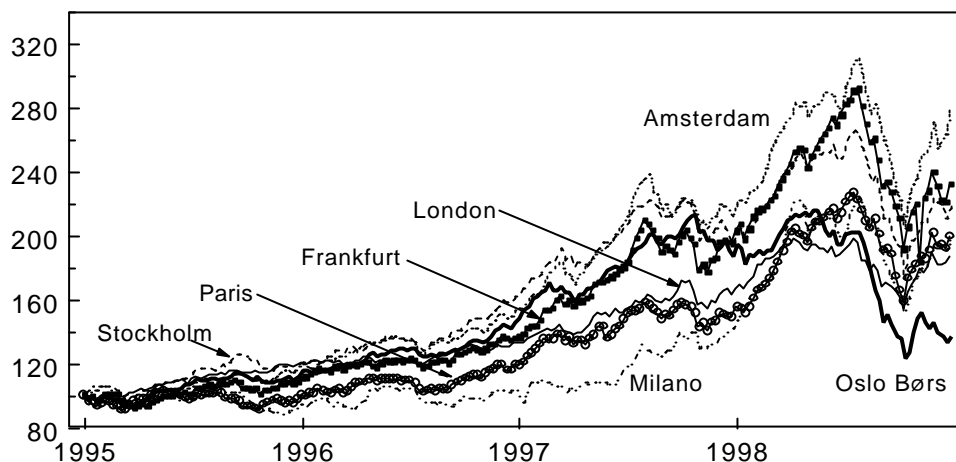
På investorsiden har utviklingen internasjonalt så vel som i Norge gått i retning av en større andel institusjonelle investorer. Dette skyldes at den individuelle finansielle sparingen i stadig større monn blir kanalisert via for eksempel forsikringsselskaper og ulike former for verdipapirfond.

Større kapitalmobilitet og voksende porteføljer har trolig bidratt til økt profesjonalisering blant institusjonelle investorer. De utnytter blant annet i stadig større grad den avkastnings-/risikofordel som ligger i diversifisering utenfor nasjonens grenser.

For det norske markedet medfører dette at store norske investorer plasserer en økende andel av sine midler utenlands, mens utenlandske investorer trer inn på den norske arenaen. Norge har imidlertid kun et par promille av markedskapitalisert verdi på verdens børser. Det kan derfor tenkes at internasjonale investorer ikke vil legge særlig vekt på å diversifisere seg inn i et så lite marked, spesielt ettersom det norske markedet i relativt høy grad følger utviklingen på andre vest-europeiske markeder, jf figur 1. Det skal imidlertid påpekes at korrelasjonene mellom det norske aksjemarkedet og EU-landenes er lavere enn innad i EU, jf tabell 3.

Det norske markedet er forholdsvis likvid i forhold til størrelsen på den norske økonomien, men relativt volatilt. Oslo Børs har også internasjonalt sett en lav gjennomsnittlig P/E (pris på en aksje i forhold til foretakets inntjening per aksje). Slik sett kan det for store investorer synes attraktivt å foreta små plasseringer med muligheter for god avkastning i det norske markedet. En marginal andel av et stort internasjonalt fond kan være en betydelig investering i det norske markedet.

Figur 1. Utviklingen i enkelte europeiske børsindekser. Uketall 1995:1 -1998:52, 1995=100



Kilde: Oslo Børs og Reuters

Tabell 3. Korrelasjonen mellom totalindeksene ved et utvalg av europeiske børser. Uketall 1995:1-1998:52.

	London	Frankfurt	Stockholm	Paris	Milano	Amsterdam	Oslo
London	1						
Frankfurt	0,978	1					
Stockholm	0,975	0,972	1				
Paris	0,964	0,988	0,950	1			
Milano	0,906	0,934	0,852	0,957	1		
Amsterdam	0,988	0,993	0,983	0,984	0,919	1	
Oslo	0,873	0,845	0,929	0,791	0,676	0,864	1

Kilde: Norges Bank.

Investeringsstrategier der det i hovedsak diversifiseres etter bransjespesifikke kriterier vil imidlertid kunne redusere betydningen av diversifisering mellom land, i det minste i relativt like og velutviklede markeder som de vest-europeiske. Dette er en sannsynlig strategiutvikling når foretakssektoren spesialiseres og i økende grad henvender seg til et globalt marked. Tendensen vil forsterkes av

harmoniserte regnskapsregler innenfor EØS-området som bidrar til at det lettere kan utarbeides analyser og sammenstillinger av likeartede foretak i ulike land under ulike jurisdiksjoner. På den annen side kan en slik utvikling skape større rom for nisjemarkeder, for eksempel for skipsfartsaksjer på Oslo Børs.

Et markant trekk ved institusjonaliseringen er den store veksten i kapital forvaltet av ulike typer verdipapirfond. Disse fondene har i Norge tatt en stadig større andel av en økende finansiell sparing. Verdipapirfondene eide litt under 8 prosent av alle aksjer, obligasjoner og sertifikater registrert i VPS per 30. juni 1998. Det er imidlertid fremdeles langt igjen før slike fond har like stor andel av sparingen som i USA og Storbritannia. Tendensen i USA er økende konsentrasjon innenfor fondsforvaltning, og en lignende utvikling kan komme i Europa. Få store forvaltningsselskaper er presumptivt i en enda bedre posisjon til å øve innflytelse på markedenes organisering enn mange mindre forvaltere.

Internasjonale utstedere

Internasjonalt har store foretak over lengre tid, men spesielt de siste årene, økt sin virksomhet til å omfatte mange lands markeder, slik at enkelte er engasjert i næringsvirksomhet på en tilnærmet global basis. Dette ser vi også i Norge. Her er det dessuten tradisjon for at også mindre foretak er internasjonalt rettet ved å ha en stor eksportandel. Slike foretak finnes særlig innen næringer som olje, fiskeri, treforedling, metallurgisk industri, skipsfart, verkstedindustri og høyteknologiske produkter. Økt internasjonalisering øker foretakenes incitament til å la sine verdipapirer notere på flere børser enn hjemmebørsen for å nå ut til bredere investorgrupper, synliggjøre seg selv i viktige markeder og øke likviditeten i egne verdipapirer. Større konkurranse mellom markedsplasser vil gjennom eiernes krav om at foretakene henter inn kapital mest mulig effektivt, kunne gi lavere kostnader ved å reise kapital.

Ny teknologi

Tradisjonelt har verdipapirer blitt omsatt i det land der utstederen var hjemmehørende. For noen år tilbake var det også vanlig at selv mindre land hadde flere markedsplasser. Den teknologiske utvikling har ført til at det er få, om noen, teknologiske skranker for lokaliseringen av en markedsplass i forhold til markedsaktørene. Flere børser har følgelig åpnet for medlemskap for verdipapirforetak (banker og meglere) som er fysisk lokalisert i et annet land, såkalte fjernmeglere. Stockholm Fondsbørs åpnet for fjernmeglere allerede 1. januar 1993.

Ny teknologi gir dessuten mulighet for større gjennomsliktighet, og lettere tilgjengelighet for eksempel via systemer basert på internett. Den har gjort det langt billigere å etablere konkurrerende virksomheter til de tradisjonelle børsene. Dette har ført til kostnadseffektive elektroniske markedsplasser og private handelssystemer (PTS – proprietary trading systems) utenfor børsene. PTS-systemer med kapasitet til å håndtere all egenkapitalhandel i Storbritannia sies å kunne utvikles fullt operativt for under 10 millioner USD. I disse systemene kan inves-

torene handle direkte uten å gå veien om meglere. PTS-systemer er i første rekke utbredt i USA, og øker fra et beskjedent nivå i Europa. Det er også grunn til å anta at slike systemer øker konkurransen mellom tradisjonelle børser.

I USA sto PTS-systemer ved inngangen til 1998 for 10 prosent av all egenkapitalhandel. Økt betydning av PTS-systemer aktualiserer også problemstillinger som hva som skal defineres som PTS-systemer, konkurransesituasjonen i forhold til etablerte børser og om eller hvordan PTS-systemer skal reguleres.

Børsmedlemskap for investorer

Internasjonale investorer bygger i økende grad opp selvstendige analysemiljøer og de etablerer tettere relasjoner til utstederne. Betydelige deler av handelen til disse investorene foregår direkte med utstederne uten å gå veien om markedsplass eller mellommenn. Dette kan gjøre det lettere å gjennomføre store transaksjoner uten at en i samme grad som ved handel over børs risikerer «å få markedet mot seg». Direkte handel medfører også reduserte transaksjonskostnader. I USA anvender nesten alle de største investorene PTS-systemer i deler av sin virksomhet. Direkte handel i stort monn blant de største investorene vil redusere inntektene i meglerbransjen og likviditeten på de tradisjonelle børsene, i den grad handelen foregår utenom børs. For infrastruktur og likviditet kan det således synes fordelaktig om store investorer gis anledning til å handle direkte på de eksisterende børsene.

Investorer som i første rekke kan vurderes for direkte tilgang til børser, er foretak som forsikringsselskaper, pensjonsfond, verdipapirfond og andre større investorer. Direkte investortilgang til børser vil trolig forsterke konkurransen i meglerbransjen, senke transaksjonskostnadene og øke likviditeten. I Sverige er det foreslått en lovendring som innebærer at Stockholm Fondsbørs kan gi medlemskap til andre enn verdipapirforetak⁵. Dette vil typisk være aktuelt for institusjonelle investorer og store foretak med solid kapitalbase.

Euro

EU-samarbeidet har trolig redusert betydningen av landrisiko i EU-området. Det er allerede stor samvariasjon mellom børsene i EU, jf figur 1, og innføringen av euro vil trolig føre til at gevinstene ved diversifisering mellom EU-land blir ytterligere redusert.

Det indre europeiske marked og innføringen av euro vil på sikt trolig medføre en tettere integrasjon mellom markedsplassene i Europa. En står da overfor muligheten av at en eller noen få intereuropeiske børser noterer Europas største og mest likvide verdipapirer i euro. I første omgang antas dette å være mest aktuelt for notering av store private lån, og statlige lån som er lagt ut av stater innenfor euro-området. Slike utstedere er i privat sektor foreløpig nærmest fraværende i Norge. En intereuropeisk børs vil være attraktiv for store utstedere og investorer

⁵ Regjeringskansellet, Finansdepartementet, «Förstärkt tillsyn över börser», Ds 1997:40.

som søker eksponering mot Europa. Det bør imidlertid påpekes at en børs som får en for dominerende stilling kan være mindre villig til å tilpasse seg brukernes krav, og i prisingen kan det oppstå fare for at børsen utnytter den svekkede konkurransen.

Kostnader og likviditet

En kritisk forutsetning for at markedsplassen skal tiltrekke seg aktørenes interesse, er at den har god likviditet i bredde og dybde. Med dette menes det at markedsplassen må notere et tilfredstillende spekter av verdipapirer og tilhørende derivater (bredde), og at markedet må kunne håndtere relativt store transaksjoner i enkeltpapirer uten at det påvirker prisingen i særlig grad (dybde). Investors interesse påvirkes også av markedsreguleringen og markedets gjennomsiktighet. God markedsregulering vil for eksempel redusere faren for innsidehandel. Investorinteressene kan i noen grad være motstridende. En stor investor kan for eksempel foretrekke at informasjon om inngåtte handler blir rapportert til markedet med en forsinkelse, mens mindre investorer kan foretrekke umiddelbar rapportering.

I et Europa med stor grad av integrasjon mellom markedsplassene og økte brukerforventninger, vil krav om konkurransedyktige børsregler, likviditet, markedsbredde og kostnadseffektivitet tvinge seg frem. Det innebærer at det vil bli meget viktig å oppnå et regningssvarende volum på omsetningen. Det kreves også kostnadseffektiv organisering, noe som trolig vil innebære tett integrasjon mellom alle enhetene i verdipapirkjeden. Utviklingen synes å gå i retning av at samtlige ledd i transaksjonskjeden, fra selgende investor initierer et salg til han har mottatt oppgjør og verdipapirerene er kreditert kjøpers konto, skal kunne prosesseres i ett og samme system eller i systemer som enkelt kommuniserer med hverandre, STP⁶. Et slikt system er blant annet etablert i Tyskland, Nederland og Sveits.

I dette nye konkurranseklimaet vil trolig investorer og utstedere sette diversifisering, likviditet og kostnader i fokus. Kostnader er både alle direkte kostnader gjennom hele verdipapirkjeden og indirekte kostnader som følge av for eksempel et lite likvid marked. I tillegg kommer kostnader ved oppgjør og levering av verdipapirer, samt risiki knyttet til dette. I denne sammenheng vil det i økende grad være viktig med former for STP, DVP⁷, og klare regler for motregning og endelig oppgjør (også i konkurs). Stort omsetningsvolum er trolig en forutsetning for at kravene til kostnadseffektivitet skal kunne innfris.

⁶ STP står for «Straight-Through Processing» og innebærer at transaksjonen kun registreres en gang og deretter blir elektronisk videreført til de nødvendige ledd i verdipapirkjeden slik at oppgjør og levering finner sted.

⁷ DVP står for «Delivery Versus Payment» og innebærer at betaling av penger skjer samtidig med overlevering av verdipapirer. Det reduserer oppgjørskrisikoen dramatisk.

Samarbeid mellom børser

Liberaliserte finansmarkeder, velutviklet informasjonsteknologi, profesjonelle og i betydelig grad internasjonale investorer og utstedere har ført til økt internasjonalisering av markedsplassene. Det gir økt konkurranse, som fordrer at man har regler på linje med konkurrentene, godt utviklet teknologi og konkurranse-dyktige priser.

I USA består markedet i all hovedsak av to børser. I Europa har samarbeidet mellom børser i særlig grad blitt aktualisert det siste året. Børsene i London og Frankfurt har inngått en samarbeidsavtale om å lage en felles handelsplattform for europeiske aksjer og en ny indeks for Europas 300 største selskap. Disse har også sammen med børsene i Paris, Milano, Amsterdam, Brussel, Madrid og Zürich ført samtaler om et felles europeisk aksjemarked. Børsene i København og Stockholm har inngått avtale om et felles handelssystem, også Finland og Norge er invitert til å delta i dette. Det har videre i noen tid vært arbeidet med et børssamarbeid for såkalte vekstaksjer mellom Tyskland, Frankrike, Belgia og Nederland. I september 1998 ble det inngått et samarbeid mellom den tyske og sveitsiske derivatbørsen, Eurex. Et lignende samarbeid er i emning mellom enkelte sør-europeiske land. Det er videre mange som mener at den teknologiske utvikling vil føre til en ytterligere konsolidering blant derivatbørsene.

Oslo Børs

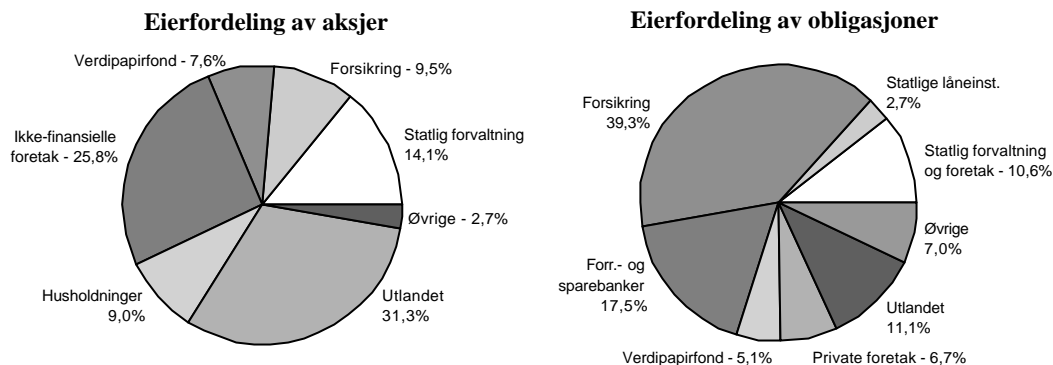
Forholdene som er beskrevet foran, har vist seg internasjonalt over noen tid. De vil også etter hvert påvirke markedsplassen for norske verdipapirer. Av de samarbeidsavtaler som er inngått mellom børser i Europa, er trolig avtalen mellom børsene i København og Stockholm den viktigste for Oslo Børs.

Verdipapirkjeden i flere andre land, blant annet i Sverige og Danmark, har også vært gjenstand for inngående vurderinger med tanke på restrukturering. Flere av de samme forhold som er tatt opp i Norge har også vært aktuelle i disse land. Av de nordiske børsene er det kun Oslo Børs som ikke er organisert som aksjeselskap. Organisering av børsen som stiftelse har av enkelte markedsdeltakere blitt sett på som lite gunstig. Børslovutvalget har i sin innstilling foreslått at norske børser skal kunne velge mellom stiftelsesformen og offentlig aksjeselskap.

Investorene

Investorene ved Oslo Børs kan deles inn i gruppene institusjonelle investorer, foretak og privatpersoner. Institusjonelle investorer omfatter både inn- og utlendinger. I hovedsak gjelder dette verdipapirforetak, livsforsikring, skadeforsikring, verdipapirfond og pensjonskasser. Foretakene er også både inn- og utlendinger, men investeringene foretakene gjør i aksjemarkedet er gjerne av strategisk karakter, og markedsplassen antas å ha mindre betydning for denne type investeringer. I fortsettelsen fokuseres det derfor på institusjonelle investorers

Figur 2: Eierstruktur i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet per 30.06.98.



Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank.

behov. Markedsplassen for handel i rentemarkedet antas å ha like stor betydning for foretakssektoren som for andre investorer.

Et stort antall utenlandske investorer ser på Skandinavia som ett marked. Utenlandske investorer har gitt uttrykk for at det svenske markedet ut fra handelssystem, regelverk (bedre innsyn), likviditet, dybde og priser i verdipapirkjeden (i første rekke meglerkostnadene) foretrekkes fremfor det norske når en ønsker eksponering mot Skandinavia. Dette kan for eksempel gi seg utslag i at investor foretrekker svenske treforedlingsaksjer fremfor norske. Påliteligheten i slike utsagn er diskutabel, særlig sett i lys av at Oslo Børs med 32 prosent utenlandske eiere per utgangen av november 1998 har den største andelen av utenlandske investorer i Skandinavia. Det nye handelssystemet ved Oslo Børs vil også øke gjennomsiktigheten i markedet og tilrettelegge for økt konkurranse mellom meglere. Dette imøtekommer noen av de innvendinger som er reist mot det norske markedet.

Det har blant annet i forbindelse med innføring av nye handelsregler ved Oslo Børs blitt hevdet at børsens største svakhet er at markedet har liten bredde og dybde. Investorene ønsker fullt innsyn i ordreboka⁸ på lik linje med meglere. Ikke overraskende står dette i et motsetningsforhold til de fleste meglers syn om begrenset investoradgang til ordreboka. Investorene får i hovedsak gjennomslag for sitt syn om bedre gjennomsiktighet i det nye handelssystemet. Dette kan bidra til et mer likvid marked. Det er også viktig for investorene at Oslo Børs har en tilfredsstillende tilsynsrolle og gode sanksjonsmuligheter mot brudd på handelsreglene. Det kan videre være nyttig med standardiserte børsnoteringsavtaler for alle selskaper. Fra mange hold er det også blitt uttalt at Oslo Børs burde være

⁸ I ordreboka framkommer volumet av alle innmeldte kjøps- og salgsinteresser på de ulike priser.

mer aktiv i å skaffe seg alliansepartnere i et Europa hvor infrastrukturen i verdipapirmarkedet er i endring.

Meglerne

Meglerapparatets effektivitet er en annen viktig side ved verdipapirhandel. Meglerkursasjen har de siste år vært under press både i Norge og internasjonalt. Det synes imidlertid som om kurtasjesatsene i Norge fremdeles ligger over det man finner for eksempel i Sverige, men det utarbeides ikke statistikk over kurtasjesatser for ulike investorgrupper, og det er derfor vanskelig å verifisere dette. Det ventes reduserte kurtasjesatser for handel på Oslo Børs blant annet som følge av et nytt handelssystem som i praksis gjør det mulig å knytte til seg fjermedlemmer. Det nye handelssystemet settes i drift på nyåret 1999. Det ventes ytterligere reduksjon i kurtasjesatsene hvis utviklingen går i retning av større markedsplasser med større konkurranse blant meglerne og færre muligheter for å dominere handelen i enkeltpapirer. Utviklingen fremover vil trolig også innebære mer handel over internettbaserte systemer⁹.

Det er grunn til å anta at en utvikling i retning av økt gjennomsiktighet, direkte handel og internasjonalt samarbeid vil svekke den stilling meglerne fremdeles i stor grad har opprettholdt ved Oslo Børs. Stillingen antas i første rekke svekket på grunn av mer konkurranse om oppdragene og et økende antall store investorer som vil gjøre en større andel av sin handel utenom meglerne. En annen sak er at meglerapparatet, som leverandør av analyser om norske foretak, nok fortsatt må antas å ha et konkurransefortrinn, men at meglerne i økende grad må etablere seg i utenlandske markeder for å knytte kunder til aksjer i de største norske foretakene. Etableringer i utlandet av norske meglere kan også bety at meglerne kan bli en faktor i den økte internasjonaliseringen ved å trekke med seg investorer og utstedere utenlands. Dette kan samtidig være en kilde til økte forretninger for de meglere som best tilpasser seg endrede rammebetingelser.

Utstederne

Utstederne i det norske verdipapirmarkedet består av norske finansielle og ikke-finansielle foretak, staten, kommuner og enkelte utenlandske foretak. Mange av de utenlandske foretakene er i skipsfarts- og offshorebransjen. Ut fra debatten om integreringen av verdipapirmarkedene i Europa antas det at effektivitet, tillitvekkende drift, høy likviditet, lave noteringsavgifter og lave kapitalutvidelsesavgifter vil være kriterier som kanskje oppveier nasjonale preferanser ved valg av markeds plass. Det kan også være slik at et effektivt nasjonalt verdipapirmarked er viktigere for de mindre utstederne, da notering ved internasjonale børser kanskje ikke vil være oppnåelig, eller for kostbart, for dem.

Notering av verdipapirer på en annen børs enn hjemlandet innebærer eksponering til nye investorgrupper, og er samtidig ofte en betydelig effektivisering og

⁹ Norske aksjer kan kjøpes via internett gjennom enkelte norske og svenske tilbydere.

kostnadsreduksjon for utenlandske investorer i handelen med disse papirene. Dette bedrer papirenes likviditet, som igjen gjør det billigere og dermed mer attraktivt å holde dem. Likviditeten i papirer som er listet i ulike tidssoner kan også øke som følge av at handelen ikke begrenses til åpningstida til en markeds-plass. Utstedere med notering i flere markeder kan diversifisere sine kapital-kilder. Ved dette vil de sannsynligvis være i stand til å redusere kapitalkostnadene, og det blir økte muligheter for å emittere kapital i ønsket omfang. Store foretak som er avhengig av dype kapitalmarkeder ved aksjeemisjoner og låneprogram-mer, vil ha størst nytte av notering i flere markeder.

Det er imidlertid ikke selvsagt at kostnader, størrelse og likviditet er de eneste faktorer et foretak vil vurdere ved valg av markeds plass. Eksempelvis har uten-landske foretak på Oslo Børs i første rekke vært skipsfartsforetak. Dette kan tyde på at internasjonal størrelse og kompetanse innen den bransje foretaket tilhører også har innvirkning på et foretaks valg av markeds plass. Slik sett er det mulig at også mindre børser kan være attraktive internasjonalt hvis de opererer i spesielle nisjer. Nisjer som kan være attraktive for den nasjonale markeds plassen skapes trolig av landets samlede fagmiljø innenfor nisjen. Nisjemarkeder kan således neppe opparbeides av markeds plassen alene, men vil være avhengig av tilstøtende faktorer, som for eksempel analysekompetanse i meglerforetakene.

Mellomstore og mindre børsnoterte foretak, småinvestorer og meglerapparatet må bære de økte kostnadene ved redusert omsetning hvis de største foretakene velger en annen markeds plass enn Oslo Børs. Hvis omsetningssvikten blir så alvorlig at det blir problematisk å opprettholde et effektivt marked for de aktører som ikke er store nok til å noteres utenlands, vil det kunne føre til at store deler av næringslivet ikke kan finansiere seg like gunstig som med et velfungerende nasjo-nalt verdipapirmarked. Foretak som må basere seg på en innenlandsk investorbase, vil også kunne få det vanskeligere hvis deler av innenlandsk kapital investeres i utlandet, uten at en tilsvarende andel utenlandsk kapital investeres i Norge.

Utstedere av likvide verdipapirer og store investorer vil i stor grad ha sam-menfallende interesser i markeds plassens organisering og virkemåte. For eksem-pel vil utstedere og investorer legge stor vekt på klare regler og lik tilgang på samtidig informasjon for alle markeds deltakerne. Slik kan markeds plassens øm-dømme påvirke dens evne til å formidle kapital til næringslivet. De største fore-takene vil sannsynligvis klare seg bra uten en innenlandsk markeds plass, men de fleste vil samtidig være avhengige av det innenlandske markedet. I dette per-spektivet er det en klar fordel for store deler av det norske næringslivet å ha en konkurransedyktig nasjonal markeds plass.

Den norske markeds plassens fremtid

Internasjonale investorer som opererer med store volum vil vektlegge at de kan handle likvide aksjer i foretak med stor utestående aksjekapital, slik at prisingen ikke blir vesentlig forstyrret som følge av egne disposisjoner. Dette vil isolert sett favorisere store og likvide markeder. På den annen side har institusjonelle investorer et kontinuerlig press om størst mulig avkastning. Den største avkast-

ningen oppnås ofte i mindre likvide markeder, og mange store investorer plasserer derfor mindre deler av porteføljen i eksempelvis foretak som ikke er børsnotert, fremvoksende markeder og obligasjoner med høy avkastning og risiko. Investeringer i slike markeder utgjør som oftest en liten andel av investorens totale portefølje, men det kan være store beløp absolutt sett. Det kan ikke utelukkes at Oslo Børs har tiltrukket seg betydelige utenlandske investeringer, også i de mindre børsnoterte foretakene, fordi investorene har sett det norske markedet som «eksotisk» med muligheter for høy avkastning.

Oslo Børs har gjennom flere år levd med at store norske foretak har vært notert i flere markeder, der London-børsen har vært det viktigste markedet. Oslo Børs har likevel opprettholdt en betydelig andel av omsetningen i de aksjer som også har vært notert i utlandet. Hvis man holder tritt med utviklingen og dermed beholder status som en konkurransedyktig markeds plass, bør Oslo Børs fremdeles ha muligheter for å håndtere en betydelig andel av handelen i selv de største norske foretakene. Utenlandske børser har imidlertid gjennom flere år omsatt flere aksjer i noen av de største norske foretakene enn det som har vært omsatt over Oslo Børs. Omsetningsandelene ved Oslo Børs svinger noe fra år til år, og det er ingen stabil tendens til at Oslo Børs blir mer eller mindre viktig for store norske foretak. Det skal her nevnes at det er vanskelig å kartlegge utviklingen eksakt da tilgjengeligheten til statistikk ikke har vært uttømmende, men sporadisk og uoffisiell.

Lokal analysekompetanse og forbedring av den lokale verdipapirkjedens konkurransekraft som svar på fremstøt fra andre markeder kan være mulige forklaringsfaktorer til at Oslo Børs har holdt stand i konkurransen om de største foretakene. Den norske verdipapirkjedens konkurransekraft vil sannsynligvis avhenge betydelig av at den har noenlunde samme kostnader som konkurrerende markeder. Regionalt samarbeid mellom små børser som de nordiske kan slik sett være en mulighet for å oppnå et volum som sikrer kostnadseffektiv drift.

Hvis den norske verdipapirkjeden ikke holder tilstrekkelig internasjonal standard, kan det medføre at en stor del av omsetningen i de største selskapene overtas av utenlandske børser. Da vil likviditeten ved Oslo Børs svekkes, slik at evnen til å betjene de mindre foretakene blir dårligere. Redusert omsetningsvolum vil trolig medføre større «spread»,¹⁰ og på sikt mindre effektive systemer og dyrere transaksjoner. Kostnadene ved å drive børsen må da fordeles på færre interessenter, og det er således mulig at en kan komme inn i en ond sirkel med stadig dårligere likviditet og høyere transaksjonskostnader. Dette kan sammen med redusert investorfokus føre til at mindre norske utstedere, som ikke har mulighet til å bli notert på større utenlandske markeder, blir skadelidende.

Store foretak og de mest attraktive rentepapirene vil sannsynligvis lettest trekke mot de markeds plasser som kan tilby størst likviditet og kostnadseffektivitet. Som en illustrasjon av størrelsesfordelingen på Oslo Børs kan det nevnes at de 25 største av 228 foretak sto for 69,1 prosent av markedsverdien, og 72,1 prosent av omsetningen i juni 1998.

¹⁰ «Spread» betegner avstanden mellom kjøps- og salgskurs.

En omorganisering og effektivisering av verdipapirkjeden kan innbefatte både en sammenslåing av dagens institusjoner til én organisasjon og et enda tettere samarbeide. Ved vurdering av omorganiseringer i verdipapirkjeden vil det også være naturlig å vurdere et utvidet samarbeid med andre børser. Den internasjonale konkurransen om likviditeten kommer trolig til å øke, og et betydelig volum vil sannsynligvis være en meget viktig forutsetning for å nå opp i konkurransen. Dette kan medføre at man kun får et svært begrenset antall børser i Europa som handler i de mest likvide aksje- og rentepapirene. I tillegg må det forventes at regionale børser for mindre foretak lever i en sameksistens, kanskje tett samarbeid, med en av de store børsene. Innføringen av euro vil trolig sette fart i denne utviklingen.

Avsluttende kommentarer

Konkurransen mellom markedsplasser har forsterket seg kraftig etter dereguleringen av kapitalmarkedene. Verdipapirmarkeder verden over står overfor økt konkurranse gjennom avmonopolisering av områder som tidligere ble betraktet som en del av hver enkelt nasjonalstats infrastruktur. I Norge pågår en debatt om hvordan det norske verdipapirmarkedet, og særlig Oslo Børs, må innrettes for å kunne være konkurransedyktig for norske verdipapirer. I denne sammenheng har blant annet ideen om et nordisk børssamarbeid vært luftet. Markeds plassens konkurransedyktighet er imidlertid ikke avhengig av børsen alene, men også av pris, effektivitet og sikkerhet hva angår eierregistrering, avregning, oppgjør, derivatmarkedet og meglertjenester. Samspillet mellom de ulike institusjonene i verdipapirkjeden vil derfor være viktig for å sikre god effektivitet og lave totale kostnader. Børslovutvalget har i sitt arbeid drøftet organiseringsform for markedsplasser og tilknyttede spørsmål.

Oslo Børs har vært den tradisjonelle markedsplassen for norske verdipapirer. Fra slutten av 1980-tallet har det vært en tendens til at de største og mest likvide norske foretakene også har notert seg på utenlandske børser, først og fremst i London. London-omsetningen i norske aksjer utgjør en betydelig andel av de aktuelle foretakenes omsetning ved Oslo Børs. Norsk Hydro har de siste årene vært til dels betydelig mer omsatt i London enn i Oslo. Store deler av denne omsetningen finner sannsynligvis sted mellom utlendinger. Stockholm Fondsbørs har også uttrykt at de har som mål å være en markedsplass for skandinaviske aksjer. De vil da kunne representere en betydelig økning i konkurransen for Oslo Børs.

På eierregistreringssiden er det ikke konkurranse, da VPS har et legalt monopol på disse tjenestene (registreringsplikt). VPS vil imidlertid kunne møte økt konkurranse på oppgjørssiden ved økt grensekryssende handel. Det er en trend i retning av globale depotinstitusjoner, og Euroclear¹¹ har allerede oppnådd en sterk stilling i det europeiske obligasjonsmarkedet. Grenseoverskridende handel

¹¹ Euroclear er en internasjonal clearing- og depotinstitusjon som registrerer og avvikler handler i mange lands verdipapirer (fra 1998 også aksjer). Investorenes konti i Euroclear er et speilbilde av Euroclears såkalte omnibus-konti (samlekonti for mange investorer) i de nasjonale verdipapirsentraler. Euroclear er etablert i Belgia under belgisk jurisdiksjon.

vil også gjøre det viktigere å være tilknyttet internasjonale systemer for avvikling av verdipapirhandel, for eksempel har den danske verdipapirsentralen (VP) allerede etablert en forbindelse til Euroclear. Den svenske verdipapirsentralen (VPC) og VP har også innledet et samarbeid om utvikling og mulig drift av et felles oppgjørs- og avviklingssystem, kalt S4 (Scandinavian Securities Settlement System). VPS har også trådt inn i dette samarbeidet, og de nordiske verdipapirsentralene skal i løpet av våren 1999 legge frem en innstilling om et felles avviklingssystem for verdipapirhandelen i de nordiske landene.

Det standardiserte derivatmarkedet i Norge er foreløpig svært lite, men her er den første kimen til et nordisk børssamarbeid sådd med LEC. Den børsbaserte derivathandelen i Norge konkurrerer i første rekke med OTC-produkter. Samarbeid med svenskene og muligheter for i fremtiden å «clear» produkter som hittil bare har vært omsatt i OTC-markedet, som for eksempel FRAer, kan øke mulighetene for å oppnå kostnadseffektivitet i det børsnoteerte derivatmarkedet. Videre vil det være interessant å observere utviklingen i kraftderivatmarkedet. NOS' evne til å betjene dette markedet på konkurransedyktig vis kan bli en viktig faktor for å nå kritisk volum. Elektrisk kraft er også generelt et område hvor norsk næringsliv har spisskompetanse, og det kan slik sett være muligheter for å skape et attraktivt nisjemarked for clearing av kraftderivater i Norge.

God kvalitet antas å være en nødvendighet for hele verdipapirkjeden, og konkurranseevnen vil trolig først og fremst være prisavhengig gitt en tilfredsstillende kvalitet. Konkurransedyktighet på pris fordrer et visst minstevolum og i et slikt scenario kan det i en tid med store krav til systemer og kontinuerlig tilpasning være vanskelig å stå alene i et lite marked.

Rammer for internasjonal økonomi – kapitalmobilitet og «arkitektur»

Audun Grønn ¹

Denne artikkelen søker å belyse hvorledes det internasjonale økonomiske system funksjonerer ved årtusenskiftet. Etter et halvt århundre med en unik økonomisk velstandsøkning, står verdensøkonomien overfor nye utfordringer. Artikkelen tar opp problemstillinger knyttet til globale markeder, betydningen av kapitalmobilitet med dens fordeler og ulemper, og hvordan skape en styrket «arkitektur» for kapitalmarkedene og det internasjonale monetære system. Med «arkitektur» menes her de rammebetingelser som aktørene i finansmarkedene står overfor i sin virksomhet. Det konkluderes med at fokus må legges på et langsiktig og målrettet arbeid på bred front fremfor å satse på kortsiktige snarveier, for over tid å øke stabiliteten i og høste fordeler fra et liberalt kapitalregime.

1 Globale markeder – et modernisert økonomisk-politisk regime

Den siste fjerdedelen av det 20. århundre har sett en formidabel evolusjon – for ikke å si en revolusjon – av det globale økonomisk-politiske regimet. For det første ledet erfaringene fra den økonomiske utvikling til en endring i det økonomisk-politiske grunnsynet. Filosofien gikk i retning av å legge større vekt på å utvikle godt fungerende markeder for å nå mål om vekst og velstand. Dette kan kalles en «markedsrevolusjon». For det annet ledet akselererende endringer i teknologi og informasjonsmuligheter til utvikling av mer sofistikerte finansielle instrumenter. Dette kan kalles en «finansiell revolusjon». Det kan sies at det er bygget opp en modernisert og mer omfattende utgave av det frie kapitalregime som fantes under den internasjonale gullstandarden i tiden før første verdenskrig, og som ble brutt opp gjennom økonomisk uro og reguleringer i mellomkrigstiden.

Utviklingstrekkene i det siste kvarte århundre har ført til en større grad av integrasjon og globalisering av markeder gjennom liberalisering av nasjonale økonomier og reduksjon av barrierer mellom landegrensene. Det har gitt opphav til en kraftig økning i omsetning og bruttostrømmer av valuta og kapital. Samtidig er stadig nye land fra verdensdeler utenfor de tradisjonelle industrilandene blitt integrert i det internasjonale handels- og betalingssystemet. Globaliseringen har økt hurtig.

¹ Audun Grønn er statistikkdirektør i Norges Bank. Fram til 15. desember 1998 var han internasjonal direktør i banken.

Det kan hevdes at de internasjonale kapitalmarkedene «skiftet gir» i annen halvpart av 1990-årene. Mexico-krisen i 1995 og Asia-krisen i 1997–98 utviste visse nye trekk i forhold til tidligere betalingsbalansekriser. Land som hadde nytt godt av internasjonal kapitalinngang ble plutselig utsatt for kraftige endringer i markedssynet, med kapitalutgang og finansiell uro som følge. Dette ledet til både valutakursnedgang og økonomisk nedgang. Hovedproblemet var ikke store underskudd på statsbudsjettene, som ofte var årsaken til betalingsbalansevansker tidligere, men store og hurtige svingninger i kapitalstrømmene overfor privat sektor. Dette siste gikk sammen med finanssektorer som var sårbare overfor slike skift, blant annet som følge av utilstrekkelig tilsyn og svake risikostyringsmekanismer. Disse krisene er gjerne blitt kalt de første av «det 21. århundres finanskriser».

Den store kapitalflyten, global integrasjon, problemer i finansielle sektorer og konsekvensene av dette for realøkonomien, har satt spørsmålet om hvordan rammene for internasjonal økonomi bør utformes høyt på den økonomisk-politiske dagsorden. Sammenhengene mellom kapitalbevegelser og vekst, kriser og stabilitet, har aksentuert diskusjonen om hvordan uro og turbulens kan avverges eller håndteres. I lys av dette har arbeidet med «styrking av arkitekturen for det internasjonale monetære system» sprunget ut. Før vi kommer inn på hva dette arbeidet går ut på, vil vi se nærmere på fordeler og ulemper ved kapitalmobilitet.

2 Betydning av kapitalmobilitet – fordeler og ulemper

Finanskriser er ikke noe nytt fenomen. Både tidligere i det 20. århundre og i det 19. århundre har dette vært et kjent problem. Finansielle ubalanser ledet til tillitsvikt og panikk med påfølgende kriser.

Fri kapitalmobilitet skaper både fordeler og ulemper. Generelt letter fri kapitalmobilitet lands integrasjon i det internasjonale handels- og betalingsystemet, og gjennom det en bedre utnyttelse av landenes komparative fortrinn. Samtidig blir landene nærmere knyttet til hverandre og blir mer sårbare overfor spredning av ulike typer eksterne sjokk.

Hva er fordelene ved fri kapitalmobilitet?

Fra økonomisk teori lærer en i første rekke at eksistensen av kapitalmarkeder muliggjør en frikobling mellom inntektsskaping (produksjon) og inntektsanvendelse (forbruk og investeringer). Dette leder til en bedre utnyttelse av kapitalen mellom ulike økonomiske aktører, mellom regioner og land og i de enkelte land over tid. Full informasjon for markedsaktørene er her viktig. På et tidspunkt kan avkastningsmulighetene i et land være bedre enn i et annet land. Da vil mulighetene for inntektøkning være størst om kapitalen vender dit avkastningsmulighetene er størst. I et land kan inntektene variere over tid, for eksempel gjennom uttapping av naturressurser. Eksistensen av kapitalmarkeder muliggjør en omforming av illikvid formue til likvide fordringer plassert i verdipapirer i andre land.

Disse kan det trekkes på når inntektene reduseres. På denne måten muliggjør kapitalmarkedene en jevnere utvikling av realetterspørsel enn hva som ellers ville vært mulig.

For at vekst- og velferdsforbedringen av høy kapitalmobilitet skal realiseres, kreves det at kapitalallokeringen er i tråd med de grunnleggende relative avkastningsforhold i økonomiene, dvs at nye investeringer avspeiler den relative nytten eller lønnsomheten av ekstra kapital. Uten det vil kapitalstrømmene kunne representere sløsing med ressurser og lede til ødeleggende ustabilitet.

Det er en rekke andre fordeler ved fri kapitalmobilitet. For det første, dersom det er stordriftsfordeler i produksjonen, kan fri kapitalmobilitet være gunstig. Kapitaltilgang kan gjøre spesialisering lettere å gjennomføre. For det andre medfører en rekke investeringer, som infrastruktur og oppbygging av teknologi-basert kapital, positive eksternaliteter. Dvs de får positive økonomiske konsekvenser for annen virksomhet. Dersom fri kapitalmobilitet letter overføring og bruk av ny teknologi vil en styrking av det økonomiske grunnlaget for inntektsøkning være lettere å realisere. For det tredje kan integrerte kapitalmarkeder øke konkurransen generelt i økonomiene og spesielt i finansmarkedene. Det leder til mindre sløsing av ressurser.

Et siste sett av argumenter for fri kapitalmobilitet har med den enkelte økonomiske aktør å gjøre. For det første gir frie kapitalbevegelser økonomiske aktører større muligheter til å diversifisere risiko gjennom spredning av formuen. Dette gjør investorer mindre sårbare overfor negativ utvikling i et land. For det andre innebærer fri kapitalmobilitet valgfrihet for de økonomiske aktører. Aktørene kan foreta sine økonomiske disposisjoner uten å være underlagt unødige administrative eller byråkratiske beslutningsmekanismer utenfor deres innflytelse.

Hva er ulempene ved fri kapitalmobilitet?

Et problem med fri kapitalflyt er at markedsaktørene i realiteten står overfor ufullstendig informasjon og usikkerhet. Dette kan føre til at kapitalen ikke følger grunnleggende økonomiske avkastningsforhold. Både myndigheters politikk og markedsaktørers adferd spiller her en rolle.

Med fri kapitalmobilitet vil land være mer sårbare overfor økonomiske sjokk i andre land, for eksempel renteendringer. Generelt vil smitteeffekter fra andre land kunne bli sterkere med fri kapitalflyt. Dette kan blant annet tilskrives at markedsaktørene ikke har god nok informasjon til å differensiere tilstrekkelig mellom situasjonen i ulike land.

Mange investorer kan være preget av «flokkadferd». De dårlig informerte aktører følger flokken av andre investorer. Overfor plasseringsmuligheter i enkeltland kan dette dels lede til overdreven optimisme på gitte tidspunkter og dels til overdreven pessimisme på andre tidspunkter. Markedsaktørenes adferd kan dermed gi overdrevne utslag i kapitalbevegelsene. Det kan først bli for mye kapital, med overopphetning i økonomien og oppbygging av en finansiell boble. Deretter kan det bli for lite kapital, dersom påfølgende tillitssvikt fører likvid kapital bort. Det kan i sin tur lede til et finansielt kollaps, med negative realøkonomiske utslag.

Myndigheters bruk av ulike former for garantier – eksplisitte og implisitte – overfor de økonomiske aktører, kan forsterke investors og debitors svake vektlegging av risikostyring. De incentiver som omfattende bruk av garantier og svak risikostyring medfører, kan derfor føre til en adferd som forsterker finansielle bobler (stor kapitalinngang), volatilitet (store svingninger) og påfølgende uro (kapitalutgang).

Mekanismer som har til hensikt å begrense risikotaking i forhold til markedsutviklingen generelt, kan også paradoksalt føre til flokkadferd, og dermed nettopp skape uønskede bølger. Interne belønningssystemer i finansinstitusjoner kan videre føre til en risikotaking som er høyere enn det som er rasjonelt.

For øvrig vil fri kapitalmobilitet føre til omstillingskostnader på kort sikt. På lengre sikt kan imidlertid omstillingene være nødvendig for å skape et økt samlet inntekspotensiale. Kapitalmobilitet kan også lede til en ugunstig skattekonkurranse for å trekke til seg kapital. Det kan lede til en ikke-optimal allokering av ressurser.

Fri kapitalmobilitet eller reguleringer?

For det første gir kapitalmobilitet effektivitetsgevinster for økonomien som følge av at innenlandsk tilbud og etterspørsel kan frikobles og at tilgjengelig kapital kan utnyttes bedre. For det andre øker sårbarheten for økonomien på grunn av at økonomiske sjokk fra andre land lettere forplanter seg, for eksempel renteendringer, og ved at det kan oppstå usikkerhet overfor raske skift i kapitalstrømmene. For å sikre effektivitetsgevinstene ved liberalisering må kapitalallokeringen avspeile grunnleggende økonomiske forhold.

Innføring av reguleringer kan begrense omfanget av kapitalmobiliteten. Slike reguleringer vil tape effektivitet over tid. Erfaring har vist at over tid brukes ressurser i markedene til å finne måter å omgå bestemmelser som bremser plasseringsmulighetene. Med administrative reguleringer eksisterer derfor faren for at «svarte» eller «grå» markeder oppstår utenfor det regulære finanssystemet. Da mistes oversikt over hva som egentlig foregår. Reguleringer kan også lede til korrupsjon.

«Ingen røyk uten ild – eller...?»

Finansielle panikker kan dels avspeile underliggende problemer, men kan også oppstå uten underliggende ubalanser.

Står vi overfor en situasjon med «ingen røyk uten ild», har krisen en fundamental økonomisk bakgrunn. Har det skjedd endringer i underliggende økonomiske forhold, for eksempel svekket konkurranseevne eller svekket bytteforhold, leder dette – naturligvis – investorer til å revurdere finansielle plasseringer i dette landet. Dersom det drives en for ekspansiv økonomisk politikk som leder til en gjeldsoppbygging i offentlig eller privat sektor som ikke gir et godt nok grunnlag for økte inntekter i fremtiden, er ikke dette en holdbar utvikling. Investorer vil trekke seg ut for å unngå forventede tap senere. I slike tilfeller er kapitalmobiliteten «uten skyld». Kapitalmobiliteten vil heller være hensiktsmessig for å

påskynde en endring i den økonomiske politikken før økonomien må foreta en mer dramatisk kursendring senere.

Står vi overfor en situasjon med «røyk uten ild», spiller psykologiske faktorer og manglende informasjon hovedrollen. Har kapitalstrømmer endret seg uten at grunnleggende økonomiske forhold er endret, kan dette tilskrives «smitteeffekter» på grunn av at investorer er preget av «flokkadferd». Utilstrekkelig differensiering blant kreditorene mellom ulike land eller regioner er her en forklaring. Potensielle endringer i investorers markedsoppfatning kan lede til to utviklingsbaner. Hvis investorene ikke tror det er sannsynlig at problemer i det aktuelle landet oppstår – tilliten består – vil de heller ikke trekke seg ut. Ingen krise oppstår. Hvis investorene derimot tror det er sannsynlig at problemer vil oppstå – tilliten svikter – vil de trekke seg ut. Krisen oppstår som en selvoppfyllende profeti. I slike tilfeller er fri kapitalmobilitet ikke hensiktsmessig.

Hva bør det fokuseres på for å styrke rammene for det økonomiske system som gradvis er bygd opp det siste halve århundre? Eller med andre ord: Hvordan bør «arkitekturen» for det internasjonale finansielle eller monetære system utformes? ²

3 Hvordan skape styrket «arkitektur» for kapitalmarkedene og det internasjonale monetære system?

I lys av begivenhetene bak det som kan karakteriseres som starten på det 21. århundres kapitalmarkeder og kriser, arbeides det på bred front i internasjonale fora for å forbedre rammebetingelsene for de internasjonale kapitalmarkeder. Dette arbeid pågår i Det internasjonale valutafond (IMF), Den internasjonale oppgjørsbanken (BIS) og andre internasjonale institusjoner, samt i ad hoc-arbeidsgrupper, som den USA-ledede G22 bestående av G7-landene og viktige fremvoksende økonomier utenom industrilandene – som Brasil, Russland og Kina. (Gruppen er senere utvidet til 26 land ved at resten av G10-landene ble deltakere.)

² Det internasjonale monetære system er her definert som de politikkelementer og institusjoner som påvirker handel og kapitalstrømmer over landegrensene, og som særlig bestemmer vekslingskursene mellom lands valutaer.

Hvordan bør utfordringene fra utviklingen av kapitalmarkedene møtes?

Det kan skilles mellom kortsiktige krisetiltak og langsiktige strukturtiltak. På den ene siden kreves kortsiktig krisehåndtering for å stanse en akutt panikk. Det innebærer gjennomføring av umiddelbare økonomisk-politiske tiltak i det aktuelle landet kombinert med finansiering fra det internasjonale samfunn for å gjenreise tilliten hos investorer og hindre at grunnlaget for fremtidig vekst faller bort. På den andre siden står langsiktig arbeid for å styrke stabiliteten i de underliggende strukturer for kapitalmarkedene. Hva innebærer dette arbeidet?

For det første innebærer dette at hvert land har en mellomlangiktig innretning på den økonomiske politikken med fokus på balanse og stabilitet. Myndighetene må «holde orden i eget hus». Eksempelvis er det bred enighet internasjonalt om at pengepolitikens beste bidrag til å oppnå gode vekstvilkår i økonomien over tid, er å innrette politikken mot prisstabilitet.

For det andre innebærer dette at de internasjonale rammer – «arkitekturen» – som legger langsiktige strukturer for markedenes funksjonsmåte, bedres. I dette ligger det også en erkjennelse av at uansett hvor «god» landenes politikk er og hvor «sterk» den «forebyggende arkitekturen» er, vil nye kriser kunne oppstå. Derfor er det nødvendig at «arkitekturen» også inneholder et velfungerende internasjonalt krisehåndteringssystem. Analogien her er at på samme måte som myndighetene i enkeltasjoner har funnet det hensiktsmessig å etablere visse former for «lender of last resort»-funksjoner overfor det innenlandske bank-system, har det internasjonale samfunn funnet det hensiktsmessig at IMF har anledning til, på visse vilkår, å låne ut finansielle ressurser til land i problemer.

I den internasjonale diskusjonen har ulike temaer utkrySTALLISERT seg som elementer i den «styrkede arkitektur for det internasjonale monetære system». Det gjelder spørsmål omkring internasjonale standarder, økt innsyn og åpenhet, styrkede finanssystemer, privat sektors rolle i kriseløsninger og ordnet integrasjon i kapitalmarkedene. For å trekke linjene tilbake til omtalen av kapitalmobilitet, er essensen i de internasjonale bestrebelsene å gripe fatt i de problemer som dårlig informasjon og usikkerhet fører til.

Internasjonale standarder

Det arbeides med å utvikle og spre til nye fremvoksende økonomier internasjonalt aksepterte og konsistente standarder for god markedsadferd som bygger på de erfaringer som har gitt de beste resultater. Hensikten er at «arkitekturen» styrkes ved at markedsaktører kan sammenligne informasjon om situasjonen i et land med aksepterte internasjonale standarder på feltet. Gjennom det kan investorer foreta mer solid baserte investeringsbeslutninger. Hva innebærer dette i praksis? Vi kan peke på fire felter:

- Større vektlegging på etablering og innføring av internasjonale statistikk-standarder for land som deltar i internasjonale kapitalmarkeder. IMF's SDDS (Special Data Dissemination Standard) som ble etablert i 1996 utgjør et viktig element i dette arbeidet. Gode – aktuelle, nøyaktige og om-

fattende – statistiske data over finans- og valutamarkedene er avgjørende for å oppdage problemer og mulige kriser på et tidlig tidspunkt. Siden etableringen av SDDS er det arbeidet med å utvide datagrunnlaget for å gi ytterligere informasjon til markedsaktørene om valutareserver og gjeldsoptak. Ut over dette er det viktig at IMF får tilgang til adekvat informasjon over utviklingen i et land for å kunne gjennomføre sin økonomiske overvåking av landet på en tilfredsstillende måte.

- Det arbeides med en standard for gode prinsipper og praksis for åpenhet i finanspolitikken. Prinsippene ble vedtatt av IMF's Interimkomité i 1998. Viktig her er blant annet avklarte roller i ansvarsfordeling mellom privat og offentlig sektor, offentlig tilgjengelig informasjon og innsyn i budsjettprosessen.
- Det arbeides med å etablere en standard for pengepolitikk. Dette arbeidet startet opp i 1998. Viktig her er blant annet klarhet i langsiktige målsettinger, operative mål og beslutningsprosessen.
- Det arbeides for at private aktører innordner seg etablerte nasjonale og internasjonale standarder innenfor for eksempel regnskap og revisjon.

Innsyn og åpenhet hos ulike økonomiske aktører

Økte innsynsmuligheter og åpenhet fra alle grupper av økonomiske aktører er viktig for å styrke muligheten for en bedre økonomisk utvikling gjennom diskusjon og analyse av de faktiske økonomiske forhold og utsikter. Kravet til transparens gjelder både private markedsaktører, nasjonale myndigheter og internasjonale finansielle institusjoner. Åpenhet kan bidra til en bedre forståelse av økonomiske drivkrefter og adferd. Under dette temaet kan vi nevne følgende tre punkter:

- Private aktører bør legge vekt på å utgi tidlig informasjon om sin virksomhet, at informasjonen er fullstendig, at den er konsistent over tid, at det gis opplysninger om risikostyringssystemer og tilsvarende om kontrollsystemer.
- Nasjonale myndigheter bør ikke bare slutte seg til standarder, men faktisk gjennomføre dem. Videre bør de legge vekt på å offentliggjøre egne og internasjonale institusjoners politikksyn på sin økonomi. Et eksempel på dette er offentliggjøring av IMF's PINs (Public Information Notices) som gir det internasjonale samfunns syn på det aktuelle landets økonomi.
- Internasjonale institusjoner bør selv offentliggjøre mer av sine overveielser og analyser. I løpet av annen halvpart av 1990-tallet er blant annet Internett i stadig større utstrekning benyttet for å spre informasjon om analyser og politikkvurderinger av ulike temaer.

I sammenheng med åpenhetsproblematikken er det blant annet blitt foreslått at IMF i tilknytning til institusjonens (vanligvis) årlige gjennomgang av alle sine 182 medlemsland, utarbeider en «transparens-rapport». Tanken er at denne vil

oppsummere og vurdere hvordan det enkelte land har gjennomført ulike standarder. Det vil være et hjelpemiddel for markedsaktører til å vurdere «tilstanden» i et land målt opp mot god internasjonal praksis.

Styrkede nasjonale finanssystemer

Mens åpenhet og transparens kan sies å utgjøre en «gyllen regel» for aktører som deltar på internasjonale markeder, kan en sterk og solid finanssektor sies å utgjøre «hjørnesteinen» i en godt fungerende markedsøkonomi.

I lys av de bankproblemer som mange land har møtt i siste del av det 20. århundre, er økt fokus satt på å utvikle og spre til en videre gruppe land et forbedret tilsyn og relaterte reguleringer for å styrke markedsaktørenes risikostyring. Dette innebærer ikke en tilbakevending til tidligere kvantumsreguleringer, men innføring av et rammeverk der markedsmessige transaksjoner skjer innenfor en forsvarlig risikokontroll. I dette ligger det arbeid på følgende fire områder:

- Innføring i flere land av anerkjente prinsipper for bankvirksomhet, med blant annet internasjonalt aksepterte kapitalkrav for å sikre soliditeten og tilsyn for å overvåke risikotakingen, samt innføring av tilsvarende aksepterte regler på verdipapirmarkedet og for regnskapsavleggelse.
- Innføring av adekvate sikkerhetsnett for innskytere og tilstrekkelige prosedyrer fra tilsynsmyndighetene ved bankproblemer.
- Sikring av at myndighetene faktisk gjennomfører ulike krav og standarder, som krav til egenkapital, regnskapsførsel, revisjon og konkurslovgivning.
- Styrking av internasjonalt samarbeid på tilsynsfeltet. Globale markeder krever mer globalt orientert samarbeid rettet inn mot finansiell stabilitet mellom internasjonale institusjoner og nasjonale myndigheter. Tilsynssamarbeidet bør således innhente graden av internasjonalt samarbeid på det makroøkonomiske feltet.

Generelt bør regelverk både i kreditor- og debitorland tilpasses slik at finansinstitusjoner utfører det påkrevde risiko- og kredittvurderingsarbeid.

Mekanismer for å involvere privat sektor i kriseløsninger

Evnen til det internasjonale samfunn til å håndtere kriser bør bedres. Det krever blant annet avklaring av en bedre rollefordeling mellom offentlig og privat sektor i krisehåndteringen. Det vil bidra til at private investorer ikke tar for høy risiko overfor låntakerland. For stor finansiell involvering av IMF kan også skape uheldig høy risikotaking. Derfor må slik finansiering være betinget av krav til økonomisk politikktutforming – «kondisjonalitet» – med sikte på at landet skal komme ut av problemene. Samtidig må privat sektor medvirke med finansiering. Hva bør gjøres? Det kan pekes på følgende tre punkter:

- Myndigheter bør være forsiktige med å gi garantier – eksplisitte og implisitte – som svekker risikokontrollen hos private aktører, samt søke å ut-

bygge låneadganger som utløses ved en eventuell krisesituasjon. Selve eksistensen av slike finansieringsmuligheter er tillitskapende.

- Det bør arbeides med mekanismer som muliggjør visse flertallsavgjørelser hos obligasjonskreditorer ved kriser.
- Det bør eksistere ordnede løsningsmekanismer ved en oppstått krise. IMF opptrer som et internasjonalt makroøkonomisk «brannvesen» overfor kriselandet og Verdensbanken spiller en tilsvarende rolle på struktursiden. Det må være en troverdig balanse mellom kondisjonalitet overfor kriselandet og tilførsel av offentlig finansiering for å skape tillit hos – være katalyserende – for private kreditorer. Ved siden av dette bør det utvikles et bedre internasjonalt akseptert opplegg for restrukturering av gjeld til private kreditorer for land i krise. Et spørsmål i denne sammenheng er også under hvilke betingelser IMF eventuelt skal kunne gi lån til land som står i restanser til andre kreditorer.

Ordnet integrasjon i kapitalmarkedene

Filosofien bak arbeidet med å styrke arkitekturen i det eksisterende økonomiske systemet er at integrerte internasjonale finansmarkeder gir et potensiale for betydelige økonomiske gevinster, men at de også innebærer risiki som trenger å bli håndtert, som gjennomgangen ovenfor viser.

I lys av erfaringer er en i politikdiskusjonen i internasjonale fora blitt mer oppmerksom på at for å høste fordelene fra et liberalt kapitalregime, må en rekke forutsetninger være oppfylt. Ved høy kapitalmobilitet må problemer med manglende og ufullstendig økonomisk og finansiell informasjon reduseres og prising av risiko bedres. Hovedhensikten med bestrebelsene på å styrke den finansielle arkitekturen er å gripe fatt i disse problemene, og dermed gjøre økonomiene mer robuste overfor sjokk. Slik sett bygger «arkitektur-diskusjonen» på det økonomisk-politiske byggverk som gradvis er utviklet det siste halve århundre, og som over tid har ledet til vesentlig bedre resultater enn alternative regimer som har vært praktisert.

De forutsetninger som er kommet i fokus før kapitalbalansen for et land åpnes innebærer at det stilles krav til politikktutforming og forsiktighet. Det er etablert stor grad av enighet om at ved en ordnet integrasjon i internasjonale markeder bør følgende betingelser være tilstrekkelig oppfylt:

- Landet bør ha oppnådd tilstrekkelig makroøkonomisk stabilitet. Det er viktig for å stabilisere forventningene hos markedsaktører.
- Finanssektoren bør være tilstrekkelig stabil og solid. Det er essensielt for å kunne motstå uventede finansielle sjokk.
- Landet bør frembringe tilstrekkelig god informasjon om økonomiske og finansielle forhold. Velfungerende markeder krever et høyt informasjonsnivå.

Denne filosofien bygger dermed på at land og banker ikke beveger seg på «dypt vann» – internasjonale markeder, før «svømme-opplæringen» hjemme – innføring og gjennomføring av internasjonalt aksepterte standarder, er unnagjort.

4 Konklusjon

Hva er målene bak arbeidet med å styrke «arkitekturen» for det internasjonale monetære system? Generelt er målet å styrke tilliten til at det økonomiske system som gradvis er bygd opp det siste halve århundre er fremtidsrettet. Spesifikt er målet å bedre mekanismen for prising av risiko, som i sin tur vil virke stabiliserende på kapitalstrømmene og på økonomisk utvikling. Dette gjøres gjennom å styrke stabilitet og åpenhet i det globale system.³

På mange måter representerer overgangen fra et regulert økonomisk regime til et regime basert på liberaliserte markeder en overgang fra «detaljstyring» til «rammestyring». For å kunne utnytte det potensialet som markeder gir, er det viktig at de risiki myndighetene står overfor reduseres gjennom å følge «gode sentralbank-dyder» – gjennomføring av en stabilitetsorientert finans- og pengepolitikk og oppbygging av adekvate sikkerhetssystemer for finansmarkedet. I Europa er euro-området etablert med sikte på å skape stabilitet. Dette representerer – uavhengig av arkitektur-arbeidet for øvrig – forhåpentligvis innføring av et stabilt område i det internasjonale finanssystem.

Metaforer er noen ganger brukt for å illustrere økonomisk-politiske problemstillinger. En slik metafor er sammenligningen av kapitalmarkedene med innføringen av jetfly i internasjonal passasjerluftfart. Jetflyene er effektiviserende, men ulykker skjer. Likevel, transporten forbyr ikke. Fokus rettes på å bedre sikkerhetssystemene. En annen metafor er at kapitalbevegelser er som ilden. Den er nyttig, men også farlig dersom en ikke lærer seg å bruke den.

Norges Banks rolle og syn

Sentralbanksjefen er norsk guvernør for IMF, dvs lederen for sentralbanken representerer Norge i IMF's høyeste organ, Rådet. Norges Bank er operativt ansvarlig for det norske IMF-arbeidet. Dette innebærer at banken er direkte involvert i den globale politikk-diskusjon om løsning av internasjonale monetære problemer og i det forberedende arbeidet om disse spørsmål som foregår i den nordiske-baltiske valgkrets i IMF. Gjennom å stille deler av valutareservene til disposisjon for IMF, deltar banken i finansieringen av IMF's låneoperasjoner.

Økonomisk-politiske beslutningstakere bør ha et langsiktig perspektiv på hvil-

³ ≙ This work aims to create a global system that is stable, sound, open, transparent, and fair. We are working intensely, within the IMF itself, and with other international fora and member governments, to make these ideas operative as soon as possible. The agenda, a complex one indeed, brings together roles, rights, and obligations for the different constituents of the global economy: governments, citizens, private corporations, and international organizations ≙ *Michel Camdessus, Managing Director of the IMF, September 1998.*

ke tiltak som generelt styrker strukturene for økonomisk og finansiell virksomhet og spesielt øker stabiliteten i kapitalmarkedene. Kortsiktige eller lettvinne løsninger kan lett lede fokus bort fra grunnleggende problemer. Kompliserte globale problemer løses ikke gjennom en trylleformel av enkelttiltak. Det kreves en prosess med systematisk og kontinuerlig arbeid. Det internasjonale arbeidet med å styrke den finansielle «arkitekturen» representerer et slikt langsiktig arbeid. De utfordringer som internasjonal økonomi og et liberalt kapitalregime står overfor, må møtes gjennom målrettet arbeid over tid.

Petroleumsfondet – ny stor oppgave for Norges Bank

Harald Bøhn og Birger Vikøren¹

Forvaltningen av Petroleumsfondet har blitt en viktig oppgave for Norges Bank. I løpet av få år har fondet fått en betydelig størrelse og en mer global investeringsstrategi. Petroleumsfondet er for tiden investert i aksjer og obligasjoner i 21 land. I denne artikkelen drøfter vi begrunnelsen for den valgte investeringsstrategien. Vi ser også på hvordan Norges Bank har organisert arbeidet med forvaltningen av Petroleumsfondet.

1 Innledning

De verdier Norges Bank forvalter i de internasjonale finansmarkedene har økt betydelig de siste år, og overstiger nå 300 milliarder kroner. Dette gjør Norges Bank til en betydelig forvalter, også i internasjonal sammenheng.

Disse verdiene fordelte seg ved utgangen av 1998 anslagsvis på Norges Banks valutareserver med 131 mrd. kroner², Statens petroleumsfond med 171 mrd. kroner og Statens petroleumsforsikringsfond med 11 mrd. kroner.

Økningen har særlig vært stor for Petroleumsfondet, hvor det ikke var noen midler fram til mai 1996. Fremskrivninger indikerer at fondet om noen år vil kunne være på flere hundre milliarder kroner. Det har derfor vært naturlig å legge opp til en noe mer langsiktig forvaltning enn den man tradisjonelt har fulgt for valutareservene.

Økte volumer og mer langsiktig forvaltning har stilt Norges Bank overfor nye utfordringer. Det har vært nødvendig å styrke kompetansen og øke kapasiteten på områder som forvaltningsstrategi, forvaltning, gjennomføring av transaksjoner og risikokontroll, samt de tilhørende støttfunksjoner. Dette har gjort det nødvendig å rekruttere en rekke nye medarbeidere.

I det følgende vil vi fokusere på de viktigste problemstillingene banken har stått overfor som Finansdepartementets rådgiver, og som forvalter av Petroleumsfondet, samt presentere hvordan banken har valgt å organisere sin kapitalforvaltning.

¹ Harald Bøhn er fagdirektør i Område I – Pengepolitikk, og Birger Vikøren er ass. direktør i Markedsoperasjonsavdelingen.

² Retningslinjene for forvaltningen av valutareservene omtales ikke her. De er beskrevet i en artikkel av Per Atle Aronsen: «Nye retningslinjer for valutareservene» i Penger og Kreditt nr. 3, 1998.

2 Om forvaltningen av Petroleumsfondet³

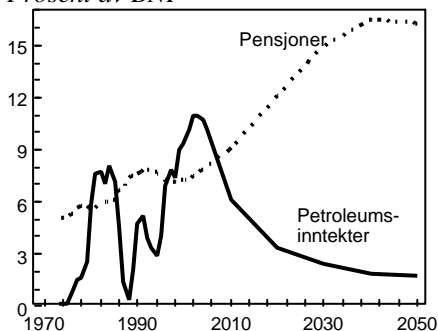
2.1 Bakgrunnen for fondet

Loven om Statens petroleumsfond trådte i kraft 1. januar 1991. Loven regulerer hvordan fondet skal disponeres. Fondets inntekter er statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten og avkastningen av fondets formue. Fondets midler kan bare anvendes til overføringer til statsbudsjettet etter vedtak i Stortinget. Denne konstruksjonen ble valgt fordi en ønsket å synliggjøre den løpende bruken av oljeinntektene. Dette er viktig siden oljeinntektene ikke er inntekter i vanlig forstand, men inntekter som skyldes at vi tapper en del av vår nasjonalformue; nemlig oljen i Nordsjøen.

Det følger av konstruksjonen av fondet at dets hovedformål er å frikoble bruken av oljeinntektene fra den løpende inntektsopptjeningen. Det gir fondet to viktige funksjoner. For det første skal fondet være et bufferfond for statsfinansene ved at overskudd på statsbudsjettet avleires i fondet, mens et underskudd dekkes ved å trekke på fondet. Denne bufferfunksjonen har sammenheng med at en betydelig del av statens inntekter stammer fra oljevirksomheten. Disse inntektene er usikre, særlig fordi oljeprisen varierer mye. Den andre funksjonen til fondet er å være et redskap for å håndtere de statsfinansielle utfordringene blant

annet knyttet til økte pensjonsutbetalinger og samtidig avtakende petroleumsinntekter (se figur 1).

Figur 1 Utviklingen i alders- og uførepensjoner og statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. Prosent av BNP



Kilde: SSB, Olje- og energidepartementet og Finansdepartementet

Ifølge forskriften til Statens petroleumsfond skal fondet bare investeres i utlandet. Det er flere grunner for at det er fornuftig å plassere fondet ute. For det første ville investeringer innenlands kunne ført til en svekkelse av grunnlaget for tradisjonell konkurranseutsatt næringsvirksomhet (hollandsk syke). For det andre kan det være grunn til å tro at avkastningen på fondet ville blitt lavere dersom fondet hadde blitt investert i Norge. Det skyldes at det etterhvert kunne blitt vanskelig å finne innenlandske prosjekter med god nok forventet avkastning. For det tredje vil investeringer

ute gjøre det mulig å redusere fondets risiko ved å spre investeringene på forskjellige land og regioner. Den fjerde grunnen til å plassere fondet ute er at budsjettprosessen blir ryddigere. Når en fastlegger de samlede utgiftene i statsbudsjettet tas det hensyn til hvilke områder en ønsker å prioritere samt hvor

³ For en mer detaljert omtale av enkelte av momentene i dette avsnittet, se Vikørenes artikkel: «Forvaltningen av Petroleumsfondet» i Praktisk Økonomi og Ledelse Nr. 3 1998

sterke etterspørselsimpulser norsk økonomi samlet sett tåler. De offentlige inntektene som ikke brukes, avleires i Petroleumsfondet. Men dersom fondet i tillegg skulle investert deler av sine midler innenlands ville det undergravd de prioriteringene som ble gjort i statsbudsjettet. Den siste grunnen til å plassere Petroleumsfondet i utlandet er at det skal være en finansiell buffer som myndighetene kan trekke på dersom statsbudsjettet går med underskudd. Det kan være vanskeligere å tilfredsstille denne bufferfunksjonen dersom fondet investeres i Norge, fordi et betydelig budsjettunderskudd ville ført til at en måtte reversere store investeringer i norsk økonomi.

Ifølge §6 i loven om Statens petroleumsfond forvalter Finansdepartementet fondet. Det operative ansvaret for forvaltningen av fondet er imidlertid delegert til Norges Bank. Dette kom klart fram av innstillingen fra finanskomiteen til loven om Statens petroleumsfond (Innst. O, nr 32 (1989-90)) der det heter at:

«Fondet plasserer hele sin formue som statens øvrige midler i norske kroner i Norges Bank. Det vil ikke være aktuelt å bygge opp et eget administrativt apparat til å forvalte fondets formue.»

Ansvarsdelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank innebærer at departementet som representant for fondets eier har ansvar for å foreta de strategiske valgene når det gjelder landfordeling, aksjeandel osv. De strategiske valgene blir spesifisert ved å definere en såkalt referanseportefølje. Dette er en tenkt portefølje som er satt sammen av et bestemt utvalg av verdipapirer fra de forskjellige land. Departementet setter i tillegg grenser for hvor store avvik som tillates fra referanseporteføljen. Norges Banks oppgave er å etterlikne (replikere) den investeringsstrategien som følger av referanseporteføljen, med unntak av de avvik banken finner det hensiktsmessig å gjøre. Slike avvik kan være begrunnet i hensynet til å redusere kostnadene ved forvaltningen eller i ønsket om å skaffe en meravkastning i forhold til referanseporteføljen.

2.2 *Fondets investeringsstrategi*

De første årene etter at loven trådte i kraft var det underskudd på statsbudsjettet, og fondet hadde følgelig ingen netto tilførsel av midler. Men fremskrivninger høsten 1995 viste at statsbudsjettet for 1996 trolig ville bli gjort opp med et overskudd, og at det var sannsynlig at det også ville bli overskudd på statsbudsjettet de påfølgende årene.⁴ Dermed var det behov for å utarbeide en investeringsstrategi for Petroleumsfondet.

I mars 1996 sendte Norges Bank brev til Finansdepartementet med forslag til hvordan fondet burde forvaltes. Norges Banks anbefalinger var blant annet basert på prognosene i Nasjonalbudsjettet 1996. Disse viste at selv om fondet

⁴ Se Nasjonalbudsjettet 1996. I ettertid viste det seg dessuten at statsbudsjettet i 1995 hadde et overskudd på 2,0 milliarder kroner. Disse midlene ble overført til Petroleumsfondet i mai 1996.

trolig ville bli tilført midler de neste årene, var overskuddene på statsbudsjettet så små at en ikke kunne utelukke at det i stedet kunne bli nødvendig å trekke på fondet.⁵ En valgte derfor å foreslå en investeringsstrategi som skulle sikre verdien av fondet på kort sikt. Men nye fremskrivninger førte til at en oppjusterte anslagene for utviklingen i fondets størrelse. I Revidert nasjonalbudsjett 1996 valgte derfor Regjeringen en mer langsiktig investeringsstrategi for fondet. Hovedprinsippene var at en benyttet Norges importvekter som utgangspunkt for fondets landfordeling og at en avgrenset investeringene til statsobligasjoner. Fondets første retningslinjer ble nedfelt i forskrift for forvaltningen av Statens petroleumsfond av 10. mai 1996. Retningslinjene hadde flere fellestrekk med de retningslinjene som da gjaldt for valutareservene.

Men kombinasjonen av en markert konjunkturoppgang i norsk økonomi og stigende oljepriser gjorde at en i begynnelsen av 1997 nok en gang oppjusterte utsiktene for Petroleumsfondet. Samtidig som oppbyggingen av fondet skjedde raskere enn tidligere antatt, viste fremskrivningene av statsfinansene i Langtidsprogrammet 1998-2001 at det trolig vil gå svært lang tid før det ville bli nødvendig å trekke på fondet. Det var derfor rimelig å legge til grunn en lengre investeringshorisont i forvaltningen av fondet enn en tidligere hadde gjort. Dermed var det naturlig at en på ny revurderte investeringsstrategien til fondet. Norges Bank sendte to brev til Finansdepartementet med råd om hvordan fondets investeringsstrategi burde endres (hhv 10. april og 22. august 1997). Basert på det første brevet presenterte Regjeringen i Revidert nasjonalbudsjett 1997 en vurdering av hvilke hovedprinsipper som skulle legges til grunn for forvaltningen av fondet. Et flertall i Stortingets finanskomite sluttet seg til disse prinsippene. På grunnlag av dette, og basert på Norges Banks andre brev, fastsatte Finansdepartementet 3. oktober 1997 ny forskrift for forvaltningen av Petroleumsfondet. Den nye forskriften representerte tre vesentlige endringer i forvaltningen av fondet; en mer global landfordeling, en utvidelse av investeringsuniverset til å gjelde aksjer og bruk av relativ volatilitet som risikomål. Nedenfor ser vi nærmere på begrunnelsen for disse endringene.

Landfordelingen

I den gamle forskriften for forvaltningen av Petroleumsfondet var Norges importvekter utgangspunkt for fondets landfordeling. Dette førte til at rundt 75 prosent av fondet var investert i Europa, mens resten var plassert i USA, Canada og Japan. Når det ble klart at det var rimelig å legge en lang investeringshorisont til grunn i forvaltningen av fondet, var det flere grunner til at en ønsket en annen global spredning enn importvektene ga.

⁵ Ifølge interne beregninger i Norges Bank høsten 1995, som blant annet baserte seg på fremskrivningen i Nasjonalbudsjettet 1996, ville fondet ved utgangen av 1998 være i overkant av 20 milliarder kroner. Til sammenlikning var fondet faktiske verdi ved utgangen av 1998 rundt 170 milliarder kroner.

- i) Hovedbegrunnelsen for å benytte importvekter var hensynet til å redusere valutakursrisikoen knyttet til Norges import. Det er imidlertid grunn til å tro at denne risikoen blir mindre viktig når investeringshorisonten øker, siden det rimelig å forutsette at varer som handles internasjonalt over tid vil ha omtrent samme prisutvikling regnet i felles valuta (kjøpekraftsparitet holder på lang sikt).
- ii) Det er viktig at Petroleumsfondets landfordeling gir en tilstrekkelig spredning av den risikoen som skyldes at aksje- og obligasjonskurser endres. Dette kan gjøres ved å spre investeringene på land hvor kursendringene ikke er så sterkt korrelert. Denne korrelasjonen er ofte sterkere mellom land i samme region enn den er mellom land i ulike regioner. Det taler for å spre investeringene på de ulike regionene. I samme retning trekker det forhold at fondets lange investeringshorisont innebærer at en bør legge en viss vekt på risiko som er knyttet til unike hendelser som naturkatastrofer, teknologiske gjennombrudd, kriger, sosiale oppstander og andre politiske begivenheter. Historien har vist at dersom det oppstår uforutsette problemer i ett land, kan det ofte være tilsvarende problemer i nærliggende land. Det kan tilsi at en bør spre investeringene på ulike regioner.
- iii) Mesteparten av Norges nasjonalformue er bundet opp i realkapital og menneskekapital innenlands, men også oljen i Nordsjøen og Petroleumsfondet er deler av vår nasjonalformue. I teorien burde de ulike delene av denne formuen forvaltes samlet. I praksis kan det være vanskelig å gjøre dette på en konsistent måte. En burde likevel søke å forvalte Petroleumsfondet slik at avkastningen til fondet ikke samvarierer sterkt med avkastningen til de andre formueskomponentene. Siden de europeiske landene både ligger geografisk nært oss og er lik oss i økonomisk struktur, kan det tenkes at avkastningen på fondets investeringer i disse landene vil være høyt korrelert med avkastningen på andre deler av vår nasjonalformue. Det kan isolert sett trekke i retning av å redusere investeringene i de europeiske landene.

Diskusjonen ovenfor viser at Petroleumsfondets investeringer burde ha en bredere global spredning enn importvektene gir. I de nye retningslinjene har en derfor valgt å legge mest vekt på BNP-vekter når fondets regionsfordeling fastlegges (se tabell 1). Dette har flere fordeler. BNP-vekter vil gi en global spredning av fondet, og en får dermed en god diversifisering av risikoen knyttet til kursendringer på verdipapirene. Videre er BNP-vekter nært korrelert med markedskapitaliseringsvekter.⁶ Dermed er en sikret at investeringene skjer i de mest likvide markedene. Dessuten sier BNP-vekter noe om landenes produksjonskapasitet, og økt internasjonal handel gjør at denne kapasiteten kan være relevant når en skal vurdere det fremtidige norske importmønsteret.

⁶ Markedskapitaliseringsvekter innebærer at andelen plassert i de enkelte markedene er proporsjonal med størrelsen (markedsverdien) på markedet.

Tabell 1 Prosentvis fordeling på regioner etter ulike vektsett.

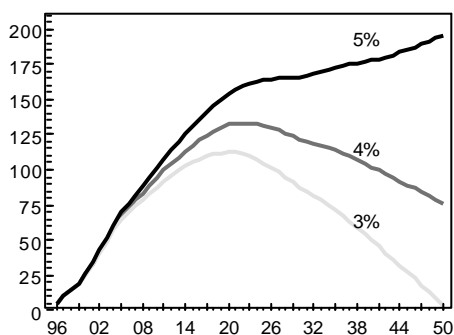
	Amerika	Europa	Asia og Oseania
Gamle retningslinjer	18	75	7
Importvekter (1996)	10	81	9
BNP-vekter (1996)	38	40	22
Nye retningslinjer	30	50	20

Innenfor de ulike regionene har en valgt å spre investeringene på en rekke land. I Europa er fondet investert i Sveits samt alle EU-landene med unntak av Hellas. I Amerika er investeringene i USA og Canada, mens en i Asia og Oseania har valgt Japan, Hong Kong, Singapore, Australia og New Zealand. Dette innebærer at mens fondet tidligere var investert i 8 land, er listen nå utvidet til å gjelde 21 land. Det er imidlertid verdt å merke seg at fondet bare er investert i såkalte industriland. I Revidert nasjonalbudsjett 1998 varslet imidlertid regjeringen at den vil vurdere å inkludere fremvoksende markeder (emerging markets) i fondets investeringsunivers.

Aksjer

En viktig begrunnelse for å inkludere aksjer i Petroleumsfondet var at aksjer over tid forventes å gi høyere avkastning enn obligasjoner. På lang sikt vil forskjellen mellom god og middels avkastning på fondet bety mye for utviklingen i størrelsen på fondet (se figur 2). Empiriske studier visert at meravkastningen på aksjer i forhold til kortsiktige statspapirer har vært betydelig (i størrelsesorden 6 prosent i det amerikanske markedet som vi har lengst tidsserier for).⁷ Det har imidlertid vist seg vanskelig å finne teoretiske modeller som kan forklare hvorfor meravkastningen har vært så høy. Dette har gitt opphav til det som gjerne kalles «the equity premium puzzle», som har sammenheng med at empiri og teori gir ulike prediksjoner når det gjelder størrelsen på meravkastningen på aksjer. Dette gjør at en naturlig nok ikke har noen garanti for at aksjeinvesteringer de neste årene vil gi en like høy meravkastning som slike investeringer har gitt de siste årene. Det er

Figur 2 Utviklingen i petroleumsfondet under ulike forutsetninger om fondets realavkastning. Prosent av BNP



Kilde: SSB, Olje- og energidepartementet og Finansdepartementet

naturlig nok ikke har noen garanti for at aksjeinvesteringer de neste årene vil gi en like høy meravkastning som slike investeringer har gitt de siste årene. Det er

⁷ Se for eksempel Siegel (1992) og Kocherlakota (1996).

likevel rimelig å legge til grunn at aksjer over tid vil gi en høyere avkastning enn obligasjoner. Det har sammenheng med at aksjer er beheftet med større risiko enn obligasjoner, fordi aksjeeiere har lavere prioritet enn obligasjonseiere i en konkurssituasjon.

Ved valg av aksjeandel er det også viktig å fokusere på risikoen knyttet til aksjer. Det synes å være en utbredt oppfatning at denne risikoen avtar når investeringshorisonten øker. Dette brukes gjerne som et argument for at en bør ha en høyere aksjeandel når investeringshorisonten er lang. I faglitteraturen er det imidlertid en interessant debatt om hvorvidt aksjeandelen skal avhenge av investeringshorisonten eller ikke. I Myer (1969) og Merton (1969) var de første som viste at dersom aksjekursene følger en «random walk»⁸ prosess og dersom investorene har konstant relativ risikoaversjon, vil aksjeandelen være uavhengig av investeringshorisonten. Andre har imidlertid vist at dersom det er «mean reversion» i aksjekurser eller dersom investorene har en spesiell aversjon mot at formuen faller under et visst nivå, så bør aksjeandelen øke med investeringshorisonten (se Kritzman (1994)).

Når en skal vurdere risikoen ved aksjer er det imidlertid viktig at en ikke ser på denne isolert. Det er liten tvil om at avkastningen på aksjer er mer volatil enn avkastningen på obligasjoner. Men det følger ikke av dette at avkastningen til Petroleumsfondet nødvendigvis blir mer volatil når aksjer inkluderes. Det avhenger av hvordan avkastningen på aksjer samvarierer med avkastningen på obligasjoner. Dersom denne samvariasjonen er høy er det rimelig å tro at det å inkludere aksjer vil bidra til å øke risikoen i fondet. Ved lav samvariasjon kan det derimot tenkes at risikoen kan gå ned når aksjer inkluderes. Norges Bank har gjort noen enkle empiriske analyser på amerikanske data for å belyse dette. Disse analysene viser at for en investor med en investeringshorisont på fem år kan risikoen (målt ved standardavviket) reduseres når aksjer inkluderes. Ifølge beregningene vil en portefølje med en aksjeandel mellom 0% og 40% ha lavere risiko enn en portefølje uten aksjer. Selv om dette er historiske tall og beregningene bare er gjort for det amerikanske markedet, viser disse resultatene at det ikke nødvendigvis er slik at en porteføljes risiko øker når aksjer inkluderes.

Det følger av diskusjonen ovenfor at det ikke åpenbart hva som vil være en optimal aksjeandel for Petroleumsfondet. I Revidert nasjonalbudsjett 1997 var den (daværende) regjeringens vurdering at aksjeandelen skulle være i størrelsesorden 30-50 prosent. Et flertall i Stortingets finanskomité sluttet seg til denne vurderingen. I Petroleumsfondets referanseportefølje har en satt aksjeandelen til 40 prosent.

⁸ Dersom aksjekursene følger en random walk prosess, vil avkastningen neste periode være uavhengig av avkastningen i foregående periode. Dette er i motsetning til aksjekurser som følger en mean reversion prosess, som innebærer at høy avkastningen i noen perioder tenderer til å bli etterfulgt av lavere avkastning i de påfølgende perioder. Konstant relativ risikoaversjon innebærer at den valgte aksjeandelen vil være uavhengig av formuesnivå (fattige og rike vil velge samme aksjeandel).

Relativ volatilitet

I de første retningslinjene for forvaltningen av Petroleumsfondet ble forvalteren gitt anledning til å avvike noe fra den referanseporteføljen Finansdepartementet hadde definert. Denne adgangen ble regulert ved at Finansdepartementet satte partielle rammer for de viktigste risikoklassene (som for eksempel landfordelingen og renterisiko). En ulempe ved et slikt opplegg er at det kan bli mange rammer å forholde seg til, noe som gjør det vanskelig å få en oversikt over porteføljens samlede risiko i forhold til referanseporteføljen. Partielle rammer tar ikke hensyn til samvariasjon mellom de enkelte aktivaklasser, markeder og valutaer. Følgelig kan posisjoner som oppveier hverandre, og samlet sett ikke tilfører særlig risiko være utenfor retningslinjene, mens en rekke mindre avvik (i samme retning), som hver for seg er tillatt, samlet sett kan tilføre porteføljen betydelig risiko.

Det kan derfor være mer hensiktsmessig å begrense graden av avvik fra referanseporteføljen med et samlet risikomål. Dette kan gjøres ved å sette grenser for hva som aksepteres av forskjeller i avkastningen mellom de faktiske investeringene og referanseporteføljen. Et risikomål som ofte brukes i denne sammenheng er relativ volatilitet, definert som standardavviket til differansen mellom avkastningen på de faktiske investeringene og avkastningen på referanseporteføljen. Når de tillatte avvikene fra referanseporteføljen begrenses ved å sette en øvre grense for relativ volatilitet, kan en litt forenklet si at den faktiske avkastningen vil variere innenfor et bånd rundt avkastningen på referanseporteføljen. Desto lavere grensen for relativ volatilitet settes, desto snevrere vil dette båndet bli.

I de nye retningslinjene har Finansdepartementet valgt å begrense forvalterens avvik fra referanseporteføljen ved å sette en maksimumsgrense for relativ volatilitet på 1,5%. Under visse forutsetninger kan det vises at med en slik grense vil den realiserte differansavkastningen mellom referanseporteføljen og den faktiske porteføljen med 95 prosents sannsynlighet ligge mellom -3 prosent og 3 prosent. I tillegg til grensen for relativ volatilitet har Finansdepartementet satt særskilte rammer for de viktigste risikofaktorene (landfordeling, aksjeandel og renterisiko). Disse rammene er relativt vide, siden de primært er tenkt å være et «sikkerhetsnett» for den operative styringen av risiko som skal skje gjennom relativ volatilitet.

3 Organiseringen av kapitalforvaltningen i Norges Bank⁹

3.1 Nye krav til kapitalforvaltningen

En mer langsiktig forvaltning av fondet har stilt Norges Bank overfor nye utfordringer. Den første åpenbare utfordringen var å bygge opp en kompetanse som ville gjøre det mulig for banken rent operativt å håndtere aksjeinvesteringer. Selv om forvaltningen i startfasen har vært gjort gjennom eksterne forvaltere,

⁹ En mer omfattende beskrivelse av dette temaet er gitt i Bøhns artikkel: «Organisering av kapitalforvaltningen i Norges Bank» i Penger og Kreditt nr. 3, 1998.

var det av hensyn til den løpende oppfølging nødvendig å etablere et system med daglig oppdatering av porteføljen via en global depotinstitusjon.

Videre krevde innføring av rammer for relativ volatilitet at det ble etablert systemer for løpende risiko-overvåking. Man må daglig prise både referanseporteføljen og den faktiske porteføljen for å få en oversikt over avvikene mellom de to porteføljene. Dette er særlig utfordrende siden all aksjeforvaltningen og en liten del av obligasjonsforvaltningen for tiden skjer hos eksterne forvaltere. En må således ha daglig informasjon om sammensetningen av porteføljen, noe som skjer gjennom overføring av data fra det globale depotet som betjener alle de eksterne forvalterne. I tillegg må en ha et estimat på volatiliteten til avkastningen på de enkelte verdipapirene og korrelasjonen mellom dem. Disse estimatene får Norges Bank ved å bruke modellene til det anerkjente analyseselskapet BARRA. Til tross for de store operative utfordringene ved bruk av relativ volatilitet som risikomål, har erfaringene det første året vært gode. Våre erfaringer følges også med stor interesse av andre forvaltere, siden vi er blant de første som bruker et slik mål for å styre risikoen på en global portefølje med både aksjer og obligasjoner.

Det har videre pågått omfattende prosesser knyttet til valg av eksterne forvaltere. Innbydelser til å delta i konkurranse om oppdragene har vært lagt ut på Internet, og tiltrukket seg en lang rekke søkere. Utvelgelsesprosessen har vært tidkrevende med møter med de aktuelle søkere, besøk i deres lokaliteter og etter hvert omfattende kontraktsforhandlinger. Viktige utvelgelseskriterier har vært godt dokumenterte prosesser i forbindelse med forvaltningen, gode risikostyringssystemer og evne til løpende å levere data over porteføljesammensetningen til de globale depot. I artikkelen til Kjær gis en mer utførlig beskrivelse av arbeidet med å engasjere eksterne forvaltere.

Valg av global depotinstitusjon for aksjer var kanskje én av de viktigste enkeltbeslutninger som måtte tas før en kunne komme i gang med aksjeinvesteringer. Depotet sørger for den faktiske gjennomføring, inklusive regnskapsføring, av de transaksjoner den eksterne forvalter initierer. Bakgrunnen for at valget var så viktig, er at det måtte bygges opp en betydelig infrastruktur, særlig i form av kommuniserende IT-systemer mellom depotet og Norges Bank. Valg av depot var således en beslutning som ville være svært ressurskrevende å reversere.

Mens valutaeservene i hovedsak har vært forvaltet i samsvar med en strategi der en bare har små avvik fra referanseporteføljen, ønsker en i forbindelse med oppbyggingen av Petroleumsfondet å bygge opp en organisasjon som har kapasitet og kompetanse til å vurdere i hvilken grad man skal ta posisjoner mot referanseporteføljen. Et viktig ledd i dette er å være i stand til å vurdere hvordan Norges Bank kan skaffe seg meravkastning ved å utnytte sin ramme for relativ volatilitet. Dette krever betydelig kompetanse på risikoallokering.

Alle disse forhold krevde kompetanse på felter hvor Norges Bank hadde liten eller ingen kompetanse i utgangspunktet, og en betydelig utvidelse av kompetansen på andre områder. I denne situasjonen fant man det hensiktsmessig å etablere en ny rendyrket forvaltningsenhet, Norges Banks Kapitalforvaltning (KAP). Lederen for denne rapporterer direkte til sentralbanksjefen.

En rekke funksjoner i forbindelse med kapitalforvaltningen er lagt til Markedsoperasjonsavdelingen (MOA). MOA forvalter deler av valutareservene (likviditetsporteføljen), og er ellers tillagt oppgaver som det ansees å være hensiktsmessig å holde utenfor KAP (som for eksempel råd om strategivalg, avkastningsmåling og enkelte kontrollfunksjoner). MOA har også funksjoner som tjeneleverandør overfor KAP, jf avsnitt 3.3.

3.2 KAPs oppgaver

KAPs viktigste mål er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor de mandater og rammer som er bestemt av oppdragsgiverne. For oppdragsgiverne og omverdenen vil det være enkelt å se om resultatmålene blir nådd. Oppdragene er klart definert som skriftlige mandater, og de resultater KAP når, kan sammenlignes med definerte referanseporteføljer. Plasseringen av KAP som en egen enhet i Norges Bank tydeliggjør resultatansvaret.

I tillegg til Statens petroleumsfond, forvalter KAP også Statens petroleumsforsikringsfond og den delen av valutareservene som overstiger hva man normalt vil trenge for pengepolitiske formål. Ved årsskiftet 1998/99 utgjorde dette anslagsvis knapt 290 milliarder kroner, slik at KAP er landets desidert største kapitalforvalter. Stort forvaltningsvolum gir gode muligheter for å utvikle en solid basiskompetanse innen risikostyring, egenforvaltning og oppfølging av eksterne forvaltere.

For hver av porteføljene har oppdragsgiverne fastsatt både en spesifikk referanseportefølje og begrensninger for hvor stor risiko KAP kan ta i forvaltningen sett i forhold til referanseporteføljen. Risikogrensen er definert i form av forventet relativ volatilitet (maksimalt 1,5 prosent for Petroleumsfondet). Dette risikomålet gir en kvote for risiko som KAP kan ta i forvaltningen med sikte på å oppnå en meravkastning i forhold til referanseporteføljen. For KAP er den desidert viktigste investeringsbeslutning å beslutte om denne kvoten skal utnyttes fullt ut og hvordan den skal fordeles på de posisjoner og forvaltningsstiler som gir høyest sannsynlighet for meravkastning sett i forhold til risikoen. Siden det kan medføre store transaksjonskostnader fullt ut å kopiere referanseporteføljene, vil en del av risikokvoten måtte brukes til å sikre en kostnadseffektiv forvaltning.

Kontrollen og styringen av risiko i porteføljene skjer daglig på basis av detaljert informasjon fra alle eksterne forvaltere, oppgjørsinstitusjoner og bankens eget oppgjørssystem. For hver portefølje beregnes forventet relativ volatilitet, og det sjekkes at opphavet til eventuell risikoeksponering er i samsvar med KAPs investeringsplaner.

3.3 MOAs oppgaver

MOA er ansvarlig for forvaltningen av den mest likvide del av valutareservene, i tillegg til en del oppgaver som ut fra kontrollhensyn bør ligge utenfor forvaltermiljøet. Samtidig har det vært behov for å holde disse oppgavene samlet for å

unnå å spre kompetansen på kapitalforvaltning så vidt at den ville være vanskelig å opprettholde over tid.

Forvaltningen av likviditetsporteføljen og oppkjøp av valuta for senere overføring til Petroleumsbufferporteføljen er lagt til Seksjonen for markedsoperasjoner. Dermed sikrer en at disse oppgavene sees i sammenheng med avdelingens oppgaver i gjennomføringen av pengepolitikken.

Avdelingens kontroll- og strategioppgaver er lagt i en egen seksjon, Strategi- og kontrollseksjonen. Strategifunksjonen omfatter ansvar for å legge fram forslag for Hovedstyret til bankens tilrådinger til Finansdepartementet og Olje- og Energidepartementet om retningslinjene for henholdsvis Petroleumsfondet og Petroleumsforsikringsfondet. Den omfatter også råd om hvordan referanseporteføljen for disse fondene skal settes sammen. Tilsvarende gis råd til Norges Banks hovedstyre om retningslinjer for reserveforvaltningen og til sentralbanksjefen om valg av referanseportefølje. En har ansett det som prinsipielt riktig at råd om strategivalg, som er sterkt bestemmende for hvilken avkastning en oppnår i forvaltningen, skal gis av andre enn forvalterne. Siden referanseporteføljen utgjør den referanse som forvalteren måles mot, er det også prinsipielt viktig at denne fastsettes mest mulig uavhengig av forvalteren.

Seksjonens kontrollfunksjon innebærer at den har ansvaret for å måle avkastningen på de porteføljer som forvaltes internt. Videre skal de påse at internkontrollen i MOA er tilfredsstillende samt påse at KAPs internkontroll virker som forutsatt. Etableringen av et kontrollmiljø på utsiden av KAP er således ingen erstatning for gode kontrollrutiner også i forvalterorganisasjonen.

MOA utfører videre oppgjør og regnskapskontroll for transaksjoner knyttet til kapitalforvaltningen, enten de genereres i KAP eller MOA. Ansvaret for Norges Banks regnskap, herunder godkjenning av regnskapsprinsipper og overordnede regnskapsrutiner, ligger imidlertid i Budsjett- og regnskapsavdelingen (BRA). MOA har også ansvaret for at MOAs og KAPs IT-systemer fungerer etter hensikten.

3.4 Rådgivende utvalg for sentralbanksjefen

Som støtte for sentralbanksjefen i hans vurderinger av kapitalforvaltningen er det opprettet et eget rådgivende utvalg. Dette skal gjennomgå de rapporter om forvaltningen som legges fram for sentralbanksjefen samt saker som skal legges fram for Hovedstyret, med siktemål å bidra til en kvalitetssikring av arbeidet.

3.5 Revisjon

Norges Banks regnskap revideres av Norges Banks revisjon. Revisjonen er uavhengig av hovedstyret og rapporterer direkte til Norges Banks representantskap. Dette er oppnevnt av Stortinget.

Den overordnede revisjon av Statens petroleumsfond er tillagt Riksrevisjonen. Da Petroleumsfondet inngår i bankens regnskap, blir revisjonsarbeidet

utført av bankens revisjon. Det er inngått en avtale mellom Norges Banks revisjon og Riksrevisjonen om dette.

Når det gjelder Statens petroleumforsikringsfond, er det Riksrevisjonen som, i henhold til loven om dette fondet, er revisor. Bankens revisjon utfører revisjonen på vegne av Riksrevisjonen.

4 Oppsummering

Forvaltningen av Statens petroleumsfond og inkluderingen av aksjer i fondet har stilt Norges Bank overfor betydelige utfordringer i kapitalforvaltningen. Det har vært lagt ned mye arbeid i å utarbeide forslag til referanseportefølje for fondet. Ved organiseringen av forvaltningen har en lagt stor vekt på å klargjøre ansvarsforholdet mellom Finansdepartementet og Norges Bank. Departementet har således ansvaret for retningslinjene for forvaltningen, mens banken har ansvaret for gjennomføringen innenfor retningslinjene. En slik klar ansvarsdeling er nødvendig dersom det skal være mulig å vurdere om banken gjør en tilfredsstillende jobb som forvalter. I den interne organisasjonen har man lagt vekt på at strategivalg og avkastningsmåling skal skje utenom forvalterorganisasjonen, og at det er etablert et kontrollmiljø på utsiden av denne.

Hvorvidt banken lykkes i forvaltningen, avhenger selvsagt av langt mer enn strategi, organisering og klar ansvarsdeling. Sentrale suksessfaktorer er gode IT-systemer, god oppfølging av risiko og ikke minst mennesker i organisasjonen med kompetanse til å løse de svært varierte oppgavene man står overfor. Videreføring og styrking av den kompetanse som er bygd opp i banken vil trolig være den aller viktigste utfordringen i tiden fremover.

Referanser

- Kocherlakota, N. (1996): «The Equity Premium: It is still a Puzzle», *Journal of Economic Literature*, 42-71.
- Kritzman, M. (1994): «About Time Diversification», *Financial Analysts Journal*, 14-18.
- Siegel, J. (1992): «The Equity Premium: Stock and Bond Returns Since 1802», *Financial Analysts Journal*, 29-38.
- Merton, R.C. (1969): «Lifetime portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous Time Case», *Review of Economics Statistics*, 247-257.
- Samuelson, P.A. (1969): «Lifetime portfolio Selection under Uncertainty by Dynamic Stochastic Programming», *Review of Economic Statistics*, 883-890

Strategi for kostnadseffektiv meravkastning i aksjeporteføljer

Knut N. Kjær¹

Ved inngangen til året 1998 var Norges Bank uten egen erfaring i aksjeforvaltning. Ved utgangen av året forvaltet Norges Bank landets desidert største aksjeportefølje; aksjer for mer enn 60 milliarder kroner i over 2000 virksomheter spredt i 21 land. For banken har den nye rollen som aksjeforvalter representert store utfordringer av både ledelsesmessig, strategisk og operativ karakter. I denne artikkelen gjennomgås de prinsipielle valgene som er gjort med sikte på å oppnå høy avkastning på en kostnadseffektiv måte i aksjeporteføljen som Norges Bank forvalter som en del av Statens petroleumsfond.

Hva er resultatbidragene i kapitalforvaltning?

Tre forhold er helt sentrale når man skal vurdere kvaliteten av kapitalforvaltning: Hvor stor avkastning oppnås i forhold til markedsavkastningen? Til hvilken risiko oppnås denne avkastningen? Hva koster forvaltningen?

En utpreget tendens i internasjonal kapitalforvaltning er en trend mot mer måling av forvalterprestasjoner. Man har i økende grad definert referanseporteføljer (benchmarks) for forvalterne, og store fond er blitt mer bevisst på å vurdere forvaltningskostnader sett i forhold til forvalternes oppnådde resultater. På sett og vis er utviklingen i samsvar med hva man ser i næringslivet for øvrig – økt fokus på de elementer i forretningsvirksomheten som bidrar til verdiskapingen og som skiller de gode bedriftene fra de dårlige.

For store pensjonsfond er det en økt erkjennelse av at de viktigste bidrag til avkastningen kommer fra den strategiske aktivasammensetningen, det vil si de rammer et fonds styre fastsetter for ulike aktivaklasser og tillatt størrelsesforhold mellom disse. Empirisk forskning i USA viser at 90–95 prosent av forskjellene i avkastning mellom pensjonsfond skyldes slike strategiske valg. De resterende 5–10 prosent skyldes valgene av verdipapir innen de enkelte aktivaklassene.

Overført til Statens petroleumsfond betyr dette at det er Finansdepartementets valg av den strategiske aktivasammensetningen som har desidert størst betydning for avkastningen i Petroleumsfondet. Den markedsrisiko som Norges Bank kan ta i forhold til referanseporteføljen er

¹ Knut N. Kjær er direktør i Norges Bank Kapitalforvaltning.

begrenset, sett i forhold til referanseporteføljens markedsrisiko. Men det følger ikke av dette at den eneste funksjonen for den operative forvaltningen er passivt å kjøpe markedseksposering i hver aktivklasse til lavest mulig pris. For et så stort fond som Petroleumsfondet kan en vellykket aktiv forvaltning skape en stor merverdi utover kjøp av markedseksposering. Dessuten ligger det mange utfordringer i implementering av en passiv forvaltningsstrategi. Om man velger en passiv strategi, men samtidig ikke er meget aktiv i å følge opp transaksjonene i markedet, kan tapene i form av unødige store transaksjonskostnader bli betydelige.

Målet er meravkastning

I paragraf 2 i forskriften om Statens petroleumsfond heter det at Norges Bank skal søke å oppnå en høyest mulig avkastning innen de rammer som er gitt for forvaltningsoppdraget. Banken er en relativ investor, det vil si at målet om meravkastning gjelder i forhold til referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Referanseporteføljen konkretiserer forvaltningsstrategien og er utgangspunkt for risikokontroll og evaluering av Norges Banks prestasjoner som forvalter. (Se artikkelen av Bøhn og Vikøren.) For den enheten som står for den operative forvaltningen, Norges Bank Kapitalforvaltning (KAP), er den viktigste investeringsbeslutningen å allokere den kvoten for risiko på 150 basispunkter (1,5 prosent) forventet relativ volatilitet som er gitt av Finansdepartementet, til de typer investeringer der forventet meravkastning er størst sett i forhold til den risiko som tas.

I oppbyggingen av forvaltningen har KAP eksplisitt lagt til grunn at kun en del av risikokvoten skal benyttes. Hvor mye risiko som skal tas – og hvilke investeringsformer man vil prioritere – må utvikles over tid basert på erfaringer og oppbygging av kompetanse i organisasjonen. Det overordnede hensynet i forvaltningen er i henhold til forskriften om Statens petroleumsfond å sikre en betryggende forvaltning med god kontroll over risikoen.

I hovedsak kan KAP velge mellom tre former for investeringer for å oppnå meravkastning: Aktiv renteforvaltning, aktiv aksjeforvaltning og taktisk aktivaallokering. Med det siste menes å velge andre vekter for aksjeandel eller for plasseringer i regioner og land enn de som følger av referanseporteføljens vekter. I oppbyggingsfasen er det lagt opp til å utvikle alle formene for forvaltning. Dog er en svært viktig premiss at man kan velge eksterne forvaltere på områder der disse har spesialistkompetanse som Norges Bank kan eller bør utvikle selv. Målet om meravkastning nås vel så mye gjennom å være en dyktig «forvalter av forvaltere» som ved selv å ta aktive posisjoner.

Indeksforvaltning – en for passiv strategi?

I juli 1997 utlyste Norges Bank via Internett og pressemelding mandater for indeksforvaltning av store aksjeporteføljer. Med indeksforvaltning menes at forvalterne kontinuerlig skal styre mot å oppnå en avkastning som ligger svært

nær avkastningen på definerte aksjeindekser. I praksis betyr dette at forvalterne kjøper aksjer i de fleste av bedriftene som er definert i aksjeindeksen, og i det størrelsesforholdet som følger av vektene i indeksen. Men ulike forvaltere har forskjellige metoder og modeller for å gjøre optimale avveininger mellom transaksjonskostnader og godt samsvar med indeksen (lav relativ volatilitet). Hensynet til transaksjonskostnader trekker i retning av å holde en portefølje av representative bedrifter snarere enn å kjøpe aksjer i alle bedriftene som inngår i aksjeindeksen.

Norges Bank valgte høsten 1997 fire indeksforvaltere. Disse har forvaltet hele aksjeporteføljen fram til utgangen av 1998. Det har med andre ord ikke vært gjort forsøk på aktiv aksjeforvaltning i denne perioden. Fra omverdenen har det vært stilt noen kritiske spørsmål til at Norges Bank valgte å starte opp kun med indeksforvaltning. Banken har blitt kritisert for både å gi avkall på mulighetene for meravkastning og for å velge en strategi som i utgangspunktet avskjærer norske forvaltere fra å kunne konkurrere om oppdrag.

Norges Banks plan er å kombinere indeksforvaltning med aktiv forvaltning. På grunn av begrenset kapasitet i oppbyggingsperioden var det naturlig å begynne med indeksforvaltning. Men selv på lang sikt vil en vesentlig del av aksjeporteføljen bli forvaltet tett opp mot definerte indekser. Det er flere argumenter for denne strategien. Indeksforvaltning har lave forvaltnings- og transaksjonskostnader. Med indeksforvaltning som kjerne i en stor aksjeportefølje oppnås også en bedre styring av risikoen i porteføljen. Slik styring er en viktig forutsetning for å bruke de aktive aksjeforvalterne på en effektiv måte.

Forvaltningshonoraret for indeksforvaltning er betydelig lavere enn for aktiv forvaltning. De løpende transaksjonskostnadene er meget små fordi årlige kjøp og salg av aksjer normalt kun er 3-7 prosent av porteføljen. For aktive forvaltere er gjerne årlige kjøp og salg av aksjer mer enn 10 ganger større. For Petroleumsfondet er transaksjonskostnadene knyttet til opprettelse av nye aksjeporteføljer svært viktig. Med indeksforvaltning er det store muligheter for å gjøre transaksjonene utenom meglerapparatet ved at man overtar porteføljer fra kunder i de forvaltningsselskapene som skal etablere porteføljene. Da Petroleumsfondets aksjeportefølje ble etablert i første halvår 1998 ble hele 83 prosent av aksjekjøpene gjort utenom meglerapparatene. Besparelsen har trolig vært betydelig, men det er vanskelig å angi presise tall.

I planleggingen av strategien for aksjeforvaltning så vi noen «skrekk-eksempler» av store internasjonale fond med 60-80 eksterne aktive forvaltere. Det er nesten umulig å drive risikostyring og oppfølging av hver forvalter når det er så mange av dem. I sum kan man være ganske sikker på at avkastningen blir som markedsgjennomsnittet, mens forvaltningshonoraret og transaksjonskostnadene blir betydelig høyere enn om man i stedet hadde valgt å sette ut noen få indeksmandater.

Strategi for kostnadseffektiv meravkastning

Risikokvoten som settes av til å drive aktiv forvaltning av aksjeporteføljen, kan anvendes på flere måter. La oss eksempelvis anta at vi setter en ramme på 100 basispunkter forventet relativ volatilitet på hele aksjeporteføljen. Om man velger å fordele mulighetene for aktiv forvaltning jevnt på alle eksterne forvaltere, vil hver av dem få en risikoramme på rundt 100 basispunkter. Alternativt kan man sette bort en vesentlig del av aksjeporteføljen til indeksforvaltning og tildele en langt videre risikoramme til et begrenset antall aktive forvaltere. Om for eksempel 20 prosent av porteføljen forvaltes aktivt, gir dette en gjennomsnittlig risikoramme på 500 basispunkter til de aktive forvalterne. (I talleksempelene ses det bort fra diversifikasjonseffektene knyttet til sammensetningen av forvaltere.)

Om det antas at forvalternes evne til å oppnå risikjustert avkastning er uavhengig av om de har en risikoramme på 100 eller 500 basispunkter, vil det siste alternativet klart være å foretrekke fordi de samlede forvaltningskostnadene blir lavere (fordi 80 prosent av porteføljen er i lavkost indeksforvaltning). Videre vil dette alternativet gi en bedre risikostyring fordi indeksforvaltning gir en bred markedseksposering. I tillegg er det ytterligere to forhold som trekker i den samme retningen. Med færre forvaltere øker Norges Banks evne til løpende oppfølging av hver enkelt. Dette kan øke forventet meravkastning særlig på grunn av at banken får klarere grunnlag for å si opp kontrakter med forvaltere som ikke holder tilstrekkelig kvalitet. Med færre forvaltere får man også en bedre anledning til å velge ut forvaltere med egenskaper som kompletterer hverandre. Jo mindre korrelasjon det er mellom meravkastningen for de aktive forvalterne, desto høyere blir porteføljens meravkastning sett i forhold til risikoen. Et tilleggsmoment er at vi har erfart at det er et begrenset antall forvaltere i det globale markedet for aksjeforvaltning som tilfredsstiller våre krav til kvalitet.

Etter Norges Banks oppfatning er det bedre med en oversiktlig portefølje med relativt få aktive forvaltere som til gjengjeld får relativt vide risikorammer i sin forvaltning, enn et stort antall aktive forvaltere som totalt sett forvalter nær opp til den fastsatte indeksen. I de neste årene vil den vesentlige delen av aksjeporteføljen bli indeksforvaltet. Andelen som forvaltes aktivt, vil over tid avhenge av hvor stor meravkastning som oppnås, sett i forhold til merkostnadene og risiko. Bruken av kvoten for risiko som Norges Bank bør ta i aksjeforvaltningen, vil som nevnt innledningsvis også avhenge av sannsynligheten for meravkastning i obligasjonsforvaltningen og den taktiske aktivaallokeringen.

Store kvalitetsforskjeller mellom forvaltere

Når Norges Bank kjøper eksterne forvaltningstjenester er produktet meget usikkert. Man kjøper en fremtidig tjeneste – meravkastning i forhold til indeks

– men får ingen garanti for at forvalter faktisk oppnår gode resultater. Om en forvalter har oppnådd gode resultater i de siste årene har man likevel ingen forsikring om at dette vil vedvare. Gode historiske resultater kan jo skyldes flaks, som at man har vært eksponert for noen svingninger i markedet som tilfeldigvis har vært gunstige. God avkastning kan også skyldes at man har tatt høy risiko. Om gode resultater skyldes dyktighet, er det likevel en risiko ved fremtidig avkastning – blant annet knyttet til mulige endringer i organisasjon og strategi.

Gjennomsnittet av forvaltere oppnår ikke mer enn gjennomsnittlig avkastning. Siden de har høyere kostander enn om man kjøper gjennomsnittlig avkastning i form av indeksforvaltning, medfører dette at man har oddsene mot seg når man likevel velger en aktiv forvaltning av porteføljene. Mange undersøkelser har vist at det er få forvaltere som klarer å slå markedet konsistent over en lengre periode.

Men det å velge forvaltere er ikke som å delta i en tilfeldig trekning. Norges Banks erfaring etter å ha behandlet 260 søknader om åtte forskjellige aksjemandater, med påfølgende besøk i 48 forvaltningsorganisasjoner, er at det er klare kvalitetsforskjeller. Det kan være mulig å ende opp med et knippe av forvaltere som er klart dyktigere enn gjennomsnittet av forvaltere. Dette er helt analogt med annen næringsvirksomhet; det finnes både gode og dårlige bedrifter. Selv gode forvaltere vil ikke alltid klare å levere meravkastning. Men vårt utgangspunkt for å bruke aktive aksjeforvaltere er at vi tror at gode forvaltningsorganisasjoner oppnår bedre avkastning sett over tid enn markedsavkastningen, og at meravkastningen er større enn merkostnadene og risikoen.

Det må likevel tas et viktig forbehold. Hvis det er enkeltmarkeder som er fullt ut effisiente, det vil si at all informasjon av betydning for fremtidig markedsutvikling foreligger kostnadsfritt for et tilstrekkelig stort antall markedsaktører, vil kvalitetsforskjeller i forvaltningsorganisasjonene ha relativt liten betydning for fremtidig forventet meravkastning. I et effisient marked vil forvaltere ikke få betalt for ekstra innsats for å skaffe seg bedre informasjon enn den gjennomsnittlige aktør i markedet. Kostnadseffektiv indeksforvaltning vil være det mest lønnsomme forvaltningsproduktet. Potensialet for å oppnå meravkastning i aktiv forvaltning varierer med andre ord med graden av effisiens i markedene.

Det er forskjeller i markedseffisiens mellom land. Også valget av referanseindeks har betydning når man vurderer potensialet for meravkastning i forhold til indeks. I USA foreligger det til enhver tid svært mye informasjon om alle bedrifter som er av en viss størrelse. Derfor er det relativt små muligheter for å oppnå meravkastning i det amerikanske aksjemarkedet hvis referanseindeksen har et stort innslag av store bedrifter. Om man alternativt forvalter aksjer i det japanske markedet med en bred referanseindeks, kan vi forvente større potensial for å oppnå meravkastning ved å velge en dyktig forvaltningsorganisasjon.

Hva kjennetegner en god forvaltningsorganisasjon?

Et kritisk element i Norges Banks strategi for å oppnå meravkastning i aksjeporteføljen, er om man har evne til å skille gode forvaltere fra dårlige. Jeg skal her gjøre rede for hvilke kriterier banken har lagt spesiell vekt på i prosessen med å velge blant de 260 søknadene på aktiv aksjeforvaltning.

En god forvaltningsorganisasjon er kjennetegnet ved at den har definert en filosofi for hvordan man skal oppnå meravkastning, at den har utviklet en spesialisert kompetansebase som gir investeringsfilosofien troverdighet, at alle investeringsprosesser skjer meget disiplinert og konsistent i henhold til investeringsfilosofien, at man bruker kvantitative styringssystemer for å sette sammen porteføljene og kontrollere risikoen i dem, og at man er effektive i implementeringen av porteføljebeslutningene i markedet. Og sist, men ikke minst, investeringsprosessen må inkludere en bevisst og eksplisitt strategi for læring.

Informasjonsfortrinn

For å oppnå meravkastning må en forvaltningsorganisasjon skaffe seg noen fortrinn fremfor den gjennomsnittlige investor i markedet. Det helt avgjørende fortrinnet dreier seg om informasjon. Det kan være informasjon om enkeltbedrifter, for eksempel som følge av hyppige besøk i bedriftene kombinert med markeds- og konkurrentanalyser. Noen forvaltningsorganisasjoner har et stort antall analytikere som innhenter egen informasjon om enkeltbedrifter.

En annen type informasjonsfortrinn går på prosessering eller bearbeiding av informasjon. Med dette menes at man prøver å øke sannsynligheten for å forutsi fremtidig markedsutvikling basert på bedre analyse av informasjon som er åpent tilgjengelig i markedet. Noen mener å ha fortrinn i bearbeiding av informasjon i kraft av en stor stab analytikere som arbeider på bestemte og strukturerte måter, mens andre mener å ha fortrinn ved å ha modeller som systematiserer store mengder informasjon.

Forholdet mellom meravkastning og risiko

En viktig forskjell mellom forvaltere går på bredde og dybde i de posisjoner man tar for å oppnå meravkastning. Med stor bredde menes at man tar et stort antall posisjoner basert på uavhengige resonnementer. Dette krever bred informasjon og kunnskap, men har den fordel at treffsikkerheten i hver enkelt prediksjon kan være mindre. Man kan si at prediksjonsrisikoen blir diversifisert. Alternativt kan man for å oppnå samme forventet meravkastning satse på dybde ved å ta færre, men større posisjoner. Dette krever at man har stor prediksjonsevne på de spesifikke områdene der man velger å ta posisjonene. Generelt kan man si at forvaltere med store analytikerstab, som spesialiserer seg på å plukke ut enkeltbedrifter, har en breddestrategi. De kaller seg gjerne «stock pickers».

Eksempel på en annen strategi er forvaltere som velger mellom industrisektorer i stedet for enkeltbedrifter (sektorrotasjon). Disse styrer porteføljenes sammensetning av sektorer avhengig av konjunkturfase. Et annet eksempel er forvaltere med regionale mandater som legger hovedvekten av risikoen på å vekte totalmarkedene i enkeltland ut fra makro- og markedsvurderinger. For aksjeforvaltere med en slik strategi er risikoen i porteføljen gjerne gitt av et lite antall uavhengige posisjoner. Beslutningsgrunnlaget vil stort sett være allment tilgjengelig informasjon.

I søkingen etter aksjeforvaltere har Norges Bank i hovedsak ønsket forvaltere som har en breddestrategi. Det antas at slike forvaltere oppnår en meravkastning som står bedre i forhold til risikoen enn det som oppnås av forvaltere som tar færre, men større posisjoner. Med aksjeplukking som strategi oppnås risikospredning ved at man tar et stort antall uavhengige posisjoner. Det er også større sannsynlighet for at man har genuine informasjonsfortrinn knyttet til de posisjonene som tas.

Konstruksjon av porteføljer

Informasjonsfortrinn er i seg selv lite verdt om ikke forvaltningsorganisasjonen har evne til å styre posisjonstagingen på en slik måte at man optimerer forventet avkastning i forhold til risiko. Konstruksjon av porteføljer, med vektlegging på hvilke og hvor store posisjoner man skal ta, er en svært viktig del av forvaltningsvirksomheten.

Kjernen i arbeidet med konstruksjon av porteføljer er å holde kontroll med risikoen. Med risiko menes her sannsynligheten for at avkastningen blir lavere enn i referanseindeksen definert av oppdragsgiver. La oss for eksempel se på aksjeforvaltning innen de mandater vi har gitt for det europeiske aksjemarkedet utenom Storbritannia. Her står forvalterne overfor to hovedkomponenter av risiko: Avvik i sektorsammensetning i porteføljen mot referanseindeksen og avvik i landsammensetningen. Om en forvalter som har aksjeplukking som strategi, ikke samtidig holder kontroll med de to nevnte risikofaktorene, kan man risikere stor tilfeldig variasjon i avkastningen.

Egentlig er det enda flere risikofaktorer enn land- og sektorsammensetning en forvalter bør ta hensyn til for å redusere omfanget av tilfeldige variasjoner i avkastningen. De dyktigste forvaltningsorganisasjonene holder kontinuerlig kontroll med hvilke risikofaktorer de er utsatt for ved bruk av kvantitative modeller. Kunsten er å begrense risikoen i porteføljen til de enkeltbeslutninger der man mener man har et genuint informasjonsfortrinn. Hvis man for eksempel mener at man er god til å velge mellom gode og dårlige enkeltbedrifter, men ikke mellom sektorer og land, bør man hele tiden styre porteføljen slik at den er nøytral i sektor og landsammensetning i forhold til referanseindeksen.

For å sette sammen porteføljer på en slik måte at risikoen plasseres der man har informasjonsfortrinn, kreves normalt et omfattende kvantitativt modellapparat. Noen programmer kan kjøpes i markedet, men enkelte forvaltnings-

organisasjoner foretrekker å bruke egenutviklede systemer. Investeringsprosessen som leder fra informasjonsinnhenting og bearbeiding fram til porteføljekonstruksjonen, må nødvendigvis være svært disiplinert.

Implementering av porteføljer

Jeg har allerede påpekt betydningen av transaksjonskostnader for Petroleumsfondet. Om forvalterne ikke har en god evne til å implementere porteføljebeslutninger i markedet på en kostnadseffektiv måte, kan dette samlet ha en meget negativ effekt på avkastningen.

Vår erfaring etter å ha vurdert svært mange forvaltningsorganisasjoner er at implementeringen er underprioritert. Selv i store selskaper har vi sett rutiner for å utføre handlingene i markedet som nærmest fremtrer som å sløse bort potensialene for meravkastning. Effektiv handling dreier seg om mer enn til enhver tid å velge den billigste megleren. Det dreier seg om systematisk å følge med i markedene for å velge de transaksjonsformer som gir lavest samlet kostnad inklusive kostnadene knyttet til markedspåvirkning.

Særlig når man kjøper nye porteføljer kan det oppstå store kostnadsforskjeller mellom god og dårlig implementering. Normalt kan man her legge til grunn at kostnadene varierer mellom 0,2 prosent og 1,5 prosent av beløp under forvaltning. I de verste tilfellene kan flere års forventet meravkastning faktisk gå tapt ved en dårlig etablering av porteføljene.

Både når det gjelder informasjonsfortrinn og systemer for porteføljekonstruksjon kan det være stordriftsfordeler. Men for implementering kan det være omvendt. En forvaltningsorganisasjon med relativt små midler under forvaltning vil bevege markedet mindre når den implementerer sine porteføljevalg enn en forvalter som flytter på store midler.

Andre kriterier

I vurderingen av aktive aksjeforvaltere har Norges Bank kvantifisert 150 forskjellige variabler. De fleste av disse er innenfor de tre hovedgruppene av kriterier jeg har nevnt over. I tillegg er det også lagt stor vekt på de interne kontrollsystemene, referanser til andre store kunder med tilsvarende mandat og graden av stabilitet i organisasjonen. I samsvar med forskriften for Statens petroleumsfond har Norges Bank også gått nøye gjennom forvalternes regelverk og rutiner for ansattes egen handel i aksjer.

Som nevnt innledningsvis er det ikke bare valget av forvalter, men også deres korrelasjon med hverandre som er viktig for forholdet mellom meravkastning og risiko i aksjeforføljen. Norges Bank har derfor analysert graden av korrelasjon i meravkastningen mellom forvalterne; dels basert på historiske data og dels basert på analyse av hele porteføljesammensetningen på et gitt tidspunkt. I optimeringen trekker vi også inn enkelte kvalitative vurderinger av det vi oppfatter som klare forskjeller i investeringsstil.

Gjennomføring av utvelgelsesprosessen

Norges Bank utlyste åtte ulike mandater for aksjeforvaltning den 2. februar 1998. Fem av disse gjaldt aktiv aksjeforvaltning i Nord-Amerika, Europa utenom Storbritannia, Storbritannia, Japan og Stillehavsområdet utenom Japan. I tillegg ble det utlyst tre mandater for såkalt aktiv indeksering (forvaltning med noe høyere aktiv risiko enn indeksforvaltning) i de tre førstnevnte land/regioner.

Et omfattende spørreskjema ble lagt ut på Internett. Det kom inn 260 søknader fra rundt 150 ulike forvaltningsorganisasjoner. Basert på gjennomgang av spørreskjema, bruk av store eksterne databaser og tilgang på informasjon fra en konsulentbedrift med omfattende kunnskaper og data om forvaltningsorganisasjoner, ble det plukket ut 70 søknader for nærmere oppfølging. I mars ble det sendt ut et nytt omfattende spørreskjema til disse. I dette skjemaet ble det i særlig grad spurt etter detaljerte data fra faktiske porteføljer.

Etter en ny utsilingsrunde ble 48 organisasjoner besøkt i tidsrommet mai – oktober. Konsulentselskapet ble i tillegg engasjert for å lage en egen analyse av noen norske forvaltere man hittil ikke hadde vurdert. De mest aktuelle forvaltningsorganisasjonene ble besøkt minst to ganger. Innen hver organisasjon er de enkelte avdelinger og nøkkelpersoner intervjuet uavhengig av hverandre for blant annet å vurdere grad av konsistens og disiplin.

Løpende oppfølging av aksjeforvalterne

Norges Bank foretar daglige målinger av markedsrisikoen i Petroleumsfondet. Dette er meget krevende når man tar i betraktning antall verdipapirer og at deler av Petroleumsfondet forvaltes av eksterne forvaltere. Selv om daglige målinger kan synes unødvendig for et fond med lang investeringshorisont, har det vist seg at arbeidet med daglig kvalitetssikring av grunnlagsdata har vært viktig både for korrigering av feil og for å øke markedsforståelsen. Pålitelig informasjon om løpende avkastning og risiko er et nødvendig grunnlag for å drive god forvaltning.

Hver av de eksterne forvalterne er pålagt omfattende rapportering til Norges Bank. Alle transaksjoner skal daglig meldes til bankens globale aksjedepot, Chase Manhattan Bank, som oversender informasjonen elektronisk videre. Alle data samles i en sentralt database. Data trekkes herfra til ulike analysesystemer. Det mest sentrale av disse er risikomålingssystemet BARRA. Hver dag foretas en gjennomgang av delporteføljer og totalporteføljen på dette systemet.

Den gode tilgangen på data og analyseverktøy gjør at KAP kan drive en meget tett oppfølging av de eksterne forvalterne. Det vil være relativt enkelt å vurdere om den løpende forvaltningen samsvarer med de forventninger som er lagt til grunn ved inngåelse av kontraktene. KAP står i jevnlig kontakt med forvalterne for å drøfte forvaltningsstil, risiko og avkastning. Forvalternes

effektivitet ved implementeringen av porteføljebeslutninger overvåkes i tillegg av et uavhengig analyseselskap som har aksjehandel som spesialitet.

Har norske forvaltere noen mulighet?

Norsk finansnæring har naturlig nok ønsket å forvalte en del av Petroleumsfondet. Etter den forvaltningsmodellen som Finansdepartementet har valgt, og som er forankret i Stortinget, har Norges Bank et klart definert resultatansvar for den operative forvaltningen av Statens petroleumsfond. Finansdepartementet har videre presisert at Norges Banks valg av eksterne forvaltere skal skje på forretningsmessig grunnlag. Bak den valgte forvaltningsmodellen ligger at hovedformålet med forvaltningen er å oppnå høy finansiell avkastning. Norges Bank har derfor ikke rom for å ta næringspolitiske hensyn ved tildeling av forvaltningsmandater.

Spørsmålet om norske finansinstitusjoners deltagelse i forvaltningen av Petroleumsfondet dreier seg med andre ord om de er – eller kan bli – tilstrekkelig konkurransedyktige. Hittil har bare en norsk institusjon tilfredsstillt våre krav. Trolig kan flere andre over tid bli kvalifisert. Men det er viktig å være realistisk; kravene som stilles til forvaltningen er såpass spesielle at det trolig kun er institusjoner med en viss «kritisk masse» av kompetanse som har mulighet. Petroleumsfondet er på ingen måte noen typisk kunde i det norske markedet. Satsing for å levere forvaltning til Petroleumsfondet kan kanskje gå på bekostning av satsing på andre kundesegmenter der man har større reell mulighet for suksess.

Norges Bank er selv en del av det norske finansmiljøet. Det er trolig positive ringvirkninger fra Norges Banks forvaltning av Petroleumsfondet til den øvrige delen av det norske finansmiljøet. Norges Bank har i det siste året deltatt med foredrag og på seminarer, og blant annet gjort rede for hvilke krav som stilles til forvaltere og hvorfor de stilles. Banken har konsekvent sagt ja til å møte alle forvaltere som har ønsket informasjon om vår virksomhet. Forvaltere som har fått avslag på søknader, har fått meget grundige tilbakemeldinger. Mye tyder på at spørreskjemaene som Norges Bank har lagt ut på Internett også har gitt impulser til andre kunder av forvaltningstjenester.

For Norges Bank er det viktig med et høyt kompetent miljø for internasjonal forvaltning i vår nærhet. Vi har hatt stor nytte av faglig dialog med norske finansinstitusjoner når vi har planlagt vår virksomhet, og også god nytte av å kunne rekruttere medarbeidere fra andre finansinstitusjoner.

Når Norges Bank på et forretningsmessig grunnlag vurderer tildeling av forvaltningsoppdrag, er det selvfølgelig rom for å legge vekt på fordelene knyttet til lokalisering i nærheten. Men slike forhold vil være underordnet til internasjonal konkurransedyktighet. Erfaringene fra prosessen vi nå har gjennomført, viser at de beste norske selskapene har muligheter for å

konkurrere blant de beste utenlandske, til tross for at de er relativt små. En viktig nøkkel til suksess er at man definerer en investeringsfilosofi og utvikler en investeringsprosess som er realistisk tilpasset de ressursrammer som står til rådighet. Der store utenlandske forvaltningsorganisasjoner taper i form av uklare linje- og ansvarsforhold og utydelige investeringsprosesser, kan relativt sett mindre norske institusjoner vinne på å være disiplinerte, systematiske og ved å utnytte teknologiske muligheter fullt ut.

Utfordringer

Etableringen av aksjeforvaltningen i Norges Bank har skjedd på en effektiv måte og uten nevneverdige problemer. Men det er ikke vanskelig å peke på mulige skjær i sjøen. En utfordring er kommunikasjonen mot omverdenen; det er viktig å skape forståelse for at aksjeinvesteringer er fornuftig for Petroleumsfondet i et langsiktig perspektiv, til tross for store svingninger på kort sikt. En annen utfordring gjelder kravene til kompetanse og organisasjon i Norges Bank. Forvaltningen av Statens petroleumsfond har stilt banken overfor nye krav til kompetanse, men også nye krav til måter å organisere forvaltningsvirksomheten på. Banken møtte denne utfordringen i mai 1997 ved å opprette et eget prosjekt på utsiden av sentralbankens etablerte virksomhet, med direkte rapportering til sentralbanksjefen. Det planlegges nå en forsiktig oppstart av noe aksjeforvaltning i egen regi for en mindre del av porteføljen. En av begrunnelsene for å gjøre dette er å sikre at forvaltningsmiljøet samlet har en tilstrekkelig kompetanse og tilgang på løpende markedsinformasjon til å være en krevende kjøper av eksterne forvaltningstjenester.

Sentralbanklovgivning – utviklingslinjer og endringsbehov

Bernt Nyhagen¹

De rettslige rammene for sentralbankene er stadig i fokus. Artikkelen ser på utviklingen av sentralbanklovgivningen internasjonalt og i Norge og gjennomgår nærmere aktuelle lovendringsspørsmål i Norge.

1 Innledning

«Slipp sentralbanken fri», «Monetær vekkelse», «Er uavhengige sentralbanker udemokratiske?», «Ingen problem så lenge fornuftige mennesker styrer sentralbanken», «Feldt varnar för nya Riksbanken», «Storvik vingeklippet», «Storvik gir oss håp», «Tid for endring», «Hysj-hysj om euro». Avisoverskriftene er mange og sentralbankene har sjelden grunn til å klage på mediainteressen. Iblant hadde det snarere vært en fordel om det ble skrevet og sagt litt mindre.

Et innspill fra en sentralbankjurist må det likevel være rom for. Min artikkel vil konsentrere seg om de rettslige rammene for sentralbankene internasjonalt og i Norge med særlig fokus på uavhengighets spørsmål og forholdet til statsmyndighetene. Et historisk tilbakeblikk vil vise at aktuelle problemstillinger kanskje ikke alltid er nye (pkt 2). Jeg har moret meg med å gå noe lengre tilbake i historien enn den aktuelle utvikling. Det gis deretter et utsnitt fra debatten om og behandlingen av sentralbank spørsmål internasjonalt og i Norge den senere tid (pkt 3). Et hovedpunkt i artikkelen er en gjennomgang av en del aktuelle lovendringsspørsmål i Norge på bakgrunn av foreliggende lovgivningsinitiativ, debatt og utviklingstendenser (pkt 4). Til slutt følger en avrundning (pkt 5).

2 Tilbakeblikk

2.1 Internasjonalt

Sveriges Riksbank og Bank of England blir vanligvis omtalt som de eldste sentralbanker. Riksbanken ble etablert i 1668, men da mer som vanlig bank enn egentlig sentralbank eller seddelbank. Rett til å utstede egentlige pengesedler fikk banken først på 1800-tallet, og seddelmonopol fikk den i begynnelsen av vårt århundre. Bank of England ble stiftet ved charter av 1694 og fikk umiddelbart seddelutstedelsesrett.

Først på begynnelsen av 1800-tallet ble en ny gruppe av de nåværende sentralbanker etablert, selv om noen har aner lenger tilbake. Da fikk en bl.a. Banque

¹ Bernt Nyhagen er direktør i Juridisk avdeling i Norges Bank

de France (1800), Finlands Bank (1811), Nederlandsche Bank (1814), Norges Bank (1816), Österreichische Nationalbank (1817) og Danmarks Nationalbank (1818).

I annen halvdel av 1800-tallet fulgte så opprettelsen av nasjonale sentralbanker i Belgia, Japan, Russland, Spania og Tyskland. Ved inngangen til vårt århundre kom det til nasjonalbanker i noen mindre land i Øst-Europa samt i Egypt og Persia. The Federal Reserve System (FED) ble opprettet som sentralbank i USA i 1913.

Etter første verdenskrig fikk vi en rekke nye sentralbanker. Den internasjonale økonomiske konferanse i 1920 i Brussel hadde henstilt til alle land som ennå ikke hadde sentralbanker, om snarest mulig å etablere slike for å bidra til stabilitet i de nasjonalte penge- og banksystemer og for å styrke det internasjonale samarbeid.

En ny bølge av sentralbanker fulgte etter annen verdenskrig, i første rekke i de tidligere kolonistatene hvor sentralbankene ble betraktet som et av symbolene på politisk uavhengighet.

Utenom seddelmonopol ble også de nye sentralbankene tillagt de vanlige oppgaver en tradisjonelt har forbundet med sentralbanker – statens fiskalagent og bankforbindelse, forvaltning av valutareservene, bankenes bank mv. Med hensyn til kompetanseområdet for øvrig, varierte dette mye avhengig av den politiske og økonomisk/finansielle struktur i landene.

Uavhengighet av den utøvende statsmakt var lenge et grunnleggende prinsipp for sentralbankvirksomhet. Sentralbankenes ansvar for veksling av sine sedler mot sølv (vanlig før 1870-årene) eller gull forutsatte at de ikke ble utsatt for politisk påtrykk. Men prinsippet om sentralbankenes uavhengighet ble hevdet også etter at de fleste sentralbankene i 1920-årene ble fritatt for gullinnløsningsplikten. Særlig fra annen halvdel av 1930-årene begynte både nye oppgaver og en ny holdning å gjøre seg gjeldende, som sterkere understreket sentralbanken som et forvaltningsorgan og med pengepolitikken som integrert ledd i den økonomiske politikken.

Generelt kan en si at så lenge ambisjonsnivået i den økonomiske politikk var lavt og de virkemidler en rådet over var begrenset, hadde sentralbanken en betydelig grad av selvstendighet. Men selvstendigheten gjaldt innenfor grenser som var stramt trukket opp i lovverk og av pengesystem. Etter hvert som de politiske myndigheter påtok seg et større ansvar for den økonomiske utvikling, ledet dette også til at de skaffet seg og brukte utvidete virkemidler for å gjennomføre politikken, en økonomisk politikk som sentralbankene ble en del av. Dette utvidete ansvarsområde for den økonomiske politikk har likevel gitt rom for forskjellige løsninger mht sentralbankens stilling på sitt spesielle område – gjennomføringen av penge- og valutapolitikken. Forskjellen mellom de ulike land kom her særlig fram i hvem som fastla de pengepolitiske måltall, og i statsmyndighetenes medvirkning når det gjaldt anvendelsen av de pengepolitiske virkemidler.

I hvilken grad disse forskjellene avspeilte seg i lovgivningen varierte. Graden av faktisk selvstendighet for sentralbankene lar seg i det hele ikke uten videre utlede av de forskjellige lovverk, men vil variere med tradisjon, faktisk autoritet, personer i ledelsen mv. Som sentralbanker med særlig sterk grad av selvstendig-

het har gjerne vært nevnt den amerikanske Federal Reserve, den tyske Bundesbank og den sveitsiske nasjonalbank. Som sentralbanker som var undergitt politiske direktiver i virkemiddelbruken kan nevnes den engelske, franske og italienske sentralbanken.

I alle fall det seneste tiåret har utviklingen internasjonalt klart gått i retning av større faktisk og rettslig sentralbankuavhengighet. Ofte har dette skjedd sammen med fastslåing av prisstabilitet som det politisk bestemte, sentrale mål for pengepolitikken. Klarest ser vi dette i det nye europeiske sentralbanksystem og valg av pengepolitisk regime for dette. Viktig har også vært et av Blair-regjeringens første sentrale politiske vedtak etter valget i 1997 – fristilling av Bank of England i gjennomføringen av pengepolitikken. Land som nå legger om sin politikk fra sentralstyring til markedsøkonomi, følger gjennomgående de samme hovedprinsipper, med særlig vekt på sentralbankens selvstendighet i utøvelsen av pengepolitikken. Som en motvekt mot utviklingen med større sentralbankuavhengighet, har samtidig betydningen av innsyn overfor («transparency») og ansvar for («accountability») sentralbankene blitt understreket.

Kanskje har pendelen begynt å svinge tilbake igjen. I EU-landene synes det nå i sterkere grad å bli fokusert på vekst og sysselsetting. Dreiningen i synet på den økonomiske politikken kan gå i retning av at sentralbanken i større utstrekning bør vektlegge hensynet til vekst og sysselsetting i utformingen av pengepolitikken. Sentralbanken forutsettes fortsatt være selvstendig, men også rimelig «lydhør» overfor politikerne. Den koordinerte rentenedsettelsen i ØMU-landene 3.12.98, synes det likevel riktig å se på som en handling i full forening med prisstabilitetsmålet og sentralbankuavhengighet og ikke som utslag av en annen eller påtvunget pengepolitikk.

I EU-landene kan det for øvrig på kort eller mellomlang sikt i høyden bli tale om nyanser i vektleggingen, idet landene er traktatmessig forpliktet til å prioritere opprettholdelse av prisstabilitet i pengepolitikken og et uavhengig sentralbanksystem. Nettopp denne traktatmessige binding som i prinsippet bare kan løses på ved enstemmighet, kan synes særlig betenkelig fra et «demokrati»-synspunkt. Dette bundethets-problem er ikke relevant ved den aktuelle diskusjon om en uavhengig sentralbank i Norge.

På pengepolitikkenes område må ellers nevnes de vidtgående internasjonale liberaliseringer av valuta- og kapitalstrømmene som landene er bundet til iht avtaler i regi av IMF, WTO, OECD og EU/EØS mv. Noen konsekvenser av dette for sentralbankene er nevnt i forskjellige sammenhenger nedenfor. Men også på dette område har man den senere tid, med bakgrunn bl.a i Asia-krisen, kunnet registrere visse initiativ for å snu utviklingen i retning av å gjeninnføre restriksjoner på kapitalbevegelser og avgifter på valutahandelen mv.

Den internasjonale utvikling på andre områder som organisering av banktilsyn, sentralbankenes økende engasjement i betalingssystemer, tendenser til utskilling av forretningsdrift mv, kommer jeg også kort tilbake til.

2.2 Norge fram til sentralbankloven av 1985

I Danmark-Norge ble det gjennomført en stor pengereform i 1813 med en riksbank med enerett til å utstede sedler og med en egen avdeling i Norge. Etter

atskillelsen fra Danmark fortsatte avdelingen i Norge som en selvstendig norsk bank. I novembergrunnloven fra 1814 ble det så bestemt (§ 110):

«Norge beholder sin egen Bank, og sit eget Penge- og Myntvesen, hvilke Indretninger ved Lov bestemmes.»

Norges Bank ble deretter grunnlagt ved lovvedtak 14.6.1816. Samtidig ble det vedtatt en «Lov angaaende Pengevæsenet». Stiftelsen av banken var et viktig ledd i bestrebelsene på å skape et selvstendig, norsk pengevesen. Banken ble organisert som et privateid aksjeselskap, ble gitt konsesjon for 30 år, og fikk rett til å utstede pengesedler som skulle være tvungne betalingsmidler. For bl.a å sikre uavhengigheten best mulig overfor kongemakten, ble bankens hovedsete lagt flere dagsreiser unna hovedstaden til Trondhjem. I 1897 ble faren ansett for å være over, eller de praktiske ulemper for store, og hovedsetet flyttet til Christiania. Ved siden av seddelutstedelsen hadde banken bl.a. viktige oppgaver som vanlig bank overfor næringslivet. Noen annen form for bankvesen fantes ikke i Norge på den tid banken ble stiftet.

I 1875 fikk vi en ny lov om pengevesenet og i 1892 en ny lov om Norges Bank. I 1936 ble det klargjort i loven at Norges Bank hadde anledning til å drive markedsoperasjoner. I 1949 overtok staten aksjene i Norges Bank. I 1962 overføres myntvesenet og Den Kongelige Mynt fra staten til Norges Bank.

Lovene fra 1875 og 1892 bygde fortsatt på forutsetningen om et metallistisk pengesystem, der Norges Bank var forpliktet til dels å veksle inn norske kroner mot en nærmere angitt mengde gull og dels å utstede norske kroner mot gull. For å ha kontroll over innløsningsplikten og seddelvolumet, var banken rettslig uavhengig av de politiske myndigheter. Norges Bank var således ikke underkastet instruksjonsmyndighet, heller ikke hadde den plikt til å forelegge sine avgjørelser for andre myndigheter og det var ingen adgang for andre myndigheter til å omgjøre bankens vedtak. Statspraksis gjennom mellomkrigstiden aksepterte denne selvstendighet.

Etter at gullstandarden var opphevet i 1914, representerte Norges Banks paripolitikk og gjeninnføring av gullstandarden i 20-årene en særlig turbulent og omstridt periode for Norges Bank. Opplevelsen av 20-årenes problemer ga tilliten til sentralbanken en alvorlig knekk. Noen vil mene at erfaringene fra denne periode kanskje fortsatt er med å prege holdningene til Norges Banks rolle i dag. Et klart skifte i holdning kom i alle fall med den annen verdenskrig. I 1946 kom den nye sjefdirektør Gunnar Jahn med en prinsipputtalelse om at det «er en selvfølge at en seddelbank ikke kan og ikke bør føre en politikk som er i uoverensstemmelse med den som er besluttet av Storting og regjering». Carsten Smith har i 1985 formulert det slik at «Senere har banken, under skiftende ledelser og i forhold til skiftende regjeringer, gjennomført et samarbeid og en innordning uten å gjøre bruk av sin uavhengige status».

Med visse endringer dannet loven om pengevesenet fra 1875 og loven om Norges Bank fra 1892 likevel de sentrale formelle, legale rammer for Norges Banks virksomhet helt til ikrafttredelsen av den nye loven om Norges Bank og pengevesenet i 1985. Utviklingen hadde da naturlig nok løpt fra en rekke av bestemmelsene i disse lovene. De regulerte en rekke sekundære og til dels bortfalte

problemer, mens sentrale kreditt-, penge- og valutaretslige spørsmål til dels stod ubesvarte. En hovedoppgave var derfor en rettslig opprydding.

Nå hadde det riktignok før vedtagelsen av den nye sentralbankloven, blitt vedtatt to andre sentrale lover på området. Parallelt med at sentrale bestemmelser i 1875- og 1892-lovene mistet sin praktiske betydning, ble sentrale deler av penge-, kreditt- og valutapolitikken etter annen verdenskrig styrt gjennom forskjellige direkte reguleringer i medhold av valutareguleringsloven av 1950 og penge- og kredittloven av 1965. Valutareguleringen tok opprinnelig primært sikte på å sikre kontroll med betalingsbalansen og støtte opp om varerasjoneringen, senere kontroll med kapitalbalansen ved direkte kontroll av valutabevegelsene. Hovedmålene for reguleringene etter penge- og kredittloven var å opprettholde en kontrollert renteutvikling, sørge for balansert kreditttilgang og å kanalisere kreditten til ønskede sektorer. I perioder skjedde reguleringene delvis i former for frivillighet gjennom Samarbeidsnemnda, kredittavtaler og renteforståelser mv mellom myndighetene og bankene.

Kompetansen etter disse lovene lå og ligger hos Kongen med delegasjon til Finansdepartementet. Norges Bank har i tilfelle bare fått delegert myndighet underordnet departementet. Sentralbankens tradisjonelle pengepolitiske virkemidler i form av fastsettelse av sine utlåns- og innskuddsrenter overfor bankene, intervensjoner i penge- og valutamarkedene og tilførsel og inndragning av likviditet, ble nå hovedsakelig bare brukt til å supplere myndighetenes virkemiddelbruk etter valutareguleringsloven og penge- og kredittloven.

På denne bakgrunn ble den nye norske sentralbankloven forberedt og vedtatt. Loven ble til etter en bred og til dels skarp debatt om bankens oppgaver og plass i styringsverket. Det ble hevdet synspunkter som spente fra sentralbanken som en fjerde statsmakt for pengevernet til sentralbanken som et vanlig forvaltningsorgan. Særlig omstridt var forslaget om en lovfestet instruksjonsrett for regjeringen overfor banken. I det store og hele må man kunne si at lovforslaget innebar en opprydding og kodifisering av den praksis som hadde nedfelt seg fram mot vedtagelsen, men som kanskje ikke helt tok høyde for en utvikling internasjonalt og i markedene som var på gang.

Særlig Norges Bank fremkom i sin høringsuttalelse med kritikk i denne retning. Direksjonens høringsuttalelse er utgitt i Norges Banks skriftserie nr 14, 1984. Det vises bl.a her til at Norge gjør mindre bruk av sin sentralbank i gjennomføringen av penge- og kredittpolitikken enn noe annet industrialisert land med sammenlignbare politiske institusjoner. Utvalgets forslag vil ikke forandre noe på dette. Andre land har langt tidligere i etterkrigstiden og i større grad enn Norge tatt i bruk markedsorienterte virkemidler i kredittpolitikken (s 6). Sammenholdt med internasjonal sentralbanklovgivning trekkes særlig følgende fram i forhold til lovutkastet (s 11):

- « a) Formålsparagrafen har fått en svært generell utforming som ikke gir banken noen spesiell målsetting for sitt arbeid.
- b) Det er ikke lagt til rette for noe beslutningsorgan av personer som har sin fulle arbeidstid i banken. - - -
- c) Pengepolitiske reservekrav er ikke innarbeidet i sentralbanklov-

givingen.

- d) Det er bare lagt en formell begrensning på adgangen til direkte lån til statskassen.
- e) Tilsynet med kredittinstitusjonenes virksomhet er holdt utenfor sentralbanken.
- f) Lovutkastet tar ikke stilling til anvendelsen av overskuddet.
- g) Generelt tar andre lands sentralbanklovgivning i langt større grad sikte på å regulere de forhold som gjelder sentralbanken i selve loven, mens det foreliggende lovutkast mer bærer preg av å være en fullmaktslov for skiftende regjeringer.»

Loven ble likevel i det store og hele vedtatt i samsvar med Ryssdal-utvalgets forslag. Bare Fremskrittspartiet gikk inn for større uavhengighet for sentralbanken under lovbehandlingen.

2.3 Sentralbankloven av 1985 og utviklingen senere

Loven slår fast at Norges Bank skal være et utøvende og rådgivende organ for penge-, kreditt- og valutapolitikken. Den skal utstede pengesedler og mynter, fremme et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet og overvåke penge-, kreditt- og valutamarkedene. Ved siden av disse og andre oppgaver som nevnes spesielt i loven, kan banken sette i verk tiltak som er vanlige eller naturlige for en sentralbank. Det gir banken et ansvar for å møte skiftende utfordringer over tid. Samtidig skal banken utøve sin virksomhet i samsvar med de økonomisk-politiske retningslinjer som er fastlagt av statsmyndighetene (regjeringen og Stortinget i fellesskap).

Lovteknisk har loven fått et greit omfang (29 paragrafer). Den er delt i 6 operative kapitler med alminnelige bestemmelser, organisatoriske bestemmelser, bestemmelser om de 3 hovedområder betalingsmidler (erstatte den gamle pengeloven fra 1875), kredittmarkedet og valutamarkedet, og endelig om budsjett, beretning og regnskap.

I lovproposisjonen understrekes det for øvrig at det ikke legges opp til «vesentlige endringer i forholdet mellom de politiske myndigheter og Norges Bank ved opplegget og gjennomføringen av penge-, kreditt- og valutapolitikken. Dette innebærer blant annet at myndighet til å treffe vedtak med hjemmel i kredittloven fortsatt vil ligge hos de politiske myndigheter og at de sentrale deler av rentepolitikken fastsettes av Storting og Regjering som nå» (prp s 3).

Slik har det ikke helt gått. Fra midten av 80-årene har virkemidlene etter penge- og kredittloven og valutareguleringsloven gradvis gått ut av bruk til fordel for mer markedsmessige virkemidler. Ingen av bestemmelsene i penge- og kredittloven som knytter seg til regulering av kredittstrømmer, reservekrav eller renteregulering har vært i bruk siden 1987. Bestemmelsene i valutareguleringsloven om regulering av valutastrømmer har i liten grad vært anvendt siden 1990. Penge- og kredittloven og valutareguleringsloven utgjør ikke lenger en aktiv del av virkemiddelapparatet i den økonomiske politikken. Som en konsekvens av dette sendte

Finansdepartementet høsten 1996 på høring et notat om opprydding av bestemmelser i penge-, kreditt- og valutalovgivningen. Penge- og kredittloven og valuta-reguleringsloven foreslås her opphevet, og bestemmelser som det er aktuelt å videreføre innarbeidet i sentralbankloven. Dette lovforslaget omtales nærmere nedenfor i pkt 4.5.

Det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken er således nå igjen sentralbankens fastsetting av innenlandske pengemarkedsrenter (i første rekke gjennom dagslånsrenten og folioinnskuddsrenten overfor bankene), supplert av markedsintervensjoner. Og for bruken av disse virkemidler har Norges Bank primærkompetanse direkte etter sentralbankloven (sentrbl §§ 19, 20, 21 og motsetningsvis § 24). Dette innebærer at Norges Bank har vesentlig større selvstendighet i den pengepolitiske virkemiddelbruken i dag enn da sentralbankloven ble gitt i 1985. På bankloven ble gitt i 1985. Dette rommet for Norges Banks virkemiddelbruk i praksis fortsatt mer begrenset enn hva som er vanlig internasjonalt, pga vårt relativt snevre og kortsiktige pengepolitiske mål om valutakursstabilitet. Slik sett vil en overgang til en form for inflasjonsstyring, bety et større rom for skjønn og langsiktighet og gi bankens beslutninger om virkemiddelbruken større selvstendig betydning enn i dag. Nettopp dette større spillerom er et av kjernespørsmålene i diskusjonen om valg av pengepolitisk regime. Det vises nærmere til fremstillingen nedenfor særlig under pkt 4.3.

I debatten før, omkring og etter vedtagelsen av sentralbankloven av 1985 har særlig de pengepolitiske oppgaver og uavhengigheten på dette område stått i fokus. I alle fall tre andre sentrale områder bør også nevnes:

- I mange land er tilsynet med bankene helt eller delvis lagt til sentralbanken – bl.a i USA, Frankrike, Spania og Finland. I Norge overvåker Norges Bank finansmarkedene og har en likviditetsstøttefunksjon primært overfor bankene, mens tilsynet med de enkelte finansinstitusjoner ligger til Kredittilsynet. Siden etableringen av Bankinspeksjon i 1956 og utvidelsen til Kredittilsynet i 1985 har spørsmålet om sammenslåing med eller overføring til Norges Bank vært reist ved forskjellige anledninger. Det har vært argumentert med at en sammenslåing både ville kunne bety en forenkling og forbedring av tilsynet og samtidig gi Norges Bank et bedre grunnlag til å utføre sine oppgaver som sentralbank. Spørsmålet var senest oppe i etterkant av bankkrisen på begynnelsen av 90-tallet, men har stadig blitt avvist. Det ble i stedet satset på utvidet, uformelt samarbeid samt at Norges Bank fikk en lovfestet observatørplass i Kredittilsynets styre. Stortingets granskingskommisjon for bankkrisen (Smith-kommisjonen) understreker i sin rapport (Dok nr 17 for 1997-98) pkt 12.2.5 og 12.2.6 om systemansvaret betydningen av klarere ansvarsforhold mellom Finansdepartementet og Kredittilsynet. I denne forbindelse nevnes igjen muligheten for en organisering i tilknytning til Norges Bank.

Interessant er for øvrig de ulike tradisjoner internasjonalt i synet på tilsynsoppgavene og forholdet til sentralbankens selvstendighet. Etter f. eks vanlig tysk syn anses det å legge tilsynsansvaret under sentralbanken som et inngrep i dens uavhengighet, i motsetning til f.eks etter anglo-amerikansk syn.

Utviklingen mot et eget, integrert tilsyn for både kredittinstitusjoner, forsik-

ringsselskaper og verdipapirhandel mv slik som Kredittilsynet, synes nå å være den ledende trenden internasjonalt. Et slikt omfattende tilsyn kan sies å høre mindre hjemme i en sentralbank. Særlig bemerkelsesverdig her var den nye Blair-regjeringens andre overraskende sentralbankrelaterte beslutning i 1997 – beslutningen om å overføre banktilsynet fra Bank of England til the Financial Services Authority.

Det vises ellers til egen artikkel om finansiell stabilitet.

- Tradisjonelt har det vært en sentralbankoppgave å utstede pengesedler og mynter. Etter hvert har bankenes «kontopenger» og andre betalingsmidler fått en økende betydning, og sentralbankenes ansvar for landenes betalingssystemer er blitt overordnet kontantfunksjonen. Sentralbankloven av 1985 fastslår da også at Norges Bank skal «fremme et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet». Men banken har ikke fått noen forskrifts- eller inngrepshjemmel til å håndheve ansvaret. En egen lov om betalingssystemer mv, og med omfattende oppgaver til Norges Bank, er nå foreslått av Banklovkommisjonen i NOU 1996:24. Det ventes at Finansdepartementet vil fremme proposisjon om disse spørsmål i 1999. Om utviklingen når det gjelder betalingssystemer vises for øvrig til egne artikler i dette heftet.
- En kjerneoppgave for alle sentralbanker er å forvalte landets valutareserver. Det er også vanlig at sentralbanken utfører bankforretninger for staten og kanskje i noen grad forvalter mindre fond, jf den norske sentralbankloven § 17. Utover rammen for denne bestemmelse faller imidlertid Norges Banks forvaltning av Statens petroleumsfond, som er forankret i forskrift med hjemmel i petroleumsfondloven. I denne sammenheng kan også nevnes forvaltningen av Statens petroleumsforsikringsfond. Dette legger spesielt store formuesforvaltningsoppgaver på Norges Bank.

3 Noen aktuelle kilder og innspill

3.1 Internasjonalt

I lovproposisjonen i 1984 fremholdt departementet at det bør «neppe legges stor vekt på andre lands lovgivningsmessige løsninger ved utformingen av ny lov om Norges Bank og pengevesenet» (s 18). Med globaliseringen av finans- og kapitalmarkedene vil det nok i dag likevel ikke være stor uenighet om at tilliten til og troverdigheten utad – særlig av det pengepolitiske system – vil være et vesentlig hensyn ved utformingen av nasjonale sentralbanklover. Og her vil det i seg selv kunne få konsekvenser om et lands lovgivning uten overbevisende særhensyn avviker fra et mønster som ellers anses fordelaktig internasjonalt. Markedene opptre heller ikke alltid rasjonelt, og kan legge større vekt på slike ytre forskjeller enn det reelt skulle være grunnlag for.

En særlig viktig referanseramme for oss danner her kravene til legal konvergens i tilknytning til Den økonomiske og monetære union (ØMU) og Det europeiske sentralbanksystem (ESBS). Dette både i kraft av sin nydannende karakter og nærheten og den direkte innflytelse overfor oss og våre omgivelser. Maas-

tricht-avtalen (art 108) og statuttene for ESBS stiller her visse krav til sentralbanklovgivningen i de enkelte land. Dette gjelder bl.a:

- Forbud for sentralbanken mot å ta imot instruks fra fellesskapsorganer eller fra nasjonale myndigheter
- Krav på minst 5 års mandatperiode for sentralbanksjefen mv
- Strengt avskjedskriterier for sentralbanksjefen mv
- Gjenspeiling av virksomhetsmålene for ESBS, herunder inflasjons- eller prisstabilitetsmålet for pengepolitikken
- Forbud mot monetær finansiering, dvs at medlemslandene ikke får finansiere offentlige underskudd med midler fra sentralbanken.

Disse kravene til legal konvergens gjelder i utgangspunktet for sentralbankene i EU uansett om de er med i ØMU eller ikke. Således har Sverige vedtatt de endelige grunnlovs- og lovendringer hvor en selvstendig Riksbank får ansvaret for pengepolitikken. Endringene ble vedtatt i november 1998 med stor majoritet i Riksdagen. Dermed slapp man også eventuelle problemer med manglende oppfyllelse av Sveriges traktatmessige forpliktelser på dette område. En direksjon med seks heltidsansatte får nå beslutningsmyndighet i pengepolitiske spørsmål og skal lede Riksbanken. Det parlamentarisk valgte riksbankfullmæktige får heretter hovedsakelig bare kontrollerende oppgaver på linje med Representantskapet i Norges Bank. Inflasjonsmål har for øvrig Riksbanken styrt etter siden 1993, men uten at dette har vært lovfestet.

Storbritannia står i en særstilling ved at de gjennom forbehold ikke er bundet til å gjennomføre endringer i sentralbanklovgivningen som følger av andre og tredje etappe av ØMU. Storbritannia har lenge vært et av de toneangivende land som har hatt liten sentralbankuavhengighet. Men uten å være traktatmessig bundet til det, overrasket Blair-regjeringen etter tiltredelsen i 1997 med å kunngjøre uavhengighet for Bank of England i gjennomføringen av pengepolitikken. Endringene er nedfelt i den nye Bank of England Act 1998. Også Danmark står i en særstilling ved at de har et uttrykkelig unntak for å kunne stå utenfor ØMU. Men de er forpliktet til å oppfylle kravene til sentralbankuavhengighet, og har lenge hatt en ordning hvor en intern direksjon har det fulle ansvar for pengepolitikken og den daglige ledelse av banken. Med sin noe avslappede lovgivningstradisjon har Danmark ellers ikke funnet det nødvendig å gjennomføre vesentlige endringer i sin nasjonalbanklov fra 1936.

Det er ellers ingen hemmelighet at særlig Tyskland med sin smertefulle inflasjonshistorie har vært en pådriver i utviklingen for prioriteringen av prisstabilitetsmål og et sterkt og uavhengig sentralbanksystem. På den annen side har først og fremst Frankrike vært talsmann for større politisk innflytelse og markering av hensynene til vekst og sysselsetting. Som nevnt foran, har det vært tegn i tiden på en viss politisk glidning i denne retning.

Interessant for Norge er for øvrig utviklingen i andre land med små og åpne økonomier som Sveits, New Zealand og Canada. Her har utviklingen klart gått i retning av større selvstendighet og prisstabilitetsmål.

Fra den internasjonale arena nevnes til slutt IMF's anbefaling i sin foreløpige rapport fra oktober 1998 til Norge om å vurdere å gå over til styring etter inflasjonsmål. Dette forutsettes kombinert med økt selvstendighet for Norges Bank i virkemiddelbruken. Det siktes da særlig til forholdet til regjeringens instruksjonsrett (jf pkt 4.3.b nedenfor).

3.2 Norge

Sentrale kilder her er naturlig først og fremst utredninger og vurderinger i forbindelse med de forskjellige lovgivningsinitiativ. Foran under pkt 2.2 og 2.3 er referert fra

- lovforberedelsen og lovbehandlingen i tilknytning til sentralbankloven av 1985
- lovforslag om oppheving av valutareguleringsloven og penge- og kredittloven og videreføring av enkelte bestemmelser i sentralbankloven
- lovsaker om forholdet mellom sentralbanken og Kredittilsynet
- Banklovkomisjonens forslag om lov om betalingssystemer mv.

Som nevnt gikk Fremskrittspartiet inn for større sentralbankuavhengighet ved lovbehandlingen i 1985. Her har partiet vært konsistent og fulgt opp dette senest i dok 8 (1997-98) om en ny pengepolitikk basert på inflasjonsmål og større uavhengighet for Norges Bank.

Stortingets granskingskomisjon for bankkrisen understreker i Dok nr 17 for 1997-98 pkt 12.2.5 og 12.2.6 betydningen av klare ansvarsforhold mellom regjering/departementet og Norges Bank. Kommissjonen hevder at bankkrisens forhistorie gir godt belegg for å hevde «at dagens lovgivning gir mindre klarhet enn ønskelig hvis målet er å legge grunnlaget for uavhengige råd - - - og hvis målet er å klarlegge ansvarsfordelingen». Det vises særlig til at bestemmelsene i sentrbl § 2 om plikten til å følge økonomisk-politiske retningslinjer og om plikten til å forelegge særlig viktige saker for departementet ikke bidrar til å skape klarhet. Det kan også være grunn til å overveie å gi sentralbanken rett til å legge synspunkter og råd direkte fram for Stortinget. For øvrig går ikke kommissjonen

inn i diskusjonen om hvor selvstendig sentralbanken bør være i forhold til de politisk ansvarlige myndigheter.

Granskingskomisjonens leder, Eivind Smith, har bl.a i senere avisinnlegg understreket betydningen av klare rammer og mål for sentralbanken. Men han anser ikke en mer uavhengig sentralbank udemokratisk i seg selv, dersom friheten utspiller seg innenfor synbare og kontrollerbare rammer fastsatt av de politiske myndigheter. Poenget er å ha politisk bestemte generelle rammer, og som til enhver tid kan endres. Samtidig kan adgangen til politiske inngrep i enkeltsaker fjernes eller sterkt reduseres, hvis dette anses som den beste veien for å nå de politisk bestemte målene.

Den mest markerte talsmann for en utvikling mot prisstabilitetsmål og større sentralbankuavhengighet hos oss har ellers vært Hermod Skånland. Dette enga-

sjement skriver seg dels tilbake til tiden allerede før vedtagelsen av sentralbankloven av 1985. Han har senest tatt opp problemstillingene i større sammenheng i Sosialøkonomen nr 7 1998 i artikkelen «En pengepolitikk for Norge – etter Solidaritetsalternativet», herunder om lovgrunnlaget for en norsk pengepolitikk.

Diskusjonen om selvstendighet for sentralbanken og utformingen av den norske sentralbankloven ble også tatt opp i festskriftet til Skånland: Stabilitet og langsiktighet (1994), med bidrag fra bl.a. Carsten Smith og Kåre Willoch. Carsten Smith, som vel må regnes som den klareste forsvarer av utformingen av gjeldende lov, har tidligere også skrevet om dette i bl.a. Nordisk Administrativt Tidsskrift 1985 (senere inntatt i Rettstenkning i samtiden (1992)). Fra tiden før sentralbankloven av 1985 må også nevnes avsnittene om Norges Bank i hans Bankrett og statsstyre (1980).

En presentasjon og drøfting med bidrag for og imot fortsatt målsetting om kursmål eller overgang til inflasjonsmål er samlet i debattboken «Choosing a Monetary Policy Target» (1997) initiert av Norges Bank. Boken er konsentrert om fagøkonomiske analyser, men reiser også rettslige spørsmål i forhold til utformingen av sentralbanklovgivningen. Helge Syrstad har tatt opp denne tråden i en artikkel i Lov og Rett 1998 «Mål og virkemidler i pengepolitikken – hva kan sentralbanken bestemme?» Han avslutter med at «lovgrunnlaget i pengepolitikken på flere punkter er foreldet. Verken kredittloven eller valutaloven har lenger noen praktisk betydning, og sentralbanklovens tvedeling mellom penge- og kredittpolitikk og valutapolitikk bygger på et skille som i dag økonomisk sett er utvisket. Dette fører til at det blir et uklart forhold mellom lovens generelle myndighetsbestemmelser. Jeg slutter meg til Smith-kommisjonens kritikk av gjeldende lovgivning; etter min mening kan det være grunn til å ta hele sentralbankloven opp til revisjon.» Jeg kommer tilbake til disse spørsmål bl.a. under pkt 4.5 nedenfor. Fra Syrstad kan vi for øvrig vente ytterligere bidrag i tilknytning til gjennomføringen av hans doktorgradsarbeid «Pengerett i et markedsregime».

Mediabilde ellers viser at kursproblemene og renteoppgangen de seneste måneder ikke har dempet debatten om valg av pengepolitisk regime og forholdet mellom Norges Bank og de politiske myndigheter.

4 Aktuelle lovrevisjonsspørsmål

I dette punktet skal det pekes på en del mulige revisjonsspørsmål når det gjelder den norske sentralbanklovgivningen, på bakgrunn av foreliggende lovgivningsinitiativ, pågående debatt og utviklingstendenser.

4.1 Legal status

Etter sentrbl § 2 fjerde ledd er Norges Bank et eget rettssubjekt eid av staten (før 1985-loven var Norges Bank organisert som aksjeselskap). Forvaltningsloven og offentlighetsloven gjelder for virksomheten. Disse forhold er det ingen grunn til å gjøre endringer i.

Banken er et forvaltningsorgan under den utøvende makt, og hvor Riksrevisjonen fører kontroll med statsrådets myndighetsutøvelse. I enkelte land har

sentralbanken et mer direkte forhold til den parlamentariske forsamling. Dette forhold til Stortinget og til statsmyndighetene generelt går det nærmere inn på i pkt 4.7 nedenfor.

Det er rettslig uklart etter sentralbankloven i dag hvorvidt Norges Bank kan skille ut deler av virksomheten i egne selskaper. Mange lands sentralbanker har gjort dette i større eller mindre utstrekning for forretningsmessig preget virksomhet. I det høringsnotat som Finansdepartementet sendte ut i 1996 om oppdatering av det pengepolitiske lovgrunnlaget, er det tatt med lovforslag som gjør det klart at Norges Bank helt eller delvis kan eie foretak for produksjon av sedler og mynter og annen forretningsmessig virksomhet. Det er ikke med dette tatt stilling til om slik virksomhet bør organiseres i egne selskaper. Dette vil det i tilfelle bli helt opp til Norges Banks egne organer å ta stilling til når man måtte finne det aktuelt. Men også innenfor dagens organisering er det i gang en utvikling mot en klarere todeling av bankens oppgaver i en forvaltnings- eller policydel og en forretningsdel. Forretningsdelen (det vil først og fremst være innen seddel- og myntområdet) går her i retning av å bli drevet som interne resultatenheter.

4.2 Formål og oppgaver

Sentrbl § 1 har som overskrift «Norges Banks formål og virkeområde». Men bestemmelsen angir hovedsakelig bare bankens oppgaver. Banken skal fremme et «effektivt betalingssystem», men ellers angir ikke loven direkte mål for virksomheten.

Et tillegg som eksplisitt sier at banken skal fremme «finansiell stabilitet» skulle det ikke være vanskelig å få tilslutning til.

Hovedspørsmålet er om loven også bør oppstille bestemte mål for pengepolitikken – og selvfølgelig i neste omgang hvilket mål. Valget av mål vil samtidig kunne være av betydning for om det bør gis i lov eller ikke.

Et hovedpoeng for Ryssda-utvalget som forberedte 1985-loven, var at loven skulle kunne gjelde under ulike regimer for penge-, kreditt- og valutapolitikken. En overgang til direkte styring etter et direkte mål om prisstabilitet kan således gjennomføres også uten lovendringer. Særlig av hensyn til tilliten i markedet, vil det imidlertid kunne være av betydning med en direkte forankring av målet i loven. Dette både fordi det klarere heiser flagget, og fordi det ikke vil bli så lett å fire. En slik forankring vil være særlig viktig i urolige tider. Direkte forankring i loven vil særlig være aktuelt ved valg av et prisstabilitetsmål. Et kursmål kan det være vanskeligere å regulere i en formell lov bl.a. pga tidsmomentet.

Det er vanlig internasjonalt, selv om det varierer, med bare en generell formulering om prismål i loven («trygge/opprettholde prisstabilitet/stabil pengeverdi»). Etter det europeiske sentralbanksystem og f eks loven i Sverige overlates den nærmere presisering av målet til sentralbanken selv. Hos oss vil det trolig oppfattes som naturlig og riktig at de politiske myndigheter også nærmere definerer inflasjonsmålet, noe som også er tilfelle i en rekke land.

Ren inflasjonsstyring med tallfestede mål kan da gjennomføres ved lovendring, ved økonomisk-politiske retningslinjer fastsatt av statsmyndighetene eller ved en kombinasjon av begge deler. Ønsker en bare at kursmålet skal underord-

nes et prisstabilitetsmål uten tallfestede mål, kan dette gjøres ved lovendring eller reguleres i kursforskriften alene. Det kan f.eks bestemmes at «pengepolitikken rettes inn mot stabilitet i kronens verdi innenfor de grenser hensynet til lav pris- og kostnadsvekst setter».

En mer lovteknisk innvending mot et system med bvbestemte stabilitetsmål kan være at det blir for lovbundet og lite fleksibelt. Men innvendingen rekker praktisk sett neppe lenger enn at eventuelle stabilitetsmål i tilfelle ikke bør tallfestes i loven. På den annen side kan det som nevnt nettopp være av betydning for tilliten utad at systemet er mest mulig forpliktende regulert i lov.

Om andre oppgaver for sentralbanken, eller eventuelt om overføring av reguleringen fra andre lover til sentralbankloven, vises særlig til pkt 4.6 og 4.5 nedenfor.

4.3 Nærmere om kompetanse og uavhengighet, forholdet til statsmyndighetene

Norges Bank er tildelt kompetanse på hovedsakelig tre grunnlag. Dette gjelder kompetanse som

- a) bygger på særlov eller delegasjon
- b) bygger på oppdrag, eller
- c) er tildelt direkte i sentralbankloven.

Ved kompetanse iht særlov (f eks valutareguleringsloven) eller delegasjon (f eks visse bestemmelser i sentralbankloven hvor kompetansen er lagt til Kongen eller departementet) vil Norges Bank være underlagt overordnet forvaltningsorgan etter vanlige instruksjons- og delegasjonsregler i forvaltningen. På samme måte vil banken være underlagt oppdragsgiver ved oppdrag (f eks forvaltningen av Statens petroleumsfond). Det synes lite aktuelt å vurdere endringer i dette. Enkelte spørsmål i forbindelse med eventuell oppheving av valutareguleringsloven og penge- og kredittloven og overføring av oppgaver til sentralbankloven drøftes likevel nærmere i pkt 4.5.

Norges Banks spesielle stilling gjelder myndighet som banken har direkte etter sentralbankloven. Sentralt her står bruken av de pengepolitiske virkemidler sentralbankrenter, markedsoperasjoner og valutaintervensjoner. Men det gjelder også slikt som f.eks utøvelsen av «lender of last resort-funksjonen» (sistelinje likviditetsstøtte overfor bankene) og egenforvaltningen.

Hovedelementer i den institusjonelle ordning her er:

a) Økonomisk-politiske retningslinjer og kursordningen

Etter sentrbl § 2 første ledd skal banken utøve sin virksomhet i samsvar med de økonomisk-politiske retningslinjer som er fastlagt av statsmyndighetene. Bestemmelsen er uklar, men Carsten Smiths tolking i Festskrift til Skånland synes å ha fått alminnelig gjennomslagskraft. Etter dette kan det legges til grunn at bare retningslinjer som er fremmet av regjeringen og som har fått tilslutning i Stortinget er bindende for Norges Bank. I praksis vil dette være eventuelle retningslinjer

i de pengepolitiske avsnitt lagt fram i Nasjonalbudsjett og Revidert nasjonalbudsjett. Finansdepartementet kan altså ikke gi bindende retningslinjer for sentralbanken etter bestemmelsen.

Det er naturlig å se bestemmelsen om de økonomisk politiske retningslinjer sammen med sentrbl § 4 om at Kongen treffer vedtak om den kursordning som skal gjelde og om endringer i kronens kursleie. Kursforskriften 6.5.94 § 2 gitt i medhold av loven § 4 bestemmer at Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Det er det vanlige også internasjonalt at det er regjeringen som bestemmer et lands kursordning og kursleie. Derimot vil i et flertall land som det er naturlig å sammenligne seg med, kursmålet uttrykkelig være underlagt andre mål i lovgivningen og eventuelt traktat. I stadig flere land er dette altså et mål om prisstabilitet, og hvor den nærmere presisering også ofte overlates til sentralbanken. Økonomisk-politiske retningslinjer etter § 2 vil kunne tjene som tolkingsmomenter og vil kunne utfylle og supplere kursforskriften. Men ved motstrid mellom kursforskriften og økonomisk-politiske retningslinjer etter § 2 vil den spesifikke kursforskriften gå foran.

Norges Bank må etter dagens system i Norge sies i meget liten utstrekning å være overlatt måluavhengighet. Det er i og for seg heller ikke noe ønske om dette. Som nevnt under pkt 4.2 foran, er det neppe naturlig i Norge å overlate den nærmere presisering av et eventuelt, generelt prisstabilitetsmål til sentralbanken.

Særlig dersom det innføres et direkte prisstabilitetsmål i loven (gjør i § 1 om Norges Banks formål og virkeområde), kan regelen om økonomisk-politiske retningslinjer med fordel sløyfes. En eventuell hjemmel til å gi presiserende regler bør i tilfelle knyttes direkte til formålsbestemmelsen. «Økonomisk-politiske retningslinjer» kan i utgangspunktet omfatte alt fra prisstabilitet og kurspolitiske suppleringer til fordelings- og distriktspolitikk, og en henvisning til et slikt vidt område i loven gir ingen klar veiledning om hvilke hovedmål sentralbanken skal følge.

Dersom en ikke vil gå inn for et direkte mål for pengepolitikken i loven, har Skånland i Sosialøkonomen 1994 foreslått bestemmelsen omformulert til «Banken skal utøve sin virksomhet ut fra *den målsetting for pengepolitikken* som er fastlagt av statsmyndighetene». Det er mulig bestemmelsen må tolkes i denne retning allerede i dag. Samtidig bør man i tilfelle presisere «fastlagt av statsmyndighetene» til «fastlagt av regjering og Storting» i samsvar med Carsten Smiths tolking og eventuelt ytterligere presisere kravene til form. Et problem med «stortingsstyring» utenom lov eller plenarvedtak vil ofte være mangel på klarhet. Det som sies på s 2 i komiteinnstillingen stemmer ikke alltid med s 5 osv. Det kan derfor være spørsmål om å kreve at bindende økonomisk-politiske retningslinjer må være uttrykkelig formulert i et plenarvedtak, eventuelt supplert av klare henvisninger.

b) Regjeringens instruksjonsrett

Bestemmelsen om økonomisk politiske retningslinjer hjemler bare å gi generelle retningslinjer, ikke å gi individuelle pålegg om virkemiddelbruken. Det kan f.eks

ikke i medhold av bestemmelsen pålegges banken å fastsettes sine styringsrenter til x prosent fra y dato.

Dette kan derimot gjøres etter instruksjonsbestemmelsen i sentrbl § 2 tredje ledd. Etter denne bestemmelse kan Kongen i statsråd treffe vedtak om bankens virksomhet. Dette kan være generelle regler eller pålegg i enkeltsaker. Myndigheten kan ikke delegeres til departementet. Banken skal ha anledning til å uttale seg før det treffes slikt vedtak, og melding om vedtak skal sendes Stortinget snarest mulig. Bestemmelsen er særlig tenkt brukt som en reservebremse for regjeringen overfor sentralbanken ved uenighet om bruken av bankens virkemidler. Bestemmelsen var av de mest omdiskuterte ved tilblivelsen av sentralbankloven, men har aldri vært brukt. Den har av noen vært sett på som et stort skår i sentralbankens uavhengighet, av andre som en klar styrking av bankens stilling.

Instruksjonsbestemmelsen kan i og for seg også tenkes brukt utenom «uenighetstilfellene» til å gi generelle instruksjoner, f.eks om pengepolitisk regime. Men det ville neppe være befordrende på tilliten til regimet å bruke instruksjonsbestemmelsen til dette, og dermed løpende markere underordningsforholdet for sentralbanken.

Lovens og bestemmelsens forsvarer Carsten Smith har særlig understreket at det vesentligste for bankens selvstendighet reelt sett er omfanget av bankens virkemidler. Instruksjonsretten må betraktes som element i en balansert helhet. Den åpner mulighet for å gi mer omfattende fullmakter til sentralbanken enn ellers, ved å stå som en sikkerhetsregel – som regjeringen kan justere med hvis fullmaktene brukes i strid med dens klare prioriteringer.

Det er vanskelig å si seg direkte uenig i dette. Det er likevel et spørsmål om vurderingene i tilstrekkelig grad tar hensyn til den negative effekt en slik mulighet for instruksjon vil ha for den internasjonale tillit og troverdighet, særlig i urolige tider og krisesituasjoner. Avvik fra det vanlige internasjonale mønster har her sin kostnadsside, jf bl.a pkt 3.1 foran om forholdet til det europeiske sentralbanksystem og om IMF's tilråding på dette punkt. Men det finnes også land med inflasjonsmål som har former for instruksjonsrett. Hvilken betydning det måtte ha for tilliten at bestemmelsen hos oss aldri har vært brukt, er det ikke uten videre et entydig svar på. Mest nærliggende er det vel å tolke det slik at bestemmelsen i praksis har vist seg å være heller ufarlig fra en «selvstendighetslinje». Men det kunne jo også bety at sentralbanken alltid lydige har innordnet seg og ikke fulgt sin egen linje.

Dersom man får et overordnet, klart lovbestemt mål for pengepolitikken, kan dette på den ene side gjøre det mindre betenkelig å fjerne instruksjonsretten fra et demokratisk kontrollsynspunkt. På den annen side blir eventuelle negative effekter av instruksjonsretten mer begrenset dersom det gjelder klare, overordnede målsettinger som også instruksjonen i tilfelle må holde seg innenfor. En overgang til inflasjonsstyre vil i utgangspunktet gi større rom for sentralbankens skjønn innenfor de politisk bestemte målene enn dagens kursmål, enn si en fastkursordning. Dette kan på den ene siden tale for at det blir viktigere å sikre sentralbanken uavhengighet i virkemiddelbruken enn før, på den annen side at det blir et større behov for de politiske myndigheter til å kunne gripe inn. Her må det vurderes om det er former for utvidet «accountability» for sentralbanken (jf pkt

4.7 nedenfor), som bedre kan forene disse hensynene enn dagens instruksjonsregel.

Som nevnt foran har Eivind Smith gått langt i retning av å betone at det sentrale fra et demokratisk synspunkt, er at de generelle rammer og mål for sentralbankens virksomhet er klare og kontrollerbare, og at det er opp til de politiske myndigheter eventuelt å endre disse generelle rammer om de ikke virker hensiktsmessig. Den formelle adgang til politiske inngrep i enkeltsaker har ingen spesiell demokratisk verdi når styring i den enkelte sak veies mot det som kan oppnås ved å begrense adgangen.

Den demokratiske garantien i de politiske myndigheters endringsadgang vil for øvrig bero på hvor vanskelig det er å endre systemet. Dette kan variere fra endring av forskrifter eller retningslinjer, til endring av formell lov eller endog til endring av grunnlov og/eller traktat. I alle fall så lenge endringsadgangen ikke er bundet opp mer enn til formell lov, må dette anses uproblematisk fra et «demokrati»-synspunkt.

Dersom en mener at styringen av sentralbanken bør begrenses til styring gjennom generelle regler, er det spørsmål om instruksjonsbestemmelsen bør beholdes for så vidt gjelder generelle instruksjoner. Men det synes tvilsomt om dette vil ha noen verdi ved siden av vanlig lov og forskriftsmyndighet. Også generelle instruksjoner etter sentrbl § 2 tredje ledd må i tilfelle fremmes av regjeringen og forelegges Stortinget, selv om det siste skjer i etterhånd.

Det har for øvrig vært vanlig å se regjeringens instruksjonsrett slik at den også forankrer statsrådets og dermed regjeringens konstitusjonelle ansvar for Norges Bank, jf om statsrådets ansvar sentrbl § 2 fjerde ledd og pkt 4.7 nedenfor. Skal man begrense instruksjonsretten, må det vurderes å opprettholde den utenom pengepolitikken eller i administrative spørsmål.

Et kompliserende moment når det gjelder instruksjonsretten må nevnes til slutt. På noen områder treffer Norges Bank enkeltvedtak i forvaltningslovens forstand. Slike vedtak kan etter forvaltningslovens alminnelige klage- og omgjøringsregler påklages til departementet eller under nærmere betingelser omgjøres av departementet på eget initiativ. I proposisjonen til ny sentralbanklov ga Finansdepartementet uttrykk for at disse reglene fullt ut vil gjelde også på sentralbanklovens område. Men dette kan synes å undergrave noe av den spesielle instruksjonsbestemmelse i sentrbl § 2 som legger instruksjonskompetansen til Kongen i statsråd og forutsetter fremleggelse for Stortinget mv. Justisdepartementets lovavdeling har da også stilt seg kritisk til Finansdepartementets forståelse når det gjelder departementets omgjøringsrett uten klage. På penge- og kredittpolitikken område vil klage- og omgjøringsretten etter forvaltningsloven i alle fall være av begrenset betydning, i og med at den bare gjelder enkeltvedtak. Avgrensningen av hva som er å regne som enkeltvedtak i forvaltningslovens forstand på sentralbanklovens område er imidlertid ikke uten videre gitt. Av avgjørelser som trolig må anses som enkeltvedtak kan nevnes avgjørelser om kreditt på spesielle vilkår etter sentrbl § 19 tredje ledd (S-lån) og om suspensjon av banker fra låneadgangen.

c) Foreleggelsesplikten

Etter sentrbl § 2 annet ledd skal Norges Bank forelegge saken for departementet (dvs Finansdepartementet) før den treffer vedtak av særlig viktighet. Et sentralt formål med bestemmelsen er å gi regjeringen mulighet til å bruke instruksjonsretten. Utover dette har bestemmelsen også et rent informasjons- og konsultasjonsformål. I det europeiske sentralbanksystem har man måttet begrense slike bestemmelser til rene informasjonsbestemmelser for å unngå elementet av underordning. For en slik omforming har f eks Kåre Willoch uttalt seg i Festskrift til Skånland. Skånland, senest i Sosialøkonomen nr 7 1998, mener ut fra lignende tankegang at bestemmelsen bør sløyfes både som unødvendig og uheldig.

En omformulering til en ren informasjonsregel eller sløyfing av bestemmelsen, eventuelt sammen med bortfall av instruksjonsretten, kan gi klarere ansvarsforhold. Dette understrekes sterkt i Smith-kommisjonens bankkriserapport. Det er grunn til å vektlegge dette syn fra en kommisjon som nettopp har hatt til oppgave å prøve ansvaret i ettertid. Drøftingsplikten kan bl.a tenkes skape uklarhet omkring hvem som har eller tar ansvaret for bankens rentebeslutninger.

På den annen side burde det ikke være særlig grunnlag for uklarhet om dette i dag. Rentebeslutninger etter sentrbl §§ 19 og 20 er fullt og helt bankens ansvar, med mindre Kongen i statsråd instruerer sentralbanken. Både banken og Finansdepartementet er seg bevisst betydningen av et ryddig konsultasjonssystem i praksis med rutiner og former som ikke forkludrer ansvarslinjene.

I og med at departementet ikke kan instruere sentralbanken, kan foreleggelsesplikten i det hele vanskelig ses som noe vesentlig skår i bankens selvstendighet. Former for samråd med departementet før viktige vedtak vil etter norsk tradisjon i alle fall være naturlig også uten noen lovbestemmelse om dette. Enkelte land, også innenfor det europeiske sentralbanksystem, har for øvrig forskjellige former for observatørordninger for de politiske myndigheter i sentralbankens styrende organer.

d) Instrument-/virkemiddelavhengighet

Regjeringens og Stortingets mulighet til å bestemme økonomisk-politiske retningslinjer, regjeringens instruksjonsrett og foreleggelsesplikten overfor departementet er gjennomgått ovenfor. Eivind Smith har i forlengelsen av bankkriserapporten gitt uttrykk for at lovens bestemmelser om dette samlet sett og i sammenheng med rådgivningsreglene i § 3 gir et hierarkisk inntrykk og klart markerer et underordningsforhold. De fleste tråder samles i Finansdepartementet. For min del vil jeg – disse begrensninger til tross – konkludere med at Norges Bank i dag i prinsippet har instrument- og virkemiddelavhengighet, på en måte som ikke skiller seg vesentlig fra hva som er vanlig i sentralbanker som vi regner som selvstendige.

Det som likevel skiller, er som nevnt foran at spillerommet for virkemiddelbruken i praksis vil bli mer begrenset enn hva som er vanlig internasjonalt, ut fra vårt relativt snevre og kortsiktige pengepolitiske mål om kursstabilitet. Slik sett vil en overgang til en form for inflasjonsstyring, bety et større rom for skjønn og gi bankens beslutninger om virkemiddelbruken større selvstendig betydning. Men dette innebærer ikke formelt, juridisk en utvidelse av bankens selvstendighet når det gjelder virkemidlene.

Mer problematisk for Norges Banks grad av faktisk uavhengighet i gjennomføringen av pengepolitikken enn instruksjonsretten og foreleggelsesplikten, vil nok noen mene at oppnevningsprosedyren og sammensetningen av bankens hovedstyre er. Det er – i kontrast til det mediaskapte bilde – Hovedstyret og ikke sentralbanksjefen som er bankens sentrale beslutningsorgan. Dette omtales i pkt 4.4.

Skillet mellom bankens målavhengighet (jf pkt 4.3.a foran) og bankens virkemiddelavhengighet følger langt på vei de samme linjer som skillet mellom valg av politikk og gjennomføring av politikk. Det siste skillet vet man kan være vanskelig å trekke, et poeng som likevel strekkes svært langt i forarbeidene til sentralbankloven. Skillet mellom mål og virkemidler er kanskje noe klarere både i prinsipp og i praktisk håndhevelse. I alle fall er skillet klart trukket opp gjennom de uttrykkelige hjemler for bankens virkemiddelbruk i sentralbankloven. Hvor langt skillet vil være til hjelp ved en vurdering og avgrensning av hva som bør være bankens kompetanse, er likevel diskutabelt. Dette må avgjøres mer av reelle vurderinger av konkrete saksforhold enn av begreper.

e) Rådgiverrollen

En svært viktig del av bankens oppgaver er å gi råd på penge-, kreditt- og valutapolitikkens område. Banken skal avgi uttalelse om spørsmål den blir forelagt av Kongen eller departementet (§ 3 første ledd). Særlig viktig er bestemmelsen i § 3 annet ledd om at banken skal underrette departementet når det etter bankens oppfatning er behov for tiltak av penge-, kreditt- og valutapolitisk karakter av andre enn banken – f.eks om endringer i det pengepolitiske regime. Her har banken både en viktig initiativrett og initiativplikt til å si fra. En slik uttalelse må være dekkende for Hovedstyrets syn for å anses som en § 3 annet ledd uttalelse. Det er klart at på markedsfølsomme områder vil det ligge særlig grundige overveielser bak før banken avgir en slik uttalelse. Samtidig vil det kunne gi grunnlag for kritikk i etterhånd om den ikke sier klart eller tidnok fra.

Rådgivningsplikten gjelder direkte overfor Kongen eller departement. Hvorvidt det bør institueres klarere regler om rådgivning mv overfor Stortinget, vil bli berørt under pkt 4.7 nedenfor.

4.4 Styrende organer/ledelse

Norges Banks øverste organer er Hovedstyret og Representantskapet (sentrl § 5).

Representantskapets 15 medlemmer oppnevnes av Stortinget. Det har hovedsakelig bare tilsynsoppgaver og budsjettmyndighet. Det kan synes upraktisk med et så stort organ. Men dette vil i noen grad avhjelpes av et lovendringsforslag fra Representantskapet om at dets arbeidsutvalg («Den faste komite») kan gis kompetanse til å gjennomføre løpende kontrollarbeid og delegeres avgjørelsesmyndighet i særlige tilfeller. Representantskapet omtales ellers ikke nærmere her.

Hovedstyret har den utøvende og rådgivende myndighet etter loven, herunder på pengepolitikken område. Sentralbanksjefen forestår bankens administrasjon og gjennomføring av vedtakene. Hovedstyret kan delegeres avgjørelsesmyndighet til bl.a sentralbanksjefen, men ikke saker av særlig viktighet utenom i hastetilfel-

ler. Det betyr at både viktige vedtak om bruk av bankens pengepolitiske virkemidler – herunder fastsettelsen av bankens styringsrenter – og bankens råd om pengepolitikken som utgangspunkt skal treffes eller gis av Hovedstyret, eller i alle tilfelle på Hovedstyrets vegne. Dette stiller krav både til medlemmenes kompetanse og uavhengighet. Disse kravene aktualiseres ytterligere ved eventuell overgang til styring etter inflasjonsmål med større spillerom for skjønsmessige avveininger.

Hovedstyret består av 7 medlemmer som alle oppnevnes av Kongen (sentrbk § 6). Sentralbanksjef og visesentralbanksjef er leder og nestleder i Hovedstyret, og bare disse er fast ansatte i banken. De øvrige 5 eksterne medlemmer oppnevnes av Kongen etter innhentet forslag fra og i samsvar med styrkeforholdet til partigruppene på Stortinget. Det siste er ikke direkte bestemt i loven, men er forutsatt i lovforarbeidene (Finanskomiteens innstilling) og er fast praksis. Medlemmene kan ikke være regjeringsmedlemmer, statssekretærer, andre politiske medarbeidere i departementet eller stortingsrepresentanter. Ellers er det intet til hinder for at de kan ha aktuelle verv eller tilknytning til politiske partier, næringsorganisasjoner, andre interessegrupper eller for den saks skyld bedrifter som er aktører i penge- og valutamarkedet. Dette har med den oppnevningspraksis som gjelder også vært det vanlige i praksis.

Internasjonalt er det en klar tendens i retning av at pengepolitiske beslutninger og råd treffes eller gis av et internt organ med fast ansatte i sentralbanken (ofte kalt direksjon e.l.). Dette henger sammen både med kravet til faglig kompetanse og daglig oppdatering og med kravet til uavhengighet.

Dersom det er et poeng med en uavhengig sentralbank, stiller det også krav til uavhengige personer i bankens sentrale organer. Ved ansettelse i banken vil den primære tilhørighet ligge i banken og lojaliteten klart gå i retning av bankens oppgaver. Ser man det som vesentlig med supplerende kompetanse utenfra, kan dette oppnås ved å oppnevne nøytrale fagpersoner. Eventuelt kunne disse bare ha en rådgivende funksjon. Den demokratiske basis vil være sikret ved at medlemmene i alle fall oppnevnes av et politisk organ. Det er ellers grunn til å presisere at også hovedstyremedlemmer som er utpekt av politiske partier oppnevnes på personlig basis og ikke representerer sine partier eller interessegrupper.

Begrensningene i loven som utelukker bl.a politiske medarbeidere i departementene bør i alle fall vurderes utvidet til også å gjelde politiske medarbeidere i Stortinget – uansett hvor faglig dyktige de måtte være eller hvilken integritet de personlig måtte ha. Også ellers synes det grunn til i sterkere grad å følge opp tanken bak de partipolitiske inhabilitetsreglene som ligger i loven, både når det gjelder utvelgelsesprosessen og sammensetningen av Hovedstyret. Oppnevningspraksis bør for øvrig kunne endres uten at det er nødvendig med lovendring.

Etter Maastricht-traktaten velges direksjonsmedlemmene og president/vise-president for ESB av Rådet, men etter konsultasjoner med og dels fremstilling overfor Parlamentet. Også ellers er det nok det vanligste internasjonalt at direksjonsmedlemmene oppnevnes av regjeringen/ministeren, men ofte med godkjenning av et organ for Parlamentet. Sverige har en spesiell ordning ved at de heltidsansatte medlemmene i det nye beslutningsorganet, direksjonen, oppnevnes av riksbankfullmaktige. Medlemmene til riksbankfullmaktige oppnevnes som tidligere

av Riksdagen.

For øvrig må det norske system med at sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen ansettes for perioder på 6 år, med mulighet for gjenoppnevning for en ny periode, ut fra et uavhengighetssynspunkt om langsiktighet anses tilfredsstillende i en internasjonal sammenligning. I ESB oppnevnes president/visepresident og de andre direksjonsmedlemmene for 8 år uten adgang til gjenoppnevning. Sentralbanksjefene i de nasjonale sentralbankene skal oppnevnes for minst 5 år og gjenoppnevning reguleres av nasjonal lov. I FED i USA velges styremedlemmene for en periode på 14 år. Leder og nestleder oppnevnes blant disse for 4 års perioder og kan gjenoppnevnes innenfor sine 14 års perioder. Hensynet til lange funksjonsperioder har likevel neppe samme vekt og lar seg vanskelig praktisere for de eksterne hovedstyremedlemmer hos oss. For disse er da også funksjonsperioden 4 år med mulighet til å bli sittende samlet i 3 perioder. Også de norske regler om at sentralbanksjef og visesentralbanksjef bare kan avskjediges ved grovt pliktbrudd eller annet vesentlig mislighold (de alminnelige regler i arbeidsmiljøloven § 66) må anses tilfredsstillende.

4.5 Oppheving av valutareguleringsloven og penge- og kredittloven. Lovstrukturen

Som nevnt i pkt 2.3 foran, forbereder Finansdepartementet et lovforslag om oppheving av valutareguleringsloven av 1950 og penge- og kredittloven av 1965. Bestemmelser det er aktuelt å videreføre, forutsettes i tilfelle innarbeidet i sentralbankloven. Dette vil gjelde regler om adgang til å fastsette reservekrav for banker, regler om opplysningsplikt for statistikk-, tilsyns- og kontrollformål, regler om tillatelse til valutavirksomhet (valutaposisjonsreguleringen vil eventuelt bli foreslått overført til lovgivningen om finansinstitusjoner), adgang til å fastsette avgift på omsetning av valuta og en beredskapsbestemmelse om beskyttelsestiltak ved store betalingsbalanseproblemer eller vesentlige forstyrrelser i kapitalmarkedene. Bakgrunnen er at de direkte reguleringer med hjemmel i de to lovene i all hovedsak er avvirket som ordinære virkemidler i penge- og valutapolitikken. Utviklingen har således ledet fram til – pr i dag i alle fall nesten fram til – det Norges Bank foreslo under høringen av forslaget til ny sentralbanklov i 1984.

Innkorporeringen av slike bestemmelser i sentralbankloven krever ikke endringer i sentrbl § 1 om Norges Banks formål og virkeområde.

I høringsnotatet fra 1996 er bestemmelsen om reservekrav foreslått innarbeidet i sentrbl kap IV om oppgaver på kredittmarkedet som ny § 22a. På samme måte som de øvrige virkemidler her er kompetansen til å fastsette reservekrav lagt direkte til Norges Bank. Det vil si at myndigheten til å fastsette reservekrav vil omfattes av de vanlige regler om virkemiddeuavhengighet for sentralbanken, hvor sentralbanken bare er undergitt instruksjonsmyndighet etter den særlige regelen i sentrbl § 2 tredje ledd.

De øvrige regler som videreføres er foreslått inntatt i et nytt kapittel VI Forskjellige bestemmelser. I alle disse bestemmelsene (unntatt en bestemmelse om tvangsmulkt) er myndigheten lagt til departementet eller Kongen. I den utstrekning myndighet delegeres til banken, vil den være underlagt vanlige regler for

delegert myndighet, jf pkt 4.3 foran. Slik forskrifts- og til dels vanlig instruksjonsrett for Kongen eller departement finner vi også i dag i bl.a sentrbl § 4 om kursordningen, i § 16 om utgivelse av minnemynter og i § 24 om forvaltningen av valutareservene. Det kan ikke anses som noe problem at sentralbankloven her opererer med forskjellige systemer for instruksjonsrett alt etter som Norges Banks kompetanse er lagt til banken direkte i loven eller ikke.

Helge Syrstad har bl.a i sin artikkel i Lov og Rett 1998 s 451 flg sterkt kritisert sentralbanklovens oppdeling i forskjellige kapitler for henholdsvis oppgaver på kredittmarkedet (kap IV) og oppgaver på valutamarkedet (kap V), jf nærmere særlig s 453-54, 456-57, 466-67 og 477-78. Han viser til at skillet mellom penge- og kredittpolitikk på den ene side og valutapolitikk på den annen side for lengst er falt bort. Lovens begrepsbruk og inndeling er derfor uhensiktsmessig og medfører en del rettslige uklarheter.

Det er ikke vanskelig å være enig i at skillet mellom penge- og kredittpolitikk og valutapolitikk på mange måter er utvisket. Det gjelder både mht målsettinger og virkemidler. Dette innebærer etter min mening likevel ikke uten videre at lovens inndeling er uhensiktsmessig eller leder til rettslig uklarhet av betydning. Det vil bare være tilfelle dersom inndelingen i loven er tilfeldig og ikke behandler det like sammen og det ulike for seg, eller leder til tilfeldig eller uhensiktsmessig fordeling av kompetanse.

Ser man på bestemmelsene i kap IV om oppgaver på kredittmarkedet, så gjelder de statens bankforretninger (§ 17), kreditt til banker (§ 18), innskudd fra banker (§ 20), kjøp og salg av norske verdipapirer (§ 21), kreditt til og innskudd fra andre (§ 22) og eventuelt den foreslåtte nye bestemmelse om reservekrav (§ 22a).

Kap V om oppgaver på valutamarkedet gjelder kursnoteringer og forvaltningen av de offisielle valutareserver (§ 24), valutaoppgaver for staten (§ 25) og internasjonale avtaler (§ 26). Dessuten er reglene om kursordningen ut fra sin grunnleggende betydning gitt i kap I om alminnelige bestemmelser (§ 4).

For min del synes jeg kapitlene i all hovedsak behandler i sammenheng det som det uansett er naturlig å behandle sammen – uavhengig av utviskingen av skillet mellom pengepolitikk og valutapolitikk.

Tilsvarende kan jeg ikke se at plasseringen i kapitlene om oppgaver på henholdsvis kredittmarkedet og på valutamarkedet leder til tilfeldige resultater når det gjelder hvem som har kompetansen. I kapitlet om oppgaver på kredittmarkedet legges primærkompetansen direkte til banken, mens den i kapitlet om oppgaver på valutamarkedet i større utstrekning er lagt til Kongen. Men dette har skjedd etter en reell vurdering for den enkelte bestemmelse. Det samme gjelder Kongens myndighet etter § 4 om kursordningen.

Det vesenligste forbehold for plasseringen og eventuelt kompetansen vil jeg i tilfelle ta for markedsoperasjoner etter loven § 21 og bruk av valutareserven til intervensjoner etter § 24. Kongens myndighet til å gi forskrifter om plasseringen av valutareservene etter § 24, må imidlertid motsetningvis forstås slik at den ikke hjemler Kongen myndighet til å gi pålegg om individuelle intervensjoner.

Heller ikke ellers kan jeg se at lovens skille og begrepsbruk her i seg selv leder til større tolkningsproblemer, heller ikke i forholdet mellom § 4 om kurs-

ordningen og bestemmelsene i § 2 om økonomisk-politiske retningslinjer og instruksretten. En annen sak er at bestemmelsene og forholdet mellom dem av andre grunner kan være uklart.

Selv om disse forhold etter min mening ikke begrunner noe sterkt, selvstendig behov for lovrevisjon, er det klart at ved en eventuell fremtidig revisjon bør man også se på lovens begrepsbruk og inndeling mv for så vidt. Det vil da være naturlig å se hen til begrepsbruk og struktur i andre sentralbanklover.

4.6 Andre forhold

Om oppgaver for Norges Bank på tilsynsområdet, betalingssystemområdet og formuesforvaltningen, vises til pkt 2.3 foran. Norges Bank vil her som nevnt kunne få utvidete oppgaver og hjemler i en eventuell lov om betalingssystemer. Av hensyn til implementeringsfristen for EU-direktivet om settlement finality må visse lovtiltak på dette området i tilfelle være gjennomført i løpet av 1999. Ellers ligger det på disse områdene ikke an til spesielle endringer i sentralbankloven.

Et klassisk kriterium for økonomisk sentralbankuavhengighet med tilknytning til pengepolitikken er forbud mot eller begrensninger i sentralbankens adgang til å låne staten penger. Dette kan gjelde både direkte, ordinære lån og kjøp av statspapirer i første hånd. Bl.a. Maastricht-traktaten forbyr begge former for slike kreditter fra sentralbankene. Den norske sentrbl § 18 har her meget svake begrensninger i låneadgangen. En innstramning her vil kunne gi økt tillit i utlandet.

Forskjellige andre endringer kan det også være grunn til å overveie ved en eventuell lovrevisjon, uten at det skal gås inn på her. Spørsmålene om ansvarsformer, kontroll og innsyn gjenstår dog å behandle.

4.7 Ansvarsformer, kontroll og innsyn

Som andre offentlige organer må sentralbankene svare for sin virksomhet overfor noen. Dette kan være den utøvende, lovgivende eller dømmende makt. I Norge svarer sentralbanken primært overfor statsråden og regjeringen, mens den i mange land har et mer direkte ansvar overfor parlamentet. Nesten like viktig som den institusjonelle kontroll er kanskje den uformelle gjennom samfunnsdebatten og den offentlige opinion.

Større reell sentralbankuavhengighet må balanseres mot mulighetene for utvidet demokratisk ansvar og kontroll. En uavhengig sentralbank må være ansvarlig for hva den gjør, ikke bare generelt, men i bestemte former overfor konstitusjonelle organer («accountability»). Enkelte land – særlig hvor det er innført inflasjonsmål – har også innført former for sanksjonsmuligheter overfor sentralbanken og dens ledelse dersom målsettingen ikke nås.

Et ansvar vil lettere kunne gjøres gjeldende der sentralbanken skal styre mot et enkeltstående eller et klart prioritert mål, enn ved sammensatte styringsmål. Det samme gjelder ved presist definerte mål i forhold til bredt angitte mål. Dagens norske kursordning med mål om stabil kronkurs målt mot europeiske valutaer, gir slik sett i normalsituasjonen et rimelig klart styringsmål og godt grunnlag for rask etterprøving (selv om det for tiden synes å gjøre seg gjeldende en viss

usikkerhet om målkriteriene). Om det er noe ansvar å plassere, og hvor det i tilfelle skal plasseres, når målet i ekstraordinære situasjoner må oppgis, kan ikke så entydig besvares.

Ansvar er i alle tilfeller avhengig av innsyn, åpne beslutningsprosesser og publisering («transparency»). Land som USA og Storbritannia er her typiske eksempler for en åpenhetslinje (bl.a med rask offentliggjøring av møteprotokoller), mens kontinentale land ikke har samme åpenhetstradisjoner. De nordiske land ligger vel i sentralbanksammenheng her et sted i mellom.

Norges Bank er som nevnt underlagt forvaltningsloven og offentlighetsloven. Banken skal informere offentligheten om penge-, kreditt- og valutaforholdene (sentrbl § 3 tredje ledd). Den har rett til å uttale seg offentlig, selv om det måtte være på tvers av regjeringens syn (i lovforarbeidene er forutsatt at banken da først har tatt opp saken med departementet). Informasjonen skjer ved bankens kvartalsvise inflasjonsrapporter og halvårlige rapporter om finansiell stabilitet, bankens publikasjoner Penger og Kreditt / Economic Bulletin, Internettisider, pressemeldinger, pressekonferanser mv. Informasjonen blir ofte utdypet ved foredrag, intervjuer o.l med sentralbanksjefen, visesentralbanksjefen eller sentrale tjenestemenn.

Hovedstyrets protokoller sendes Representantskapet til uttalelse som ledd i Representantskapets tilsyn med at reglene for bankens virksomhet blir fulgt (sentrbl § 5). I teorien kan således Representantskapet etterprøve om banken f.eks holder seg innenfor kursforskriften, men ikke substansen ellers i pengepolitiske avgjørelser. Bankens årsberetning, årsregnskap og Representantskapets uttalelse om Hovedstyrets protokoller sendes Finansdepartementet for å forelegges Kongen og meddeles Stortinget (§ 28). Både Representantskapets direkte tilsyn med virksomheten i banken og rapporteringsplikten til Stortinget er ledd i Stortingets tilsyn med pengevesenet etter Grl § 75 bokstav c.

Hovedstyrets protokoller som sådanne er ut fra offentlighetslovens alminnelige regler ikke offentlige. Allmennheten kan i tilfelle bare kreve innsyn i protokolleringen i bestemt angitte saker, og da forutsatt at saken ellers er undergitt offentlighet (eventuelt meroffentlighet).

Samlet må det sies å eksistere et omfattende system for demokratisk innsyn og kontroll med Norges Bank. Visse endringer kan det likevel være grunn til å overveie, særlig hvis en går over til styring etter prisstabilitetsmål.

Viktigst her er trolig spørsmål om tettere rapportering og ansvar overfor Stortinget. Omfanget og formen for dette vil imidlertid avhenge av om instruksjonsretten for Kongen i statsråd skal opprettholdes, jf pkt 4.3.b foran.

Etter den nye svenske lovgivningen skal Riksbanken minst to ganger i året avgi en rapport til Riksdagen om den penge- og valutapolitikken som er ført. Rapportene forutsettes være offentlige. Sentralbanksjefen skal kunne anmode om å få informere Riksdagen om pengepolitikken. Riksdagens finanskomite kan innkalle riksbanksjefen eller en annen representant for banken til offentlige høringer. Fremleggelse av slike halvårlige rapporter kunne i Norge f.eks kobles med en redegjørelse fra eller høring av sentralbanksjefen i Finanskomiteen, eventuelt knyttet til drøftelsene av Nasjonalbudsjett og Revidert nasjonalbudsjett. Smith-kommisjonen nevner at det også i Norge kan være grunn til å overveie å gi sen-

tralbanken rett til å legge synspunkter og råd direkte fram for Stortinget. Den normale vei bør nok her likevel fortsatt være at synspunkter og råd kanaliseres via departementet (sentrbl § 3 første og annet ledd).

Overgang til et system hvor sentralbanken generelt legges direkte under Stortinget istedenfor Regjeringen, er det neppe grunn til å vurdere. Stortinget står imidlertid fritt til å vedta dette, slik ordningen også formelt var under tidligere lovgivning. Verken Grl § 3 om at den utøvende makt er hos Kongen eller Grl § 19 om at Kongen bestyrer statens eiendommer er til hinder for dette. Derimot innebærer Grl § 75 bokstav c om at Stortinget fører oppsyn med rikets pengevesen en skranke for fraskrivelse av Stortingets tilsyn og kontroll.

I Norge kan man vel vanskelig tenke seg bastante former for «accountability» hvor sentralbanken gjøres eneansvarlig for oppfyllelse av f.eks et mål om prisstabilitet, selv med presiserte inflasjonsmål. Både kurs- og prisutviklingen er påvirket av andre forhold enn den pengepolitiske virkemiddelbruk. Den New Zealandske modell med inngåelse av kontrakt om å holde et nærmere angitt prismål, hvor sentralbanksjefen må gå ved «kontraktsbrudd», synes fremmed for norsk forvaltnings- og rettstradisjon. Den bryter for så vidt også med vanlige sentralbankprinsipper om lange funksjonsperioder og tilnærmet uavsettethet. Derimot kan man lettere tenke seg visse nærmere regler eller prosedyrer for hvilket ansvar som påhviler ledelsen i Norges Bank når målsettingen ikke nås, i form av rapportering, høringer i Stortinget og forslag til tiltak mv. For ekstraordinære avgangstilfelle – enten det er sentralbanksjefen eller de politiske myndigheter som tar initiativet – måtte man i tilfelle kanskje vurdere former for mer generøse fallskjermer enn hva som gjelder i dag.

5. Avrunding

Både internasjonalt og i Norge har som naturlig er innretningen og betydningen av sentralbankens oppgaver og rolle svingt. Dels har det svingt i sammenheng med skifte i den generelle betydning av og tro på henholdsvis fagstyre og politisk styre i samfunnet. I dag har nok uavhengighetsspørsmålet mest sammenheng med faktiske forhold i markedene og sentralbankens direkte rolle i disse. Det er ingen uenighet om at det er opp til politikerne å bestemme målene. Spørsmålet står om å finne den grad av uavhengighet for avgrensede virkemidler som best kan bidra til å oppnå de politiske målsettinger over tid. At politikerne bestemmer politikken, behøver ikke å bety at de skal ha adgang til å styre alle beslutninger i den løpende offentlige virksomhet.

Tidens internasjonale utvikling har her klart gått i retning av en slik større uavhengighet for sentralbankene både faktisk og rettslig. Kanskje har pendelen svingt til en ytterkant i det europeiske sentralbanksystem. Vår institusjonelle ordning ligger imidlertid langt fra denne ytterkant, og tåler fortsatt en god sving mot denne, uten å risikere å bli møtt av motgående pendelbevegelser.

Forfatteren av denne artikkelen har ikke tilhørt de mest ihuga talsmenn for behovet for en omfattende revisjon av sentralbankloven fra 1985. Men som vel også gjennomgangen foran har vist, er det en god del spørsmål som det kan være grunn til å gjøre noe med. En del er allerede på gang, jf bl.a avsnittet foran om oppheving av valutareguleringsloven og penge- og kredittloven (pkt 4.5). Noe kan

tvinge seg fram før man aner (endring av pengepolitisk regime). Dette aktualiserer i sin tur spørsmål om utvidete ansvars- og rapporteringsformer mv, selv om noe av dette kan gjennomføres også innen rammen for gjeldende lov (pkt 4.7). Endringer for å klargjøre kompetanse og ansvar kan også følge i kjølvannet av Stortingets behandling våren 1999 av Bankkrisekommisjonens rapport. Visse sider ved regler og praksis for oppnevning og sammensetning av Hovedstyret bør i alle fall ses på (pkt 4.4). Skulle spørsmålet om EU-tilslutning igjen bli aktuelt, vil tilslutning i tilfelle kreve omfattende endringer i sentralbankloven (jf pkt 3.1). Det blir en spennende tid for sentralbanken – og for dens jurister.

Litteraturoversikt:

NOU 1983:39 Lov om Norges Bank og pengevesenet

Norges Banks uttalelse om NOU 1983:39 (Norges Banks skriftserie nr 14/1984)

Ot prp nr 25 (1984-85) Om lov om Norges Bank og pengevesenet

Finansdepartementets høringsnotat 24.10.1996 om opprydding i bestemmelser i penge-, kreditt- og valutaloggivningen mv

Dokument nr 17 (1997-98) Rapport til Stortinget fra kommisjonen som ble ned-satt av Stortinget for å gjennomgå ulike årsaksforhold knyttet til bankkrisen

Regeringens proposition 1997/98:40 Riksbankens ställning

Convergence Report (EMI, March 1998)

Per Christiansen: Norsk Pengerett (1987)

Hermod Skånland: En pengepolitikk for Norge – etter Solidaritetsalternativet (Sosialøkonomen nr 7/1998)

Carsten Smith: Bankrett og statsstyre (1980)

Carsten Smith: Sentralbank og Pengevesen (Nordisk Administrativt Tidsskrift 1985 s 325 flg og Rettstenkning i samtiden, 1992, s 42 flg)

Carsten Smith: Norges Banks rettslige selvstendighet (Stabilitet og langsiktighet, 1994, s 87 flg)

Helge Syrstad: Mål og virkemidler i pengepolitikken – hva kan sentralbanken bestemme? (Lov og Rett 1998 s 451 flg)

Kåre Willoch: Hvor uavhengig bør sentralbanken være? (Stabilitet og langsiktighet, 1994, s 105 flg)